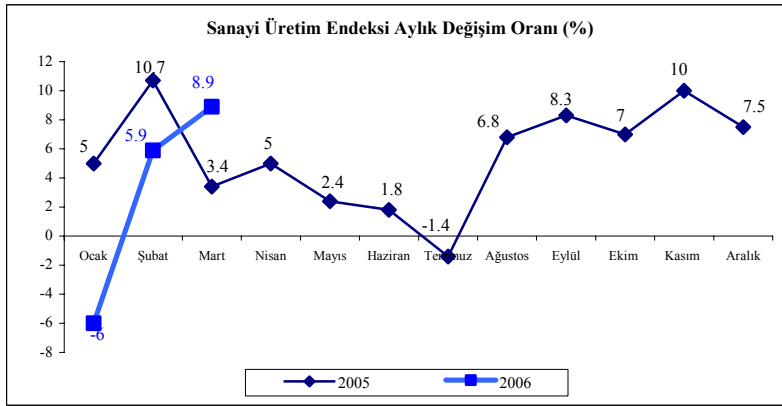


EKONOMİK GÖRÜNÜM

HAZİRAN 2006

REEL SEKTÖR

► Mart Ayı Sanayi Üretim Endeksi



Aylık Sanayi Üretim Endeksi, 2006 yılı Mart ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %8,9 artarak 141,4'e; imalat sanayi üretim endeksi ise %9 artarak 141,7'ye yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede ise sanayi üretim endeksinin bir yıllık dönemde %7,7 ve imalat sanayi üretim endeksinin %7,6 arttığı görülmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	MART				OCAK-MART			
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
	2006		2005		2006		2005	
Toplam Sanayi	141,4	8,9	129,9	3,4	124,1	3,1	120,3	6,1
Madencilik Sektörü	90,4	10,7	81,7	26,9	83,8	4,0	80,5	24,7
İmalat Sanayi Sektörü	141,7	9,0	130,1	2,2	122,5	2,4	119,6	5,5
Elektrik, Gaz ve Su Sektörü	168,1	7,5	156,4	7,2	164,4	8,2	152,0	5,7

Kaynak : TÜİK

Sanayi üretim endeksinde iktisadi faaliyet kolları itibarıyla bakıldığında, endekste %86,92 ile en fazla ağırlığı olan imalat sanayi sektöründe %9; endekste ağırlığı %4,89 olan madencilik sektöründe %10,7; endekste ağırlığı %8,19 olan elektrik, gaz ve su sektöründe ise %7,5 oranında üretim artışı olduğu görülmektedir.

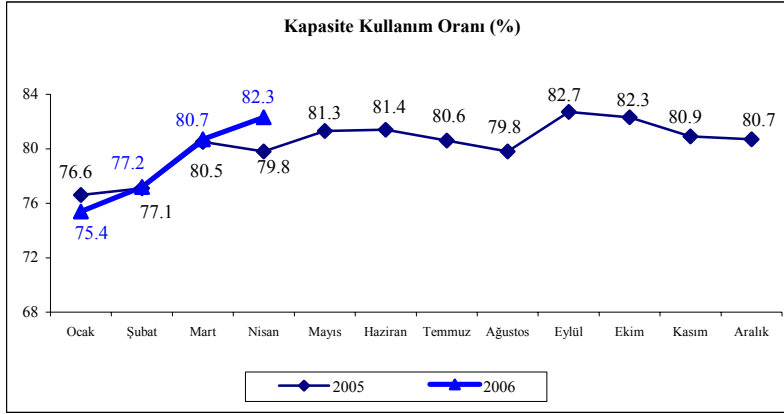
2006 yılı Ocak ayında %6 gerileyen sanayi üretim endeksi Şubatta %5 artarak toparlanmış, Mart döneminde ise artış oranı beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Mart ayında endekste bu yükselişle birlikte 17 sektörde üretim artışı yaşanmış, 5 sektörde üretim azalmıştır. Mart ayında endekste yükselişe kimyada %18; metal eşyada %26,6; ana metal sanayiinde %11,2; makine teçhizatında %18,8; giyimde %11,5; metalik olmayan diğer mineral ürünlerde %20,7; motorlu kara taşıtlarında %11,5 olarak gerçekleşen üretim artışları önemli katkılar sağlamıştır. Bunların yanında endekste ağırlığı düşük de olsa %117,7 oranında üretim artışı sağlayan büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri ile üretimi %60,3 oranında artan diğer ulaşım araçları da endekste yükselişe katkı sağlayan sektörler olmuştur. Kağıt ve kağıt ürünlerindeki %17,7'lik; kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünlerindeki %3,4'lük; plastik-kauçuk ürünlerdeki %7,5'lik; tekstildeki %2,9'luk ve tütün ürünlerindeki %7,9'luk üretim azalışları ise endekste artışı sınırlandıran faktörlerdir.

Yüksek üretim artışlarının gerçekleştiği sektörlere bakıldığında inşaat sektöründe canlılığın devam ettiği, yatırımların sürdüğü görülmektedir. Sözkonusu dönemde ihracat performansındaki iyileşme de endeksin yüksek oranda artmasına katkı sağlayan bir gelişme olmuştur.

2005 yılının ilk üç aylık döneminde %6,1 oranında gerçekleşen sanayi üretim endeksi artışı 2006 yılının ilk üç aylık döneminde, Ocak ayındaki gerilemenin etkisiyle %3,1 olarak gerçekleşmiştir.

► Nisan Ayı Kapasite Kullanım Oranları

2005 yılı Nisan ayında %79,8 olarak gerçekleşen üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Nisan 2006



döneminde kamu sektöründe %91,3; özel sektörde %80,8 olmak üzere toplam %82,3 olarak gerçekleşmiştir.

Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede Ocak ayında bayram, soğuk hava koşulları ve doğalgaz krizi gibi nedenlerle %78,6 seviyesine gerileyen kapasite kullanım oranı, Şubat 2006'da %81'e; Mart 2006'da %81,2'ye; Nisan 2006'da ise %83,6'ya yükselmiştir. Nisan ayında gerçekleşen %83,6'lık

kapasite kullanım oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,6; bir önceki aya göre ise %3 daha yüksektir.

2006 Nisan ayında son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 8'inin kapasite kullanım oranlarında düşüş görülürken, 14'ünün kapasite kullanım oranı yükselmiştir. Bir yıllık süreçte tekstil, kağıt, plastik-kauçuk, büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri, elektrikli makine ve cihaz, radyo, TV, haberleşme cihazları, diğer ulaşım araçları ve mobilya sektörlerinin kapasite kullanım oranları düşerken; gıda, tütün, giyim, deri, ağaç ve mantar ürünleri, basım-yayım, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, kimya, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal sanayi, metal eşya, makine-teçhizat, tıbbi, optik aletler ve taşıt araçları sektörlerinin kapasite kullanım oranları yükselmiştir. 2006 Nisan ayında ondört sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, sekiz sektörde %80'in altına düşmüştür.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)	Nisan Ayı	
	2006	2005
İç pazarda talep yetersizliği	49	51.6
Dış pazarda talep yetersizliği	20.5	19.5
Mali imkansızlık	3.5	3.1
Yerli mallarda hammadde yetersizliği	4.6	3.2
İthal mallarda hammadde yetersizliği	2.7	2.5
İşçilerle ilgili meseleler	1.9	1.3
Enerji yetersizliği	1.1	0.8

KAYNAK: TÜİK

2006 yılı Nisan ayında tam kapasite ile çalışmama nedenlerinden dış pazarda talep yetersizliğinin etkisini artırdığı; iç pazarda talep yetersizliğinin etkisinin geçen yıla göre önemli oranda düştüğü; diğer nedenlerde ise fazla bir değişiklik olmadığı görülmektedir.

2006 yılı Mayıs ayında, üretim miktarının ve yurt içi satışların 2005 yılının aynı dönemine göre önemli oranda artması; satış fiyatlarının ve hammadde fiyatlarının azalması beklenmektedir.

► İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu					
	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 Şubat	2006 Şubat	2005 Şubat- 2006 Şubat Değişim Oranı (%)
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70,556	71,611	71,213	72,249	1.5
15 ve Daha Yukarı Yaştaki Nüfus (000)	49,906	50,826	50,452	51,371	1.8
İşgücü (000)	24,289	24,565	23,588	23,400	-0.8
İstihdam (000)	21,791	22,046	20,838	20,604	-1.1
Eksik İstihdam (000)	995	834	933	892	-4.4
İşsiz (000)	2,498	2,520	2,750	2,796	1.7
İşgücüne Katılma Oranı(%)	48.7	48.3	46.8	45.5	-2.8
İstihdam Oranı (%)	43.7	43.4	41.3	40.1	-2.9
İşsizlik Oranı(%)	10.3	10.3	11.7	11.9	1.7
Eksik İstihdam Oranı(%)	4.1	3.3	3.5	4.0	14.3
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	25,616	26,260	26,864	27,972	4.1

Kaynak : TÜİK

yıla göre tarım sektörü istihdamının toplam istihdamdaki payı 4,8 puan azalırken; hizmetler sektörü istihdamının toplam istihdamdaki payı 3,6 puan artmıştır.

İşsizlik oranındaki artışa ek olarak, işgücüne katılma oranındaki gerilemenin devam ettiği görülmektedir. Şubat 2005 döneminde %46,8 olan sözkonusu oran Şubat 2006 döneminde %45,5 olarak gerçekleşmiştir. Kadın nüfusun işgücüne katılımının düşük olması ve kayıtdışı çalışmanın yaygınlığı bu oranı sınırlandıran bir faktör olmaktadır.

Türkiye’de kayıtdışı ekonomi, hem ekonomik hem de sosyal boyutları olan bir sorundur. Türkiye’deki istihdam sorununun çözümü için yatırımların devamı ile birlikte ekonomik büyümenin kesintisiz ve yüksek oranlarda sürdürülmesi yanında, işgücü piyasasında kayıtdışı çalışmanın da önlenmesi gerekmektedir. İşgücü piyasasında kayıtsız çalışma hem haksız rekabet yaratmakta hem de istihdam üzerindeki vergi ve primlerin düşürülmesini zorlaştırmaktadır. Kayıtlı çalışanları istihdam eden firmalar yüksek vergi yüklerini nihai ürün fiyatına yansıtmakta, bu da hem yurtiçi hem de yurtdışı piyasalarda firmaların rekabet gücünü azaltmakta, Türkiye’nin ihracatına olumsuz etkide bulunmaktadır. Aşağıdaki tabloda aralarında Türkiye’nin de bulunduğu, seçilmiş bazı ülkelerde kayıtdışı ekonominin milli gelir içindeki payı verilmektedir.

Farklı Ülkelerde ve OECD’de Kayıtdışı Ekonominin Milli Gelir İçindeki Payı (2005)	
Bölge /Ülke	Kayıtdışı Ekonominin Payı
OECD	17.4
Arjantin	25.4
Brezilya	39.8
Çin	13.1
Fransa	15.3
Almanya	16.3
Yunanistan	28.6
Japonya	11.3
Meksika	30.1
Rusya	46.1
Türkiye	32.1
ABD	8.8

Kaynak : World Bank 2005

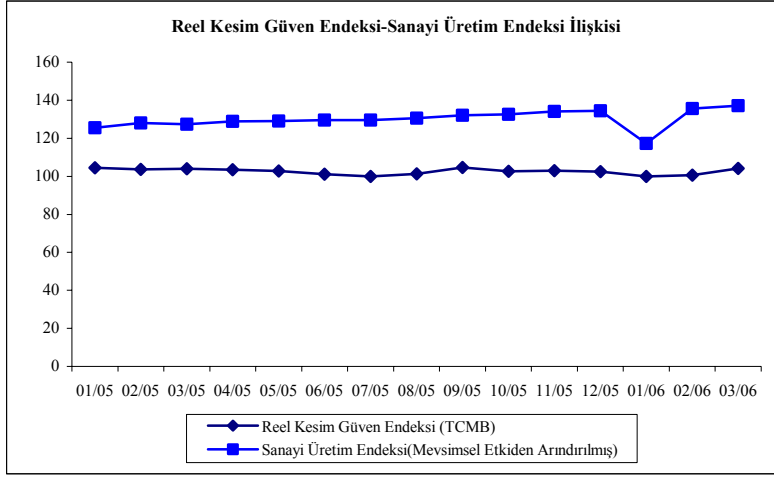
TÜİK tarafından (hareketli üçer aylık dönemler esas alınarak) her ay açıklanan işgücü istatistiklerinin “2006 yılı Ocak, Şubat ve Mart ayı verilerinden oluşturulan ve Şubat ayı olarak açıklanan” sonuçlarına göre, sözkonusu dönemde işsizlik oranı %11,9 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yöntemle oluşturulan Şubat 2005 verilerine göre %11,7 düzeyinde olan işsizlik oranı 2005 yılı Haziran ve Temmuz aylarında %9,1’e kadar gerilemişti.

Çalışan nüfusun %25,1’i tarım; %20,4’ü sanayi; %4,7’si inşaat ve %49,8’i hizmetler sektöründe istihdam edilmektedir. Bir önceki

İncelenen ülkeler arasında Rusya’da kayıtdışı sektörün milli gelire oranı %46,1 ile en yüksek seviyededir. Rusya’yı, %39,8 oranıyla Brezilya’nın takip ettiği, Türkiye’nin ise %32,1 ile üçüncü sırada yer aldığı görülmektedir. Türkiye’yi %30,1 ile Meksika izlerken, Yunanistan’da sözkonusu oran %28,6; Arjantin’de %25,4’tür.

Kayıtdışı ekonominin OECD ülkeleri milli gelirine oranı Türkiye’deki oranın yaklaşık yarısı düzeyinde %17,4’tür. ABD’de bu oran %8,8 iken, Japonya’da %11,3; Çin’de %13,1; Fransa’da %15,3; Almanya’da %16,3’tür.

► Üretimle İlgili Gelişmeler



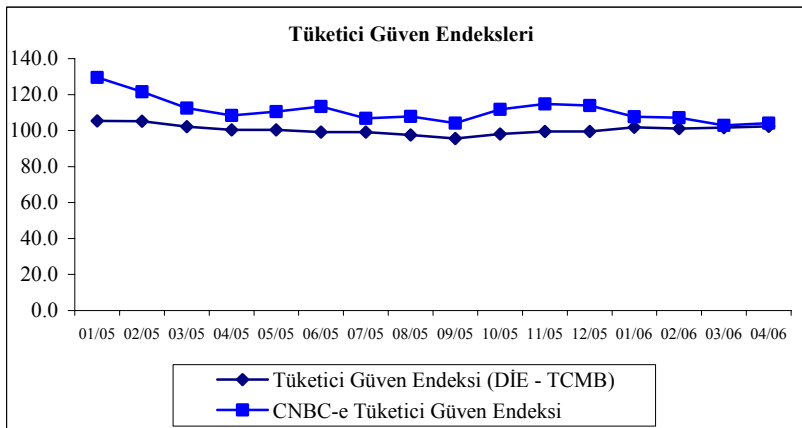
Mart ayında kaydedilen yüksek üretim artışı ve Nisan ayında %82,3 olarak gerçekleşen kapasite kullanım oranları, Nisan ayında sanayi üretim endeksinin yükselmeye devam edeceğini gösteren gelişmelerdir. Sanayi üretim endeksinde üretim faaliyetlerinde kullanılmak üzere üretim gerçekleştiren makine-teçhizat, büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri, elektrikli makine ve cihaz sektörlerindeki yüksek üretim artışları da üretim sürecinin devam edeceğine işaret etmektedir.

Reel kesim güven endeksi, Şubat ayında artan güvenin işareti olarak 100,6'ya; Mart ayında 104,2'ye yükselmiştir. Nisan ayında da olumlu eğilimin devamıyla endeks Mart ayına göre %0,5; bir önceki yılın aynı ayına göre ise %1,2 oranında artarak 104,7 olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki aya göre "toplam sipariş ve ihracat imkanları beklentisi"nin endeksi olumsuz yönde etkilediği; "iç pazara satılan mal hacmi", "toplam istihdam beklentisi", "mamul mal stok miktarı" ve "hammadde stok eğilimleri"nin ise endeksi olumlu yönde etkilediği görülmektedir. "Satılan mal hacmi eğilimleri" endeksi önemli ölçüde artırırken, "yatırım harcaması beklentisi" ise endeksi olumsuz yönde etkilemiştir. Bir önceki yılın Nisan ayına göre ise "genel gidişat", "ihracat imkanları beklentisi" ve "mamul mal stok miktarı eğilimi" dışındaki kalemlerde artış olmuştur. "Mamul mal stok miktarı"nın anketteki değerinin yükselmesi, stok azalışına işaret etmekte olup, bu gelişme, iç talepteki canlılıkla birlikte üretim artışını destekleyici bir unsur olacaktır.

Reel sektör yatırımları artarken, reel sektör tarafından kullanılan krediler de artmaktadır. Yılın ilk dört aylık dönemde kullanılan kredi miktarı geçen yılın aynı dönemine göre %9,7 oranında artmıştır.

Yatırımlardaki artış eğilimiyle birlikte Ocak-Nisan 2006 döneminde açılan şirket, kooperatif sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %17,2; açılan ticaret unvanlı işyeri sayısı %18,4 oranında artmıştır. Aynı dönemde kapanan şirket ve kooperatiflerdeki artış oranı %28,5; kapanan ticaret unvanlı işyeri sayısı %10 olarak gerçekleşmiştir. Ocak-Nisan döneminde verilen yatırım teşvik belgesi sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %4,5 oranında artmış, sözkonusu yatırımlar çerçevesinde yapılan yatırım tutarı %91,4 artarak 10.8 milyar YTL'ye ulaşmış ve bunların sonucunda 57 bin 495 kişiye istihdam olanağı sağlanmıştır.

► Taleple İlgili Gelişmeler



Şubat 2006'da 101,1 olan Tüketici Güven Endeksi, Mart 2006'da 101,7'ye, Nisan 2006'da 102,3'e yükselmiştir. Cnbc-e tarafından hazırlanan tüketici güven endeksinde, 2006 yılının ilk dört ayında geçen yıla göre düşüş görülmesine karşılık, Mart ayına göre endekslerde yükseliş olduğu dikkat çekmektedir.

Tüketicilerin gelirlerinde önemli artış olmamasına karşılık, değerli YTL nedeniyle ithal malların nispi fiyatının ucuzlaması, konut

ve diğer kredilerdeki cazip koşullar beyaz eşya, mobilya ve otomobil gibi dayanıklı tüketim mallarına olan talebi artırmıştır. Yılın ilk dört aylık döneminde otomobil satışları %10,9 artarken; otomobil ithalatı %15,9 artmıştır. 2006 yılı Ocak-Şubat döneminde beyaz eşya satışları %18 artarken, ithalatı ise %53 artmıştır.

Canlı iç taleple birlikte, tüketim malları ithalatı artmaktadır. İlk dört aylık dönemde tüketim malları ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre %12,3 oranında artmıştır.

Tüketim artışı sürerken tüketicilerin kredi talepleri de artarak devam etmiştir. Yılın ilk dört aylık döneminde tüketici kredileri geçen yılın aynı dönemine göre %28 oranında artmıştır.

► Piyasalarda Yaşanan Dalgalanmanın Reel Sektöre Muhtemel Etkileri

Finansal piyasalarda Mayıs ayında yaşanan dalgalanmanın etkilerini içermeyen analizimizden hareketle üretim artışının devam ettiği, üretim faaliyetinin canlı iç taleple desteklendiği sonucuna ulaşmak mümkündür. Ancak, yaşanan dalgalanma nedeniyle, geçmiş aylarda açıklanan verilerin ileriye yönelik öngörülerde bulunmaya imkan vermeyeceği ortadadır. Dalgalanma, üretim ve tüketim hacmi ve kompozisyonu üzerinde sektörel düzeyde farklılaşan etkiler yaratacak, beklentileri bozacak, büyüme performansının devamı için gerekli olan reformları sektöre uğratabilecektir. Bu etkilerin firmaların üretim hacminde ciddi değişiklikler yapması ve ülkenin büyüme performansını etkilemesi, mevcut dalgalanmanın uzun sürmesi ve yeni dengelerin eski dengelerden oldukça farklı düzeyde oluşmasına bağlı olacaktır.

Üretim yönünden, ithal ara malı ve enerji kullanımının yaygın olması nedeniyle, kurlarda meydana gelen yükselmenin maliyetlerde yaratacağı artışın fiyatlara yansıtılması durumunda mallara olan talebin daralması sözkonusu olabilecektir. Ayrıca, reel ücretlerin artmadığı bir ortamda tüketimlerini banka kredisi kullanmak yoluyla finanse eden tüketicilerin, kredi faiz oranlarının yükselmesiyle bu imkanı daha az kullanması, talebin daha fazla düşmesine yol açacak bir etki olabilecektir. Dolayısıyla iç talebin mevcut gelişmeler paralelinde önümüzdeki dönemde yavaşlayacağı öngörüsünü yapmaktan mümkün olmaktadır.

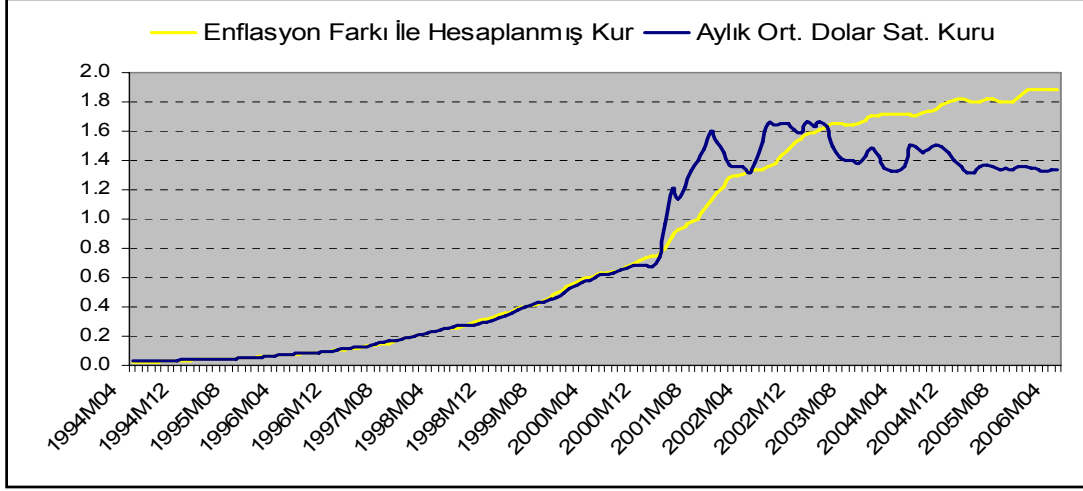
Diğer taraftan YTL'nin değerinin düşmesi, ithal ara malı kullanımı yaygın olsa da Türk mallarının dünya piyasalarındaki nispi fiyatının ucuzlamasına ve diğer koşullar değişmezken ihracat hacminin artmasına katkı sağlayabilecektir. Son yıllarda değerli YTL ve uygun dış finansman koşulları nedeniyle yurtdışından önemli ölçüde borçlanan firmaların kurdaki değerlendirme sonucu artan borç yükleri de reel sektörü olumsuz yönde etkileyebilecektir.

Tüm bu etkilerin kalıcı olup olmayacağı, finansal piyasalardaki dalgalanmanın ne kadar süreceğine ve yeni dengelerin hangi seviyede oluşacağına bağlı olacaktır. Dalgalanmanın kısa sürmesi –beklentilerin kötüleşmemesi açısından- ve kurların eski seviyesine gelemese bile gerilemesi, bu dalgalanmanın reel sektör üzerindeki etkisini sınırlı tutacaktır.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı büyüme oranı tahminimiz %6,3'dür.

PARA POLİTİKASI ANALİZİ

► Döviz Kurundaki Hareketlerin Satın Alma Gücü Paritesi Çerçevesinde Değerlendirilmesi



Kaynak: TÜİK ve TCMB

Yukarıdaki grafikte Nisan-1994/Nisan-2006 dönemindeki aylık ortalama ABD Dolar satış kuru ile ABD ve Türkiye arasındaki enflasyon farkları ile hesaplanmış kur serisi (EFHK) verilmektedir. Bu seri derlenirken 1990 yılının ilk ayındaki kur değeri referans alınmış ve her ayın değeri iki ülke arasındaki tüketici enflasyonu farkı kadar artırılarak bir sonraki ayın değeri hesaplanmıştır. Bu hesaplama literatürde “görelî satın alma gücü paritesi” olarak bilinen yaklaşıma dayanmaktadır. Bu yaklaşım iki ülke para birimleri arasındaki kurda belli bir dönemde ortaya çıkan değişimin uzun dönemde bu ülkeler arasındaki enflasyon farklarına eşit olması gerektiğini vurgulamaktadır.

1990’lı yılların başından itibaren Türkiye’de yürürlükte olan döviz kuru rejimini üç ana bölüme ayırabiliriz. 1990-2000 yılları arası yönetimli dalgalanma olarak adlandırabilecek olan ve “enflasyon kadar devalüasyon” ana fikrine dayanan bir dönemdir. Grafikten de görüldüğü gibi bu dönemde¹ gerçekleşen kur serisiyle EFHK birlikte hareket etmekte hatta neredeyse çakışmaktadır. 1990-2000 döneminde ex-post olarak söz konusu olan bu çakışmadan hareketle 2001 sonrası dönem için döviz kurunda ortaya çıkan sapmaları görelî satın alma gücü paritesi çerçevesinde değerlendirmek son derece anlamlı görünmektedir.

2000 yılında uygulamaya konulan kura dayalı istikrar programı çerçevesinde döviz kurlarında aşırı değerlendirme sözkonusu olmuş ve bu politika uygulaması 2001 yılının Şubat ayında döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılmasıyla son bulmuştur. Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi bu dönemde gerçekleşen kur serisi EFHK’nın bir miktar altında seyretmiştir, yani bu dönemde dolar kurunda meydana gelen değişim ABD ve Türkiye’nin enflasyon farklarının altında kalmıştır.

Döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılmasıyla birlikte dolar kurunda ani bir sıçrama meydana gelmiş ve gerçekleşen kur serisi EFHK’nın oldukça üzerine çıkmıştır. Bu durum, kavramsal olarak biraz farklı olsa da, döviz kurunun yüksekte uçuşu (exchange rate overshooting) denilen kavramla örtüşmektedir. Bu yaklaşıma göre döviz kurundaki kısa dönemli uyarlamaya uzun dönemli uyarlamaya göre daha şiddetli olmaktadır. Bu ani yükselişin ardından döviz kuru geniş bir bant içinde dalgalanma göstermiş ve bu süreçte kur EFHK’nın altına inmiştir. Kurdaki şiddetli dalgalanma 2005 yılının başında son bulmuş ve bu tarihten itibaren kur istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu istikrar süreci TCMB tarafından dalgalı döviz kuruna uyumun arttığı bir dönem olarak nitelendirilmektedir.

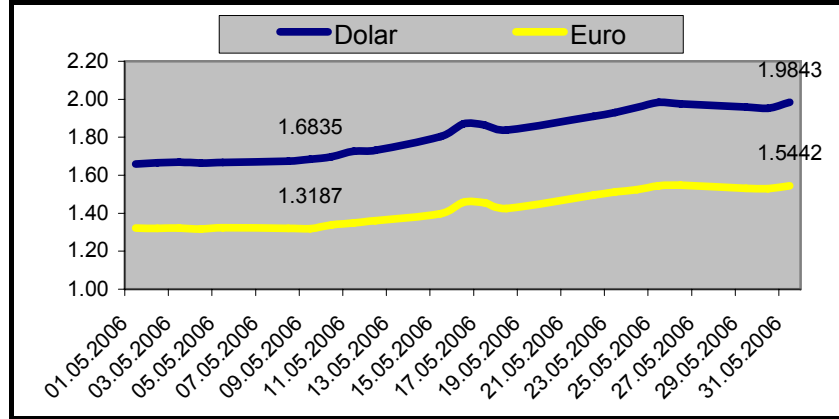
¹ 1990-Mart.1994 verileri grafiğin daha iyi çizilebilmesi amacıyla seriye dahil edilmemiştir .

Enflasyon farkları ile hesaplanmış (EFHK) kur serisi döviz kurunun uzun dönemli denge değeri olarak nitelendirilemese de yukarıda özetlendiği gibi kurların seyri hakkında önemli bilgiler vermektedir. Bu seri referans olarak alınarak yapılan değerlendirmeler uygulama ve teorik açıdan oldukça uyumlu olmaktadır. Türkiye’de 2000 yılı boyunca döviz kurunun aşırı değerli hale geldiği hemen herkes tarafından kabul edilmektedir, zaten iktisat teorisi de döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı uygulamalarda enflasyonun kurlardaki kontrolle uyumlu bir şekilde düşürülebilmesi durumunda bu sonucun ortaya çıkacağını öngörmektedir.

Grafikten de görüldüğü gibi gerçekleşen kur serisinin EFKH etrafındaki hareketleri 2000 yılındaki aşırı değerlenmeyi, 2001 başındaki döviz kurunun yüksekte uçuşunu ve son dönemdeki aşırı değerlenmeyi açıkça ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, grafikten de görüldüğü gibi EFHK referans alınarak yapılan karşılaştırmada son dönemde ortaya çıkan aşırı değerlenmenin 2000 yılındakine göre çok daha fazla olduğu görülmektedir. Dolayısıyla son dönemde kurlarda görülen artışı düzeltme hareketi (ancak, basit değil ciddi bir düzeltme hareketi) olarak algılamak doğru olacaktır. Mevcut durumda dalgalı kur rejimi yürürlükte olduğu için sözkonusu düzeltme hareketi önceki döneme göre daha ılımlı olmaktadır. Bu çerçevede, söz konusu düzeltme hareketinin bir miktar daha devam edeceği söylenebilir. Ancak şunu belirtmek gerekir ki bu bakış açısı düzeltme hareketinin EFKH’ya kadar devam edeceğini göstermemektedir. Böyle bir ifade farklı kur rejimlerinin ve kurları etkileyen diğer faktörlerin denge döviz kuru üzerindeki etkisini göz ardı etmiş olacaktır.

EFKH referans alınarak yapılan hesaplamalara göre Dolar kurunun 2006 yılının Nisan ayına gelindiğinde yaklaşık %42, kurda belirgin bir gerilemenin başladığı 2003 yılının ikinci çeyreğinden 2006 yılının Nisan ayına kadar geçen dönemde ise ortalama %27 aşırı değerli olduğunu söyleyebiliriz. Ancak bu analiz teorik varsayımlarının yanı sıra, Türkiye’nin ticaret partnerlerini dikkate almayıp sadece dolar satış kurunun dikkate almakta ve ülkelerarası verimlilik farklılıklarını da ihmal etmektedir.

Gösterge Niteliğindeki TCMB Döviz Satış Kurları



Kaynak : TCMB

Nisan ayı enflasyonunun yüksek çıkmasına ek olarak uluslararası likiditenin seyrinde ortaya çıkan tersine hareketler ve yurtiçi siyasi gelişmeler döviz kurlarında yukarı doğru bir hareket başlatmıştır. Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi YTL 10 Mayıs’tan itibaren değer kaybetmeye başlamış ve 31 Mayıs tarihine gelindiğinde sözkonusu değer kaybı Euro karşısında %16,4’e ve Dolar karşısında da %14,4’e ulaşmıştır.

Yukarıda yapılan analiz çerçevesinde döviz kurlarında ortaya çıkan bu hareket iktisadi olarak olağan ve orta vadede faydalı olarak değerlendirilebilir. Çünkü döviz kurlarındaki bu hareket karar alıcıların döviz kurlarındaki değişikliklere hassas olan ekonomik göstergelerle ilgili beklentilerini ve şirketlerin bilançolarının para birimi uyumsuzluğunu gözden geçirmelerine neden olabilecektir. Gelişmeler yurtiçi döviz stoğundaki büyük değişimlerden değil, daha çok beklentilerin şekillendirdiği, akım hareketlerden kaynaklanmaktadır ve yurtiçi siyasi faktörlerle yakından ilişkilidir. Bu noktada önemli olan süreci iyi yöneterek bu gelişmelerin olası maliyetlerini minimuma indirip buradan elde edilebilecek kazançları ön plana çıkarmaktır. Kurlardaki artışın enflasyon üzerinde olumsuz etkileri de olacaktır ancak orta vadeli beklentilerdeki bozulmanın önlenmesi halinde bu etkiler zamana yayılacak ve ikincil etkiler de sınırlı kalacaktır. Bu süreçte öne çıkan en önemli konulardan biri ise Merkez Bankasının bağımsızlığıdır. Unutulmamalıdır ki otuz yıl sürmüş kronik enflasyonla mücadelede elde edilen başarıda bağımsız Merkez Bankası’nın büyük rolü vardır.

► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)						
	% Değişim		24.05.2006	25.04.2006	30.12.2005	31.12.2004
	(3-2)	(3-1)	(3)	(2)	(1)	
Toplam Bilanço Büyüklüğü	6	20	108.48	102.45	90.07	74.67
Dış Varlıklar	15	33	96.24	83.71	72.34	53.59
İç Varlıklar	-35	-31	12.25	18.74	17.73	21.08
Değerleme Hesabı	-319	-289	-3.79	1.73	2.01	2.03
Toplam Döviz Yükümlülükleri	12	11	57.23	51.33	51.52	49.93
Merkez Bankası Parası	0,3	33	51.25	51.12	38.55	24.74
Rezerv Para	17	8	35.21	30.21	32.7	20.33
Emisyon	7	14	22.26	20.79	19.61	13.47
Bankalar Mevduatı	39	-1	12.81	9.24	12.90	6.72
API	-23	211	15.51	20.11	4.98	3.62
Kamunun YTL Mevduatı	-33	-39	0.53	0.8	0.87	0.79
Dış Varlık – Top. Döv. Yük.	-	-	39,01	32,38	20,82	3,66
Dış Varlık / Top. Döv. Yük.	-	-	1,68	1,63	1,40	1,07
Dış Varlıklar / Top. Bil. Büy.	-	-	0,89	0,82	0,80	0,72
Toplam Döv. Yük. / Top. Bil. Büy.	-	-	0,53	0,50	0,57	0,67
Dış Varlık / Emisyon	-	-	4,32	4,03	3,69	3,98
İç Varlık / Dış Varlık	-	-	0,13	0,22	0,25	0,39
Emisyon / Top. Bilanço	-	-	0,21	0,20	0,22	0,18

Kaynak:TCMB

24 Mayıs 2006 tarihinde TCMB Bilançosu son bir aylık dönem itibariyle incelendiğinde, Bilançoda Nisan ayında döviz kurlarında meydana gelen yüksek oranlı artışlara bağlı olarak, ciddi değişiklikler gerçekleştiği görülmektedir.

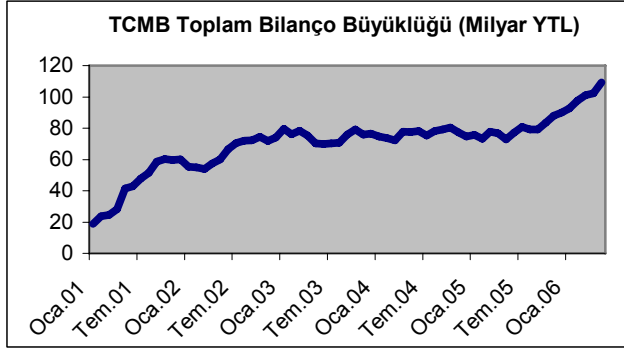
Toplam Bilanço Büyüklüğü son bir aylık dönemde %6'lık bir artış göstermiş ve 108.48 milyar YTL düzeyine ulaşmıştır. Sözkonusu artış ay içerisinde döviz kurlarının yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Tablodan görüldüğü gibi TCMB'nin dış varlıklarının YTL cinsinden değeri bu dönemde %15 artmış ve 24 Mayıs 2006 tarihi itibariyle 96.24 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Döviz kurlarındaki artışa paralel olarak Değerleme Hesabının 3.79 milyar YTL negatif bakiye vermesinin etkisiyle İç Varlıklar Hesabı son bir aylık dönemde %35 azalmış ve 12.25 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Döviz kurlarındaki artış TCMB'nin döviz cinsinden varlık ve yükümlülüklerinin YTL değerini arttırmakta ancak varlıklar yükümlülüklerine göre daha fazla olduğu için aktifteki artış pasiften daha çok olmaktadır. Bilanço dengeliği açısından aradaki fark değerlendirilmesinde negatif olarak gösterilmektedir. Dolayısıyla değerlendirilmesinde negatif bakiye TCMB'nin kur farkı kazancını göstermektedir.

Bilançonun pasif kısmında ise toplam döviz yükümlülükleri yaklaşık %12 artarak 57.23 milyar YTL olmuştur. Merkez Bankası Parası (MBP) ise son bir aylık dönemde mutlak olarak neredeyse hiç değişmemiş ancak MBP'nin bileşimi önemli ölçüde değişmiştir. Piyasadaki aşırı likiditenin bir göstergesi olan API'den borçlar kaleme bu dönemde %23 azalmış ve 24.Mayıs .06 tarihinde 15.51 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. API'de meydana gelen yaklaşık 5 milyar YTL'lik bu azalış Rezerv Paraya (RP) dönüşmüştür. Tablodan görüldüğü gibi bu dönemde RP 5 milyar YTL artmıştır. Bu artış RP'nin en önemli iki kalemi olan Emisyon ve Bankalar Mevduatındaki artış şeklinde kendini göstermiştir. 25.04-24.05.06 tarihleri arasında Emisyon yaklaşık 1.5 milyar YTL, Bankalar Mevduatı ise 3.6 milyar YTL artarak sırasıyla 22.26 ve 12.81 milyar YTL olarak gerçekleşmişlerdir. Dolayısıyla bu dönemde TCMB'nin günlük işlemlerle piyasadaki çekmek durumunda kaldığı likidite miktarı azalmıştır. Döviz kurlarında yaşanan gelişmelere paralel olarak likidite talebinin ve Bankalararası Para Piyasası işlemlerinin artması MBP'nin bileşiminde söz konusu değişikliklerin gerçekleşmesinde etkili olmuştur.

Kurların TCMB Bilançosu üzerinde yarattığı değişim tablonun alt kısmında bulunan Bilanço göstergelerinden de görülmektedir. TCMB'nin döviz pozisyonu olarak adlandırılan "Dış Varlık – Toplam Döviz Yükümlülükleri" incelenilen dönemde yaklaşık 6,5 milyar YTL artmış ve 39 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu artış yukarıda

da bahsedildiği gibi TCMB'nin döviz cinsinden varlıklarının, yükümlülüklerinden daha fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Yine bu gelişmeye paralel olarak TCMB'nin kur riski oranı da 1,63'ten 1,68'e yükselmiştir. Diğer göstergelerde yine kurlardaki artışlara paralel olarak önemli değişimler göstermiştir.

Merkez Bankası Bilançosu, Merkez Bankası ve ticari bankaların karşılıklı etkileşimi sonucunda belirlenir ve uygulanan para politikasının başarısı merkez bankalarının bilançoları üzerindeki kontrolleriyle yakından ilişkilidir. Konu TCMB açısından değerlendirildiğinde, TCMB Bilançosunun büyük ölçüde döviz cinsinden varlık ve yükümlülüklerden oluştuğu ve bu nedenle kurlardaki değişimlere oldukça duyarlı olduğu görülmektedir. Tablodan görüldüğü gibi 24 Mayıs 2006 tarihi itibarıyla Dış Varlıkların ve Toplam Döviz Yükümlülüklerinin Toplam Bilanço Büyüklüğüne oranları sırasıyla, %89 ve %53'tür, yani TCMB Bilançosunun aktifinin %89'u pasifinin ise %53'ü döviz cinsinden oluşmaktadır. Mayıs ayında yaşanan gelişmeler de bu durumu açıkça ortaya koymuş, kurlarda meydana gelen artış TCMB Bilançosunun yapısını ciddi biçimde değiştirmiştir. Dolayısıyla TCMB Bilançosunun kontrolü ve istikrarı açısından döviz piyasalarındaki istikrarın önemi bu gelişmelerden anlaşılmaktadır. Bu piyasalarda yaşanan dalgalanmalar TCMB'nin Bilanço üzerindeki kontrolünü zayıflatmakta ve Bilançonun mutlak büyüklüğünde ve bileşiminde önemli değişimler meydana gelmektedir.



Yandaki Grafikte TCMB'nin toplam Bilanço Büyüklüğü'nün 2001 yılı başından itibaren ay sonu değerleri verilmektedir. 2001 yılında kamu bankalarının alacaklarının yeniden yapılandırılması çerçevesinde bankalara verilen devlet iç borçlanma senetleri nedeniyle TCMB Bilanço büyüklüğü önemli bir artış göstermiş daha sonra 2005'in ikinci yarısına kadar yatay seyretmiştir. 2005'ikinci yarısından itibaren ise döviz alımlarının artması nedeniyle Bilanço büyüklüğü artmaya başlamış ve son dönemde de kurlardaki hareketle birlikte bu artış hızlanmıştır.

► Parasal Büyüklükler

Parasal Göstergeler (Milyar YTL)	12.05.2006	14.04.2006	2005	2004	% Değişim		
	(4)	(3)	(2)	(1)	(4)-(3)	(3)-(2)	(2)-(1)
M1	41.8	40.8	41.8	28.8	2,5	-2,4	45,1
M2	169.6	166.5	153.1	108.5	1,9	8,8	41,1
M2Y	248.2	242.6	229.6	184.5	2,3	5,7	24,4
Parasal Taban	49.7	50.0	37.7	23.9	-0,6	32,6	57,7
M2/Parasal Taban	0,32	0,31	0,33	0,41	-	-	-
DTH/M2Y	3,41	3,33	4,06	4,54	-	-	-

Kaynak:TCMB

14 Nisan-12 Mayıs 2006 tarihleri arasında para arzındaki genişleme süreci devam etmiştir. Bu dönemde M1 %2,4; M2 %1,9 ve M2Y %2,3 artmış ve 12 Mayıs itibarıyla sırasıyla 41.8, 169.6 ve 248.2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Rezerv Para ve API'den borçlar kaleminin toplamından oluşan parasal tabanda ise bu dönemde önemli bir değişim meydana gelmemiştir. Ekonomideki para ikamesinin derecesini temsilen kullanılan Döviz Tevdiat Hesaplarının M2Y'ye oranında ise döviz kurlarında yaşanan yükselişe paralel olarak bir artış meydana gelmiş ve bu oran 12 Mayıs 2006 tarihi itibarıyla 3,41 olarak gerçekleşmiştir. Ancak bu artış yapısal bir değişimden kaynaklanmamaktadır. Açıklanan son para arzı verileri ile döviz kurlarında Mayıs ayında yaşanan yükselişin tarihlerinin sadece birkaç gün çakışması nedeniyle kur artışlarının para arzı üzerindeki etkileri bu verilerden tam olarak görülememektedir. Dolayısıyla önümüzdeki ay yukarıdaki Tabloda dikkat çekici değişiklikler olması beklenebilir.

► **TCMB Faiz Kararı**

TCMB O/N Faiz Oranları		
	Borç Alma	Borç Verme
10.05.2005	14,50	18,50
09.06.2005	14,25	18,25
11.10.2005	14,00	18,00
09.11.2005	13,75	17,75
09.12.2005	13,50	17,50
02.01.2006	13,50	16,50*
28.04.2006	13,25	16,25

*Teknik Düzenleme
Kaynak: TCMB

25 Mayıs 2006 tarihinde yapılan Para Politikası Kurulu toplantısında politika faizleri olan kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmemesi kararı alınmıştır. Böylece Merkez Bankasının gecelik borçlanma faizi %13,25, borç verme faiz oranı ise %16,25 olarak değişmeyerek sabit kalmıştır.

Toplantının ardından yapılan açıklamada yılın ilk dört ayında enflasyonda yükseliş gözlemlenmesine rağmen para politikasının kontrolü dışındaki faktörler ayrıştırılarak hesaplanan endeksteki artışın düşük ve istikrarlı seyretmeye devam ettiği belirtilmiştir. Açıklamada ayrıca, döviz kurlarında son dönemde görülen dalgalanmaların ardından,

enflasyonun 2006 yıl sonu hedefinin üzerinde gerçekleşme olasılığının arttığı ve kısa vadede politika faizlerinin aşağı inme olasılığının azaldığı ifade edilmiştir.

Mayıs ayında döviz kurlarında yüksek oranlı artışlar yaşanması nedeniyle enflasyona ilişkin beklentilerde bozulma gözlenmiş ve bu nedenle 25 Mayıs tarihli faiz kararı TCMB'nin faizleri değiştirmeyeceği yönündeki piyasa beklentileri ile uyumlu olarak gerçekleşmiştir. Mayıs ayı içerisinde enflasyon hedeflerine ilişkin olumsuz beklentilerin oluşması ve Merkez Bankası'nın piyasalardaki dalgalanmalar karşısındaki tutumuna yönelik öneri ve eleştirilerin yoğunlaşması nedeniyle TCMB Para Politikası Kurulu Değerlendirme Özetleri'nde ve TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz'ın 30 Mayıs'ta BDDK'da yaptığı sunumda para ve döviz politikasına yönelik oldukça önemli açıklamalar yapılmıştır.

Yapılan açıklamalarda Türkiye Ekonomisinde elde edilen kazanımlarda TCMB'nin bağımsızlığının önemi vurgulanmış hatta para politikası açısından TCMB'nin bağımsızlığını kazanması milat olarak değerlendirilmiştir. Açıklamalarda dikkat çeken bir diğer konu ise para politikasının orta vadeye yönelmiş olduğunun defalarca tekrar edilmesidir. Bu çerçevede son dönemdeki gelişmelerin kısa vadeli hedefleri olumsuz etkilediği, ancak enflasyondaki mevcut eğilimin 2007 ve 2008 yılı hedefi ile uyumlu görüntüsünün devam ettiği ve orta vadeli görünümde hedeflerden bir sapma olması halinde para politikasının tepki vermekten kaçınmayacağı vurgulanmıştır. Kur politikasıyla ilgili olarak ise politikanın uygulanması konusunda yetki ve sorumluluğun TCMB'de olduğu tekrarlanmış, ayrıca kurlarda görülen bu tarz hareketlerin daha önce de gözlemlendiği ve bunların geçici olduğu ve ana eğilimin değişmediği ifade edilmiştir.

Son dönemde TCMB'ye yönelen eleştiriler karşısında bu açıklamalar ekonomideki aktörlerin kafasındaki soru işaretlerini giderici nitelikte olmuştur. Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde en önemli unsur hedeflenen enflasyonun karar birimleri tarafından referans olarak alınmasıdır. Bu sayede beklenen enflasyon nominal çapa görevini üstlenir ve ücret ve fiyat sözleşmelerine yansyarak, dışsal bir şok olmadığı durumda, enflasyonun büyük ölçüde hedefler dahilinde gerçekleşmesini sağlar. Bu nedenle Merkez Bankası'nın bağımsızlığı ve kredibilitesi enflasyon hedeflemesi rejiminde büyük önem taşımaktadır.

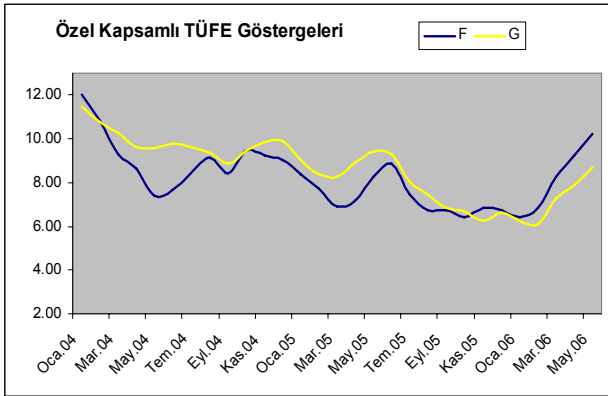
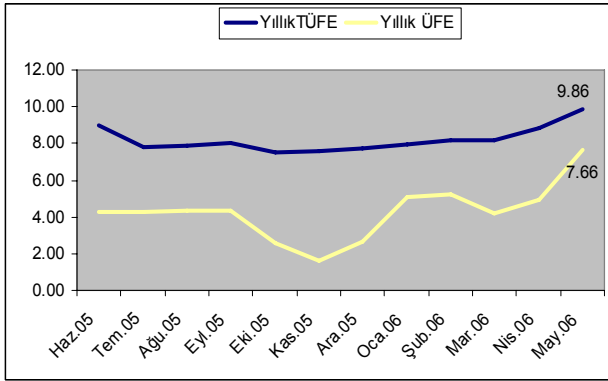
► **Mayıs Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri**

% Değişim (2003=100)	TÜFE	ÜFE
	Mayıs 2006	Mayıs 2006
Bir önceki aya göre	1,88	2,77
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	4,53	7,36
Bir önceki yılın aynı ayına göre	9,86	7,66
On iki aylık ortalamalara göre	8,21	4,27

Kaynak: TÜİK

2006 yılı Mayıs ayında TÜFE'de bir önceki aya göre %1,88, bir önceki yılın Aralık ayına göre %4,53, bir önceki yılın aynı ayına göre %9,86 ve on iki aylık ortalamalara göre %8,21 artış gerçekleşmiştir. ÜFE'de ise bir önceki aya göre %2,77, bir önceki yılın Aralık ayına göre %7,36, bir önceki yılın aynı ayına göre %7,66 ve on iki aylık

ortalamalara göre %4,27 artış gerçekleşmiştir.



Dolayısıyla gerçekleşmeler enflasyonun orta vadeli seyri bakımından olumsuz sinyaller içermektedir. Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden F2 ve G3 endekslerinde Mayıs ayında bir önceki aya göre, sırasıyla, 2,24 ve 2,48'lik artış yaşanmıştır. Aynı endekslerdeki yıllık artış oranı ise 10,24 ve 8,70 olarak gerçekleşmiştir. F ve G endeksleri fiyatları yönetilen-yönlendirilen veya dış etkenlere bağlı maddeleri büyük ölçüde dışladığından bu endekslerdeki eğilim ekonomideki genel fiyatlama davranışları hakkında önemli bilgiler içermektedir. Dolayısıyla endekslerdeki aylık değişimler geçici oldukları takdirde gelecek dönem enflasyonu açısından sınırlı düzeyde bilgi içerecektir.

Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre % değişim
GENEL	100	2,77
Tarım	19,78	2,72
Sanayi	80,22	2,78
Madencilik	1,47	2,47
İmalat	73,98	3,00
Elektrik, gaz ve su	4,77	4,77

Kaynak: DİE

ÜFE'deki artışlar alt kalemler itibariyle incelendiğinde, Mayıs ayında endekste meydana gelen artışın büyük ölçüde imalat sanayi sektörünün alt sektörlerinden ana metal sanayi endeksindeki %13,21 ve kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri imalatı sektörü endeksindeki %9,54'lük artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Fiyat artışlarının yüksek olmasının yanı sıra sektörlerin endeks içindeki payının görece ağırlığının fazla olması sektörlerdeki fiyat gelişmelerinin ÜFE üzerindeki etkisinin belirleyici olmasına neden olmuştur. Söz konusu sektörler diğer pek çok sektöre hammadde temin etmektedir. Dolayısıyla bu sektörlerdeki fiyat gelişmelerinin maliyet kanalıyla endeks üzerinde dolaylı etkileri de olmaktadır, bu etkilerin bir kısmının halihazırda ortaya çıktığı, bir kısmının ise önümüzdeki dönemlerde fiyatlara yansıtacağı düşünülebilir.

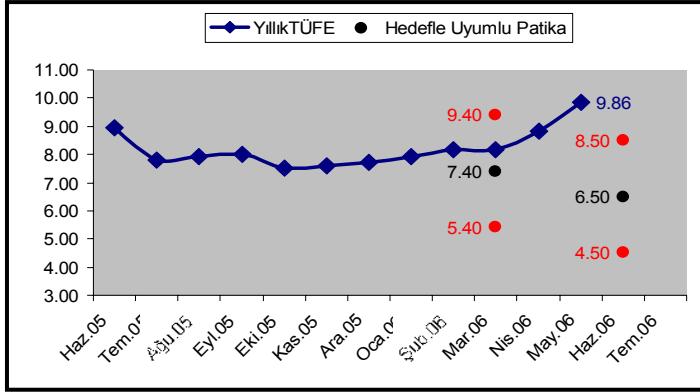
TÜFE'deki artış ana harcama grupları itibariyle incelendiğinde giyim ve ayakkabı ile hizmet sektöründeki fiyat gelişmelerinin TÜFE'deki artışta belirleyici olduğunu görmekteyiz. Özellikle giyim ve ayakkabı sektörü fiyat endeksinde Mayıs ayı içerisinde gerçekleşen %10,88'lik artış, bu sektörün genel endeks içindeki ağırlığının %8,28 olması nedeniyle, Mayıs ayı enflasyonuna yaklaşık bir puan katkıda bulunmuştur. Yıllık bazda ise en çok artış gösteren ana harcama grubu %31,2 ile alkollü içecekler ve tütün alt grubu olmuştur.

Mayıs ayında hizmet sektörü fiyatlarında da önemli artışlar meydana gelmiştir. Sağlık, eğlence ve kültür, lokanta ve oteller, çeşitli mal ve hizmetler sektörlerinde genel endeksin üzerinde artışlar yaşanmıştır. Özellikle çeşitli mal ve hizmetler alt grubu endeksinde gerçekleşen %5,08'lik artış dikkat çekicidir. Bu sektörlerdeki artışların TÜFE'deki artışa katkısı yaklaşık 0,5 puan düzeyinde olmuştur.

Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri incelendiğinde bu endekslerdeki artışların da son dönemde hızlandığı görülmektedir. Enflasyonun ana eğilimini genel TÜFE endeksinden daha iyi yansıttığı düşünülen özel kapsamlı TÜFE endekslerindeki bu hareketin bir eğilime dönüşmekte olduğu görülmektedir.

² Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç hesaplanan TÜFE

³ F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE



yansıtılmasıyla döviz kurlarının enflasyon üzerindeki doğrudan etkilerinin daha belirgin hale gelmesi beklenmektedir. Bununla birlikte ekonomi politikalarının bu gelişmelerin fiyatlama davranışlarını etkilemesini engelleyememesi halinde enflasyonda son dönemde görülen bu gelişmelerin önümüzdeki dönemde de devam etmesi muhtemeldir. Yıl sonu enflasyon hedefinin %5 olduğu ve Mayıs ayı itibariyle TÜFE'nin 2005 yılının Aralık ayına göre %4,53 oranında artış gösterdiği göz önüne alındığında, yıl sonu hedeflerine ulaşamayacağı açık bir şekilde görülmektedir. Yukarıdaki grafikte yıllık TÜFE artışı ve enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde TCMB tarafından açıklanan hedefle uyumlu zaman patikası gösterilmektedir. Görüldüğü gibi %9,86 olarak gerçekleşen Mayıs ayı enflasyonu Haziran ayı için belirlenen hedefle uyumlu patikanın 1,36 puan dışındadır. Haziran ayına ilişkin enflasyon beklentileri dikkate alındığında önümüzdeki ay hedefle uyumlu patikanın dışında kalacağı kesin gibi görünmektedir.

Bu gelişmeler doğrultusunda TCMB tarafından yapılan açıklamada enflasyonla ilgili son gelişmeleri değerlendirmek ve olası önlemleri tartışmak üzere Para Politikası Kurulu'nun 7 Haziran 2006 Çarşamba günü toplanacağı açıklanmıştır. Yapılan açıklamalardan Para Politikası Kurulu toplantısında faiz artırımına gidileceği fikri kesinlik kazanırken, tartışmalar daha çok faiz artırımının düzeyi ve Merkez Bankası'nın döviz piyasalarına müdahale edip etmemesi gerektiği konusunda yoğunlaşmıştır. Piyasa faizlerinin geldiği nokta değerlendirildiğinde Merkez Bankası'nın faiz artırımı için 0-250 baz puanlık oldukça geniş bir marjı olduğu düşünülmektedir. Daha önce açıklanan temel politika metinlerinde kısa vadeli hedeflerin anlamsız hale gelmesi durumunda hedeflerin revize edilebileceği ve yeni hedefin yine hükümetle birlikte belirleneceği belirtilmiştir. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde gelişmelere bağlı olarak enflasyon hedeflerinin revize edilmesi de söz konusu olabilecektir. Tüm bu faktörler değerlendirildiğinde TCMB'nin enflasyondaki gelişmelere vereceği tepki önümüzdeki dönem açısından büyük önem kazanmaktadır.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak TÜFE artış oranı tahminimiz 2006 yılı Haziran ayı için %1,7'dir. 2006 yıl sonu enflasyon tahminimizi ise %10 olarak revize ediyoruz.

KAMU MALİYESİ

► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri									
Milyon YTL	Nisan			Ocak-Nisan					
	2005	2006	Reel Değ. (%)	2005	2006	Reel Değ. (%)	Hedef	Ocak - Nisan 2006/ Bütçe Hedefi (%)	
GENEL BÜTÇE GELİRLERİ	9.624	11.891	13,5	40.423	49.657	12,9	156.213		31,8
VERGİ GELİRLERİ	8.313	9.592	6,0	34.181	40.843	9,8	132.199		30,9
DİĞER GELİRLER	1.184	2.220	72,3	5.533	8.455	40,4	21.372		39,5
BÜTÇE HARCAMALARI	12.481	15.142	11,5	45.892	54.517	9,2	174.322		31,2
FAİZ DIŞI HARC.	8.183	11.031	23,9	29.711	39.124	21,0	128.062		30,5
PERSONEL VE SGKSP	3.059	3.632	9,1	12.545	13.787	1,0	40.995		33,6
MAL VE HİZMET AL.	908	1.240	25,4	2.306	3.878	54,5	17.721		21,9
SAĞLIK GİDERLERİ	312	490	44,1	775	1.948	131,1	4.054		48,0
SOSYAL GÜV.	1.907	2.064	-0,6	7.674	10.172	21,8	23.347		43,7
FAİZ HARCAMALARI	4.298	4.111	-12,1	16.181	15.393	-12,6	4.626		33,3
BÜTÇE DENGESİ	-2.547	-2.978	7,4	-5.086	-4.027	-27,2	-13.996		28,8
FAİZ DIŞI DENGE	1.691	1.133	-38,4	10.712	11.366	-2,5	32.264		31,7

Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI

Reel değişimler hesaplanırken 2003 bazlı TÜFE kullanılmıştır.

Genel bütçe gelirleri 2006 yılı Nisan ayında reel olarak %13,5 artış göstererek 11.9 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Nisan ayında bütçe gelirlerinin 9.6 milyar YTL'sini vergi gelirleri, 2.2 milyar YTL'lik bölümünü ise vergi dışı gelirler oluşturmuştur. Vergi dışı gelirlerin geçen yılın aynı ayına göre %72,3 reel artış göstermesi dikkat çekici bir gelişmedir. Nisan ayında en önemli vergi dışı gelir kaynağı Hazine'ye aktarılan 428 milyon YTL'lik KİT ve devlet bankaları karları olmuştur.

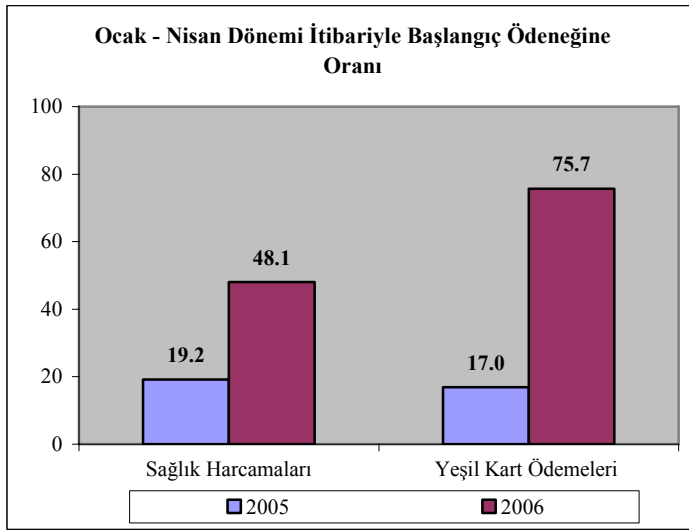
2006 yılı Ocak –Nisan dönemi itibariyle genel bütçe gelirleri 2005 yılının aynı dönemine göre %12,9'luk reel artışla 49.7 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Yılın ilk dört ayında 2006 yılı için belirlenen hedefin %31,8'lik bölümü tahsil edilmiştir. Geçen yılın aynı döneminde bu oran %27,9 olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirlerinin 40.8 milyar YTL'lik bölümü vergi gelirlerinden oluşmaktadır. Vergi gelirleri içinde ise Özel Tüketim Vergileri bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %13,5 artarak 11.3 milyar YTL'ye ulaşmıştır. KDV gelirleri ise geçen ay ki gerilemenin ardından tekrar yükselerek yılın ilk dört aylık döneminde %8,6'lık reel artışla, 5.1 milyar YTL'ye yükselmiştir.

2005 yılının ilk dört ayı itibariyle genel bütçe gelirlerinin %13'lük bölümünü oluşturan vergi dışı gelirler reel olarak %40,4 artış göstermiştir. Bu yüksek artışla birlikte vergi dışı gelirlerin genel bütçe gelirleri içindeki payı %17'ye ulaşmıştır. Vergi dışı gelirlerin büyük bir kısmının özelleştirme gibi geçici gelir kalemlerinden oluşması bütçe performansı değerlendirilirken dikkat edilmesi gereken bir konudur.

Merkezi Yönetim Bütçe harcamalarındaki artış eğilimi Nisan ayında da devam etmiştir. Nisan ayında bütçe harcamaları bir önceki yıla göre reel olarak %11,5 artış göstererek 15.1 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Faiz dışı harcamalar, bütçe harcamalarının %72,8'lik bölümü oluşturmaktadır. Nisan ayında faiz dışı harcamalarda en yüksek artış gösteren kalemler, başta yeşil kart harcamaları olmak üzere sağlık giderleri ve tarımsal destekleme ödemeleri olmuştur. 2005 yılı Nisan ayında 55 milyon YTL olan bu ödemeler 2006 yılının aynı ayında 897 milyon YTL'ye yükselmiştir. Faiz harcamalarındaki gerileme biraz yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Faiz ödemeleri Nisan ayında 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %12,1 gerileyerek 4.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

Ocak – Nisan döneminde Merkezi Yönetim Bütçe harcamaları 2005 yılının aynı dönemine göre %9,2 artış göstererek 54.5 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Nisan sonu itibariyle başlangıç ödeneğinin %31,2'lik bölümü kullanılmıştır. 2005 yılının aynı döneminde bu oran %29,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu açıdan bakıldığında 2005 yılına göre az da olsa bir bozulma dikkat çekmektedir.

Faiz dışı harcamalar Ocak – Nisan döneminde 2005 yılına göre reel olarak %21 artış göstermiş ve yılın tümü için hedeflenen tutarın %30,5'lik bölümü kullanılmıştır. Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferler faiz dışı harcamalar içinde en sorunlu kalem olarak dikkat çekmektedir. Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferler yılın ilk dört ayında geçen yıla göre reel olarak %21,8 artarak 10.2 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Bu harcama kaleminde 2006 için belirlenen hedefin %43,7'lik bölümü ilk dört ayda kullanılmıştır. Yeni sosyal güvenlik yasasının olumlu etkilerinin kısa dönemde ortaya çıkmayacağı göz önüne alındığında, sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamalarının yıl içinde başlangıç ödeneğini aşacağı öngörülmektedir. Faiz dışı harcamalar içinde mal ve hizmet alımları %54,5'lik yüksek bir reel artış gösterirken, tarımsal destekleme ödemeleri %58,7, sağlık giderleri ise %131 artmıştır.

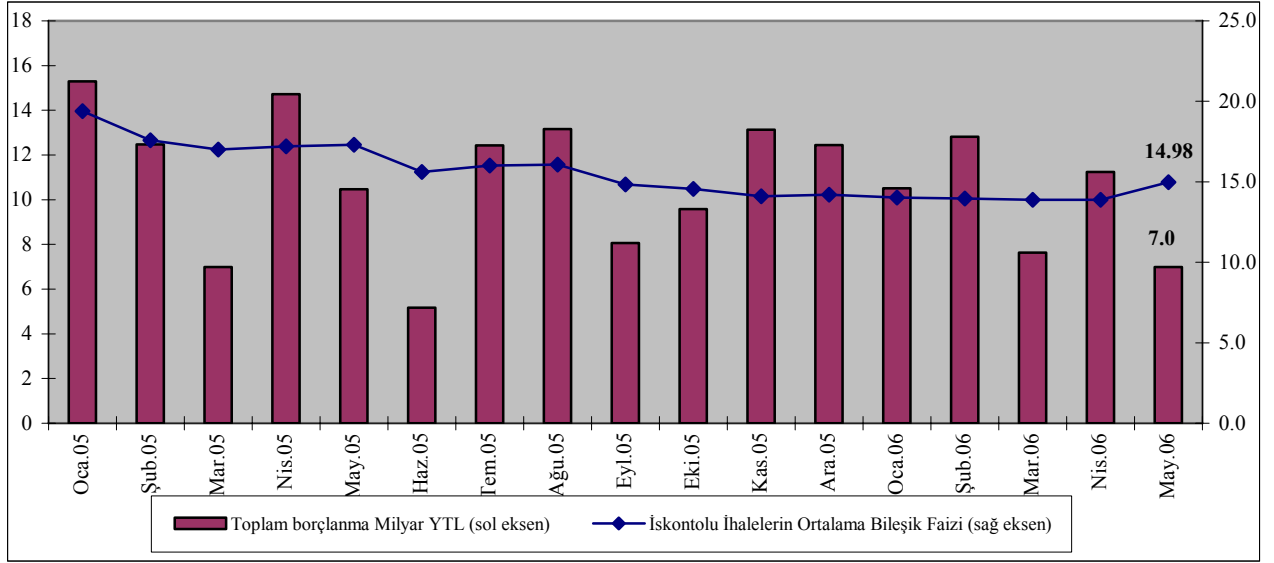


Sağlık harcamalarındaki bozulma yandaki grafikte açıkça görülmektedir. Ocak –Nisan dönemleri itibariyle 2005 yılında sağlık harcamaları için ayrılan ödeneğin %19,2'si kullanılmışken, 2006 yılının aynı döneminde bu oran %48,1'e yükselmiştir. Sağlık harcamalarındaki hedeflerden sapmanın en önemli nedeni yeşil kart ödemeleri olmuştur. 2006 yılının ilk dört ayında yeşil kart ödemeleri için ayrılan ödeneğin %75,7'si kullanılmıştır. Sağlık harcamalarındaki bu gelişmeler sonucunda IMF ile yapılan 3. ve 4. gözden geçirmelerde 4.5 milyar YTL'lik bir önlemler paketi hazırlanması kararlaştırılmıştır. Bu pakette sağlık harcamaları, yeşil kart ve ilaçtaki giderleri ile ilgili olarak 1.4 milyar YTL'lik bir önlem öngörülmektedir.

Sonuç olarak, Merkezi Yönetim Bütçesi Nisan ayında 3.0 milyar YTL açık vermiş, yılın ilk dört ayındaki açığın 4 milyar YTL'ye yükselmesine neden olmuştur. Bütçe açığında yıl sonu için tahmin edilen tutarın %28,8'ine Nisan ayı sonunda ulaşılmıştır. Nisan ayında faiz dışı fazla 1.1 milyar YTL olurken, ilk dört aylık faiz dışı fazla ise 11.4 milyar YTL'ye yükselerek yıl sonu hedefinin %31,7'sine ulaşmıştır. Hazine'nin nakit hesapları dikkate alındığında özelleştirme gelirlerinin büyük bir bölümünün bütçe hesaplarında görülmediği dikkat çekmektedir. Bu açıdan bakıldığında henüz açıklanmamış olmasına rağmen IMF tanımlı faiz dışı fazla hedeflerine yakın bir bütçe performansı gösterildiği söylenebilmektedir.

► Kamu Kesimi Toplam Borçlanması

Hazine Müsteşarlığı Mayıs ayında yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda yaşanan dalgalanmaların etkisiyle 7.2 milyar YTL borçlanma planlamasına rağmen piyasalardan 5.5 milyar YTL borçlanma gerçekleştirmiştir. 1.4 milyar YTL'lik kamuya satış sonrasında toplam borçlanma 6.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki grafikten de görüldüğü gibi Mayıs ayı borçlanması 2006 yılının diğer aylarına göre düşük kalmıştır.



Mayıs ayında özelleştirme gelirlerinin yüksek olması nedeniyle, Hazine, borçlanma miktarını azaltarak piyasalardaki olumsuz gelişmelerden kendisini korumuştur. Mayıs ayında iskontolu ihalelerde oluşan ortalama faiz oranı 14.98'e yükselmiştir. Ancak bono ve referans tahvil faiz oranlarının %16 seviyesinin üzerine çıktığı Mayıs ayında Hazine'nin faiz oranını bu seviyede tutabilmesi olumlu bir gelişmedir. Bütçe gelirlerinde vurgulandığı gibi özelleştirme gelirlerinin yarattığı olumlu etkinin geçici olabileceği unutulmamalıdır. Hazine'nin nakit dengesindeki bu avantaj piyasa dalgalanmalarının olumsuz etkilerini sınırlamıştır.

Nisan ayında 834 (27.8 ay) gün olarak gerçekleşen iç borçlanmanın ortalama vadesi, Mayıs ayında 825 güne (27.5 ay) düşmüştür. Yılın ilk beş aylık dönemdeki borçlanmanın ortalama vadesi ise 940 (31.3 ay) gün olarak gerçekleşmiştir.

Hazine Müsteşarlığı 2006 yılı Ocak - Mayıs döneminde 50 milyar YTL iç borçlanma gerçekleştirmiştir. Bu borçlanmanın 44.1 milyar doları piyasalardan 5.9 milyar doları ise kamu kurum ve kuruluşlarından sağlanmıştır. Yılın ilk beş aydaki borçlanma ortalama %14,25 bileşik faizle gerçekleştirilmiştir. Hazine'nin yılın ilk beş ayında 63.4 milyar YTL itfa gerçekleştirmesi sonucunda iç borç çevirme oranı %78,9'a gerilemiştir. Özellikle Mayıs ayındaki düşük borçlanmayla iç borç çevirme oranı %62,8 gibi düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. Hazine tarafından açıklanan borçlanma stratejisinde 2006 yılı iç borç çevirme oranının %77,1 olarak hedeflendiği dikkate alındığında, özelleştirme gelirlerinin nakit dengesinde yarattığı olumlu gelişmelerle Hazine daha az borçlanmaya devam ederek hedefe yaklaşabilecektir.

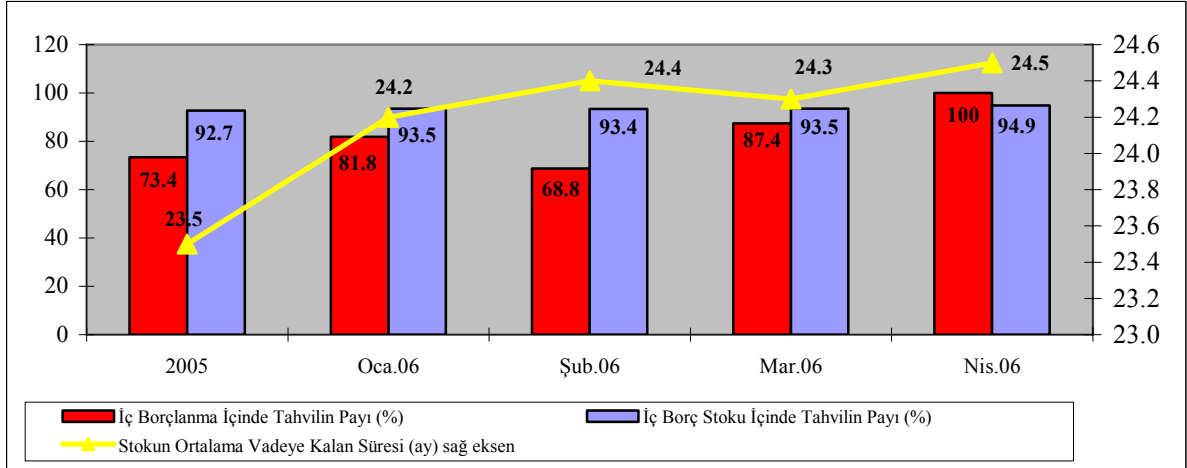
► Borç Stoku

Merkezi Yönetim Borç Stoku			
Milyar YTL	2005 Yıl Sonu	Mart 2006	Nisan 2006
Toplam Borç Stoku	331.5	334.5	332.9
İç Borç Stoku	244.8	246.4	246.7
Piyasa Olan Borç Stoku / İç Borç Stoku (%)	69.2	69.6	69.7
Dış Borç Stoku	86.7	88.1	86.3
Kredi / Dış Borç Stoku (%)	51.2	48.0	48.2

Nisan ayında merkezi yönetim borç stoku 1.6 milyar YTL azalarak 332.9 milyar YTL'ye (253.1 milyar dolar) gerilemiştir. Toplam borç stoku 2005 yılı sonuna göre ise 1.4 milyar YTL artış göstermiştir.

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku

Nisan ayında Hazine Müsteşarlığı'nın 11.7 milyar YTL iç borç itfası ve 12 milyar YTL borçlanma gerçekleştirmesi sonucunda merkezi yönetim iç borç stoku 304 milyon YTL artış göstermiş ve 246.7 milyar YTL'ye (187.5 milyar dolar) yükselmiştir. 2006 yılı başından itibaren ise iç borç stoku 1.9 milyar YTL artış göstermiştir. İç borç stoku içinde piyasaya olan borçların payındaki artış eğilimi de devam etmektedir. Bu oran Nisan ayı sonu itibariyle şimdiye kadarki en yüksek değeri olan %69.7'ye yükselmiştir.



Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi Hazine, Nisan ayındaki borçlanmasının tamamını tahvil cinsinden gerçekleştirmiştir. Borçlanmanın uzun vadeli kağıtlarla gerçekleştirilmesi sonucunda iç borç stoku içinde tahvilin payı %94,9'a yükselmiştir. 2005 yılı sonunda 23,5 ay olan iç borç stokunun vadeye kalan süresi ise bir ay uzayarak 24.5 aya yükselmiştir.

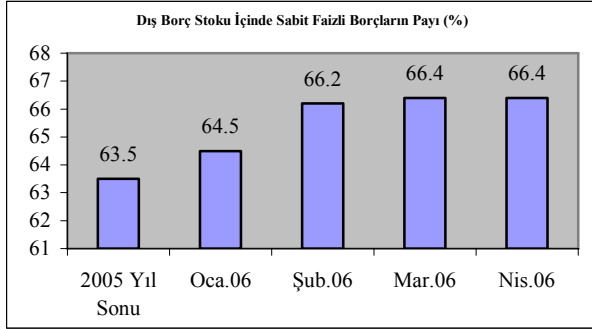
Toplam İç Borç Stokunun Faiz ve Döviz Yapısı			
(%)	2004	2005	Nisan 2006
Sabit Faizli	42.3	45.4	47.1
Değişken Faizli	57.7	54.6	52.9
YTL Cinsi	82.4	84.5	85.9
Döviz Cinsi	17.6	15.5	14.1

Kaynak:HAZİNE

İç borç stokunun faiz ve döviz yapısına bakıldığında, sabit faizli ve YTL cinsi borç stokunun payının artmakta olduğu görülmektedir. 2005 yılında toplam iç borç stokunun %45,4'ünü oluşturan sabit faizli borç stoku 2006 Nisan ayı itibariyle %47,1'e yükselmiştir. Sabit faizli borç stokunun artmış olması Hazine'nin son dönemde faizlerde ortaya çıkan dalgalanmalara karşı duyarlılığını azaltmaktadır. Buna ek olarak döviz ve dövize endeksli borç stokundaki azalma da borç stokunun kur riskini düşürmektedir.

Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku

Merkezi yönetim dış borç stokunda yılın ilk dört aylık döneminde 471 milyon dolarlık gerileme yaşanmıştır. 2005 yılı sonunda 86.7 milyar YTL (64.6 milyar dolar) olan dış borç stoku Nisan ayı itibariyle 86.3 milyar YTL (65.6 milyar dolar) olarak gerçekleşmiştir. 65.6 milyar dolarlık dış borç stokunun 20.4 milyar dolarlık kısmını uluslararası kuruluşlara olan borçlar oluşturmaktadır. IMF'ye olan borç stoku ise 13.1 milyar dolar seviyesinde ve toplam dış borç stokunun %20'sini oluşturmaktadır.



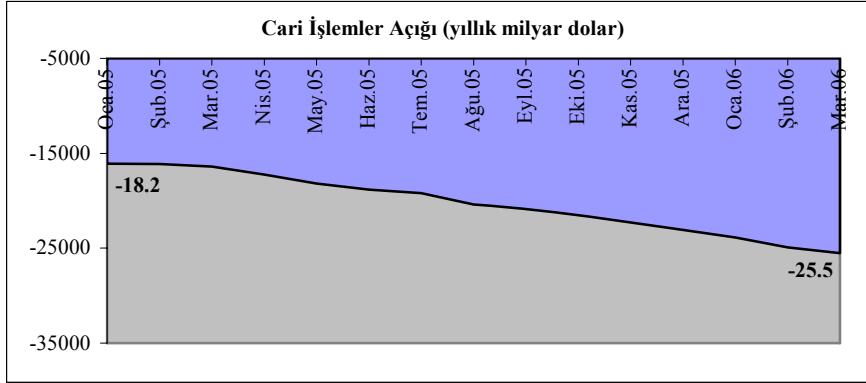
İç borç stokunda olduğu gibi dış borç stokunda da sabit faizli borçların payı artmaktadır. 2005 yılı sonunda %63,5 olan sabit faizli borçların payı 2006 yılının ilk dört ayında 2.9 puan artarak %66,4'e yükselmiştir.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi						
(Milyon \$)	Mart			Ocak-Mart		
	2005	2006 Değ. (%)		2005	2006	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-2.464	-3.058	24,1	-6.195	-8.622	39,2
Dış Ticaret Dengesi	-2.721	-3.244	19,2	-6.235	-8.704	39,6
İthalat	-9.584	-10.604	10,6	-24.189	-27.640	14,3
İhracat	6.863	7.360	7,2	17.954	18.936	5,5
Hizmetler Dengesi	542	515	-5,0	1.195	1.151	-3,7
Turizm	567	545	-3,9	1.316	1.434	9,0
Yatırım Geliri Dengesi	-373	-437	17,2	-1.402	-1.388	-1,0
Cari Transferler	88	108	22,7	247	319	29,1
Finans Hesabı	3.624	3.390	-6,5	9.954	16.525	66,0
Doğrudan Yatırımlar	142	311	119,0	610	1.236	102,6
Portföy Yatırımları	-751	298	139,7	3.796	3.578	-5,7
Diğer Yatırımlar	4.233	2.781	-34,3	5.548	11.711	111,1
Net Hata Noksan	959	973	1,5	524	995	89,9
Rezerv Varlıklar	-2.119	-1.305	-38,4	-4.283	-8.898	107,8
Resmi Rezervler	-1.170	-1.149	-1,8	-3.275	-7.108	117,0

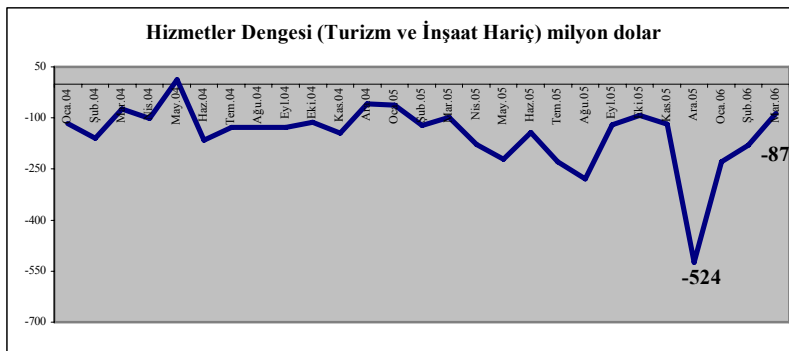
Kaynak: TCMB

Mart ayında 2005 yılının aynı ayına göre %24,1 artış göstererek 3.1 milyar dolara ulaşan cari işlemler açığı, 2006 yılının ilk çeyreği itibariyle geçen yılın aynı dönemine göre %39,2 artarak 8.6 milyar dolara yükselmiştir.



2005 yılının Mart ayı itibariyle 18.2 milyar dolar olan yıllık cari işlemler açığı, 2006 yılının aynı ayında 25.5 milyar dolara yükselmiştir.

Mart ayında 3.2 milyar dolara ulaşan dış ticaret açığı, 2006 yılının ilk üç aylık bölümünde ise 2005 yılının aynı dönemine göre %39,6 artarak 8.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İhracatta görülen yavaşlama ve ithalattaki yüksek artış dış ticaret açığını artırmıştır. Petrol fiyatlarındaki yükselme dış ticaret açığını arttırarak cari işlemler dengesini olumsuz etkilemiştir. Türkiye'nin üç aylık ham petrol ithalatı 2 milyar dolara ulaşmıştır. Petrol fiyatlarında 2006 yılında belirgin bir gerileme yaşanmayacağı beklentisi gözönüne alındığında, ham petrol faturasının cari işlemler açığı üzerinde olumsuz etkisinin devam edeceği beklenmektedir.



2005 yılı Ocak - Mart döneminde 1.2 milyar dolar fazla veren hizmetler dengesi 2006 yılının aynı döneminde 1.1 milyar dolar fazla vermiştir. Hizmetler dengesinde görülen %3,7'lik gerileme, turizm ve inşaat dışında kalan sektörlerde yaşanan 285 milyon dolarlık döviz çıkışından

kaynaklanmıştır. Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi turizm ve inşaat haricindeki sektörlerdeki açık 2004 yılıyla karşılaştırıldığında artma eğilimindedir. Özellikle 2005 yılının Aralık ayında sözkonusu sektörler kanalıyla 524 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır.

Hizmetler hesabının en büyük kalemi olan turizm sektöründe, Ocak-Mart dönemi itibariyle, gelirlerdeki %0,4'lük sınırlı artışa karşın giderlerin %46,3 azalmasıyla net turizm gelirleri %9 oranında artarak 1.4 milyar dolara ulaşmıştır.

2005 yılının ilk çeyreğinde 1.1 milyar dolar olan yatırım geliri 2006 yılının aynı döneminde 1.3 milyar dolara yükselmiştir. Bu gelişmenin etkisiyle yatırım geliri dengesi hesabında görülen açık 2005 yılına göre %1 gerileyerek 1.4 milyar dolara inmiştir.

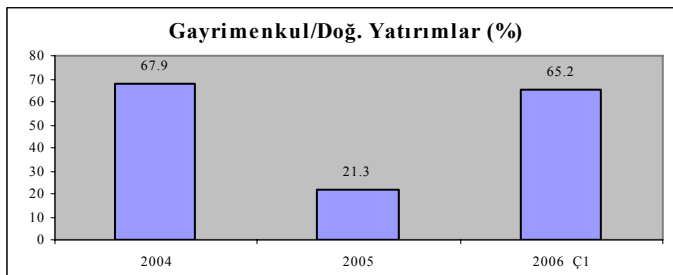
Gelirler açısından ise cari transferlerde ve bavul ticaretinde görülen artışlar dikkat çekmektedir. Ancak bu gelir kalemleri miktar olarak oldukça düşüktür.

Sonuç olarak, dış ticaret açığındaki artış ve turizm gelirlerindeki duraklama cari işlemler açığını artıran temel nedenler olmaya devam etmektedir.

► Sermaye ve Finans Hesapları

Mart ayında yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda yaşanan dalgalanmalar nedeniyle net sermaye girişi 2005 yılının aynı ayına göre %6,5 gerileyerek 3.4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu sermaye girişinin 311 milyon doları doğrudan yatırımlar, 298 milyon doları portföy yatırımları yoluyla girerken 2.8 milyar dolarlık bölümü ise diğer yatırımlar kalemiyle olmuştur. Mart ayında portföy yatırımları yoluyla giren dövizin kaynağını, Hazine'nin yurtdışı piyasalarda yaptığı 891 milyon dolarlık tahvil ihracı oluşturmuştur. Ayrıca yabancılar, Mart ayında hisse senedi piyasalarında 23 milyon dolar, DİBS piyasalarında ise 130 milyon dolar net satış gerçekleştirmişlerdir. 2006 yılının diğer aylarında olduğu gibi diğer yatırımlar yoluyla giren sermaye toplam sermaye girişinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu yolla giren 2.8 milyar dolarlık sermaye girişinde bankaların ve reel sektörün çoğu uzun vadeli olmak üzere kullandığı krediler dikkat çekmektedir. Mart ayında bankalar, 1 milyar dolar, reel sektör ise 941 milyon dolar net kredi kullanımı gerçekleştirmişlerdir.

2006 yılının ilk çeyreğinde net sermaye girişi aynı dönemin cari açık rakamının iki katına ulaşmıştır. Ocak – Mart döneminde finansman hesaplarına bakıldığında net sermaye girişinin 2005 yılının ilk üç ayına göre %66 artarak 16.5 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. 2006 yılının ilk çeyreğindeki sermaye girişinin 1.2 milyar doları doğrudan yatırımlar, 3,6 milyar doları portföy yatırımları, 11.7 milyar doları ise diğer yatırımlar yoluyla gerçekleşmiştir.



2006 yılının ilk çeyreği itibariyle bir önceki yılın aynı dönemine göre %102.6 artış göstererek 1.2 milyar dolara ulaşan doğrudan yatırımlar içerisinde yabancıların gayrimenkul alımlarının ağırlığı dikkat çekmektedir. 2005 yılındaki 8.6 milyar dolarlık doğrudan yatırımların %21,3'ü gayrimenkul yatırımlarından oluşurken 2006 yılının ilk üç ayı itibariyle bu oran %65,2'ye yükselmiştir.

2006 yılı ilk üç ayında portföy yatırımları yoluyla sermaye girişi geçen yılın aynı dönemine göre %5,7 gerilemiştir. 2005 yılının Ocak – Mart döneminde hisse senedi ve DİBS piyasalarında toplam 4.9 milyar dolar olarak gerçekleşen yabancı alımları 2006 yılının aynı döneminde 3.9 milyar dolara gerilemiştir.

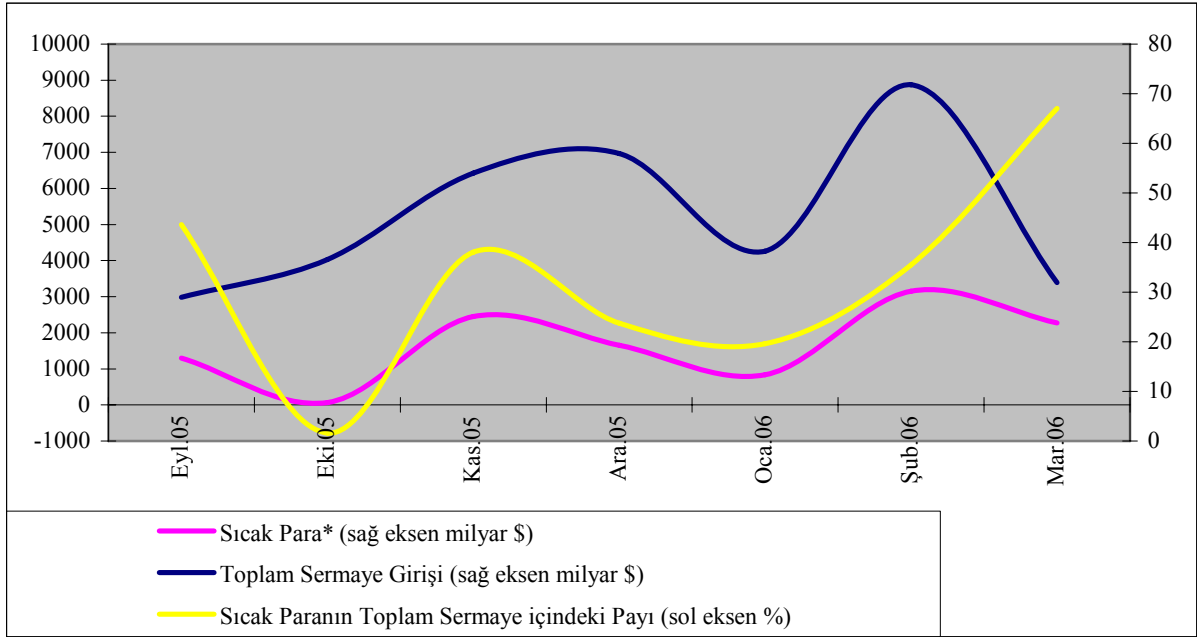
Yurtdışı Kredi Kullanımı			
(Milyar \$)	Ocak Mart		
	2005	2005	2006
Bankalar	9.1	0.7	2.1
Uzun Vadeli	6.4	-0.1	1.0
Reel Sektör	13.5	0.5	8.8
Uzun Vadeli	9.7	0.6	8.8

Kaynak:TCMB

Yılın ilk çeyreği itibariyle 16.5 milyar dolarlık sermaye girişinin %70,1'lik bölümü diğer yatırımlar yoluyla gerçekleşmiştir. Ocak – Mart dönemi itibariyle kamu kesimi 1.8 milyar dolar IMF kredi geri ödemesi gerçekleştirirken, sermaye girişinde bankacılık sektörü ve reel sektör ağırlığını devam ettirmiştir.

Bankalar ve reel sektör kuruluşları 2005 yılı Ocak – Mart döneminde yurtdışı piyasalardan 515 milyon doları uzun vadeli olmak üzere 1.2 milyar dolar net kredi kullanmışlardır. Bu iki sektörün kullandığı krediler 2006 yılının ilk üç ayında 10.9 milyar dolara yükselmiştir. Kullanılan kredinin %90.7'lik bölümünü uzun vadeli krediler oluşturmaktadır. Bankaların ve özel sektör kuruluşlarının yurtdışı piyasalardan kredi kullanımları borç yaratan finansman kaynağı olsa da bu kredilerin uzun vadeli oluşu finansman kalitesini arttırmaktadır.

Net hata ve noksan kaleminin de hesaba katılmasıyla toplam döviz açığımız yılın ilk üç ayında 7.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 16.5 milyar dolarlık net sermaye girişi sonucunda 8.9 milyar dolarlık rezerv birikimi sağlanmış, Merkez Bankası rezervleri ise 7.1 milyar dolar artmıştır.



*2006 yılı Mart ayı itibariyle

Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi finans hesaplarında 2006 yılının ilk çeyreğinde önemli değişiklikler yaşanmıştır. Mart ayında toplam sermaye girişindeki azalma gözlenmektedir. Bu azalmayla birlikte, sıcak para * miktarında önemli bir değişim olmamasına rağmen, sıcak paranın toplam sermaye içindeki payı artmıştır. Ağırlıklı olarak bankaların ve reel sektörün kullandığı uzun vadeli kredilerin kaynaklık ettiği yüksek sermaye girişinin yaşandığı Şubat ayında sıcak para toplam sermaye girişinin %35'ini oluştururken, Mart ayında bu oran %67'ye yükselmiştir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 32.2 milyar dolardır.

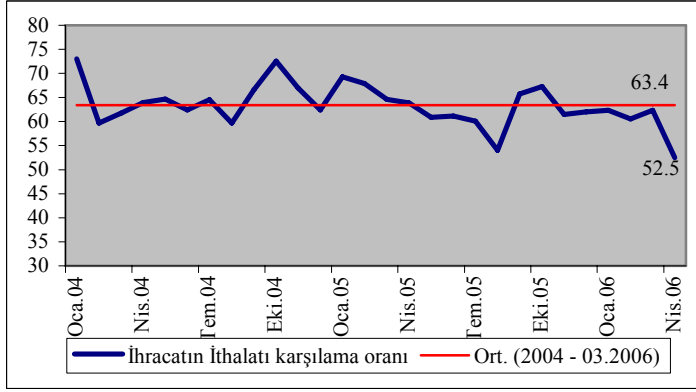
* Sıcak Para = Hisse senedi + yurtdışında DİBS alımları + bankaların kısa vadeli kredileri + reel sektörün kısa vadeli kredileri + banka mevduatları + net hata noksan

DIŞ TİCARET

Dış Ticaret						
Milyon \$	Nisan			Ocak – Nisan		
	2005	2006	DEĞ.(%)	2005	2006	DEĞ.(%)
İhracat	6.182	5.754	-6,1	23.369	24.182	3,5
İthalat	9.950	10.954	14,2	35.328	40.312	14,1
Dış Ticaret Dengesi	-3.467	-5.200	50,0	-11.959	-16.130	34,9
Karşılama Oranı (%)	63,9	52,5		66,1	60,0	

Kaynak: TÜİK

2006 yılı Nisan ayında, ihracat geçen yılın aynı ayına göre %6,1 gerileyerek 5.7 milyar dolar, ithalat ise %14,2 oranında artarak 10.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde dış ticaret açığı %50 oranında artarak 5,2 milyar dolara yükselmiştir. Nisan ayındaki dış ticaret açığı aylık bazda karşılaşılan en yüksek açıktır.



Nisan ayında %52,5 olarak gerçekleşen ihracatın ithalatı karşılama oranı tarihsel olarak en düşük seviyelerinden birine gerilemiştir. Yandaki grafikte ihracatın ithalatı karşılama oranının 2004 yılından itibaren ortalamasının %63,4 olduğu görülmektedir. 2005 yılı Kasım ayından bu yana bu oran, ortalamasının altında seyretmekte ve giderek azalmaktadır.

Ocak – Nisan dönemleri itibariyle ihracatın artış oranı %3,5 gibi sınırlı bir düzeyde kalırken, ithalatın artış hızı yüksek seviyesini koruyarak %14.1 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk dört ayında ihracat 24.2, ithalat ise 40.3 milyar dolara yükselmiştir. Dış ticaret açığı ise %34,9 artışla 16.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında %66,1 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı bu dönemde %60'a gerilemiştir. Nisan ayı sonu itibariyle yıllık dış ticaret açığı 47.3 milyar dolar gibi yüksek bir seviyeye ulaşmıştır.

► İhracat

2006 yılı Nisan ayında imalat sanayii ihracatı bir önceki yılın aynı ayına göre %7,4 gerilemiştir. Alt kalemler itibariyle bakıldığında, demir-çelik ihracatının Nisan ayında %27 gerilemesi dikkat çekmektedir. Uluslararası piyasalarda emtia fiyatlarındaki düşüş eğilimi, ilgili sektörün ihracat gelirlerini düşürmektedir. Tekstil sektörünün ihracatındaki yavaşlama Nisan ayında daha da belirginleşmiştir. Örme ve örülmemiş giyim eşyaları ihracatları sırasıyla %25 ve %25,5 gerilemiştir. Son aylarda artış oranı düşük seviyede kalan motorlu taşıtlar ihracatı Nisan ayında hızlanarak %12.1'e yükselmiştir. Yılın ilk dört ayında toplam 3.4 milyar dolarlık motorlu kara taşıtı ihracatı gerçekleştirilmiştir.

2006 yılının ilk dört aylık döneminde yapılan ihracatın %53,7'si AB ülkelerine gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde en çok ihracat yapılan ülke 2.9 milyar dolarla Almanya olmuştur. Ancak Almanya'ya yapılan ihracat %7,6 oranında azalmıştır.

Nisan ayında sergilediği zayıf performansın ardından Mayıs ayı başında artış sinyalleri veren ihracat, piyasalarda yaşanan dalgalanmayla birlikte yükselen döviz kurlarının da etkisiyle Mayıs ayında önemli bir artış göstermiştir. Türkiye İhracatçılar Meclisi tarafından açıklanan verilere göre Mayıs ayında ihracat geçen yılın aynı ayına göre

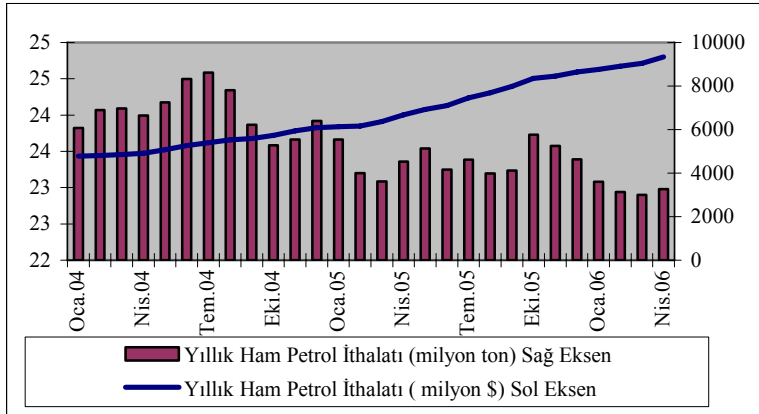
%22,2 gibi yüksek bir oranda artarak 7.3 milyar dolara yükselmiştir. İlk beş aylık ihracat ise %10'luk artışla 32.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Uzun bir aradan sonra hazır giyim sektörünün ihracatının hızlanması, 2005 yılının Mayıs ayında 5.9 milyar dolar olan ihracatın 2006 yılında yükselmesindeki en önemli etken olmuştur. En yüksek artış yaşanan ihracat kalemi %24,5 ile taşıt araçları ve yan sanayi ürünleri olmuştur.

► İthalat

İthalat	Nisan			Ocak – Nisan		
	2005	2006	DEĞ.(%)	2005	2006	DEĞ.(%)
Milyon \$						
Yatırım Malları	1.672	1.799	7,6	5.702	6.643	16,5
Ara Malları	6.801	7.798	14,6	25.793	28.585	10,8
Tüketim Malları	1.106	1.331	20,3	3.760	4.970	32,2

Kaynak: TÜİK

Nisan ayında geniş ekonomik sınıflar açısından bakıldığında en yüksek ithalat artışı %20,3'lük oranla tüketim mallarında yaşanmıştır. Özellikle binek otomobil ithalatı %53,9 artarak 400 milyon dolara ulaşmıştır. 2006 yılının ilk dört aylık döneminde ise 1.3 milyar dolarlık otomobil ithalatı gerçekleştirilmiştir. Tüketim malları ithalatı Ocak – Nisan dönemleri karşılaştırıldığında 2005 yılına göre 1.2 milyar dolar artmıştır.



Nisan ayında bir önceki yıla göre %14,6 artan ara malı ithalatının Ocak –Nisan dönemindeki artış oranı %10,8 olarak gerçekleşmiştir. Yandaki grafikten, ara malı ithalatının arttıran en önemli nedenlerden birinin son yıllarda petrol fiyatlarındaki artış olduğu görülmektedir. Ham petrol ithalatı miktar olarak azalmasına karşın yapılan ödeme artmaktadır. Nisan ayı sonu itibariyle son bir yıldaki ham petrol ithalatı 9.3 milyar dolara yükselmiştir.

Enerji hariç ara malı ithalatının artış oranı %0,6 gibi düşük bir düzeyde kalmıştır. Ara malı ithalatındaki yavaşlama önümüzdeki dönem ekonomik büyümenin bir miktar yavaşlayabileceğine dair bir gösterge olarak yorumlanabilmektedir.

Ocak - Nisan döneminde sermaye malları ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre % 16,5 artarak 6.6 milyar dolara yükselmiştir. Sermaye malları ithalatındaki artış yurtiçi yatırım talebindeki canlılığın devam ettiğini göstermektedir.

İhracattaki gerilemeyle birlikte ithalatın yüksek artışının devam etmesi sonucunda dış ticaret açığı giderek artmaktadır. Dış ticaret dengesindeki bu bozulma cari işlemler açığına yansımaktadır. Ancak YTL'deki değer kaybının ihracatta artış, tüketim ve yatırım malları yoluyla ithalatta azalma yönünde etki yaratması, dış ticaret ve cari işlemler açığında daralmaya neden olabilecektir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı ihracat tahminimiz 78.2 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 134.6 milyar dolardır.

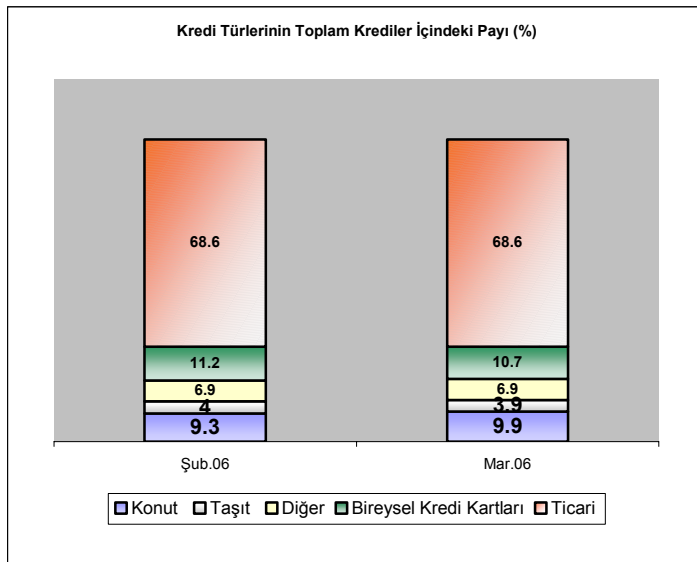
BANKACILIK SEKTÖRÜ

(Milyon) YTL	Değişim %				
	Ara.05 (1)	Şub.06 (2)	Mar.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	40.500	44.845	-4,1	10,7
Men.Değ.Port.	143.016	146.778	148.347	3,7	1,1
Krediler	149.937	155.806	164.300	9,6	5,5
Duran Aktifler	21.015	21.601	21.004	-0,05	-2,9
Diğer Aktifler	36.243	32.114	33.970	-6,3	5,8
Top.Aktif	396.962	396.839	412.466	3,9	3,9
Mevduat	243.121	247.942	254.734	4,8	2,7
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	92.212	102.059	1,9	10,7
Özkaynaklar	53.733	56.685	55.673	3,6	-1,8
Toplam Pasif	396.962	396.839	412.466	3,9	3,9
<i>Kaynak: BDDK</i>					

► Aktif Yapısı

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri son bir ayda %3,9 artarak Mart ayı itibariyle 412.466 milyon YTL olmuştur. Bu büyümede nakit rezervler kalemindeki %10,7'lik artış ile krediler kalemindeki %5,5 oranındaki artış belirleyici olmuştur. Bu artışa bağlı olarak nakit rezervlerin toplam aktifler içindeki payı %10,2'den %10,9'a, kredilerin payı ise %39,3'ten %39,8'e çıkmıştır.

Menkul değerler portföyü son bir ayda %1,1 artarken sektörün toplam aktif büyüklüğündeki artışın görece gerisinde kalması nedeniyle menkul değerler portföyünün toplam aktifler içindeki payı %37'den %36'ya gerilemiştir.



Sektörün aktif kalemleri içinde Mart ayı itibariyle en büyük artış nakit rezervlerden sonra %5,5 artışla krediler kaleminde gerçekleşmiştir. Banka grupları itibariyle kredi hacmindeki artışları incelediğimizde bütün banka gruplarında artışlar yaşanırken, en büyük artışın özel ve yabancı sermayeli mevduat bankalarında yaşandığı görülmüştür. Son bir aylık dönemde ticari ve bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payında bir değişme olmazken konut kredilerinde süregelen artış Mart ayı boyunca da devam etmiş ve bu artışla konut kredilerinin toplam krediler içindeki payı %9,3'ten %9,9'a çıkmıştır. Son bir aylık dönemde bireysel kredilerde yaşanan bir diğer gelişme de, bireysel kredi kartlarının toplam krediler içindeki payının gerilemesidir. Bu gerileme neticesinde

bireysel kredi kartlarının toplam krediler içindeki payı %11,2'den %10,7'ye düşmüştür.

Kredi hacmi artmaya devam ederken takipteki alacaklar da son bir aylık dönemde %1,4 oranında artmıştır. Kamu bankalarında 2005 yılı sonundan itibaren devam eden takipteki alacaklar kalemindeki düşme eğilimi Mart ayında da devam ederken, diğer banka gruplarında artışlar yaşanmıştır. Ancak takipteki alacaklar kalemindeki artışın kredi hacmindeki artışın gerisinde kalması, kredilerin takibe dönüşüm oranını düşürmeye devam etmektedir. Şubat ayı itibariyle %4,8 olan takibe dönüşüm oranı Mart ayında %4,7'ye gerilemiştir.

Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.05	Şub.06	Mart.06
Konut	0,13	0,11	0,10
Taşıt	1,2	1,4	1,5
Bireysel Kredi kartları	7,8	8,3	8,9
Ticari Krediler	5,7	4,7	5,4
Kaynak: BDDK			

Mart ayı itibariyle kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde; konut kredilerinde küçük bir düşüş gerçekleşirken taşıt, bireysel kredi kartları ve ticari kredilerin takibe dönüşüm oranlarında artışlar olduğu görülmektedir. Kredi kartları ve ticari kredilerin takibe dönüşüm oranları ise sektörün takibe dönüşüm oranının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir.

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

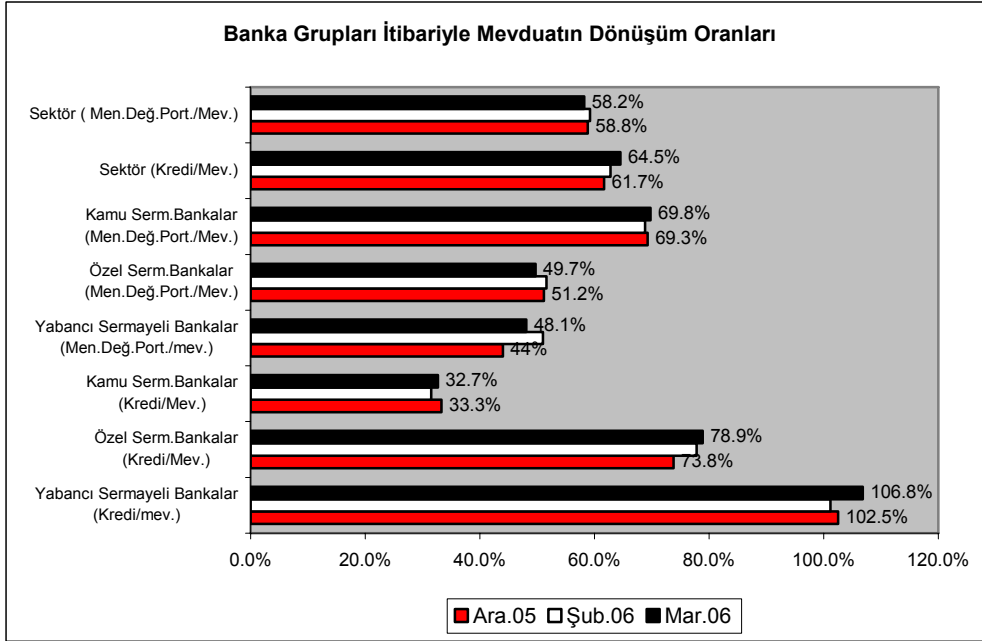
	En çok Pay alan 5 Sektör % Pay		Tk.b.Dön.Orn.	
	Şub.06	Mar.06	Şub.06	Mart 06
Top.Tic.ve Kom.	8,9 Top.Tic.ve Kom.	10	4,1	4,5
Tekstil San	6,9 Tekstil San	7,0	17,7	15,6
İnşaat	5,8 İnşaat	6,0	5,7	5,4
Metal Ana San.	4,8 Finansal Aracılık	5,3	0,9	0,4
Finansal Aracılık	4,7 Metal Ana San.	5,1	4,6	3,9
	31,1	33,4		
Kaynak: BDDK				

Mart ayı itibariyle ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektörün ticari krediler içindeki payı bir önceki aya göre %31,1'den %33,4'e yükselmiştir. En büyük artış toptan ticaret ve komisyonculuk sektöründe meydana gelmiştir. Bu sektörler itibariyle kredilerin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde; kredi hacmindeki artışa paralel olarak toptan ticaret ve komisyonculuk sektöründe takibe dönüşüm oranı artarken, diğer 4 sektörde azalmıştır.

► Pasif Yapısı

Bankacılık sektörünün Mart ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde %86,5'inin yabancı kaynaklardan %13,5'inin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Son bir aylık dönemde en büyük artış %10,7 ile mevduat dışı kaynaklarda yaşanırken, bunu %2,7 ile mevduat izlemiştir.

Sektörün bilanço büyüklüğü %3,9 artarken, mevduat hacmindeki %2,7'lik artış mevduatın fon kaynakları içindeki payının %62,5'den %61,8'e gerilemesine neden olmuştur. Banka grupları itibariyle, en büyük mevduat artışı %4,4 ile özel sermayeli mevduat bankalarında yaşanırken, kamu bankalarında mevduat %0,7 oranında artmış, yabancı sermayeli mevduat bankalarında ise %0,3 oranında azalmıştır. Mevduatın para cinsi kompozisyonuna bakıldığında ise sağlanan ekonomik istikrarın devamı ile birlikte TP lehine dönüşümün devam ettiği görülmektedir. Şubat ayında %64,1 olan TP mevduatın toplam mevduat içindeki payı Mart ayı itibariyle %65,1'e yükselmiştir. Son bir aylık dönemde vadesiz ve 1-3 ay arası mevduatın toplam mevduat içindeki payı %84,2'den %84,4'e çıkmıştır. Sektörün aracılık işlevi göstergelerinden biri olan mevduatın krediye dönüşüm oranı ise artmaya devam ederek %62,8'den %64,5'e yükselmiştir.



Banka grupları itibariyle mevduatın dönüşüm oranları incelendiğinde mevduatın menkul değerlere dönüşüm oranlarının hala oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Sektör ortalamasının çok üzerinde orana sahip olan kamu bankalarında sözkonusu dönüşüm oranı son bir aylık dönemde artarken, diğer banka gruplarında azalmıştır. Mart ayı itibariyle bu oran kamu bankalarında %69,8, özel sermayeli bankalarda %49,7, yabancı sermayeli bankalarda ise %48,1 olarak gerçekleşmiştir. Mevduatın krediye dönüşüm oranlarında ise en büyük artış yabancı bankalarda yaşanırken, kamu bankaları hala sektör ortalamasının oldukça altındadır. Bu oran kamu bankalarında %32,7, özel sermayeli bankalarda %78,9, yabancı sermayeli bankalarda ise %106,8 olarak gerçekleşmiştir.

Sektörün mevduat dışı kaynakları incelendiğinde son bir aylık dönemde repo işlemlerinden sağlanan fonlar kalemindeki %69,1'lik ve bankalara borçlar kalemindeki %7,7'lik artış neticesinde %10,7 ile en büyük artış sektörün mevduat dışı kaynaklarında meydana gelmiştir. Sektörün yabancı fon kaynakları içinde mevduattan sonra en büyük pay olan bankalara borçlar kaleminin payı son bir aylık dönemde %13,8'den %14,3'e çıkmıştır.

Yurt Dışı Bankalara Borçlar (Milyon) YTL	Değişim %				
	Ara.05 (1)	Şub.06 (2)	Mar.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Sektör	42.061	45.171	50.472	20,0	11,7
Kamu Sermayeli Bankalar	3.866	5.772	6.000	55,2	4,0
Özel Sermayeli Bankalar	32.280	31.990	35.662	10,5	11,5
Yabancı Sermayeli Bankalar	2.924	4.465	5.080	73,7	13,8
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	2.991	2.944	3.730	24,7	26,7

Kaynak: BDDK

Mart ayı itibariyle bankalara borçlar kaleminin %86'sını yurt dışı bankalara olan borçlar oluşturmaktadır. Bankalar uygun vade yapısı ve faiz oranları nedeniyle yurt dışından borçlanmaya Mart ayı boyunca da devam etmişlerdir. Son bir aylık artışta dikkati çeken bir gelişme kalkınma ve yatırım bankalarındaki %26,7'lik artış oranıdır. Bunu sırasıyla yabancı, özel ve kamu bankaları takip etmiştir.

Sektör özkaynakları menkul değerler değer artış fonunda gerçekleşen %17'lik azalmanın etkisiyle son bir aylık dönemde %1,8 azalarak 55.673 milyon YTL'ye gerilemiş, özkaynakların fon kaynakları içindeki payı %14,3'ten %13,5'e düşmüştür.

Sektörün net dönem karı Mart ayında geçen yılın aynı dönemine göre %23,2, bir önceki aya göre ise %59,1 oranında artarak 1.690 milyon YTL'den 2.689 milyon YTL'ye çıkmıştır. Net dönem karındaki artışta menkul değer değer artış fonu kalemindeki artış ve faiz dışı gelirlerin faiz dışı giderlerin üstünde gerçekleşmesi etkili olmuştur. Toplam faiz gelirleri bir önceki aya göre %53,1 artarken, faiz giderleri %52,1 oranında artmıştır. Kredi hacminin genişlemesine paralel olarak kredilerden alınan faizler bir önceki aya göre %56 oranında artmış, bunu sırasıyla menkul değerlerden ve bankalardan alınan faizler izlemiştir. Faiz giderlerinde ise en büyük artış %52,7 ile mevduata verilen faizlerde meydana gelmiştir. Sektör gelirlerindeki bir önceki aya göre en büyük artış %69,1 ile faiz dışı gelirlerde ortaya çıkmıştır. Faiz dışı gelirlerde %61,5 artan bankacılık hizmet gelirleri birinci sırada yer alırken bunu %57,3'lük artışla kredilerden alınan ücret ve komisyonlar izlemiştir. Sektörün faiz dışı giderleri ise bir önceki aya göre %46,2 artmıştır.

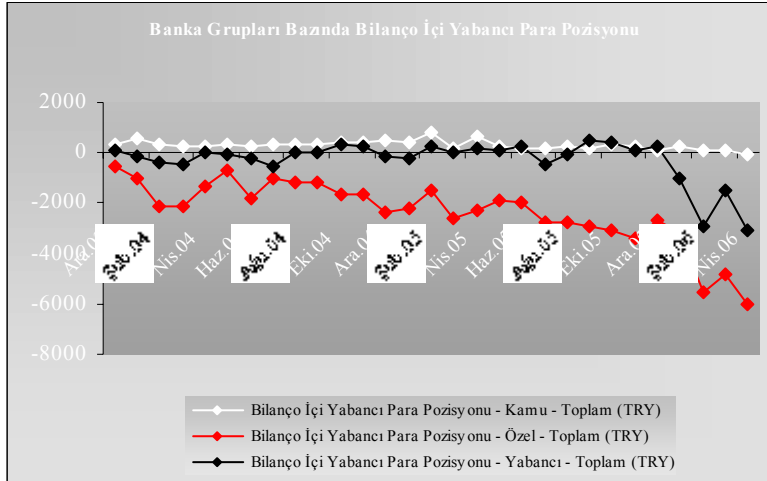
2006 yılı Mart ayı itibariyle sektör aktif karlılığı karlılıktaki artışa bağlı olarak %0,4'ten %0,6'ya; özkaynak karlılığı ise %3'ten %4,8'e yükselmiştir.

Yabancı Para Pozisyonu			
(Milyon YTL)	Bilanço İçi	Bilanço Dışı	Net Döviz Pozisyonu
Ara.05	-2.495	2.365	-131
Mar.06	-6.695	5.816	-878
Nis.06	-9.688	8.493	-1.196

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörü net açık pozisyonu 2005 yılı sonunda 131 milyon YTL iken, 2006 yılı başından itibaren değerli YTL nedeniyle bankalar açık pozisyonlarını sürekli olarak artırmışlardır. Sektörün net açık pozisyonu Mart ayında 878 milyon YTL'ye, Nisan ayında da 1.196 milyon YTL'ye kadar yükselmiştir. Bilanço içi döviz pozisyon açığı ise yıl sonunda 2.495 milyon YTL iken Nisan ayında 9.688 milyon YTL'ye çıkmıştır. Bu rakam 2001 krizinden sonra bankaların ulaştığı en yüksek rakamdır. Nisan ayı itibariyle Mart ayına göre bilanço

içi döviz pozisyonu artarken, bilanço dışı döviz pozisyonunda da artma görülmektedir. Sektör bilanço içerisinde aldığı kur riskini vadeli döviz sözleşmeleri ile azaltmaktadır. Ancak Mayıs ayı başlarında yaşanan dalgalanma ve YTL'nin değer kaybetmesi neticesinde bankalar açık pozisyonlarını azaltma eğilimine girmişlerdir.



Yandaki grafikte de görüldüğü üzere kamu sermayeli bankalar açık pozisyonundan kaynaklı kur riski alma konusunda temkinli davranırken, özel ve yabancı bankalar bu konuda risk almaktan çekinmemektedirler. Sektör açık pozisyonunun büyük bir kısmı özel ve yabancı bankalardan kaynaklanmaktadır.

► Sektördeki Yabancı Payı

Bankacılık Sektöründe Yabancı Pay %		
Banka İsmi	Aktifteki Pay	Yabancı Payı
Garanti Bankası	9,2	4,6
YKB	6	3
Koçbank	3,7	1,85
TEB	1,4	0,7
Finansbank	3,1	3,1
Fortis	1,7	1,7
HSBC	2	2
Citibank	0,6	0,6
Diğer	0,9	0,9
Denizbank	2,4	2,4
Toplam	31	20,85

2004 yılında %3,4 olan bankacılık sektöründeki yabancı payı, artan ekonomik ve siyasi istikrar ve AB süreci ile birlikte 2005 yılında %14'lere ulaşmıştır. 2006 yılının ilk yarı yılında ise bu oran %20'leri aşmış bulunmaktadır. Yabancı ortaklıklarla görüşme halinde olan diğer bankalarda (Akbank, Oyakbank, Şekerbank, Alternatifbank, Tekfenbank, MNG Bank) olması muhtemel satış ve ortaklıklar da gözönüne alındığında sektördeki yabancı payının 2006 yılı sonuna kadar %30'lara ulaşacağı tahmin edilmektedir. Sektörde yaşanan en son gelişme Mayıs ayı sonunda Denizbank'ın Fransa-Belçika ortaklığındaki Dexia Bank'a satışı olmuştur. Denizbank'ın satışı gelişmekte olan ülkelerle ilgili risk algılamalarının arttığı ve piyasalarda dalgalanmaların yaşandığı bir döneme denk

gelmiştir. Böyle bir dönemde bu satışın gerçekleşmesi; Türkiye ekonomisine duyulan güvenin hala devam ettiği ve yabancıların ekonomideki kısa vadeli dalgalanmalara göre değil, orta ve uzun vadeli beklentilere göre hareket ettikleri şeklinde yorumlanmaktadır.

ULUSLARARASI GELİŞMELER

► Dünya'daki ve Türkiye'deki Ekonomik Gelişmeler

AB, Türkiye'den güçlü büyüme bekliyor...

AB Komisyonu gelecek iki yıla ilişkin olarak yayınladığı 2006 Bahar Ekonomik Tahminler Raporu'nda, 2004 ve 2005 yıllarında Türkiye'nin büyüme kaynaklarını daha iyi dengeleyerek ekonomik istikrarını koruduğunu belirtmiştir. Komisyon ayrıca raporda, Türkiye ekonomisine ilişkin iyimser beklentilerin, önümüzdeki 2 yıllık dönemde de korunacağını vurgulamış, ihracat ve turizmdeki artışın sürdürülmesi, sıkı maliye politikasından taviz verilmemesi gerektiği uyarılarında bulunmuştur.

G10 ülkeleri büyümenin enflasyonu tetiklemesinden çekiniyorlar...

Sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları başkanlarının ay içinde düzenlediği toplantıda, küresel ekonomik büyümenin enflasyonu tetiklemesini önlemek için "çok özel bir dikkat" gösterilmesi çağrısında bulunulmuştur. G10 ülkelerinin merkez bankaları yöneticileri, malların ve enerjinin fiyatlarının yüksek olduğu, enflasyonist beklentilerin artmaya başladığı bir dönemde, para politikasını yönlendirenlerin rahat olmamaları gerektiği fikrinde birleşmişlerdir.

S&P'nin, yeni ulusal kredi derecelendirme ölçeği...

Standard&Poor's, Türkiye için ulusal ölçekli kredi derecelendirme sistemini uygulamaya koymuş, bunun gelişmekte olan yerel şirket tahvil piyasasının büyümesine, şeffaflığına ve likiditesine katkıda bulunmasını beklediğini ifade etmiştir. Bu yeni ölçek ile birlikte, Türkiye'deki ortaklık ve kurumların göreceli risk durumları, borç geri ödeyebilirlikleri ile borçluluğu temsil eden araçların anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riski, karşılaştırmalı olarak değerlendirilecektir.

OECD'nin, küresel büyüme beklentisi...

Paris'te düzenlenen Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) Bakanlar Konseyi toplantısında, yüksek enerji fiyatlarına rağmen küresel ekonominin büyümesinin süreceği görüşü açıklanmıştır. Toplantı sonrası yayımlanan ortak bildiriye, yedek kapasitenin azalmasına ve emtia fiyatlarının yükselmesine rağmen, uluslararası rekabetin şiddetlenmesinin fiyat artışlarını sınırlayacağı ifade edilmiştir. Yükselen enerji fiyatlarının şu ana dek küresel büyümeye zarar vermediğine de dikkat çekilmiştir.

Moody's yöntem değişikliğiyle not yükseltti...

Moody's tahviller için ülke döviz notları tavanlarının belirlenmesinde yeni bir yaklaşım benimsediğini ve bu nedenle 70 ülkenin tavanlarını yükselttiğini bildirmiştir. Türkiye'nin uzun vadede Ba3 (Durağan görünüm) olan not tavanı, Ba1'e yükseltilmiştir.

OECD Ekonomik Görünüm Raporu yayımlandı...

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından yayımlanan raporun Türkiye ile ilgili bölümünde, Türkiye'nin önemli makroekonomik reformlar gerçekleştirdiği, uluslararası ekonomik krizlere karşı eskiye oranla daha hazırlıklı olduğu vurgulanmıştır. Türkiye'de ekonomik büyümenin güçlü olmasına karşın, dış açığın artması ve işsizlik oranının yüksek kalması ise, ekonomik büyümenin önündeki riskler olarak ifade edilmiştir. Sosyal güvenlik açığının 2006 yılının ilk çeyreğinde öngörülen hedefi aşması da diğer bir risk olarak değerlendirilmiştir.

Türkiye'nin 2006 ve 2007'de %6 oranında büyüceği öngörülen raporda, sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için, ekonomik reformların devam sürdürülmesi gereğinin altı çizilmiştir. Reformların yavaşlaması durumunda, uluslararası finans piyasalarında Türk ekonomisine olan güvenin kaybolacağı, bunun sonucunda YTL'de şiddetli bir değer kaybı yaşanabileceği uyarısında bulunulmuştur. OECD'nin Türkiye için enflasyon tahmini ise 2006 için %8,1, 2007 içinde %5,3 olmuştur.

Dünya Bankası Global Finansal Gelişim Raporu yayınladı...

Dünya Bankası tarafından yayımlanan raporda dünya ekonomisinin durumu ve geleceği analiz edilmiştir. ABD'nin cari açığının daha da büyüyeceği, bunun da ABD doları üzerinde baskı oluşturacağı öngörülen raporda, emtia fiyatlarının da düşeceği tahminine yer verilmiştir.

Dünya Bankası, 2005 yılında gelişmekte olan ülkelere 491 dolar tutarında özel sermaye girişi olduğunu, ancak bu yıl, söz konusu ülkelere daha az miktarda sermaye girişi olması beklendiğini belirtmiştir. Raporda, beklentinin nedenleri; ABD’de faiz oranlarının artırılması olasılığı ve küresel dengesizlikler olarak ifade edilmiştir. 2005 yılında güçlü büyüme yaşayan Avrupa ve Orta Asya, en çok yabancı sermaye girişinin yaşandığı yerler olarak belirtilmiştir. Uluslararası kredi koşullarının uygunluğu, yeni AB üyeleri ile adayların ilerleme süreçlerinin yardımıyla, 2005 yılında bu bölgedeki ülkelere giren sermaye miktarının %20 artarak, 192 milyar doları bulduğu ifade edilmiş, en çok yabancı sermaye çeken ülkelerin ise Rusya ve Türkiye olduğu vurgulanmıştır.

Raporda ayrıca emtia fiyatlarındaki artış ve OECD ülkelerinde para politikalarının sıkılaştırılması nedeniyle dünya ekonomisinin bir önceki yıla göre yavaşladığı belirtilmiştir. Dünya ekonomisinin bu yıl %3,7, 2007 ve 2008 yıllarında ise %3,5 büyüyeceği öngörülmüştür. Risklere rağmen gelişmekte olan ülkelerde hızlı büyümenin devam edeceği, 2008 yılında büyüme hızının ortalama %5,9 olacağı tahmin edilmiştir.

► Türkiye- IMF ve AB İlişkileri

Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne üyeliği için Kıbrıs konusunun anahtar konu olacağı görüşü giderek ağırlık kazanmaktadır. Öte yandan farklı AB yetkilileri tarafından dile getirilen, Türkiye’de din özgürlüğü alanında ilerleme kaydedilmediği, reformların uygulanması konusunda Türk yetkililerle işbirliğinin daha da geliştirilmesi gerektiği yönündeki açıklamalar, Türkiye’de yapılan reformların AB tarafından yetersiz bulunduğuna işaret etmiştir.

AB Komisyonunun Haziran ayında yapılacak Ortaklık Konseyi için hazırladığı “Ortak Tutum Belgesi”nde bir dizi istek yer alması ve bunların AB’nin sonbaharda hazırlayacağı ilerleme raporuna yansması beklenmektedir. Ortak Tutum Belgesi’nde yer alan Ek Protokolün tam olarak uygulanması, reformlara hız verilmesi, ifade özgürlüğü ve dini özgürlükler konusunda somut adımlar atılması v.b gibi isteklerin Türkiye tarafından yerine getirilmemesi halinde, AB-Türkiye müzakere sürecinin olumsuz etkileneceği uyarısında bulunulmuştur. Türkiye ile Avrupa Birliği arasındaki fiili müzakerelerin 12 Haziran’da başlayacağı giderek ağırlık kazanırken, bu konudaki nihai kararın, 12 Haziran’da Lüksemburg’da bir araya gelecek AB Dışişleri Bakanları Konseyi toplantısında alınması beklenmektedir. Karar çıkarsa, aynı gün gerçekleştirilecek Türkiye-AB Ortaklık Konseyi toplantısı sırasında, 'bilim ve araştırma' başlığında fiili müzakereler başlayacaktır.

IMF heyeti ile yapılan gözden geçirme çalışmaları bu ay içerisinde tamamlanmıştır. Üçüncü ve dördüncü gözden geçirmeler birleştirilerek taslak niyet mektubu üzerinde uzlaşmaya varılmıştır. IMF İcra Direktörleri Kurulu'nun Temmuz ayı içinde yapacağı toplantıda, niyet mektubunu onaylaması ve yaklaşık 1.2 milyar SDR'lik (1.9 milyar dolar) kredi dilimini serbest bırakması beklenmektedir.

► Gelişmiş Ülkeler

▪ ABD

10 Mayıs’ta gerçekleşen Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantısında ABD Merkez Bankası (FED) gösterge faiz oranını 25 baz puan artırarak %5’e çıkarmıştır. Böylece FED faiz oranı Nisan 2001’den beri en yüksek seviyeye ulaşmıştır. FED, toplantıyla ilgili yayınladığı basın açıklamasında enflasyonu düşürebilmek için faiz oranını biraz daha artırmaları gerekebileceğini, fakat bunun “yeni veriler doğrultusunda ekonomik görünümün gelişimine bağlı” olacağını bildirmiştir. FED daha önce ileriye yönelik süreci “ölçülü sıkılaştırma” olarak tanımlarken, Nisan ayında yapılan toplantısından beri faiz artırımlarının boyutunu ve zamanlamasını açıklanacak verilere bağlamaktadır.

ABD’de Nisan ayı sanayi üretimi artışı bir önceki aya göre %0,8 ile beklentilerin üzerine çıkmıştır. Kapasite kullanım oranı ise sanayi üretimi artışıyla birlikte %81,4’ten %81,9’a çıkmıştır. Ocak ayında daha çok olumlu hava koşullarının etkisiyle %13,1 artan inşaatına yeni başlanan ev sayısı Şubat ve Mart aylarındaki %5,9 ve %6,4’lük azalışın ardından, Nisan ayında da %7,4 düşerek, azalış trendini sürdürmüştür. Emlak piyasasına yönelik göstergeler genel olarak piyasanın soğuduğuna işaret ederken, Mayıs ayı verilerine göre yeni konut satış rakamları 1.150 milyon beklenirken 1.198 milyon olarak açıklanmıştır.

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	2,4	2,7	4,2	3,5	5,3 (2006 QI)
İşsizlik	5,8	5,6	5,5	5,07	4,7 (Nisan 06)
Enflasyon (CPI)	1,6	2,3	2,7	3,4	3,5 (Nisan 06)
FED Faiz Oranı	1,25	1,00	2,25	4,25	5,0 (Mayıs 06)

Kaynak: FED, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

Geçtiğimiz ay %4,8 olarak açıklanan 2006 yılının ilk çeyreğine ilişkin GSYİH büyüme oranı %5,3'e revize edilirken; tüketici fiyatları Nisan ayında aylık bazda %0,6, çekirdek endeks ise (gıda ve enerji hariç) %0,3 artmıştır. Mart ayında tüketici fiyatları

%0,4, çekirdek tüketici fiyatları ise %0,3 artış kaydetmişti. Yıllık bazda bakıldığında ise, tüketici fiyat endeksindeki artış Mart ayında %3,4 iken, Nisan ayında %3,5; çekirdek tüketici fiyat endeksi artışı Mart'ta %2,1, Nisan'da ise %2,3 olarak gerçekleşmiştir. FED'in faiz artırımına Mayıs ayından sonra ara vermesinin beklendiği bir ortamda, çekirdek tüketici enflasyonunun tolerans aralığının üst sınırı olan %2'nin üzerine çıkması, Haziran ayında ve/veya sonraki aylarda faiz oranının %5'in üzerine çıkarılması ihtimalini güçlendirmiştir. Ancak 2005'in son çeyreğinde %2,4 artan kişisel tüketim harcamaları endeksinin 2006'nın ilk çeyreği için revize edilmeyerek %2'de bırakılması enflasyonun korkulduğu kadar artmadığını göstermiştir.

Öte yandan, 31 Mayıs'ta açıklanan FED'in toplantı tutanakları, politika yapıcılarının, faizlerin artırılıp artırılmayacağı ve eğer artırılması gerekiyorsa ne kadar artırılması gerektiği konusunda emin olamadıklarını göstermiştir. Ancak tutanaklarda enflasyon baskılarının arttığı yönündeki ifadeler, faiz artırımının yapılacağı beklentisini güçlendirmiştir. Bu arada, tutanaklardan iki gün sonra yayımlanan Mayıs ayı tarım dışı istihdam artışının 175.000 civarında olan beklentilerin bir hayli altında kalarak 75.000 olarak açıklanması, enflasyonist baskıların azalmakta olduğu şeklinde yorumlanarak FED'in Haziran ayında faiz artırımına ilişkin beklentileri düşürmüştür.

Genel olarak bakıldığında, bu ay açıklanan enflasyon verileri FED'in izleyeceği faiz politikasını netleştirecek kadar düşük veya yüksek çıkmamıştır. Bu gelişmelerle birlikte FED'in faiz artırımıyla ilgili içinde bulunduğu ikilem varlığını korumaktadır. Ekonomik verilerin geneli ABD ekonomisinin büyüme devam ettiğini göstermekle birlikte, büyümenin süreklilik kazandığı sonucuna varılacak kadar güçlü değildir. Faiz artırımına devam edilmesinin ekonomik canlanmayı yavaşlatabileceğinden, faizlerin değiştirilmemesi veya düşürülmesinin ise enflasyonist bir ortam yaratacağından endişe edilmektedir. Bu koşullarda FED'in ne yönde karar alacağı merak edilmekle birlikte, bütün merkez bankaları gibi birincil görev olarak fiyat istikrarını sağlamak kaygısıyla 29 Haziran'da yapacağı toplantıda gösterge faiz oranını artırması muhtemel görülmektedir.

▪ *Euro Bölgesi*

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Mayıs ayında gösterge faiz oranlarını beklendiği gibi değiştirmeyerek %2,50'de bırakmıştır. Toplantı sonrasında açıklama yapan ECB Başkanı Trichet,

- ⇒ Mevcut fiyatlar ve ekonomik aktivite ile ilgili görünümün daha önce yaptıkları değerlendirmeleri teyit eder nitelikte olduğunu,
- ⇒ Dünya ekonomisinde gözlenen canlılığın, Euro Bölgesi ihracatını olumlu etkilediğini,
- ⇒ Uygun finansal koşulların yatırımları desteklediğini ve tüketimin de reel harcanabilir gelirdeki iyileşmelere bağlı olarak artacağını,
- ⇒ Para ve kredi genişlemesinin canlılığını koruduğunu,
- ⇒ Orta vadede enflasyonist risklerin bertaraf edilebilmesi için gereken herşeyin yapılacağını,
- ⇒ Para politikasının büyüme ve istihdama sürekli bir katkı sağlayabilmesi için enflasyon beklentilerinin kesinlikle çıpa olarak alınması gerektiğini,
- ⇒ Petrol fiyatlarındaki aşırı dalgalanmanın büyüme karşısında önemli bir tehdit unsuru olduğunu, bu piyasanın şeffaflığının artması gerektiğini,
- ⇒ Fiyat istikrarına ilişkin risklerin yukarı yönlü olduğunu ve 2006 ve 2007'de yıllık enflasyon oranının artmasını beklediklerini,

Para politikasının sıkılaştırılması konusunda önceden belirlenmiş bir kararları bulunmadığını, mevcut koşullar ve açıklanan verilere göre yaptıkları analizler çerçevesinde hareket ettiklerini ifade etmiştir.

Nisan ayı PMI imalat sanayi endeksi 56,1'den 56,7'ye çıkarak 2001 yılından beri en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Petrol fiyatlarındaki yükselişin henüz iş dünyası güvenine, mal ve hizmet fiyatlarına ve işgücü piyasasına yansımaya başlamadığı görülmektedir.

Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	0,9	0,7	2,1	1,3	2 (2005 Q4)
İşsizlik	8,5	8,9	8,8	8,3	8,1 (Nisan 06)
Enflasyon (HICP)	2,28	1,97	2,36	2,22	2,4 (Nisan 06)
ECB Faiz Oranı	2,75	2	2	2,25	2,5
M3 Para Arzı Artışı	6,9	7,1	6,6	7,4	8,8 (Nisan 06)

Kaynak: ECB, Eurostat

2005'in son çeyreğinde %0,3 artan Euro Bölgesi GSYİH'sı, 2006 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,6 artmıştır. Büyüme oranı yıllık bazda 2005'in son çeyreğinde %1,7 iken, 2006'nın ilk çeyreğinde %2 olarak gerçekleşmiştir. ECB Başkanı Trichet, geçici büyüme

verileriyle ilgili olarak, ekonomik trendin potansiyel düzey civarında olduğu şeklindeki görüşlerinin verilerle teyit edildiği yorumunu yapmıştır.

Bu arada, ECB aylık bülteninde ekonominin canlanmasının para ve kredi hareketlerinde önemli bir değişime yol açtığı, bu durumun kendilerini enflasyonist risklere karşı daha dikkatli davranmaya sevk ettiği ifade edilmiştir. Ayrıca 2006 ve 2007 enflasyon beklentilerinin %2'den %2,1'e yükseldiği belirtilmiştir. ECB'nin enflasyonist beklentileri vurgulanması 8 Haziran'da yapılacak toplantıda faiz oranını 25 baz puan artıracığı yönündeki beklentileri güçlendirmiştir.

Eurostat'tan yapılan açıklamaya göre Nisan ayı tüketici fiyatları artış tahmini yıllık bazda %2,2'den %2,4'e, çekirdek tüketici fiyatları ise %1,3'ten %1,5'e çıkmıştır. Enflasyon artışında enerji fiyatlarının ve Paskalya tatilinin etkisi görülmektedir. Tüketicilerin ve iş dünyasının ekonomiye yönelik güvenini yansıtan Euro Bölgesi ekonomik beklenti endeksi Nisan ayında 105,7'den 106,7'ye yükselerek Nisan 2001'den beri en yüksek düzeyine ulaşmıştır.

Euro Bölgesi M3 para arzı artışı Mart ayında yıllık bazda %8,6 iken, Nisan'da %8,8 olarak açıklanmıştır. Aralık ayında M3 artışı %7,4 olarak gerçekleşmişti. 2006'da görülen bu artış büyük ölçüde banka kredilerindeki canlılıktan kaynaklanmıştır. Faiz oranlarının nispeten düşük kalması ve konut fiyatlarının artmasıyla birlikte emlak sektöründe yaşanan hareketlilik nedeniyle, toplam banka kredilerindeki genişleme yıllık %9,4'ten %9,5'e çıkmıştır. ECB'nin enflasyonla ilgili değerlendirmelerinde önemli bir gösterge olarak kullandığı M3 para azındaki bu artışın, ECB'yi Haziran ayında da faiz oranını 25 baz puan artırmaya sevk edebileceği tahmin edilmektedir. Ancak enflasyon, M3 para arzı ve faiz artırımı ilişkisi incelenirken, Euro'nun değer kazanmaya devam etmesinin büyüme üzerinde yarattığı olumsuz etki ECB'nin faiz kararını alırken mutlaka dikkate alacağı bir husus olacaktır.

▪ Japonya

Mayıs ayının ilk haftasında enflasyon oranının artış trendine girmesinin beklendiği Japonya'da, Merkez Bankası'nın (BoJ) fiyat artışlarının tehdit haline gelmesini önlemek için faiz oranını piyasalar tarafından beklendiği gibi Temmuz ayında değil de Haziran'da artırması gündeme gelmiştir. Buna karşılık, Japon Hükümeti, enflasyonun artan enerji fiyatlarının etkisiyle yükselmiş görüldüğünü ve tüketimin henüz yeterince canlanmadığını bu nedenle faizlerin artırılmasının ekonomik canlanmayı engelleyeceğini öne sürmüştür. Japon Merkez Bankası (BoJ) Başkanı Fukui'nin "yakın zamanda faiz artırımı yapılacağı beklentisinin çok doğru olmadığını, piyasadaki likiditeyi aşırı dalgalanmalara yol açmadan çekmeyi başardıktan sonra bile, faiz artırımının ekonomik verilere ve fiyat gelişmelerine bağlı olacağını" ifade ettiği açıklaması Haziran ayında faiz artırımına gidileceği beklentisini ortadan kaldırmıştır.

Japonya GSYİH'sı 2006'nın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,5 büyümüştür. 2005'in son çeyreğinde %4,3 olarak gerçekleşen yıllık büyüme oranı ise %1,9 olarak açıklanırken, 2005 mali yılı büyüme oranı %3,1'dir. Özel tüketim harcamaları %0,4 artarak büyümeye 0,2 puan katkıda bulunmuştur. Hanehalkı talebi 2005 mali yılında %2,4 artarak son 10 yılın en yüksek artış hızına ulaşmıştır. Sabit sermaye oluşumunun büyümeye katkısı ise 0,2 puan olurken, atıl kapasite azalmış, büyük ölçekli firmalar için eksik kapasite söz

konusu olmaya başlamıştır. 2005 mali yılında %1,3 düşen GSYİH deflatörü, 2006'nın ilk çeyreğinde %1,2 düşmüştür. Çekirdek tüketici fiyat endeksinin (dayanısız tüketim malları hariç) Nisan ayında %0,5 artmasıyla, enflasyonda ardarda yedinci kez artış meydana gelmiştir. Enflasyon artışına en büyük katkı %5,4 oranında artan enerji fiyatlarından gelmiştir. Yine de TÜFE'deki %0,2'lik artış, enflasyonun enerji fiyatlarının etkisi olmasa da arttığını göstermektedir. Sonuç olarak, firmaların ve hanehalklarının enflasyon beklentisi yükselmeye devam etmektedir. Nitekim BoJ'un 2006 yılı çekirdek enflasyon tahmini %0,6 olarak açıklanmıştır. Ayrıca BoJ'un büyüme raporunda "ekonominin makul bir şekilde iyileşmeye devam ettiği" ve arz fazlasının azalmaya başlamasıyla birlikte 2006 yılı içinde çıktı açığının pozitif dönüşmesinin beklendiği ifade edilmiştir. Bu arada, ay sonunda açıklanan işsizlik oranı değişmeyerek %4,1'de kalmış, sanayi üretimi Nisan ayında bir önceki aya göre %1,5 artarak Mart ayındaki %0,2'lik artışı geride bırakmıştır. Önümüzdeki dönemde sanayi üretimini olumsuz etkileyebilecek en önemli gelişmeler ABD ekonomisinin yavaşlaması ve Japonya'nın ihracatının azalması olarak görülmektedir.

Japonya'da Yen'in Şubat ayından beri değer kazanması, ülkenin dış ticareti ve 10 yıldır süren deflasyonun aşılması ekonomik canlanmanın devam etmesi açısından endişelerin dile getirilmesine neden olmuştur. BoJ'un fiyatların artmaya başladığı şu sıralarda Yen satarak döviz kuruna müdahale etmesi zorlaşmıştır. Ayrıca ABD Hazinesi'nden de Yen'e müdahale edilmemesinin olumlu bir gelişme olduğu yönünde bir açıklama yapılarak, ABD'nin konuyla ilgili hassasiyeti dile getirilmiştir.

► Global Piyasalarda Yaşanan Dalgalanma

Geçtiğimiz yıllarda ABD, Euro Bölgesi ve Japonya gibi büyük ekonomilerin uyguladıkları düşük faiz politikaları global likiditede büyük artışa yol açarken, likidite fazlası da, riskleri yüksek olmasına rağmen gelişmekte olan ülkelere kaymıştır. Ancak ABD'deki faiz artırımlarının devam edeceği; buna ek olarak, Avrupa'nın faiz artırımı sürecini hızlandıracağı ve deflasyon sürecinden çıkan Japonya'nın da benzer bir davranış sergileyeceği beklentileri, uluslararası piyasalarda son yıllarda görülen eğilimin değişmesine yol açmıştır.

Mayıs ayı başında ABD'de enflasyonun beklenenden yüksek çıkmasının, FED'in faiz artırımlarına devam edeceği beklentisini güçlendirmesi, global piyasalarda "riskten kaçış" şeklinde bir tepki yaratmıştır. Bunun yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun yükselmesi, cari açığın genişlemesi ve bazı ülkelerde siyasi faktörlerin belirgin hale gelmesi bu ülkelere yönelik risk algılamasını artırmıştır. Gelişmiş piyasalardaki yüksek borçlanma faizleri ve risk taşımayan kazanç olanaklarının artması da gelişmekte olan ülkelerin cazibesini azaltan bir başka etken olmuştur. Bunun sonucu olarak fonlar daha güvenli olarak kabul edilen Avrupa ve ABD piyasalarına doğru hareketlenmiştir.

Piyasalardan fon çıkışı ortamını hazırlayan bir diğer faktör; Japon ekonomisinin toparlanma sürecine girmesiyle Yen'in değer kazanması, dolayısıyla da ucuz fonlama imkanının azalması, diğer bir ifadeyle, Japonya'dan borçlanarak gelişmekte olan ülkelere yatırım yapanların (carry trade) strateji değiştirmesidir.

Hedge fonların dolar, yen, euro gibi temel para birimlerinde yaşanan volatilitenin nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerdeki pozisyonlarını kapatmaya başlamaları da, fon akımlarının yön değiştirmesinde etkili olmuştur. Özellikle Rusya, Hindistan ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerin borsalarında görülen düşüşte, hedge fonların çıkışının etkisi görülmüştür. Öte yandan, son dönemde rekor seviyelere çıkan emtia fiyatlarında yaşanan kar realizasyonu, bir süredir yükselişten olumlu etkilenen emtia ihracatçısı ülkelerin ağır kayıplar vermesine yol açmıştır.

Mayıs ayında global piyasalarda yaşanan volatilitenin, gelişmekte olan ülkelerin tahvil piyasalarında satış eğilimini artırmıştır. Spreadlerde yaşanan yükseliş, söz konusu ülkelerin para birimlerinin değer kaybetmesini tetiklemiştir. Bu dönemde Türk Lirası dolar karşısında % 17 değer kaybederken, Brezilya Reali % 8 değer yitirmiş, Arjantin Pesosu'ndaki değer kaybı ise % 7 olmuştur. Rusya'nın para birimi Ruble ise dolar karşısında değer kaybetmemiştir.

Aslında global piyasalarda yaşanan volatilitenin uzun zamandan beri beklenen bir gelişme olduğu bilinmektedir. Bu ay OECD tarafından yayımlanan "Ekonomik Görünüm Raporu"nda ve Dünya Bankası tarafından yayımlanan "Küresel Finansal Gelişme Raporu"nda, global piyasalarda volatilitenin yaşanabileceği uyarısı yer almış, nedenleri ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Her iki raporda da, enflasyonla mücadele en önemli silah olan faiz artırımlarının devam edeceği vurgulanmıştır.

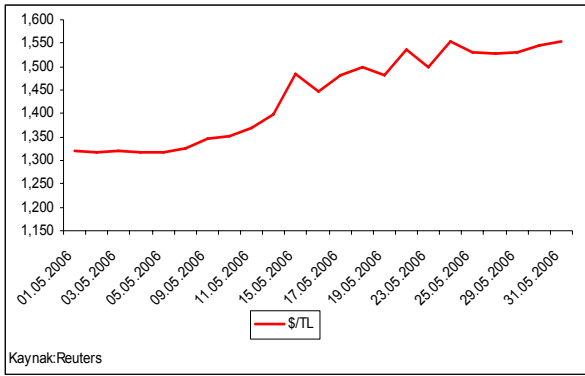
Söz konusu iki raporda da 2005 yılında iyi bir performans sergileyen gelişmekte olan ülkeleri önümüzdeki dönem bazı risklerin beklediği uyarısı yer almakta olup, risklerle ilgili şu saptamaları yapılmaktadır;

- Bazı gelişmekte olan ülkelerde cari açık GSYİH'nın %5 ile %6'sının üzerindedir. Bu ekonomilerin cari açıklarını finanse edebilmeleri yatırımcı güvenine ve dış şoklara bağlıdır.
- Bazı gelişmekte olan ülkelerde görülen hızlı büyüme, enflasyon baskısı yaratmaktadır. Bu ülkelerde para politikası yapımcılarının ekonomik büyümeyi yavaşlatmalarını enflasyon döngüsünü başlatabilir.

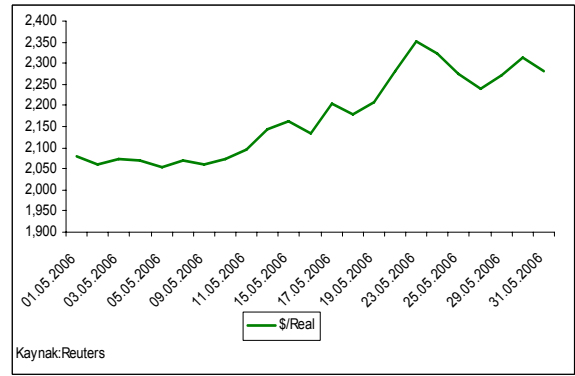
Raporda, petrol fiyatlarındaki yükselme eğilimi, petrol dışında kalan emtia ürünlerinin fiyatlarının düşmesi, ve dünyanın en büyük kreditorü konumunda bulunan ABD'nin yüksek cari açık vermesi gibi küresel dengesizlikler, gelişmekte olan ülkelerin önümüzdeki yıl karşılaşacağı dış riskler olarak ifade edilmiştir.

Yaşanan tüm bu gelişmelerin ardından, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan volatilitenin devam edip etmeyeceği temel soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Önümüzdeki dönemde ABD ekonomik verilerine göre şekillenmesi beklenen gelişmekte olan piyasalarda, Haziran ayı ve sonrasında ilişkin FED politikalarını tam olarak göremeyen fonların gelişmekte olan ülkelere girmedeki kararsızlığının bir süre daha devam etmesi beklenmektedir.

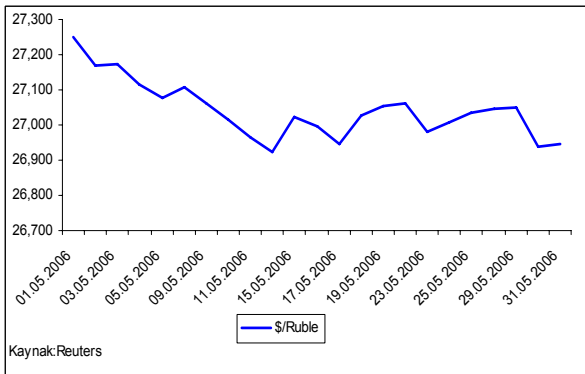
Grafik 1: Türkiye Kur Değişimi



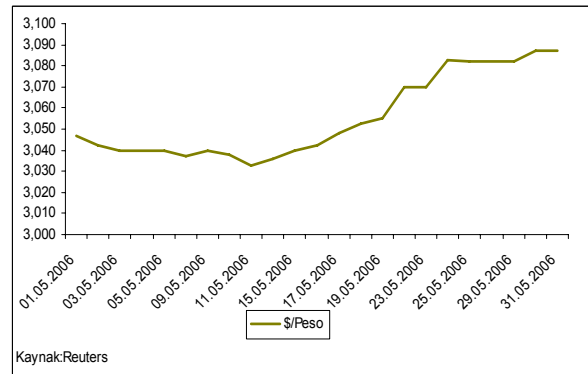
Grafik 2: Brezilya Kur Değişimi



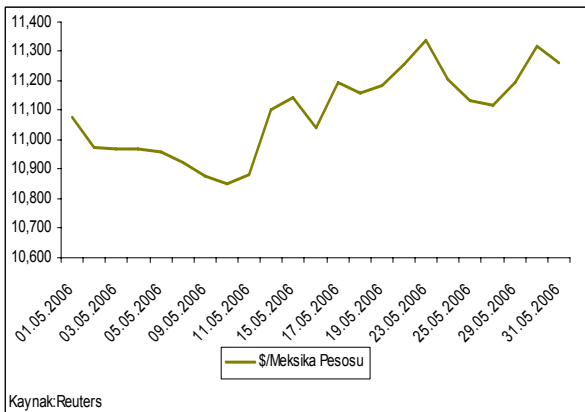
Grafik 3: Rusya Kur Değişimi



Grafik 4: Arjantin Kur Değişimi



Grafik 5: Meksika Kur Değişimi



► **Gelişmekte Olan Ülkeler**

▪ **Çin**

Çin'in Bazı Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2002	2003	2004	2005	2006 En Son
Büyüme	9,1	10,0	10,1	9,9	10,3
Cari Fazla/GSYİH	2,4	2,8	3,6	7,1	7,2
Gösterge Faiz Oran	5,31	5,31	5,31	5,31	5,58

Kaynak: IMF, Reuters

GSYİH büyüme tahminini %9.2'den %9.5'e yükseltmiştir. Banka, kredi ve yatırım hacmini kontrol altında tutmak ve ekonomideki dış dengesizlikleri düzeltmek için Çin'in kur politikalarında reform yapması gerektiğini ifade etmiştir. 2005 yılında %9.9 büyüyen Çin ekonomisi, bu yılın ilk çeyreğinde kredilerde ve yatırımlarda yaşanan patlama sonucu %10.2 büyümüştür. Dünya Bankası, yavaşlama yolunda ılımlı önlemlerin alınması halinde, Çin ekonomisinin bu yılın ortasından itibaren yavaşlamaya başlayacağını ve bunun sonucunda 2007'de GSYİH'daki büyümenin %8.5 olacağını öngörmektedir.

Bir Çinli yetkilinin ay içinde, ülkenin ödemeler bilançosu fazlasının ekonomideki dengesizliklerin işareti olduğunu açıklaması, Dünya Bankasının öngörülerini desteklemektedir.

Çin'in imalat sanayi gücünü ölçen PMI endeksi ise Nisan ayında 11 ayın en yüksek değerine ulaşmış ve geçen ay yapılan faiz artışının ardından, çok ısınmış olan ekonomiyi soğutmak için daha fazla adım atılacağı yönündeki beklentileri güçlendirmiştir.

Bu ay Çin'le ilgili olarak yaşanan diğer önemli gelişme, ABD Hazinesi'nin yayınladığı raporda **Çin'in döviz kurlarını manipüle eden ülke olarak tanımlanmaması** olmuştur. Bu gelişmenin ardından Çin, yuanın ABD'nin istediği gibi daha fazla değerlendirilmesine izin verebileceğinin sinyallerini vermiştir.

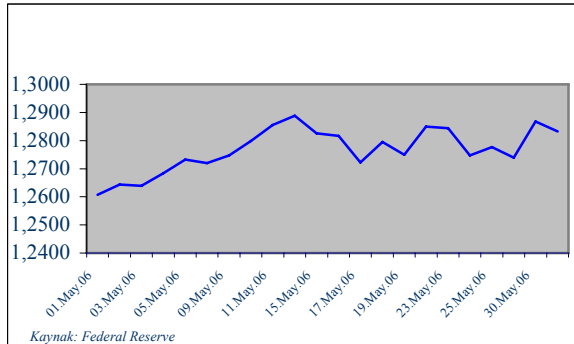
▪ **İran**

BM Güvenlik Konseyi'nin 5 daimi üyesi ABD, İngiltere, Fransa, Rusya, Çin ve Almanya dışişleri bakanlarının ay içinde New York'ta İran'ın nükleer programı ile ilgili yaptıkları görüşmeden bir sonuç çıkmamış, BM Genel Sekreteri Kofi Annan'ın, İran nükleer krizi konusunda acil eylem çağrısı yapması ise Batı ile İran arasındaki krizin çözümü için yeniden umut doğmasını sağlamıştır. Ancak ilerleyen günlerde İran'ın, Birleşmiş Milletler'in nükleer yakıt çalışmalarını durdurmasını isteyen bir karar alması halinde bunu reddedeceğini bildirerek, Nükleer Silahların Yayılmasını Önleme Antlaşması'ndan (NPT) çekilebileceği tehdidini yinelemesi, ay içinde iki taraf arasındaki tansiyonun yeniden yükselmesine yol açmıştır. İran Cumhurbaşkanı'nın ay başında ABD Başkanı'na yazdığı mektup da, Batı'nın Tahran'ın nükleer amaçları konusundaki endişelerini çözmek için hiçbir öneri getirmemiştir.

► **Uluslararası Piyasalar**

▪ **EUR/USD Paritesi**

Grafik 6: EUR/USD paritesi



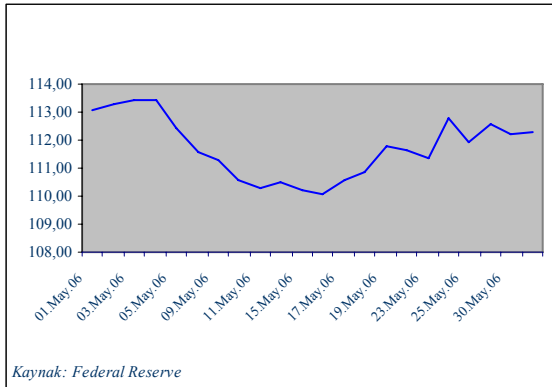
Nisan ayında 1,2120 seviyelerinden yükseliş trendine giren EUR/USD paritesi Mayıs ayında 1,2580–1,2930 aralığında dalgalı bir seyir izlemiş, EUR önceki aylara göre dolar karşısında değer kazanmıştır. Ay ortasına kadar yükselişini devam ettiren parite 15 Mayıs tarihinden itibaren 1,2730-1,2860 aralığında dalgalanmıştır. Mayıs ayı içinde meydana gelen önemli gelişmelerin pariteye etkisi şu şekilde olmuştur:

10 Mayıs'ta FED'in faiz oranını %5'e çıkarması piyasalar tarafından daha önceden satın alınmış olan bir gelişme olduğu için parite üzerinde önemli bir etki

yaratmamış fakat, ABD Hazine'si tarafından yayımlanan döviz kuru raporunda yer alan ifadelerin, “ABD'nin Çin'e para birimi Yuan'ı revalüe etmesi için yaptığı baskıların hafifleyeceği ve küresel dengesizliklerin ortadan kaldırılması ve ülke çıkarları için ABD'nin doların değer kaybetmesini istediği” şeklinde yorumlanması paritenin 1,2830'lara çıkmasına neden olmuştur. Bu gelişmenin yanısıra, ABD'de faiz artırımı sürecinin sonuna geldiği düşüncesinin piyasaya hakim olması ise EUR/USD paritesini 1,2930'a kadar çıkarmıştır. Mayıs ayının üçüncü haftasında açıklanan bir önceki aya göre ve yıllık bazda, nihai mallar için üretici fiyat endeksinin (PPI) %0,9 ve çekirdek tüketici fiyatlarının %0,3 açıklanarak beklentilerin üzerinde artmıştır. Bu durum emtia fiyatlarındaki düşüşe rağmen oluşan enflasyonist baskılar nedeniyle FED gösterge faiz oranının önümüzdeki aylarda %5'in üzerine çıkması ihtimalini gündeme getirmiş ve bilhassa gelişmekte olan ülkelere yönelmiş bulunan fonların da yön değiştirmesiyle parite 1,2730'lara gevşemiştir. Bu arada Avrupa Merkez Bankası yetkililerinin, Euro'nun Nisan ayında başlayan yükselişinin, Euro Bölgesi ekonomisinin esas olarak ihracata dayalı olan büyümesini olumsuz etkileyebileceği şeklindeki açıklamaları paritenin bu seviyelere düşmesinde etkili olan bir diğer faktördür. Ayın son haftasında parite, yatırımcıların tekrar riski yüksek enstrümanlarla ilgilenmeye başlamaları nedeniyle dalgalı bir seyir izlemiştir. FED'in 10 Mayıs'ta yaptığı toplantının tutanaklarından faiz artırımına devam edileceği sonucunun çıkarılması dolara değer kazandırarak pariteyi 1,2840'tan 1,2760'lara düşürse de, daha sonra açıklanan tarım dışı istihdam verisinin beklenenden düşük çıkması ve ECB'nin 8 Haziran'da 25 puan yerine 50 puanlık faiz artırımında bulunacağı beklentisinin ağırlık kazanması, paritenin yükselerek 1,2960 seviyesine çıkmasına neden olmuştur.

▪ USD/JPY Paritesi

Grafik 7: USD/JPY Paritesi



Japon Yeni'nin geçtiğimiz ay 117,80 seviyesinden başlayarak 114'lere uzanan değer kazanma süreci, Mayıs ayının ilk yarısında 110,05'lere kadar devam etmiş, daha sonra yen değer kaybetmeye başlamış, parite 112,20'lere çıkmıştır. Ay başında ABD Hazinesi'nden bir yetkilinin, “Japonya'da para politikasından sorumlu olan yetkililerin yaptıkları açıklamalarla Yen'e sözlü müdahaleden kaçınmaları gerektiği şeklindeki açıklaması” doların yen karşısında değer kaybetmesine ve paritenin 112,50'lerden 111,60'a düşmesine neden olmuştur. Bu açıklama “ABD Hazinesi'nin, doların özellikle büyük dış ticaret fazlası olan Asya ülkeleri'nin para birimleri karşısında değer kaybetmesini ve böylece küresel ekonomide mevcut

dengesizliklerin giderilmesinin mümkün hale gelmesini istediği” şeklinde yorumlanmıştır. Daha sonra bir süre Japon Merkez Bankası'nın (BoJ) temmuz ayında faiz artırımına gideceği beklentisiyle düşmeye devam eden parite, ABD'nin döviz kuru raporunun açıklanmasının ardından toparlanmaya başlamıştır. FED'in enflasyonist kaygılar nedeniyle faiz oranını artırmaya devam edeceği beklentisini satın almaya başlayan piyasaların dolara yönelmesi USD/JPY paritesinin de yükseliş trendine geçmesine yol açmıştır. Ay sonu itibarıyla Yen, 112,80-112,50 bandında seyrederken, BoJ'un faiz oranlarını Temmuz ayında artıracığı beklentisine aykırı bir gelişme olması halinde paritede daha büyük bir yükseliş görülmesi muhtemeldir.

► Emtia Piyasası

▪ Petrol

Ay içinde 75.35 dolara kadar çıkarak rekor kıran petrol fiyatları, ABD'de yüksek fiyatların akaryakıtta olan talebi azaltması, akaryakıt stoklarının beklenenden yüksek çıkması nedeniyle 70 dolara doğru gerilemiştir. Çin'in faizleri artırması, bu ülkede ekonomik büyümenin yavaşlayacağı ve dolayısıyla petrol talebinin de azalacağı beklentisi doğurarak, petrol fiyatlarının gerilemesine katkıda bulunmuştur. Ancak fiyatlar, İran ve Nijerya kaynaklı jeopolitik risklerin arzla ilgili endişeleri artırmasıyla tekrar yükselmeye başlamıştır. Gelişmekte olan piyasaların riskli bulunması nedeniyle, bu piyasalardan çekilerek güvenli piyasalara giden sıcak paranın, emtia piyasalarından da çekilmesi, petrol fiyatlarının %5,78 düşerek varil başına 69 doların altına inmesine yol açmıştır. Ay sonuna doğru toparlanma eğilimine giren petrol fiyatlarının yeniden yükselmesinde ABD'de

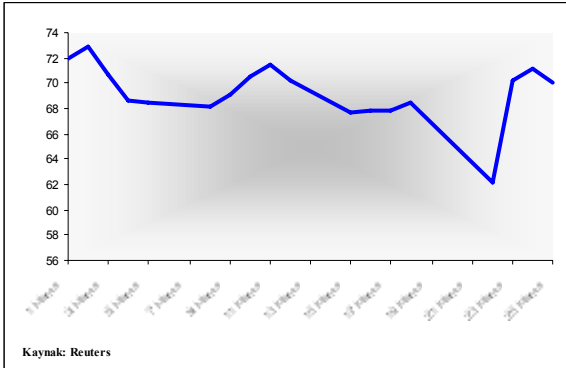
kasırga mevsiminin başlayacağı endişeleri rol oynamıştır. Petrol fiyatlarının gelecekte ne yönde seyredeceği konusuna, Dünya Bankası'nın Global Finansal Gelişim Raporu'nda değinilmiş; petrol fiyatlarının kısa vadede, talebin geçen yılın ikinci yarısından itibaren azaldığı göz önüne alındığında düşeceği, uzun vadede ise arz sıkıntısının belirginleşmesi durumunda 100 dolara kadar çıkabileceği öngörülmüştür.

▪ Altın

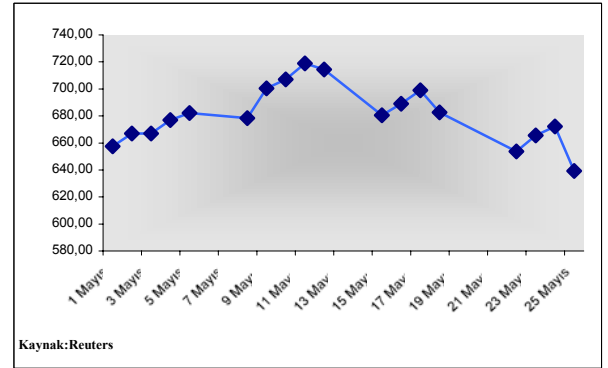
Mayıs ayında döviz piyasasında doların düşük performansı yatırımcıların hızla altına yönelmesine neden olmuş ve altın fiyatları ons başına 726 dolara kadar çıkmıştır. Altının yükselişinde, başta İran kaynaklı jeopolitik riskler, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve dolardaki belirsizlik rol oynamıştır. Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin altına olan talebinin artması ve yatırım fonlarının spekülatif alımları da, altın fiyatlarının yükselişinde itici güç olmuştur. Ay içinde global piyasalardaki volatilité ile ons başına 637 dolara gerileyen altın fiyatları, Mayıs ayı sonunda yeniden yükselerek ons başına 651 dolar olmuştur. Kısa vadede global enflasyon endişeleri, doların değer kaybetmesi ve global likiditedeki gelişmelere bağlı olarak fiyatlardaki yükselişin devam etmesi beklenmektedir.

Mayıs ayında bakırla ilgili önemli gelişmeler yaşanmıştır. Yılbaşından bu yana % 93 değer kazanan bakırda, yatırımcıların kar realizasyonuna gitmeleri fiyatların düşmesine neden olmuştur. Bakır fiyatlarında yaşanan düşüşte petrol fiyatlarındaki gerileme etkili olurken, ABD'nin Çin'deki hızlı büyüme konusunda uyarıda bulunması ise bir başka etken olmuştur. Çin ekonomisindeki büyümenin yavaşlaması, dolayısıyla bakır fiyatlarının aşırı yükselmesine sebep olan Çin kaynaklı talebin azalacağı beklentileri, bakır fiyatlarını düşürücü etki yaratmaktadır. Global ekonomik büyümenin yavaşlaması ve bazı yatırımcıların fiyatlarda düzeltme hareketine devam etmeleri ihtimallerine bağlı olarak, bakır fiyatlarının uzun vadede düşmesi beklenmektedir.

Grafik 8: Petrol (\$/varil)



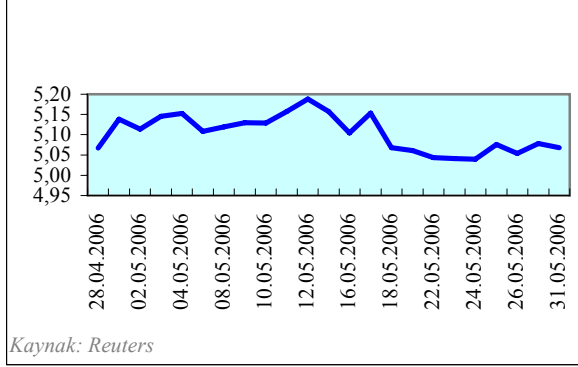
Grafik 9: Altın (\$/ons)



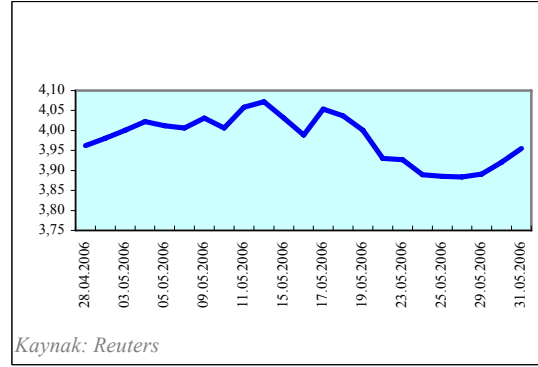
▪ Uluslararası Menkul Kıymet Piyasaları

Başta ABD olmak üzere, Euro Bölgesi ve Japonya gibi güçlü ekonomilerde enflasyonist beklentiler nedeniyle faiz oranlarının yükselmekte olması ve bu yükselişin devam edeceği beklentisi, gelişmekte olan piyasalardaki risk algılamasının artmasına yol açarak likiditenin *güvenli liman* olarak nitelendirilen gelişmiş ülkelere ve özellikle de ABD uzun vadeli tahvillerine yönelmesine neden olmuştur. ABD Hazinesi'nin 10 yıllık gösterge tahvilinin getirisi %5,04 - %5,19, Almanya 10 yıllık devlet tahvilinin getirisi ise %3,8 - %4,1 arasında dalgalanmıştır. ABD'de enflasyonun artmasıyla birlikte faiz oranının %5,25'e çıkarılacağı, böylelikle gelişmekte olan ülke tahvillerinin getirileri ile gelişmiş ülke tahvillerinin getirileri arasındaki farkın daralması ABD ve Almanya gibi ülkelerin tahvillerine olan talebi artırmıştır. Mayıs ayının ilk yarısında ekonomik verilerin faiz artışının duracağına işaret etmesi nedeniyle %5,11'den %5,19'a kadar çıkan ABD 10 yıllık tahvilinin getirisi, 17 Mayıs'tan itibaren kademeli olarak %5,15'ten %5,05'e düşmüştür.

Grafik 10: ABD 10 Yıl Vadeli Hazine Tahvili Getirisi (%)



Grafik 11:Almanya 10 Yıl Vadeli Devlet Tahvili Getirisi (%)



	28 Nisan	26 Mayıs	(%) Değişim
EMBI+	178	212	-16,0
Türkiye	171	228	-25,0
Brezilya	218	269	-19,0
Arjantin	314	360	-12,8
Meksika	122	145	-15,9
Rusya	100	117	-14,5

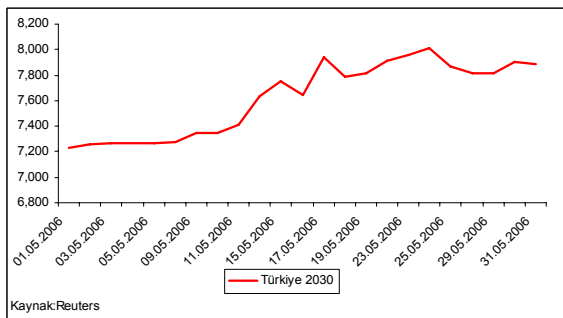
Kaynak: Reuters

Ay başında FED'in faiz artışını durdurabileceği yolundaki açıklamaları, gelişmekte olan ülke tahvillerinin getiri farklarının (spreadler), gerilemesine neden olurken, faiz artırımlarının devam edeceği beklentisinin yeniden ağırlık kazanması, gelişmekte olan ülke eurobondlarında sert düşüşler yaşanmasına yol açmıştır. 5 Mayıs'ta 177 olan EMBI + indeksi 19 Mayıs'ta 208'e ulaşmış, en büyük artış Arjantin (50), Türkiye (50), Brezilya'da (49) gözlenmiştir. Rusya (15) ve Meksika (20) ise spreadleri daha az artan ülkeler olmuştur.

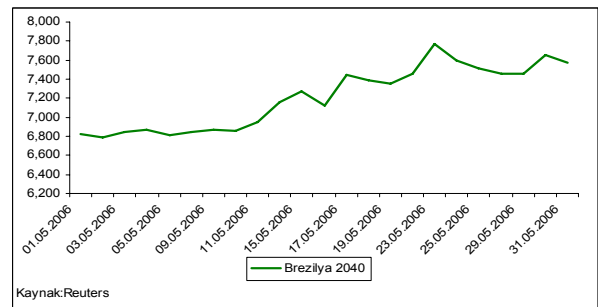
ABD birinci çeyrek büyüme rakamlarının beklentilerin altında gerçekleşmesi, enflasyona yönelik endişeleri bir miktar azaltırken, gelişmekte olan ülke eurobondlarının

talebini az da olsa artırmıştır. Emtia fiyatları ve borsaların toparlanması, OECD'nin dünya ekonomisi hakkında olumlu bir değerlendirme yapması ise gelişmekte olan ülke tahvillerinin fiyatlarını yükseltmiştir. Gelişen piyasalardaki çalkalanmadan, yüksek cari açık ve siyasi endişeler nedeniyle en fazla darbe alan Türkiye'nin 2030 vadeli eurobondunun fiyatı, ay içinde 141,850'ye kadar gerilemiştir. Türkiye'den sonra en fazla düşüş Brezilya ve Rusya eurobondlarında görülmüştür. 2040 vadeli Brezilya eurobondunun fiyatı 122,000'e, Rusya'nın 2030 vadeli eurobondu ise 106,650'ye gerilemiştir. Fiyatlarda görülen düşüş spreadlere de yansımıştır. Türkiye'nin spreadi 189'den 230'a, Brezilya'nın spreadi 234'dan 270'e, Rusya'nın spreadi ise 109'dan 117'ye yükselmiştir.

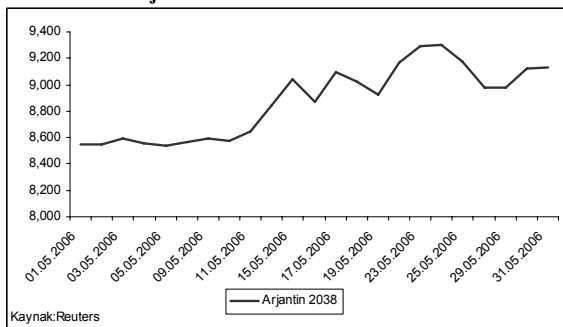
Grafik 12: Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi



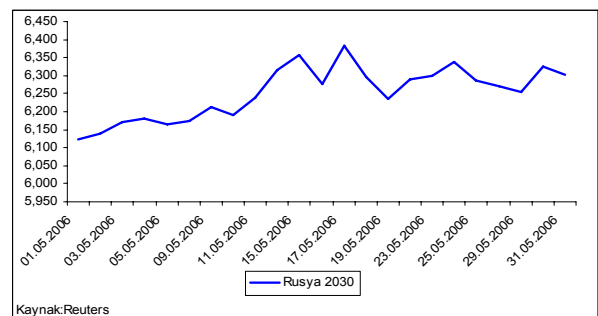
Grafik 13: Brezilya 2040 Vadeli Eurobond Getirisi



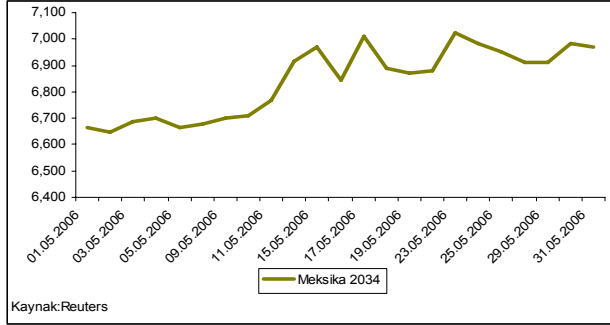
Grafik 14: Arjantin 2038 Vadeli Eurobond Getirisi



Grafik 15: Rusya 2030-Vadeli Eurobond Getirisi



Grafik 16: Meksika 2031-Vadeli Eurobond Getirisi



► Dünya Borsaları

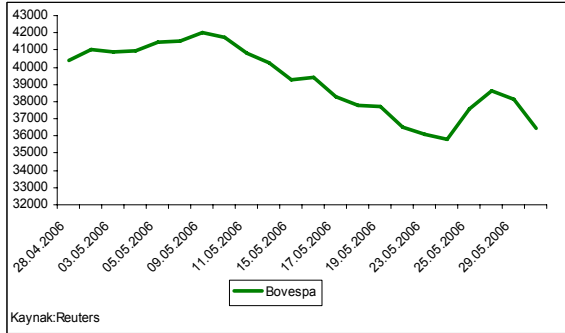
Ülke	28 Nisan	30 Mayıs	(%) Değişim
NASDAQ (ABD)	2.322	2.179	6,2
DOW JONES (ABD)	11.367	11.094	2,4
NİKKEİ (JAPONYA)	16.906	15.467	8,5
DAX (ALMANYA)	6.009	5.656	5,9
BOVESPA (BREZİLYA)	40.363	36.412	10
MERVAL (ARJANTİN)	1.374	1.208	12
MEKSİKA (IPC)	20.646	19.030	7,8

Kaynak: Reuters

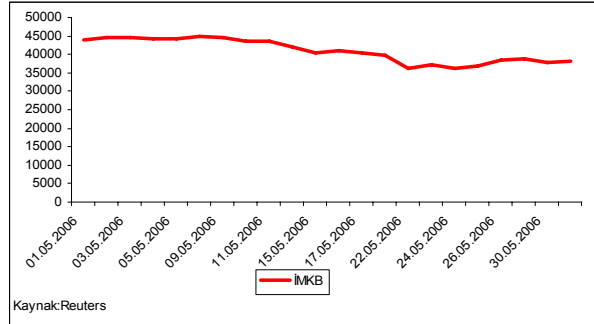
Mayıs ayında global piyasalarda yaşanan dalgalanma dünya borsalarının sarsılmasına yol açmıştır. ABD’de yüksek çıkan enflasyonun FED’in faiz artırımlarına devam edeceği beklentisi yaratması ile tedirgin olan yatırımcılar, dolar ve emtia fiyatlarındaki gerilemenin de etkisiyle satışa yönelmiştir. Yatırımcıların panik satışları da gelişmekte olan ülke borsalarının bazılarında düşüşlere yol açmıştır. Ancak daha sonra madencilik ve metal şirketlerinin hisselerinin değer

kazanması borsaları yeniden yükseltmiştir. Düşüşten en çok Latin Amerika borsaları etkilenirken, bugüne kadar global likiditeden en fazla pay alan Brezilya borsası da düşüşten en fazla etkilenen borsa olmuştur. Brezilya’yı Meksika, Arjantin ve Şili borsaları izlemiştir.

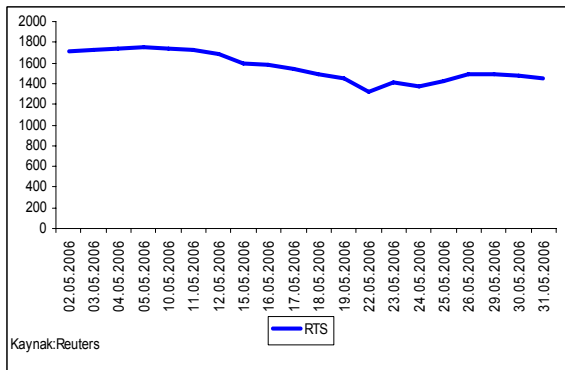
Grafik 17 Türkiye IMKB100 Endeksi



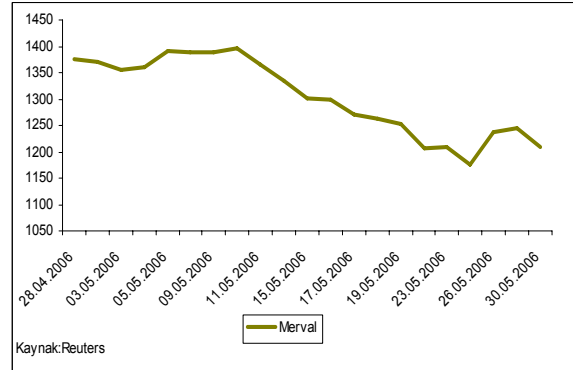
Grafik 18 Brezilya Bovespa Endeksi



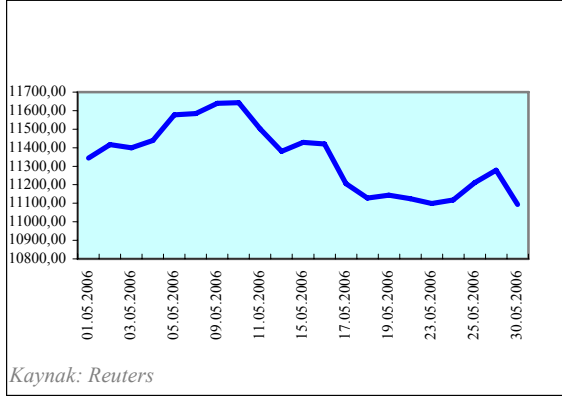
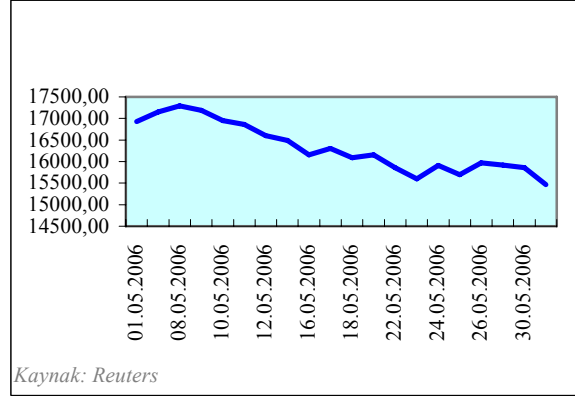
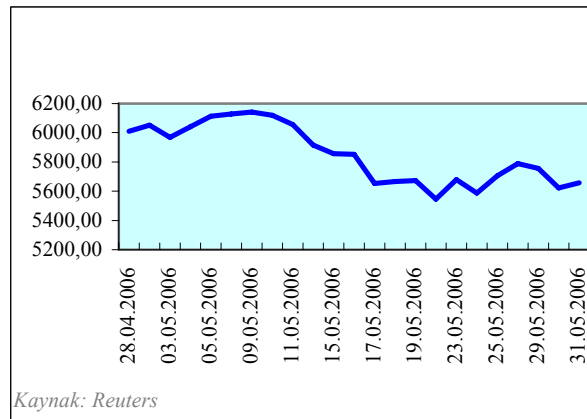
Grafik 19 Rusya RTS Endeksi



Grafik 20 Arjantin Merval Endeksi



Gelişmiş ülke borsaları da ay ortasında yaşanan dalgalanmadan gelişmekte olan ülkeler kadar olmasa da etkilenmişlerdir. Dow Jones endeksi %2,4 değer kaybederken, Nikkei ve Dax endeksleri sırasıyla %8,5 ve %5,9 oranlarında değer kaybetmişlerdir. ABD faiz oranlarının düşmesi olasılığının piyasalara hakim olduğu ay başında ABD borsasında yükseliş yaşanırken, faiz artırımına gidilmesi beklentisinin olduğu ayın son iki haftasında finans ve sanayi gibi faize duyarlı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerinin değer kaybetmesiyle, düşüş yaşanmıştır. Petrol fiyatlarındaki düşüşten, maliyet enflasyonunun düşeceği beklentisiyle, başlangıçta olumlu etkilenen gelişmiş ülke borsalarında, enerji şirketlerinin hisselerindeki değer kaybı endeksleri olumsuz etkilemiştir. ABD’de ithalat fiyatlarının artması ve enflasyon beklentisi endekslerin düşüş trendinin devam etmesine yol açmıştır. Avrupa borsalarında ise enerji sektörüne gelen satışlar, enflasyon ve faiz oranı ile ilgili endişeler endekslerin düşüş trendine girmelerine neden olmuştur. Borsalarda yaşanan kısa süreli yükselişler ise daha çok şirketlerden gelen kar açıklamalarından kaynaklanmıştır. Öte yandan Avrupa ve Japon borsaları ABD’deki benzer şirketlerin hisselerindeki değişimden de etkilenmişlerdir. Global piyasaları sarsan türbülansın gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarında kar realizasyonu fırsatı olarak da değerlendirilmiş olduğu, yaşanan gelişmelerin ardındaki ekonomik ve finansal nedenlerin borsaların düşmesinin tek sebebi olmadığı düşünülmektedir.

Grafik 21: Dow Jones Endeksi**Grafik 22: Nikkei Endeksi****Grafik 23: Dax Endeksi**

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2004	2005	En Son Yayımlanan		2006 HEDEF
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	430.511	487.202			536.259
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	300.6	361.5			364.9
Kişi Başına GSMH	4.187	5.016			4.981
GSMH Büyüme Oranı (%)	8,9	7,4			5,0
Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranı (%)	9,9	5,3	8,9	(Mart-2006)	
Kapasite Kullanım Oranı	81,5	80,3	82,3	(Nisan-2006)	
İşsizlik Oranı	10,3	10,3	11,9	(Şubat-2006)	10,0
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	9,86	(Mayıs 2006)	5,0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	7,66	(Mayıs 2006)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)					
M1	28.793	41.759	44.512	(18.05.2006 Geçici)	
M2	108.539	153.146	172.913	(18.05.2006 Geçici)	
M2Y	184.404	229.587	252.543	(18.05.2006 Geçici)	
Emisyon	13.465	19.612	21.994	(31.05.2006)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	59.570	(26.05.2006)	
Döviz Kuru					
Dolar/YTL	1,3421	1,3430	1,5841	(05.06.2006)	
Euro/YTL	1,8268	1,5904	2,0533	(05.06.2006)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2,7487	2,5676	3,1651	(05.06.2006)	
Euro/Dolar	1,3612	1,1842	1,2962	(05.06.2006)	
Dolar/Yen	102.68	117.88	111.68	(05.06.2006)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	171.90	(04-2006)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	13,25		
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	13,87	(05.06.2006)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-15.543	-22.852	-8.622	(Ocak - Mart)	-22.000
İthalat	97.540	116.048	40.312	(Ocak - Nisan)	124.400
İhracat	63.167	73.122	24.182	(Ocak - Nisan)	79.000
Dış Ticaret Açığı	-34.373	-42.926	-16.130	(Ocak - Nisan)	-45.400
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)					
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	49.657	(Ocak - Nisan)	156.214
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	54.517	(Ocak - Nisan)	174.322
Bütçe Açığı	-30.300	-9.743	-4.027	(Ocak - Nisan)	13.996
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	11.366	(Ocak - Nisan)	32.264
Borç Stoku Göstergeleri (Milyar \$)					
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku	167.3	182.4	187.5	(Nisan-2006)	
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku	68.5	64.6	64.6	(Nisan-2006)	
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5			
İMKB					
İMKB-100	24.971	39.777	37.694	(05.06.2006)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
(Milyon YTL)	2004	2005	Şub.06	Mar.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	396.839	412.466
Nakit Rezervler	32.867	46.751	40.500	44.845
Krediler	99.396	149.937	155.806	164.300
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	146.778	148.347
Mevduat	191.065	243.121	247.942	254.734
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	92.212	102.059
Özkaynaklar	45.975	53.733	56.685	55.673
Net Dönem Karı	6.337	5.711	1.690	2.689

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER			
	2004	2005	En Son Yayımlanan
Uluslararası Piyasalar			
Altın (ons) \$	438.00	513.70	637.75 (Mayıs 2006)
Petrol (Varil) \$	40.40	58.70	70.18 (Mayıs 2006)
Borsa Endeksleri			
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.179 (Mayıs 2006)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	11.094 (Mayıs 2006)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	15.467 (Mayıs 2006)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	5.656 (Mayıs 2006)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	36.332 (Mayıs 2006)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.208 (Mayıs 2006)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	5,070 (31.05.2006)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7,885 (31.05.2006)
Eurobond Spread'leri (Puan)			
Türkiye	270	214	228 (Mayıs 2006)
Arjantin	4811	498	360 (Mayıs 2006)
Rusya	222	109	117 (Mayıs 2006)
Brezilya	421	285	269 (Mayıs 2006)
Meksika	168	123	145 (Mayıs 2006)

Ekonomik Araştırmalar Birimi

Hülya Yılmaz	Servis Yöneticisi	hulyayilmaz@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 84
Rukiye Alçıkaya	Uzman	rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 87
Nazan Kılıç	Uzman	nkilic@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 89
Ümit Ünsal	Uzman Yardımcısı	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 86
Bilge Özalp	Uzman Yardımcısı	bilge.ozalp@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 88
Şahin Şakir Önder	Uzman Yardımcısı	sakir.onder@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 85
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili Yardımcısı	pelin.sencer@vakifbank.com.tr	0312 -455 84 90

* Bu rapordaki bilgi ve veriler, Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Ekonomik Araştırmalar Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan edinilmiştir. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında garanti vermemekte ve bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek zararlar konusunda sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır.