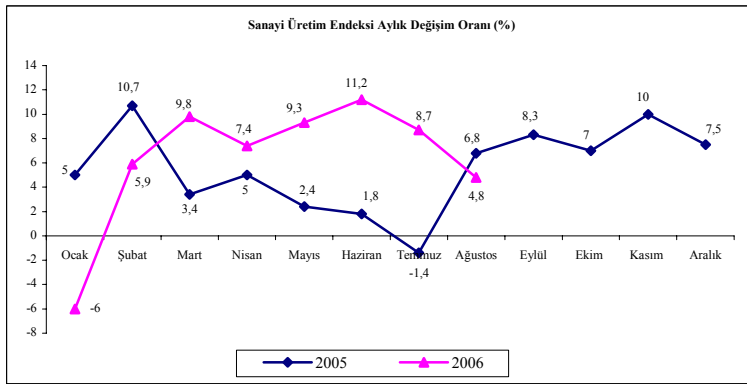


EKONOMİK GÖRÜNÜM

KASIM 2006

REEL SEKTÖR

► Ağustos Ayı Sanayi Üretim Endeksi



2005 yılı Ağustos ayında %6,8 artan sanayi üretim endeksi, Ağustos 2006 döneminde önceki yılın aynı ayına göre %4,8 artarak 138,7'ye; imalat sanayi üretim endeksi ise %4 artarak 135,4'e yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede ise Haziran'da 142,7'ye yükselen endeksin Temmuz ve Ağustos aylarında 141,3 düzeyinde olduğu görülmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	AĞUSTOS				OCAK-AĞUSTOS			
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
	2006		2005		2006		2005	
Toplam Sanayi	138,7	4,8	132,4	6,8	135,7	6,6	127,3	4,0
Madencilik	113,3	6,6	106,3	3,6	96,4	7,8	89,4	14,7
İmalat Sanayi	135,4	4,0	130,2	6,4	134,8	6,2	126,8	3,2
Elektrik, Gaz ve Su	188,7	9,8	171,8	11,1	168,8	9,0	154,8	7,4

KAYNAK : TÜİK

Ağustos 2006 döneminde endeksin %90'a yakın bölümünü oluşturan imalat sanayi sektöründe %4 oranında üretim artışı olurken, madencilik sektörü üretimi %6,6, elektrik, gaz ve su sektörü üretimi %9,8 artmıştır. Mart ayından itibaren geçen yıla göre daha yüksek oranlarda artan sanayi üretim endeksi, baz etkisinin ortadan kalkması ve Mayıs-Haziran aylarında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkilerinin hissedilmesiyle birlikte, Ağustos ayında geçen yıl gerçekleşen üretim artışının altında gerçekleşmiştir.

Sektörler	İmalat Sanayi Endeksi Sektör Ağırlığı (%)	Yıllık Değişim Oranı (%)			
		Ağustos Ayı		Sekiz Aylık Ortalama	
		2006	2005	2006	2005
Petrol Ürünleri	14,48	6,0	3,2	-0,6	-3,5
Tekstil	10,88	9,5	-18,7	-2,3	-13,4
Gıda	10,64	4,6	14,0	7,6	4,6
Kimyasal Madde	10,34	5,2	9,6	12,8	4,4
Ana Metal Sanayi	8,9	11,0	0,9	9,3	3,7
Metalik Olm. Diğ. Mineral	6,85	3,9	10,8	9,6	11,7
Taşıt Araçları	6,27	-17,4	22,2	9,3	8,2
Makine Teçhizat	5,76	19,7	2,3	20,4	-3,2
Giyim	5,42	0,5	-22,9	-4,2	-11,2
Plastik-Kauçuk	3,41	-14,5	17,4	-10,6	18,5
Metal Eşya San. (Mak. Teç.Hariç)	3,39	-1,6	45,3	3,6	39,1
Elektrikli makineler	3,22	92,8	-2,6	31,2	14,3
Mobilya	1,3	-1,8	50,3	18,6	31,5
Diğer Ulaşım Araçları	1,07	-8,4	-19,0	36,7	-5,1
Büro, Muh. Bilgi İş.Mak.	0,05	40,8	24,7	140,4	9,1

KAYNAK : TÜİK

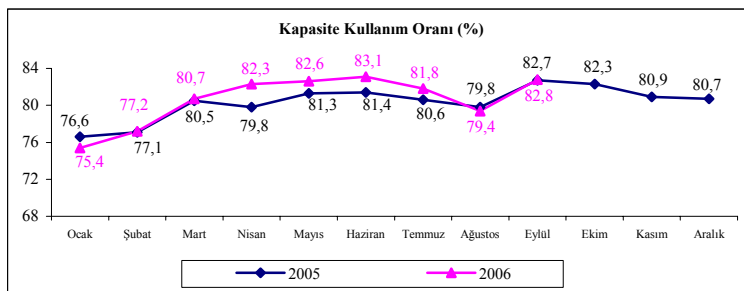
Ağustos ayında imalat sanayi içerisinde değerlendirilen 22 alt sektörden sekizinde üretim gerilemesi gerçekleşirken, 14 sektörde üretim artmıştır. Söz konusu dönemde radyo, TV, haberleşme teçhizatı ve cihazlarında %25,7; motorlu kara taşıtlarında %17,4; plastik-kauçuk ürünleri %14,5; diğer ulaşım araçlarında %8,4; tıbbi hassas ve optik aletlerde %7,8; tütünde %2; mobilyada %1,8 ve metal eşyada %1,6 oranında üretim gerilemesi olurken; elektrikli makine ve cihazlarda %92,8; büro, muhasebe ve bilgi işlem makinelerinde %40,8; deride %36,8; makine ve teçhizat %19,7; ağaç ve mantar ürünlerinde %18,1; ana metalde %11; tekstilde %9,5; kağıt ve kağıt ürünlerinde %8,2; petrol ürünlerinde %6; basım-yayımda %5,3; kimyasal maddelerde %5,2; gıdada %4,6; metalik olmayan diğer mineral maddelerde %3,9 ve giyimde %0,5 oranında üretim artışı gerçekleşmiştir. Taşıt araçları sektöründe görülen %17,4'lük gerilemede toplu izinlerin genelde Ağustos ayında geçmesi ve geçen yıl gerçekleşen yüksek

oranlı artışın yarattığı baz etkisinin rolü olduğu düşünülmektedir. Tekstil ve giyimde geçen yılın pozitif baz etkisiyle beraber yeni sezon ürünlerin çıkarılmasıyla üretim artışı gerçekleşmiştir. Kimya, ana metal gibi birçok sanayi dalına ara malı ve hammadde üreten sektörlerdeki üretim artışının sürmesi ve sektörlere yatırım malı üreten makine-teçhizatındaki güçlü üretim artışları üretim süreci konusunda olumlu sinyaller vermektedir. Metalik olmayan diğer mineral maddeler ve mobilya sektörlerinin hem Ağustos ayı performansı hem de ilk sekiz aylık performansı inşaat sektöründe geçen yıla kıyasla yavaşlamanın olduğuna işaret etmektedir.

2006 yılının ilk sekiz aylık döneminde imalat sanayi üretim endeksi artışı %6,2 ile geçen yılın aynı döneminde gerçekleşen %3,2'lik artıştan neredeyse iki kat daha yüksek gerçekleşmiştir. İlk sekiz ayda radyo, TV, haberleşme teçhizat ve cihazlarında %14,7; plastik-kauçukta %10,6; kağıt ve kağıt ürünlerinde %4,8; giyimde %4,2; tekstilde %2,3 ve petrol ürünlerinde %0,6 oranında olmak üzere 6 sektörde üretim gerilemesi gerçekleşirken, 16 sektörde üretim artmıştır. Büro, muhasebe, bilgi işlem makinelerinde %140,4'lük, elektrikli makine ve cihazlarda %31,2'lik makine-teçhizat %20,4'lük, deride %19,6'lık; mobilyada %18,6'lık; tütünde %14,2'lik; ağaç ve mantar ürünlerinde %14,1'lik; kimyasal maddede %12,8'lik üretim artışları dikkat çekerken, gıda, basım-yayımda, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal sanayi, motorlu kara taşıtları ve tıbbi, hassas ve optik aletlerde %3,6 ile %9,6 oranları arasında üretim artışları gerçekleşmiştir.

2005 yılının yılın son beş ayında sanayi üretimi yeni bir artış trendine girmiştir. Dolayısıyla, Şubat ayından bu yana sanayi üretim endeksinin geçen yıla göre daha yüksek oranlarda artış kaydetmesinde etkili olan baz etkisi Ağustos ayından itibaren ortadan kalkmaktadır. Bu yüzden 2006 yılının son beş ayında diğer tüm koşullar sabit kalsa bile sanayi üretim endeksinde ve dolayısıyla da büyümede görece bir yavaşlamanın yaşanması söz konusudur. Piyasalarda yaşanan dalgalanmanın, büyüme üzerindeki etkisinin yılın son aylarında daha fazla hissedilmesi beklenmektedir.

► Eylül Ayı Kapasite Kullanım Oranları



2005 yılı Eylül ayında %82,7 olan üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı, Eylül 2006 döneminde kamu sektöründe %91,2; özel sektörde %81,3 olmak üzere toplam %82,8 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırıldığında ise, kapasite kullanım oranının Şubat ayından

İtibaren %80'in üzerine çıktığı, ancak Nisan ayının ardından bir düşüş trendine girdiği gözlenmektedir. Haziran ayında bir önceki aya göre 0,5 puanlık artışın dışında Eylül ayına kadar kapasite kullanım oranındaki düşüş trendi sürmüştür. Ağustos ayında %80'in altına gerileyen kapasite kullanım oranı Eylül ayında Ağustos ayına göre 0,9 puan yükselmiş ve %80,4 olarak gerçekleşmiştir. Eylül ayında kapasite kullanımının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde okulların açılması ve Ramazan gibi etkenlerle canlanan iç taleple birlikte ihracat artışının da etkisi olmuştur.

Seçilmiş Bazı Sektörlerde Kapasite Kullanım Oranları (%)				
	Eylül 2005	Eylül 2006	2005 Ocak-Eylül	2006 Ocak-Eylül
İmalat Sanayii	82,7	82,8	80,0	80,6
Gıda	75,9	74,5	70,4	70,6
Tekstil	80,9	80,0	80,8	80,4
Giyim	80,7	84,5	81,7	81,9
Kok Köm.Raf.Edil.Petrol Ürün.	93,4	95,3	90,4	90,7
Kimyasal Madde	79,8	76,1	74,5	77,4
Plastik Kauçuk	83,4	77,5	81,0	80,0
Metalik Olm.Diğ.Mineral Mad.	87,2	88,4	82,3	83,6
Ana Metal	81,2	86,2	82,4	83,6
Metal Eşya (Mak.Teç.Hariç)	75,1	76,8	75,0	76,1
B.Y.S. Makine ve Teçhizat	81,7	81,7	74,3	78,0
Büro Muh.ve Bil.İşl.Mak.	90,7	82,2	86,5	83,8
Elektrikli Makine Cihazlar	75,0	81,6	76,4	78,9
Taşıt Araçları ve Karoseri	87,7	88,0	82,7	84,6
Diğer Ulaşım Araçları	75,9	79,8	79,1	80,1
Mobilya	86,3	95,6	84,7	84,3

Kaynak : TÜİK, Hazine Müsteşarlığı

2006 Eylül ayında son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 9'unun kapasite kullanım oranlarında düşüş görülürken, 12 sektörde kapasite kullanım oranı yükselmiş, bir sektörde ise değişmemiştir. Bir yıllık süreçte gıda, tekstil, deri, kağıt ve kağıt ürünleri, kimya, plastik-kauçuk, büro, muhasebe, bilgi işlem makineleri, radyo, TV, haberleşme araçları, ve mobilya sektörlerinin kapasite kullanım oranları düşerken; tütün, giyim, ağaç ve mantar ürünleri, basım-yayım, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal sanayi, metal eşya, elektrikli makine ve cihaz, tıbbi, hassas, optik aletler, taşıt araçları ve diğer ulaşım araçları sektörlerinin kapasite kullanım oranları yükselmiş, makine-teçhizat sektörü kapasite kullanım oranı geçen yıla göre değişmemiştir. 2006 Eylül ayında on dört sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, sekiz sektörde %80'in altına düşmüştür.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)		
	Eylül Ayı	
	2006	2005
İç Pazarda Talep Yetersizliği	43,9	52,1
Dış Pazarda Talep Yetersizliği	20,4	21,8
Mali İmkansızlık	3,6	3,5
Yerli Mallarda Hammadde Yetersizliği	4,3	3,1
İthal Mallarda Hammadde Yetersizliği	2,8	1,8
İşçilerle İlgili Meseleler	1,8	1,9
Enerji Yetersizliği	1,2	0,7
Diğer Nedenler	21,9	15,2

Kaynak: TÜİK

Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre, tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında iç ve dış pazarda talep yetersizliği ile işçilerle ilgili meselelerin geçen yılın aynı ayna göre etkisinin azaldığı; mali imkansızlık, yerli ve ithal mallarda hammadde yetersizliği, enerji yetersizliği ve diğer nedenlerin etkilerini artırdığı görülmektedir.

İşyerlerinin Mevcut ve Beklenen Durumu (Eylül 2006)		
Konu	Mevcut Durum (%)	Beklenen Durum (%)
	Üretim Miktarı	12,7
Yurtiçi Satışlar	9,9	0,8
Satış Fiyatları	-0,9	0,1
Hammadde Fiyatları	-0,5	0,2

Kaynak: TÜİK

“İmalat Sanayiinde Eğilimler Anketi”ne katılan işyerleri, 2006 yılı Eylül ayında üretim miktarı ve yurtiçi satışların sırasıyla %12,7 ve %9,9 arttığını; satış fiyatları ve hammadde fiyatlarında ise sırasıyla %0,9 ve %0,5 oranında gerileme kaydedildiğini belirtmişlerdir. Ankete katılan işyerleri Ekim ayında ise, üretim miktarı ve yurtiçi satışların %1,6 ve %0,8 gibi sınırlı oranlarda artmasını beklediklerini, satış ve hammadde fiyatlarında ise çok az da olsa yükselme beklediklerini belirtmişlerdir.

► **İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler**

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu					
	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 Temmuz	2006 Temmuz	2005 Temmuz-2006 Temmuz Değişim Oranı (%)
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70.556	71.611	71.645	72.645	1,4
15 ve Daha Yukarı Yaşta Nüfus (000)	49.906	50.826	50.833	51.701	1,7
İşgücü (000)	24.289	24.565	25.544	25.508	-0,1
İstihdam (000)	21.791	22.046	23.227	23.257	0,1
İşsiz (000)	2.498	2.520	2.317	2.251	-2,8
İşgücüne Katılma Oranı(%)	48,7	48,3	50,3	49,3	-2,0
İstihdam Oranı (%)	43,7	43,4	45,7	45,0	-1,5
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	9,1	8,8	-3,3
Tarım Dışı İşsizlik Oranı(%)	14,3	13,6	12,7	11,7	-7,9
Eksik İstihdam Oranı(%)	4,1	3,3	3,1	3,6	16,1
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	25.616	26.260	25.289	26.193	3,6

Kaynak : TÜİK

TÜİK tarafından (hareketli üçer aylık dönemler esas alınarak) her ay açıklanan işgücü istatistiklerinin “2006 yılı Haziran, Temmuz ve Ağustos ayı verilerinden oluşturulan ve Temmuz ayı olarak açıklanan” sonuçlarına göre, sözkonusu dönemde işsizlik oranı bir önceki dönemde olduğu gibi %8,8 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılının aynı döneminde işsizlik oranı %9,1 düzeyindeydi. Temmuz 2006 döneminde tarım dışı işsizlik oranı da geçen yılın aynı dönemine göre 1 puan gerilemiş; Haziran dönemine göre ise 0,2 puan artarak %11,7 olarak gerçekleşmiştir. Sözkonusu dönemde çalışma çağındaki nüfus geçen yılın

aynı dönemine göre 868 bin kişi artarak 51 milyon 701 bin kişiye ulaşmıştır. Tarım sektöründeki dönüşüm süreciyle birlikte sektör istihdamı azalmaya devam etmektedir. Temmuz 2006 döneminde tarım sektöründe çalışan sayısı 836 bin kişi azalmış, tarım dışı sektörlerde çalışan sayısı ise 866 bin kişi artmıştır. Tarım sektöründen tarım dışı sektörlerle geçenlerle birlikte ilave 30 bin kişinin istihdam edilmesi ve işgücüne katılımdaki 36 bin kişilik gerileme, işsiz sayısının 66 bin kişi azalarak 2 bin 251 kişiye gerilemesini; istihdam edilenlerin sayısının ise 23 bin 257’ye yükselmesini sağlamıştır.

Çalışanların %29,5’i tarım, %19’u sanayi, %6’sı inşaat, %45,5’i ise hizmetler sektöründe istihdam edilmektedir. 2005 yılının aynı dönemine göre tarım sektöründeki istihdam 3,6 puan azalırken, hizmetler sektörü istihdamı 2,8 puan artmıştır.

Temmuz 2006 döneminde işgücüne katılma oranı ise geçen yıla göre 1 puan azalarak %49,3 olarak gerçekleşmiştir. Tarım sektöründeki daralmayla birlikte büyük ölçüde tarım sektöründeki kayıtdışılığın azalmasıyla, kayıtdışı istihdam oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre 2 puanlık azalışla %50,5 olarak gerçekleşmiştir.

► **Üretimle İlgili Gelişmeler**

Ağustos ayında sanayi üretim endeksi Ocak ayı hariç yılın en düşük performansını göstererek %4,8 oranında artmıştır. Ancak bu sınırlı artışta, geçen yıl sanayi üretim endeksinin Mart-Ağustos döneminde düşük oranlarda artmasının yarattığı olumlu baz etkisinin Ağustos ayında ortadan kalkmış olması ve Ağustos ayının konjonktürel olarak düşük üretim artışlarının yaşandığı bir ay olması etkili olmuştur. Eylül ayında kapasite kullanım oranının tekrar %80’in üzerinde ve geçen yıl gerçekleşen %82,7’lik performansa yakın %82,8 düzeyinde olması, sanayi üretim endeksinin Eylül ayında negatif baz etkisine rağmen Ağustos ayına kıyasla daha yüksek bir oranda artmasını mümkün kılacaktır. Dolayısıyla, piyasalarda Mayıs-Haziran aylarında yaşanan dalgalanmanın etkilerinin sanayi üretimi üzerindeki etkisinin Eylül ayında da sınırlı olacağı düşünülmektedir. Ekim ayının büyük bir bölümünün özellikle gıda harcamalarının arttığı Ramazan ayına denk gelmesi, Bayram ve kış mevsimine girilmesi nedeniyle yeni harcamaların ortaya çıkması sonucunda Ekim ayında da sanayi üretiminde artışın sürmesi olası görünmektedir.

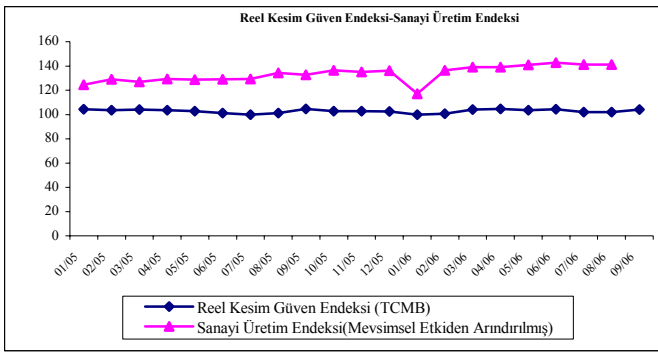
Ağustos ayında imalat sanayiinde de üretim artışı %4 gibi düşük bir oranda gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, imalat sanayiinin alt sektörlerinden kimya, ana metal gibi birçok sanayi dalına ara malı ve hammadde üreten sektörlerdeki üretim artışının sürmesi ve sektörlerle yatırım mali üreten makine-teçhizatındaki güçlü üretim artışları üretim süreci konusunda olumlu sinyaller vermektedir.

Mayıs ayından beri artan ihracat rakamları üretim sürecinin devamına önemli katkılar sağlamaktadır. İhracattaki artış Eylül ayında da sürmüştür. TÜİK verilerine göre Eylül ayı ihracatı %7,4 oranında artmıştır. TİM verilerine göre ise Ekim ayında ihracatta %6,7’lik bir artış gerçekleşmiştir. Türkiye’nin en önemli ihracat pazarı olan AB

ülkelerindeki büyümenin güçlü olması ihracat artışına destek olmakla birlikte, Mayıs ayında değer kaybeden YTL'nin tekrar değerlenme sürecine girmesi, ihracat artışını sınırlandırabilecektir. Nitekim TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret verileri, Haziran-Ağustos arası dönemde ithalatın artış hızının üzerinde, ortalama %23,1 olarak gerçekleşen ihracat artış hızının, Eylül ayında ithalatın altında gerçekleştiğini göstermektedir. Ekim ayına ilişkin TİM tarafından yayımlanan veriler ihracat artış hızındaki gevşemenin Ekim'de de süreceğini göstermektedir. Dolayısıyla, ihracatın üretime verdiği destek YTL'deki değerlenme süreciyle birlikte azalış trendine girmiştir.

Son aylarda ihracat artışının desteklediği üretim sürecinde ara malı ihtiyacının büyük ölçüde ithal ara malları ile sağlanması nedeniyle %20'nin üzerinde seyreden ara malı ithalatı artışı Eylül ayında %19,3'e gerilemiştir. Bu gerileme, yukarıda belirttiğimiz ihracatın üretime verdiği desteğin azalacağı yönündeki tespitimizi doğrular niteliktedir.

Yatırımların seyri konusunda fikir oluşturabilecek veriler, yatırımlardaki artış hızının yavaşladığını göstermektedir. Bu gelişmeyle birlikte, önümüzdeki günlerde üretim sürecinde de bir yavaşlamanın görülmesi beklenmektedir. Sermaye malı ithalatındaki artış hızı gerilemeye devam etmektedir. Ağustos'ta %3,4 olan sermaye malı ithalatı artışı Eylül'de %1 olarak gerçekleşmiştir. Kurulan şirket ve kooperatif sayısı artış hızı yavaşlamaktadır. Temmuz 2006'da geçen yılın aynı ayına göre %12,2 artan kurulan şirket ve kooperatif sayısı Ağustos'ta %8,3 oranında artmış; Eylül'de ise %2,5 oranında gerilemiştir. Yatırım teşvik belgeleri sayısında azalış devam etmektedir. Eylül 2006 döneminde verilen yatırım teşvik belgeleri kapsamında yapılması planlanan yatırım tutarı geçen yılın aynı ayına göre %23,7 oranında azalmıştır. Yatırım teşvik belgelerindeki azalış trendi Haziran ayından beri sürmektedir. Haziran ayında bir yıllık dönemde %20,6 gerileyen yatırım teşvik belgeleri kapsamında planlanan yatırım tutarı Temmuz ayında %13,6; Ağustos ayında ise %42 oranında gerilemiştir.

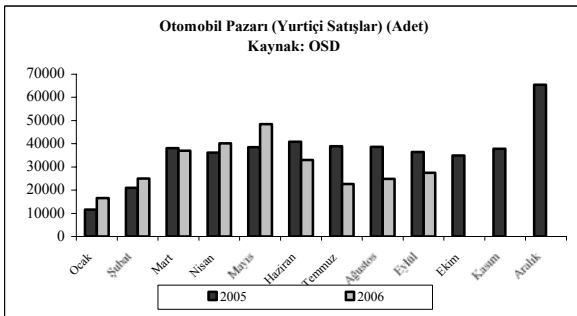


Üreticilerin, ekonominin bugünü ve geleceğine yönelik değerlendirmelerinin izlenmesine ve yatırım kararlarının ne yönde oluşacağına yönelik tespitler yapmaya imkan veren göstergelerden biri olan, TCMB tarafından hazırlanan "Reel Kesim Güven Endeksi" Eylül ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre 0,5 puan azalmış; bir önceki aya göre ise 2,3 puan artarak 104,2 olarak gerçekleşmiştir. Ağustos ayına kıyasla incelendiğinde, genel gidişat, iç pazara satılan mal hacmi, toplam sipariş, yatırım harcaması, ihracat imkanları ve mamul

mal stok miktarı beklentileri endeksi olumlu etkilerken, toplam istihdam, üretim hacmi ve hammadde stok eğilimi beklentilerinin ise endeksi olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Bir önceki yılın Eylül ayı ile kıyaslandığında ise, ihracat imkanları, üretim hacmi ve hammadde stok eğilimi beklentileri endeksi olumlu yönde etkilerken, genel gidişat başta olmak üzere toplam istihdam, yatırım harcaması, toplam sipariş, mamul mal stok miktarı ve iç pazara satılan mal hacmi beklentileri endeksi olumsuz yönde etkilemiştir.

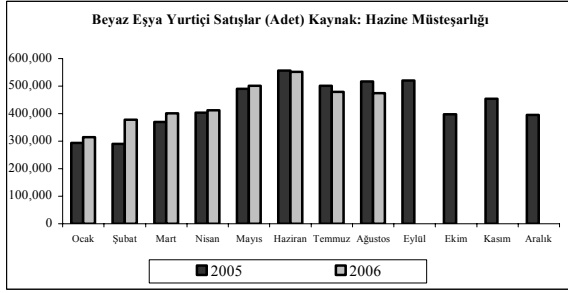
TCMB tarafından hazırlanan Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi de Eylül ayında 2005'in aynı ayına göre 0,1 puan; bir önceki aya göre ise 1,1 puan gerileyerek 147,1 olarak gerçekleşmiştir.

► Taleple İlgili Gelişmeler



Piyasalarda Mayıs-Haziran aylarında yaşanan dalgalanmanın ardından, yükselen kurlar ve faiz oranlarının etkisiyle yurtiçi talepte bir daralmanın yaşanması beklenen bir durumdu. Ancak, yılın üçüncü çeyreklik döneminin büyüme performansının seyrine yönelik öncü olabilecek veriler, ekonomide talep koşullarına bağlı keskin bir düşüşün, sözkonusu dönemde de gerçekleşmeyeceğini göstermiştir. Bu dönemin mevsimsel olarak harcamaların arttığı bir dönem olmasının yarattığı olumlu etkinin sona ermesiyle özel talep koşullarında daralmanın belirgin

olarak hissedilmesi mümkün görünmektedir.

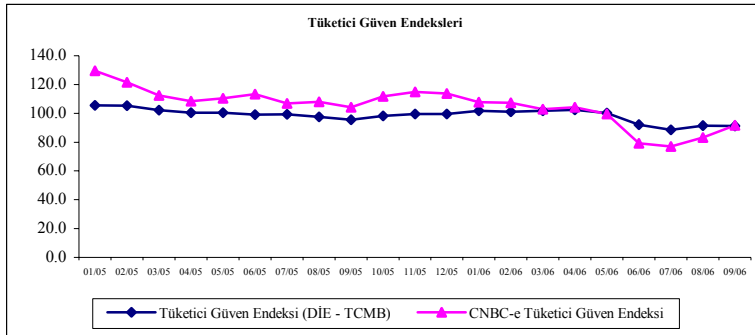


Önemli oranda banka kredileri ile finanse edilen ve bu yüzden faize duyarlı bir harcama kalemi olan dayanıklı tüketim malı ve otomobil satışları Haziran ayından itibaren geçen yılın aynı dönemine göre daha düşük gerçekleşmiştir. Haziran ayına kadar artış gösteren yurtiçi otomobil satışları, bu aydan itibaren geçen yılın aynı ayına göre gerilemiştir. Temmuz'da bir önceki yılın aynı ayına göre %42 oranında gerileyen yurtiçi otomobil satışları Ağustos'ta %36, Eylül'de ise %24 oranında azalmıştır. Otomobil üretiminde ise ihracat performansı paralelinde artışın sürdüğü görülmektedir.

Eylül ayında gerçekleşen %15,2'lik üretim artışıyla yılın ilk dokuz ayında üretim artışı %18 olmuştur. Beyaz eşya satışları Haziran ayından itibaren son üç aylık dönemde geçen yıla göre düşük gerçekleşmiştir.

Genellikle konut ve taşıt gibi harcamaları finanse etmek için yoğun olarak kullanılan bireysel kredilerdeki artış, piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından faiz oranlarındaki yükseliş ve geleceğe yönelik beklentilerdeki bozulmayla birlikte önemli oranda yavaşlamıştır. Yılın ilk altı ayında aylık bazda bir yıllık süreçte yaklaşık %9 olan konut kredileri artış hızı Temmuz ve Ağustos aylarında sırasıyla %0,7 ve %0,5'e gerilemiş, Eylül ayında ise %1,5 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk altı ayında yaklaşık %2 oranında artan taşıt kredileri, Temmuz ayından itibaren gerilemeye başlamış, Eylül ayında da %1,2 oranında gerilemiştir. Diğer bireysel kredilerin artış oranı da Haziran ayından itibaren gerilemektedir. Ağustos'ta %1,9 artan diğer krediler Eylül'de %1,8 oranında artmıştır.

Yılın ilk yedi ayında ay bazında yıllık olarak yaklaşık ortalama %32 oranında artan tüketim malları ithalatı, Temmuz ayında gerçekleşen %23,6'lık yükselişin ardından Ağustos'ta %0,4 oranında; Eylül'de ise %11,8 oranında azalmıştır. Eylül ayındaki ithalat rakamı detayları iç talepteki yavaşlamaya işaret etmektedir.



Ağustos ayında yükselen TCMB-TÜİK işbirliğiyle hazırlanan tüketici güven endeksi, Eylül ayında Ağustos ayına göre 0,04 puan gerileyerek 91,36 olarak gerçekleşmiştir. Tüketici güvenindeki bu gerilemenin, anket katılımcılarının mevcut ve gelecek dönem satınalma güçleri ile mevcut dönemin dayanıklı tüketim malı almak için uygunluğu konusundaki değerlendirmelerinin kötüleşmesinden kaynaklandığı görülmektedir.

Katılımcıların gelecek dönem genel ekonomik durum ve iş bulma olanakları konusunda bir önceki döneme göre daha iyimser oldukları görülmektedir. TCMB-TÜİK endeksinde gerileme olurken, CNBC-e endeksinde bir önceki aya göre %10,1'lik artış olmuştur.

Sonuç olarak, piyasalarda yaşanan dalgalanma sonucunda Türkiye'de ekonominin yapısal sorunları nedeniyle dış şoklara karşı kırılganlığının yüksek düzeyde olduğunun kanıtlanması, gerek reel kesim gerekse tüketici beklentilerinde bozulmaya neden olmuştur. Beklentilerde görülen bu bozulma sonucunda ekonominin üretim ve talep koşullarının da değişerek büyüme performansını düşürmesi beklenen bir durumdur. Dalgalanmanın konjonktürel olarak üretimin arttığı bir dönemde ortaya çıkması, geçen yılın aynı döneminde büyüme performansının düşük olmasının yarattığı olumlu baz etkisi, YTL'deki değer kaybıyla birlikte artan ihracat potansiyeli, dalgalanmanın reel sektör üzerindeki etkilerinin yılın üçüncü çeyrek verilerine yansımalarının da sınırlı olmasına neden olmuştur. Yılın son çeyreğinde ise, ekonominin büyüme performansında yavaşlamanın daha çok hissedileceğini, ancak yukarıda sayılan faktörlerin etkisinin kısmen sürmesi nedeniyle büyüme performansında çok keskin bir düşüş olmayacağını tahmin ediyoruz.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı büyüme oranı tahminimiz %5,2'dir.

PARA POLİTİKASI ANALİZİ

► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)						
	% Değişim		20.10.2006 (3)	21.09.2006 (2)	30.12.2005 (1)	31.12.2004
	(3-2)	(3-1)				
Toplam Bilanço Büy.	-1	10	99.39	100.30	90.07	74.67
Dış Varlıklar	-2	19	86.36	87.91	72.34	53.59
İç Varlıklar	5	-27	13.03	12.40	17.73	21.08
Değerleme Hesabı	19	-174	-1.48	-1.82	2.01	2.03
Toplam Döviz Yük.	-6	10	56.55	60.25	51.52	49.93
Merkez Bankası Parası	7	11	42.84	40.05	38.55	24.74
Rezerv Para	29	21	39.69	30.73	32.7	20.33
Emisyon	18	39	27.22	23.10	19.61	13.47
Bankalar Mevduatı	65	-4	12.38	7.51	12.90	6.72
API	-73	-66	1.69	6.24	4.98	3.62
Kamunun YTL Mevduatı	-53	68	1.46	3.09	0.87	0.79
Dış Varlık - Top. Döv. Yük.	8	43	29.81	27.66	20.82	3.66
Dış Varlık / Top. Döv. Yük.	-	-	1,53	1,46	1,40	1,07
Dış Varlıklar / Top. Bil. Büy.	-	-	0,87	0,88	0,80	0,72
Toplam Döv. Yük. / Top. Bil. Büy.	-	-	0,57	0,60	0,57	0,67
Emisyon / Top. Bilanço	-	-	0,27	0,23	0,22	0,18
TCMB Dolar Satış Kuru	-1.27	8.07	1.4571	1.4758	1.3483	1.3427

Kaynak: TCMB

azalmış ve değerlendirme hesabı %19 artmıştır. Aynı dönemde döviz yükümlülüklerindeki değişim döviz varlıklarına göre hem oransal hem de mutlak olarak daha fazla olmuştur. Bunun nedeni bayram nedeniyle YTL talebinin artmasıdır. Bu dönemde toplam döviz yükümlülükleri %6 azalarak 56.55 milyar YTL düzeyine gerilemiştir.

Bayram nedeniyle artan likidite talebinin etkisiyle emisyon 21 Eylül tarihine göre %39 artarak, bayram öncesindeki son iş günü olan 20 Ekim tarihinde 27.22 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Emisyondaki bu artış geçici niteliktedir ve emisyonun bayramı takip eden birkaç iş gününde normal seviyelerine gerilemesi beklenmektedir. Bu dönemde bankalar mevduatı da bir önceki aya göre %65 artarak 12.38 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Diğer Merkez Bankası Parası (MBP) kalemleri olarak adlandırılan API ve Kamunun YTL Mevduatı aynı dönemde sırasıyla %73 ve %53 azalmış ve 1.69 ve 1.46 milyar YTL seviyesine gerilemiştir.

Döviz cinsinden varlık ve yükümlülüklerin azaldığı bu dönemde yükümlülüklerin daha hızlı azalması nedeniyle döviz pozisyonu fazlası (Dış Varlık-Toplam Döviz Yükümlülükleri) bir önceki aya göre %8 artarak 29.81 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Yine bu gelişmeye paralel olarak Merkez Bankası'nın kur riski olarak nitelendirilen Dış Varlıkların Toplam Döviz Yükümlülüklerine oranı da artmış ve 1,46'dan 1,53'e yükselmiştir. Bu gelişme incelenilen dönemde Merkez Bankası'nın kur riskinin azaldığını göstermektedir. Döviz kurlarındaki gerileme ve artan YTL talebi 21 Eylül ve 20 Ekim tarihleri arasında geçen dönemde dış varlık ve döviz cinsinden yükümlülüklerin toplam bilanço içerisindeki payını azaltmış ve bunlar 20 Ekim tarihi itibarıyla sırasıyla %87 ve %57 olarak gerçekleşmiştir. Emisyonda gerçekleşen yüksek oranlı artış ise emisyonun toplam bilanço içerisindeki payının %23'den %27'ye çıkmasına neden olmuştur.

► Parasal Göstergeler

Parasal Göstergeler (Milyar YTL)						
	06.10.2006	08.09.2006	2005	2004	% Değişim	
	(4)	(3)	(2)	(1)	(4)-(3)	(3)-(2)
M1	42.6	42.8	42.1	28.8	-0,5	1,7
M2	177.5	173.7	153.5	108.5	2,2	13,2
M2Y	271.7	266.1	229.5	184.5	2,1	15,9
Parasal Taban	39.9	36.0	37.7	23.9	11,0	-4,6
DTH/M2Y	0,35	0,35	0,33	0,41	-	-
M2/Parasal Taban	4,45	4,83	4,07	4,54	-	-

Kaynak: TCMB

21 Eylül ve 20 Ekim tarihleri arasında geçen bir aylık sürede Merkez Bankası Analitik Bilanço büyüklüğü %1 azalarak 99.39 milyar YTL düzeyine gerilemiştir. Bu tarihler arasında toplam bilanço büyüklüğünde önemli bir değişim yaşanmamasına rağmen kurlardaki gerileme ve bayram nedeniyle artan likidite talebinin etkisiyle bilançonun bileşiminde önemli değişimler yaşanmıştır.

Kurlardaki gerilemeye paralel olarak, incelenilen dönemde dış varlıklar %2

8 Eylül ile 6 Ekim tarihleri arasında geçen sürede M1 tanımlı para arzı %0,5 oranında azalırken, M2 ve M2Y tanımlı para arzları %2,2 ve %2,1 yükselmiştir. Para arzının 2005 yılı sonuna göre artış hızı ise M1'de %1,7 oranında kalırken, M2 ve M2Y tanımlarında sırasıyla %13,2 ve %15,9 olmuştur. Dolayışındaki paranın 2005 sonuna göre yaklaşık %24 artarak 22.7 milyar YTL'ye ulaşmasına rağmen vadesiz

ticari mevduatların %30 azalarak ve 8.4 milyar YTL'ye gerilemesi M1'deki artışın diğer para arzı tanımlarındaki artışa göre sınırlı kalmasına neden olmuştur. M2'de 2005 sonuna göre meydana gelen değişimde ise vadeli tasarruf mevduatlarının %25 artarak 98 milyar YTL'ye ulaşması etkili olmuştur. Aynı dönemde döviz tevdiat hesaplarının %23 oranında artarak 93 milyar YTL düzeyinde gerçekleşmesi de M2Y'deki artışın M2'den yüksek olmasına yol açmıştır. Döviz tevdiat hesaplarındaki yüksek oranlı bu artış büyük ölçüde döviz kurlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. 0,50 Dolar ve 0,50 Euro'dan oluşan sepet kullanılarak hesaplanan döviz tevdiat hesaplarındaki %7'lik artış, YTL cinsinden hesaplanmış %23'lük artış oranının oldukça gerisinde kalmaktadır.

► **TCMB Faiz kararı ve Enflasyon Raporu**

TCMB O/N Faiz Oranları		
	Borç Alma	Borç Verme
09.12.2005	13,50	17,50
02.01.2006	13,50	16,50*
28.04.2006	13,25	16,25
08.06.2006	15,00	18,00
26.06.2006	17,25	20,25
28.06.2006	17,25	22,25*
21.07.2006	17,50	22,50

*Teknik Düzenleme
Kaynak: TCMB

Ağustos ve Eylül aylarının ardından, 19 Ekim tarihinde yapılan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında da politika faizlerinin değiştirilmemesine karar verilmiştir. Beklentilerle uyumlu bu kararlar birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %17,50, borç vermede ise %22,50 olarak değişmeyerek sabit kalmıştır. PPK son bir aylık dönemde enflasyon görünümünde bir önceki döneme kıyasla önemli bir değişiklik olmadığı değerlendirilmesinin yapıldığını belirtmiştir.

Değerlendirmede son dönemde gıda fiyatlarındaki artışlar vurgulanmış ve işlenmiş gıda ürünleri fiyat artışlarında döviz kurunun gecikmeli etkilerine, işlenmemiş gıda ürünü fiyat artışlarında ise arz gelişmelerine dikkat çekilmiştir. Açıklamada hizmet fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar da vurgulanırken petrol ve altın fiyatlarının son aylarda gerileme gösterdiği ancak petrol fiyatlarındaki gerilemenin olumlu etkilerinin, enflasyona belli bir gecikmeyle yansıtacağı belirtilmiştir. Döviz kurundaki artışların gecikmeli etkilerinin yavaşlamakla birlikte özellikli dayanıklı tüketim malları ve hizmet sektörü kanalıyla enflasyonu olumsuz etkilemeye devam edeceği de ifade edilmiştir.

Kurul özellikle, kredi kullanımı nedeniyle faizlere duyarlı olan dayanıklı mallar ve konut talebinde önemli bir yavaşlama olduğunu, dış talebin ise güçlü seyrettiğini belirtmiştir. Enflasyon görünümüne ilişkin yapılan değerlendirmede kamu kesimindeki ücret artışlarına değinilmiş, bu artışların talep ve enflasyon beklentilerini etkilemek suretiyle enflasyon üzerinde temelde iki açıdan etkili olduğunu belirtilmiştir. Bu iki etki çerçevesinde kamu çalışanlarına 2007 yılı için öngörülen ücret artışlarının enflasyondaki düşüş sürecine destek vermesinin mümkün olmadığı belirtilmiştir. Özel imalat sanayi birim reel ücretlerindeki gerilemenin devam ettiği, ancak önümüzdeki dönem, kamu kesiminde görülen ücret artışlarının referans alınmasının enflasyonun düşüş sürecine bu yönden gelecek desteği azaltabileceği ifade edilmiştir.

Yapılan açıklamada faiz dışı kamu harcamalarındaki artışa da dikkat çekilmiştir. Gerek bu artışların 2007 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin tam olarak bilinmemesi, gerekse parasal aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler nedeniyle enflasyondaki düşüş sürecinin tahmin edilenden daha yavaş gerçekleşme olasılığı belirtilmiştir. Böyle bir olasılığın ortaya çıkması halinde mevcut sıkı duruşun uzun bir süre devam ettirilebileceği vurgulanmıştır.

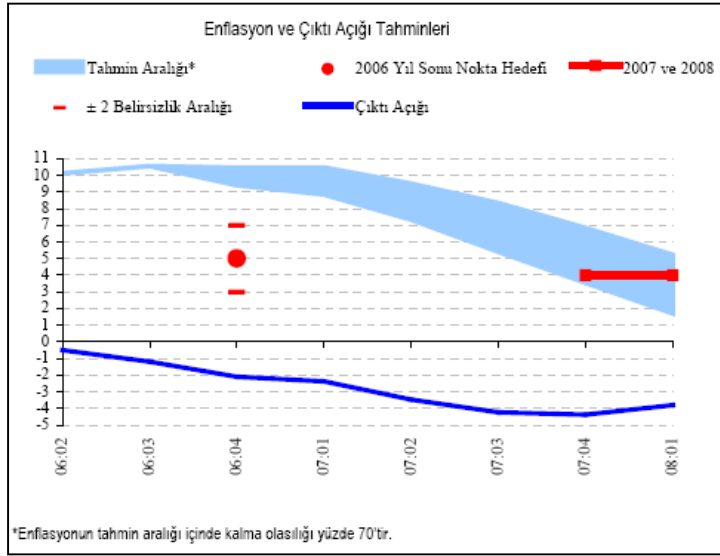
Açıklamada orta vadeli hedefler açısından, ABD ekonomisinde oluşabilecek beklenenden sert bir yavaşlama bir diğer risk unsuru olarak ifade edilmiştir. ABD ekonomisindeki tedrici bir yavaşlamanın petrol fiyatlarını geriletmesi nedeniyle enflasyona olumlu katkı yapacağı ancak beklenenin üzerinde bir yavaşlamanın küresel risk algılamalarını bozması nedeniyle enflasyona olumsuz yansıtacağı belirtilmiştir.

Belirsizlik oluşturan bir diğer unsur ise hizmet fiyatlarındaki katılık olarak ifade edilmiştir. Kamu kesiminde öngörülen yüksek ücret artışlarının hizmet fiyatları üzerinde yeni bir risk unsuru oluşturduğu belirtilmiştir. Kurul riskler çerçevesinde Avrupa Birliği'ne uyum ve yapısal reformların devamlılığına da dikkat çekmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu'nun dördüncüsü 31 Ekim tarihinde yayımlanmıştır. Bu raporun yayımlanmasından bir gün önce Eylül ayında yıllık enflasyonun yüzde 10,55 ile belirsizlik aralığının üst sınırı olan 7,80'i aşması nedeniyle TCMB tarafından hükümete gönderilen açık mektup da kamuoyuna duyurulmuştur. Bu açıklamalarda PPK değerlendirmelerindeki görüşlerin detaylarına yer verilmiştir.

Enflasyon Raporu'nda döviz kuru hareketlerinin 2006 yılı enflasyonuna yansımalarının yaklaşık 3,5 puana ulaşacağı ve hizmet fiyatları kanalıyla 2007 yılındaki ikincil etkilerin 1 puan düzeyinde olacağı, böylece bu grubun 2007 yılı enflasyonuna toplam katkısının 2,5 puana ulaşacağını tahmin edildiği belirtilmiştir.

Açıklamada Ağustos ayından itibaren alınan önlemler ve uluslararası konjonktürdeki olumlu havanın etkisiyle risk primlerinin düştüğü, böylece Ağustos, Eylül ve Ekim aylarında politika faizleri nominal olarak sabit tutulsa da reel faizlerin yüksek kaldığı ve bu nedenle para politikasının sıkılaştığı ifade edilmiştir.



Raporda 2006 yıl sonu enflasyonunun %70 olasılıkla %9,3 ile %10,5 aralığında olacağını tahmin edildiği ve Haziran ayı içerisinde alınan politika tedbirlerinin enflasyon üzerindeki etkisinin 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren belirginleşmeye başlayacağını öngörüldüğü belirtilmiştir. Para politikasının mevcut sıkı duruşunun 2007 yılının son çeyreğinin başına kadar devam ettirildiği ve sonrasında kademeli bir faiz indirimine gidildiği senaryo dahilinde 2007 yıl sonunda enflasyonun %3,5 ile %6,8 ve 2008 yılının ilk çeyreği sonunda ise %1,7 ile %5,2 arasında olacağını tahmin edildiği belirtilmiştir. Enflasyon Raporu'ndan alından yandaki Grafikten de görüldüğü gibi 2007 yılı sonuna kadar çıktı açığının artacağı ve 2007'nin 3. ve 4. çeyreğinde sıkı para

politikasının ekonomik aktivite üzerindeki daraltıcı etkisinin önemli düzeye ulaşacağı öngörülmektedir.

Enflasyon görünümüne ilişkin orta vadeli riskler ise finansal piyasalarda oluşabilecek yeni dalgalanmalar, hizmet fiyatlarının geriye dönük fiyatlama alışkanlığı nedeniyle yüksek seyretmeye devam etmesi, faiz dışı kamu harcamalarındaki artışın enflasyon üzerindeki etkilerinin tam olarak öngörülememesi ve parasal aktarım mekanizmasındaki belirsizlikler olarak belirtilmiştir. Söz konusu risklerin gerçekleşmesi halinde para politikasının daha da sıkılaştırılacağı vurgulanmıştır.

Yapılan açıklamada 2007 yıl sonu için belirlenen %4 hedefinin korunduğu vurgulanmış ve hedefin değiştirilmesinin bizzat kendisinin, enflasyon beklentilerini ve fiyatlama davranışlarını olumsuz etkileyeceği ifade edilmiştir. Merkez Bankası hedefi revize etmeyerek ve sıkı para politikasının uzunca bir süre devam ettirileceği konusundaki kararlılığı ile orta vadeli beklentileri yönetme açısından oldukça olumlu bir tutum sergilemiş ancak hedefi %4 oranında koruyarak 2006 yılından sonra 2007 yılı hedefinden de olası bir sapma ile ciddi kredibilite kaybı riskini de üstlenmiştir. Yurtiçi ve yurtdışı piyasalar açısından belirsizliklerin yoğun olacağı 2007 yılında böyle bir tutum Merkez Bankası'nın hedeflerden olası sapmaları ve alınacak önlemleri kamuoyuna daha detay biçimde anlatması gerekliliğini ön plana çıkartmış yani iletişim politikasının önemini arttırdığı bir döneme girilmiştir.

Açıklamalarda dikkat çeken bir diğer unsur ise, enflasyondaki yavaşlama sürecinin tahmin edilenden daha geç gerçekleşebileceği riskinin belirtilerek para politikası ile ilgili genel bir soruna dikkat çekilmiş olmasıdır. Para politikası ile ilgili iki temel gecikme söz konusudur: birinci gecikme uygulamadan, ikincisi ise para politikasının yapısından kaynaklanır ve bunlara sırasıyla içsel ve dışsal gecikme adı verilir. Birinci gecikme para politikası araçlarının kullanılmasının gerektiğinin anlaşılması ile bunlarda değişiklik yapılabilecek tarih arasında geçen süredir ve maliye politikasına göre çok daha kısadır. Örneğin TCMB'nin para politikası konusunda karar alma organı olan PPK toplantıları ayda bir yapılmaktadır ve iki toplantı tarihi arasında, faiz oranlarını değiştirme gereği ortaya çıktığında içsel gecikme söz konusu olmaktadır. TCMB Mayıs ve Haziran aylarında ortaya çıkan dalgalanmada takvim dışına çıkarak olağanüstü PPK toplantıları yapmış ve bu gecikmenin önüne geçmeyi amaçlamıştır. Dalgalanmanın ardından düzenlenmeye başlanan depo alımları, likidite senetleri ihracı ve faiz oranlarının iki toplantı tarihi arasında borçlanma ve borç verme faiz oranları olan 17,50 ve 22,50 arasında oluşmasına izin verileceğine dair açıklamalar söz konusu gecikmeyi en aza indirmeye yöneliktir.

Dışsal gecikme ise para politikası aracında değişiklik yapılması ile yapılan bu değişikliğin ekonomik aktivite ve hedef değişken üzerindeki etkisini göstermeye başlaması arasında geçen süredir. Para politikası araçlarında yapılan değişiklik ekonomiyi faiz, beklentiler, kredi, döviz kuru, varlık fiyatları gibi farklı kanallardan etkiler ve bu etki sürecine aktarım mekanizması adı verilir. Dışsal gecikme işte bu aktarım mekanizmalarından kaynaklanır. İç içe geçmiş söz konusu aktarım mekanizmalarındaki belirsizlikler ve gecikme sürecinde ekonomiyi etkileyen, dışsal şoklar gibi yeni unsurların ortaya çıkması para politikasının sonuçlarının öngörülebilmesini güçleştirmektedir. Özellikle Türkiye gibi sermaye piyasası yeni gelişen ve kırılgan olan ekonomilerde aktarım sürecinin öngörülebilmesi daha da güçleşmektedir. Merkez Bankası tarafından yapılan açıklamalarda faizlerdeki değişikliğin ekonomik aktivite üzerindeki etkilerinin 3 ila 9 ay, enflasyon üzerindeki etkilerinin ise 9 ila 18 ay arasında belirginleştiği ifade edilerek dışsal gecikme süreci tanımlanmaktadır. Buna paralel olarak Merkez Bankası, Haziran ayında alınan tedbirlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren belirginleşmeye başlayacağını, enflasyonun hedefe para politikasının ortalama kontrol ufku olan 1,5 yıl içerisinde yakınsayacağını ve bu süreçte öngörülen risklerin gerçekleşmesi durumunda enflasyonun hedef patikaya yakınsamasının gecikebileceğini belirtmektedir.

Yapılan açıklamalardan Merkez Bankası açısından zor bir süreçten geçildiği anlaşılmaktadır. Gerek uluslararası piyasalardaki belirsizliklerin sürmesi gerekse yurtiçinde enflasyon görünümünü olumsuz etkileyen gelişmelerin yaşanıyor olması PPK'nın karar alma sürecini zorlaştırmaktadır. Bu sürece para politikasının yapısından kaynaklanan belirsizlikler de eklenince mevcut durumda, faiz oranlarının sabit tutulması temkinli duruş olarak nitelendirilmekte ve en iyi politika kararı olarak düşünülmektedir. 2007 yılının son çeyreğinin başına kadar faiz oranlarında önemli bir değişikliğin olmayacağını beklenildiği önümüzdeki dönemin, Merkez Bankası'nın piyasada oluşabilecek likiditeyi geçici olarak çekmek için çıkarttığı likidite senetlerini ve depo alımlarını gerek duyulduğu takdirde yoğun bir şekilde kullanacağı ve iletişim politikasını da daha etkin yürüteceği bir süreç olacağı görülmektedir.

► Ekim Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE Ekim.2006	ÜFE Ekim.2006
Bir önceki aya göre	1,27	0,45
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	8,01	12,04
Bir önceki yılın aynı ayına göre	9,98	10,96
On iki aylık ortalamalara göre	9,25	7,76

Kaynak:TÜİK

değişim ise yine sırasıyla ise %9,25 ve %7,76 olmuştur.

Ekim 2006'da Ana Harcama Gruplarının Enflasyona Yaklaşık Katkıları	Aylık	2005 Sonuna Göre	Yıllık
	Değişime	Olan Değişime	Değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	0,21	2,10	2,99
Alkollü içecekler ve tütün	0,00	0,28	0,57
Giyim ve ayakkabı	0,80	-0,06	0,18
Konut	0,21	1,92	2,19
Ev eşyası	0,02	0,53	0,67
Sağlık	0,01	0,20	0,20
Ulaştırma	0,01	1,05	0,94
Haberleşme	-0,01	0,07	0,05
Eğlence ve kültür	0,05	0,33	0,32
Eğitim	0,00	0,19	0,19
Lokanta ve oteller	0,08	0,84	0,94
Çeşitli mal ve hizmetler	0,00	0,57	0,75
Yaklaşık katkıların toplamı	1,38	8,01	10,00
Gerçekleşme	1,27	8,01	9,98
Hesaplama hatası	0,11	0,00	0,02

Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır

2,1 ve 3 puan katkı yaparak bu açıdan birinci sırayı almıştır. 2005 yılı Ekim ayında bu ana harcama grubunun aynı dönemdeki enflasyona yaklaşık katkıların 1,1 ve 0,6 puan olması, olumsuz arz koşullarının son bir yılda ve 2006 yılı içerisinde enflasyon üzerinde ne kadar etkili olduğunu göstermektedir. Bu harcama grubunun Ekim ayı enflasyonuna yaptığı 0,21 puanlık katkıda Ramazan ayının da etkili olduğu düşünülmektedir.

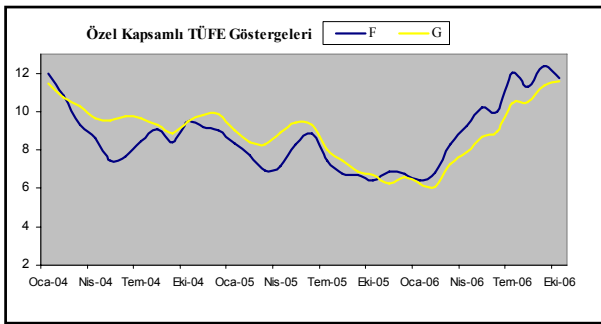
2006 yılı Ekim ayında TÜFE bir önceki aya göre %1,27, ÜFE %0,45 artmıştır. Böylece yıllık enflasyon TÜFE bazında %9,98, ÜFE'de ise %10,96 olarak gerçekleşmiştir. Ekim ayında TÜFE ve ÜFE bir önceki yılın Aralık ayına göre sırasıyla %8,01 ve %12,04 artarken, bu endekslerde on iki aylık ortalamalara göre

Ana harcama grupları itibariyle enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, %1,27'lik aylık TÜFE artışına en yüksek katkıyı 0,8 puanla giyim ve ayakkabı ana harcama grubunun yaptığı görülmektedir. Söz konusu harcama grubunun on aylık birikimli enflasyona -0,06, yıllık enflasyona ise 0,18 puan katkı yapmış olması, bu harcama grubunda Ekim ayında görülen fiyat artışlarında yeni sezon ürünlerinin etkili olduğunu ve artışın geçici olduğunu göstermektedir.

Ekim ayında gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubunun aylık enflasyona yaklaşık katkısı 0,21 puan olurken, bu ana harcama grubu 2006 yılı birikimli enflasyonuna ve yıllık enflasyona sırasıyla

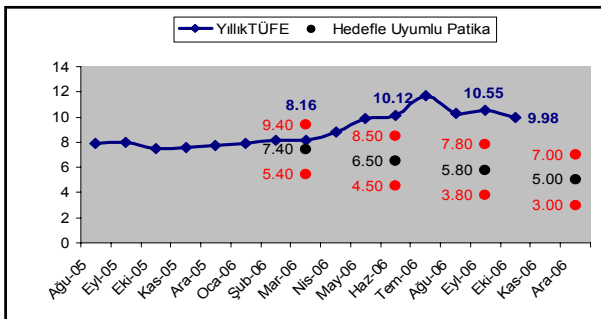
Konut ana harcama grubundaki fiyat artışları Ekim ayı enflasyonuna 0,2, birikimli enflasyona 1,92 ve yıllık enflasyona 2,19 puan katkı yapmıştır. Bu ana harcama grubu içerisinde yer alan kira ve doğalgaz fiyatlarında son bir yılda görülen yaklaşık %21 ve %23'lük fiyat artışları konut harcama grubunun enflasyona yüksek katkı yapmasına neden olmuştur. TÜİK tarafından madde bazında ağırlıklar açıklanmadığı için kira ve doğalgaz fiyatındaki artışların TÜFE üzerindeki etkisi tam olarak hesaplanamamaktadır. Kasım ayı başında doğalgaz fiyatlarına yapılan zam nedeniyle bu harcama grubunun Kasım ayı enflasyonuna da önemli düzeyde katkı yapması söz konusudur.

Enflasyon gerçekleşmeleri açısından dikkat çeken bir diğer önemli ana harcama grubu ise ulaştırma hizmetleridir. Bu harcama grubu, petrol fiyatlarındaki ve döviz kurundaki artışın etkisiyle, yıllık enflasyona 0,94 puan, birikimli enflasyona ise 1,05 puan katkıda bulunurken, son dönemde petrol fiyatlarındaki gerileme ve YTL'nin değer kazanmasıyla birlikte aylık enflasyona neredeyse sıfır puan katkı yapmıştır. Bugünkü koşulların önümüzdeki dönem devam edeceği varsayımıyla bu sektördeki fiyat gelişmelerinin enflasyonun düşüş sürecini destekleyeceği söylenebilir.



Özel kapsamlı TÜFE göstergelerindeki artış eğilimi Ekim ayında da devam etmiştir. Mevsimlik ürünler hariç hesaplanan A endeksindeki aylık artış oranının %0,70 ile genel endeksteeki artış oranının altında kalması, Eylül ayı enflasyonunda mevsimlik fiyat artışlarının etkili olduğunu göstermektedir. Aynı dönemde F¹ ve G² endeksleri sırasıyla %1,68 ve %1,95 oranında artış göstermiştir. Söz konusu endeksler mevsimlik ürünleri içerdiğinden genel endeksteeki artış oranının üzerinde artış göstermiştir. Ekim ayında işlenmemiş gıda ürünlerindeki fiyat

değişimlerinin enflasyon açısından olumlu olması G endeksinde görülen aylık artışın F³'dekinin belirgin biçimde üzerinde olmasına neden olmuştur. Söz konusu gelişme işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan B endeksindeki aylık artış oranının %1,41 ile genel artışın üzerinde olmasından da görülmektedir. Merkez Bankası'nın son dönemde takip ettiği H³ endeksindeki aylık artış oranı %1,82 olurken, yıllık artış oranı %9,11 ile genel artışın altında kalmıştır. Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinin hesaplanmasındaki temel neden, gerçekleşmiş enflasyon rakamlarının gelecek dönem enflasyonu açısından içerdiği bilgilerin daha net görülebmesidir. Merkez Bankası enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler, tütün ve altın ürünlerinde geçtiğimiz dönemde görülen yüksek oranlı fiyat artışlarının enflasyon üzerinde belirleyici olması nedeniyle bu kalemleri dışlayarak H endeksini hesaplamış böylece para politikasının kontrolü dışında olan bu fiyat gelişmelerinin enflasyon eğilimi üzerindeki etkilerini daha net değerlendirebilmiştir. Ancak döviz kurundaki artışlar nedeniyle oluşan ve geçici nitelikte fiyat artışlarına neden olan birincil etkiler bu endeks tarafından dışlanmamakta ve bu nedenle bu endekste de yüksek oranlı artışlar görülmektedir. Söz konusu değerlendirmeye Merkez Bankası tarafından yayımlanan son raporlarda da yer verilmiş ve özellikle dayanıklı tüketim malları kanalıyla döviz kurundaki artışların bu endekse yansıdığı bu nedenle önümüzdeki dönemde, yavaşlamakla birlikte, bu endeksteeki yıllık artış oranlarının yükselmeye devam edebileceği belirtilmiştir.



Ekim ayı enflasyonunun %1,27 ile geçen yılki Ekim ayı değeri olan %1,79'un oldukça altında kalması, yıllık enflasyonun Ekim ayında %9,98 ile tekrar tek haneye gerilemesine yol açmıştır. Kasım ayının başında doğalgaza yapılan zamma rağmen, son dönemde tartışılan elektrik zammının gerçekleşmemesi ve tarım fiyatlarının Ekim ayının ardından Kasım ayında da olumlu seyretmesi durumunda Kasım ayı sonunda yıllık enflasyonun düşmeye devam etmesi söz konusu olabilecektir.

¹ Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç hesaplanan TÜFE

² F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE

³ Enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler, tütün ve altın ürünleri hariç hesaplanan TÜFE

Ekim Ayı'nda ÜFE'deki % değişim			
Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	Yıllık değişim
GENEL	100	0,45	10,94
Tarım	19,78	-0,41	7,75
Sanayi	80,22	0,65	11,51
<i>Madencilik</i>	1,47	-2,94	9,66
<i>İmalat</i>	73,98	-0,07	9,93
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	4,77	11,97	37,78

Kaynak: DİE

ÜFE, Ağustos ve Eylül aylarındaki gerilemenin ardından, %0,45 artış göstermiştir. Bu artış oranının 2005 yılı Ekim ayındaki %0,68'lik artışın gerisinde olması nedeniyle yıllık ÜFE enflasyonu gerileyerek %10,94 olarak gerçekleşmiştir. Ekim ayında tarım sektörü fiyatları %0,41 gerilemiş, ancak tarım sektörünün ÜFE içerisindeki ağırlığının düşük olması nedeniyle bu fiyat gerilemesinin aylık ÜFE

artışına yansımaları yaklaşık -0,07 puan ile oldukça sınırlı düzeyde olmuştur. Aynı dönemde sanayi sektörü fiyatları %0,65 artış göstermiş bu fiyat hareketinin aylık ÜFE artışına katkısı ise yaklaşık 0,52 puan olmuştur. Sanayi sektörünün alt kalemlerinden madencilik ve imalat sanayi sektörleri ortalama fiyatlarında bir önceki aya göre gerileme olurken elektrik, gaz ve su alt sektöründe görülen yüksek oranlı artışlar, bu sektörün toplam içindeki payının az olmasına rağmen, ÜFE'nin artış göstermesine neden olmuştur. Elektrik dağıtım fiyatlarında görülen %22,22'lik aylık fiyat artışı söz konusu gelişmeye yol açan etken olmuştur. Elektrik, gaz ve su alt sektöründe görülen fiyat artışının aylık ÜFE artışına katkısı yaklaşık 0,57 puan olmuştur.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak, 2006 yıl sonu enflasyon tahminimizi %9,4 olarak revize ediyoruz.

KAMU MALİYESİ

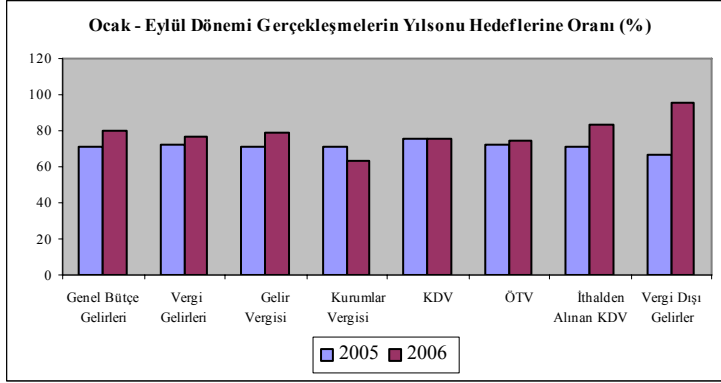
► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri								
Milyon YTL	Eylül			Ocak-Eylül				
	2005	2006	Reel Değ. (%)	2005	2006	Reel Değ. (%)	Hedef	Ocak – Eylül 2006/ Bütçe Hedefi (%)
BÜTÇE GELİRLERİ*	-	12.517	-	-	128.039	-	160.326	79,9
GENEL BÜTÇE GELİRLERİ	11.143	12.104	-1,7	104.060	124.830	8,5	156.214	79,9
VERGİ GELİRLERİ	9.583	10.674	0,8	86.922	102.006	6,2	132.199	77,2
DİĞER GELİRLER	1.560	1.430	-17,1	17.137	22.824	20,5	24.015	95,0
BÜTÇE HARCAMALARI	12.949	14.375	0,4	111.693	129.423	4,8	174.322	74,2
FAİZ DIŞI HARC.	10.074	10.884	-2,3	76.458	91.796	8,6	128.062	71,7
PERSONEL VE SGKSP	2.710	3.387	13,1	22.034	28.201	15,8	40.995	68,8
MAL VE HİZMET AL.	1.131	1.172	-6,2	6.956	11.119	44,6	17.721	62,7
SOSYAL GÜV.	2.226	2.209	-10,2	17.562	17.795	-11,1	23.885	74,5
SERMAYE GİDERLERİ	659	785	7,9	4.529	6.042	20,7	12.452	48,5
FAİZ HARCAMALARI	2.874	3.491	9,9	35.235	37.627	-3,4	46.260	81,3
BÜTÇE DENGESİ	-1.806	-1.858	-6,9	-7.634	-1.385	-83,6	-13.996	-
FAİZ DIŞI DENGE	1.069	1.633	38,2	27.601	36.242	18,8	32.264	112,3

Merkezi Yönetim Bütçe gelirleri Eylül ayında 12.5 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan rakamlara göre genel bütçe gelirleri ise 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %1,7 gerileyerek 12.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Eylül ayında vergi gelirleri %0,8 reel artış gösterirken, vergi dışı gelirler %17,1 oranında gerilemiştir. Söz konusu ayda KDV tahsilatı bir önceki yılın aynı ayına göre gerilerken vergi dışı gelirlerde de 2006 yılının önceki aylarına göre gerileme toplam gelirleri düşüren temel nedenlerdir.

Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamaları ve mal ve hizmet alımlarında reel olarak azalmanın etkisiyle Eylül ayında faiz dışı harcamalarda 2005 yılının aynı ayına göre %2,3'lük gerileme yaşanmıştır. 2006 yılı Eylül ayında 14.4 milyar YTL'lik harcamaların 10.9 milyar YTL'lik bölümünü faiz dışı harcamalar oluşturmaktadır. Eylül ayında, Nisan ayından sonra ilk defa Bağ-Kur'a bütçeden kaynak aktarımı gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte 597 milyon YTL'lik Emekli Sandığı görev zararı sosyal güvenlik sisteminin bütçe üzerinde yarattığı baskıyı arttırmıştır. Eylül ayında mal ve hizmet alımları 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %6,2 gerilerken sermaye giderleri %7,9 artmıştır. Temmuz ve Ağustos aylarının ardından KÖY-DES projesine kaynak aktarımı Eylül ayında bütçeden pay ayrılmamış olması, faiz dışı harcamaların gerilemesine neden olan bir diğer gelişme olarak dikkat çekmektedir. Eylül ayında faiz harcamaları bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %9,9 artarak 3.5 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Faiz dışı harcamalarda reel gerileme yaşanmasına karşın faiz harcamalarında yüksek oranlı artış yaşanması sonucunda Merkezi Yönetim Bütçe harcamaları Eylül ayında %0,4'lük reel artışla 14.4 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılının Ocak – Eylül döneminde toplam bütçe geliri 128 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri ise geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %8,5 oranında artarak 124,8 milyar YTL'ye yükselmiştir. 2006 yılı Ocak - Eylül döneminde vergi gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %6,2 artarken, vergi dışı gelir kalemlerinin artış oranı %20,5 olarak gerçekleşmiştir.



Genel bütçe gelirlerinin Eylül ayı sonu itibariyle yıl sonu hedeflerini karşılama oranlarına bakıldığında 2006 yılında 2005 yılına göre daha iyi bir performans gösterildiği dikkat çekmektedir. Genel bütçe gelirlerinde 2005 yılının ilk dokuz aylık dönemin yıl sonu hedefinin %70,9'luk bölümü tahsil edilirken, bu oran 2006 yılının aynı döneminde %79,9'a yükselmiştir. Vergi tahsilatında da benzer şekilde hedeflere uyumlu bir performans görülmektedir. Vergi gelirlerini oluşturan temel kalemlere

bakıldığında gelir vergisinde, KDV'de ve ÖTV'de 2006 yılında 2005'e yakın oranlar elde edilmesine karşın, kurumlar vergisi tahsilatında gerileme dikkat çekmektedir. 2005 yılı Ocak - Eylül döneminde kurumlar vergisinde yıl sonu hedefinin %71,3'ü tahsil edilmişken, 2006 yılında kurumlar vergisi oranlarının düşürülmesi sonucunda tahsilatın gerilemesi yıl sonu hedefinin ancak %63,1'lük bölümüne ulaşılmasına neden olmuştur. 2006 yılında ithalatın artması sonucunda ithalden alınan KDV tahsilatı da bir önceki yıla göre reel olarak %17,6 oranında artmış ve yıl sonu hedefe ulaşma oranı %71,3'den %83,7'ye yükselmiştir. Gerek kurumlar vergisi tahsilatında yaşanan gerileme, gerekse ÖTV ve KDV tahsilatlarında yüksek oranlı artışlar yaşanmasının sonucunda 2005 yılı Ocak - Eylül döneminde dolaylı vergiler toplam vergi gelirlerinin %67,3'lük bölümünü oluştururken, bu oran 2006 yılının aynı döneminde %69,9'a yükselmiştir. Genel bütçe gelirlerinin 2005 yılında daha iyi performans göstermesinin nedeni vergi dışı gelirlerde 2005 yılına göre yakalanan tahsilat artışıdır. 2005 yılı Ocak - Eylül döneminde vergi dışı gelirler yıl sonu hedefinin %66,6'sında kalırken, 2006 yılının aynı döneminde yıl sonu hedefinin %95'ine ulaşılmıştır. Bu açıdan bakıldığında vergi dışı gelirlerin bütçe performansı üzerindeki etkisi artmıştır.

2005 yılının ilk dokuz aylık döneminde 111.7 milyar YTL olan bütçe harcamaları, 2006 yılının aynı döneminde %4,8'lik reel artışla 129,4 milyar YTL'ye yükselmiştir. Söz konusu dönemde bütçe harcamalarının artış hızı gelirlerin artış hızının altında gerçekleşmiştir. Eylül ayı sonu itibariyle 2005 yılında bütçe ödeneklerinin %71,4'lük bölümü kullanılmışken, bu oran 2006 yılının aynı döneminde %74,2'ye yükselmiştir. Bu açıdan bakıldığında temel olarak faiz dışı harcamalardaki artışın etkisiyle bütçe harcamalarında 2005 yılına göre daha düşük bir performans sergilendiği görülmektedir.

Faiz dışı harcamalar 2006 yılı Ocak - Eylül döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %8,6'lık reel artışla 91.8 milyar YTL'ye yükselmiştir. 2006 yılının ilk dokuz ayı itibariyle sosyal güvenlik harcamaları, prim aflarının etkisiyle 2005 yılının aynı dönemine göre reel olarak %11,1 gerilemesine rağmen ödenek kullanımı açısından 2005 yılından daha kötü performans gösterilmiştir. Bu alanda 2005 yılı Eylül ayı sonu itibariyle yıl sonu ödeneğinin %73,8'i kullanılmışken, bu oran 2006 yılının aynı döneminde %74,5'e yükselmiştir. Özellikle Yeşil Kart harcamalarındaki artışın etkisiyle sağlık harcamalarında Eylül ayı sonu itibariyle yıl sonu ödenek miktarı aşılmıştır. IMF'nin 2006 yılında sağlık harcamalarında ödeneğin aşılabileceği öngörüsüyle birlikte alınan tasarruf tedbirlerinin ilaç harcamalarını görece olarak azalttığı görülmektedir. Ancak sağlık harcamalarının önümüzdeki aylarda da benzer seyrini devam ettireceği varsayımı altında bu alanda IMF'nin öngörüsü olan 1,4 milyar YTL düzeyinde ödenek aşımı oluşabilecektir. Sağlık harcamalarına ek olarak Eylül ayı sonu itibariyle tarımsal destekleme ödemelerinde de başlangıç ödeneği %9,4 oranında aşılmıştır.

Eylül ayında vergi dışı gelirlerde bir önceki yılın aynı ayına göre görülen reel gerilemenin ve faiz harcamalarındaki artışın etkisiyle Merkezi Yönetim Bütçesi 1.9 milyar YTL açık vermiştir. 2006 yılının ilk dokuz aylık dönemindeki bütçe açığı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %83,6 gerileyerek 1.4 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

Eylül ayında verilen 1.6 milyar YTL'lik faiz dışı fazla ile 2006 yılı Ocak - Eylül dönemindeki faiz dışı fazla bir önceki yılın aynı dönemine göre %18,8 reel artış göstererek 36.2 milyar YTL'ye ulaşmış ve 2006 yılı için belirlenen faiz dışı fazla tutarı %12,3 oranında aşılmıştır.

Bütçe yılın ilk dokuz ayı itibariyle iyi bir performans göstermiş olmasına rağmen süreklilik özelliği olmayan vergi dışı gelirlerin ağırlığının artmış olması ve dolaylı vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payının giderek

yükselmesi bütçe gelirleri açısından olumsuz gelişmelerdir. Bununla birlikte tarımsal destekleme ödemelerinde ve sağlık harcamalarında Eylül ayı itibariyle başlangıç ödenekleri tükenmiştir. Önümüzdeki aylarda bu alanlara yapılacak harcamaların ödenek üstü olması bütçe performansını olumsuz etkileyecektir.

► **2007 Yılı Bütçesi**

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri	Milyon YTL			GSMH'ye Oran (%)	
	2006 (GT)	2007 (T)	Değ. (%)	2006 (GT)	2007 (T)
Bütçe Gelirleri	172.202	188.159	9,3	30,6	29,8
Vergi Gelirleri	137.644	157.973	14,8	24,5	25
Vergi Dışı Gelirler	30.436	26.270	-13,7	5,4	4,2
Bütçe Harcamaları	175.248	204.902	16,9	31,2	32,5
Faiz Dışı Harcamaları	128.988	151.956	17,8	23	24,1
Personel ve S.G.K.S.P.	42.690	53.772	26,0	7,6	8,5
Cari Transferler	50.831	60.863	19,7	9,0	9,6
Mal ve Hizmet Alımları	18.273	15.584	-14,7	3,3	2,5
Sermaye Giderleri	10.800	12.080	11,9	1,9	2,0
Faiz Harcamaları	46.260	52.946	14,5	8,2	8,4
Bütçe Dengesi	-3.046	-16.743	449,7	-0,5	-2,7
Faiz Dışı Denge	43.214	36.203	-16,2	7,7	5,7

KAYNAK: MALİYE BAKANLIĞI

2007 Bütçesinde Temel Büyüklükler	
GSMH (milyon YTL)	631.393
Büyüme (%)	5,0
Deflatör (%)	7,0
Tüfe (%)	4,0
Dış Ticaret Açığı (milyar \$)	-54,7
Cari İşlemler Açığı (milyar \$)	-30,4

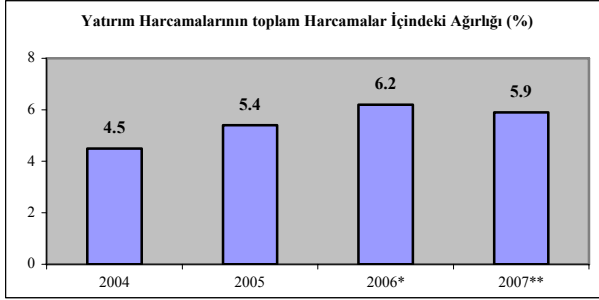
- Maliye Bakanlığı tarafından, 2007 yılı **Merkezi Yönetim Bütçesi giderleri** 2006 yılı gerçekleşme tahminlerine göre %16,9'luk artışla 204,9 milyar YTL, gelirleri de %9,3 oranında artışla 188,2 milyar YTL olarak açıklanmıştır. 2007 bütçesinde giderlerin gelirlerden daha yüksek belirlenmesi sonucunda Merkezi Yönetim Bütçe açığı 16,7 milyar YTL olarak öngörülmüştür. Maliye Bakanlığı'ndan yapılan açıklamada, 2007 yılı bütçesinde **Faiz Dışı Fazla (FDF)** 36,2 milyar YTL olarak belirlenmiştir.
- En son yayımlanan **Orta Vadeli Programda** 2007 bütçe giderleri 189,9 milyar YTL olarak belirlenmesine rağmen Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan 2007 bütçe giderlerinin 15 milyar YTL yüksek olması dikkat çekmektedir. Bu sapmanın temel nedenleri olarak yüksek faiz ve sosyal güvenlik harcamaları olarak görülmektedir. Faiz ve sosyal güvenlik harcamalarının yanısıra personel harcamalarında da %26'lık yüksek oranlı artış öngörülmektedir.

2007 Bütçe Harcamalarındaki Artışa Katkılar (%)	
Faiz Dışı Harcamaları	77,5
Personel ve S.G.K.S.P.	37,4
Cari Transferler	33,8
Mal ve Hizmet Alımları	-9,1
Sermaye Giderleri	4,3
Faiz Harcamaları	22,5

Bütçe harcamalarındaki artışa daha ayrıntılı bakıldığında, artışın %77,5'lik bölümünün faiz dışı harcamalardan, %22,5'lik bölümünün ise faiz harcamalarından kaynaklandığı görülmektedir. Faiz dışı harcamalardaki artış içinde personel harcamaları en büyük kısmı oluşturmaktadır. Bununla birlikte sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamalarındaki artış nedeniyle cari transferlerin faiz dışı harcamaları büyük ölçüde arttırması

öngörülmektedir. Yatırım harcamalarının artışa katkısı %4,3 gibi sınırlı bir seviyede kalırken, mal ve hizmet alımlarında gerileme öngörülmüştür.

- 2007 yılı bütçesinin 2005 ve 2006 yılları bütçelerinden en önemli farklılığı **faiz harcamalarında** meydana gelmesi beklenen artıştır. 2005 yılında reel olarak gerileyen faiz harcamalarının, 2006 yılının ilk dokuz aylık döneminde hedeflere paralel seyir izlendiği dikkate alınırsa bu yıl da gerileyeceği beklenmektedir. 2006 yılında 46.3 milyar YTL olması beklenen faiz harcamalarının 2007 yılında %14,2 artarak 52.9 milyar YTL'ye ulaşması öngörülmektedir. 2006 yılının ilk yarısında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkilerinin 2007 yılında oluşturacağı maliyet, bütçe üzerine 6.7 milyar dolarlık ek yük getirmekte ve bütçe harcamalarının esnekliğini azaltmaktadır.
- 2006 yılında 10.8 YTL olarak gerçekleşmesi beklenen toplam **yatırım harcamaları** 2007 yılı bütçesinde 12.1 milyar YTL olarak belirlenmiştir.



2004 yılından itibaren toplam harcamalar içindeki ağırlığı artan yatırım harcamaları 2007 yılında toplam harcamaların %5,9'unu oluşturacak şekilde 2006 yılındaki %6,2'lik seviyesinin altında tutulmuştur.

- Sosyal güvenlik kurumlarına** 2007 yılı bütçesinde 31.6 milyar YTL kaynak aktarılması planlanmaktadır. 2006 yılında toplam harcamaların %14'ü sözkonusu alana aktarılırken, bu oranın 2007 yılında %15,4'e yükselmesi beklenmektedir. Bu açıdan bakıldığında sosyal güvenlik alanında yapılan reform çalışmalarının kısa dönemde bütçe harcamaları üzerinde ek yük yaratacağı görülmektedir.
- 2007 yılında **mahalli idare ve fonlara** Merkezi Yönetim Bütçesi gelirlerinden toplam 17 milyar YTL kaynak transfer edilecektir. 2007 yılında genel seçimlerin düzenlenecek olması dolayısıyla seçim harcamalarının bütçeye yansımaları dikkatle takip edilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, mahalli idare ve fonlara aktarılan kaynakların toplam harcamalar içindeki payı önemli ipuçları vermektedir. 2007 yılı bütçesine bakıldığında mahalli idare ve fonlara yapılan aktarımların toplam harcamalar içindeki paylarının 2005 ve 2006 yıllarındaki değerlerini koruyarak %8,3 seviyesinde gerçekleşmesinin öngörüldüğü dikkat çekmektedir.
- 2007 yılında genel seçimlerin yapılacak olması nedeniyle seçim harcamalarının bütçeye yansımaları dikkatle takip edilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, mahalli idare ve fonlara aktarılan kaynakların toplam harcamalar içindeki payı önemli ipuçları vermektedir. 2007 yılı bütçesine bakıldığında mahalli idare ve fonlara yapılan aktarımların toplam harcamalar içindeki paylarının 2005 ve 2006 yılındaki değerlerini koruyarak %8,3 olarak gerçekleşmesinin öngörüldüğü dikkat çekmektedir.
- 2007 yılı bütçesinde vergi tahsilatında yüksek oranlı artış beklenmektedir. 2006 yılında 137.6 milyar YTL olarak gerçekleşeceği tahmin edilen **vergi gelirlerinin** 2007 yılında %14,8'lik artışla 158 milyar YTL'ye ulaşması öngörülmektedir. %4 enflasyon hedefi dikkate alındığında vergi tahsilatında büyük reel artış beklenmektedir. Vergi gelirleri içinde dolaylı vergilerin payının 2007 yılında daha da artacağı ve dolaylı vergi tahsilatının büyüme performansı ile yakından ilişkili olduğu göz önüne alındığında ekonomide hedeflenen büyüme performansının altında kalınması, vergi tahsilatında sorun yaşanmasına neden olabilecektir. Ancak önümüzdeki dönemde ekonomide bir miktar yavaşlama beklenmesine rağmen, hükümetin 2007 yılı için belirlenen %5'lik büyüme hedefine ulaşılması durumunda vergi gelirleri açısından bir sorun yaşanmama olasılığı yüksektir.
- 2006 yılında gerek özelleştirmeler gerekse kamu bankalarının kar transferleriyle artan **vergi dışı gelirlerin** 2007 yılında %13,7 gerilemesi öngörülmektedir. 2007 yılına ilişkin özelleştirme programının netlik kazanmaması bu gelir kaleminin 2006 yılına göre düşük belirlenmesine neden olmuştur. Özelleştirme çalışmaları gerek kamu dengeleri gerekse cari işlemler açığının finansmanı açısından önem kazanmaktadır.

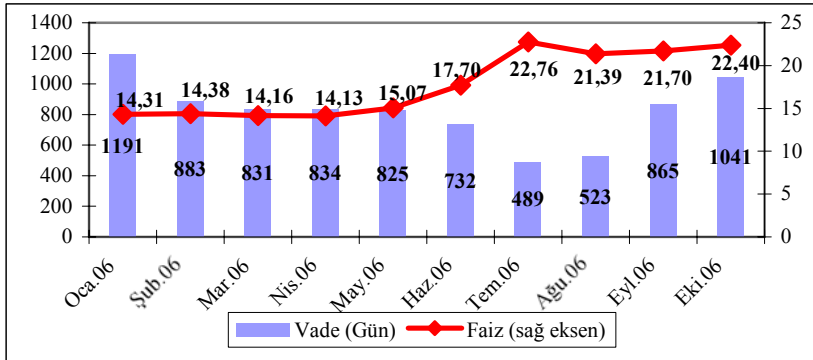
* 2006 yılı Gerçekleşme Tahmini

** 2007 yılı Tahmini

- 2007 yılı bütçesinde harcamaların %16,9, gelirlerin ise %9,3 artması öngörülürken bütçe açığının yaklaşık dört katına çıkarak 16.7 milyar YTL'ye ulaşması beklenmektedir. 2006 yılında **bütçe açığının** GSMH'ye oranı %0,5 iken bu oranın 2007 yılında %2,7'ye yükselmesi öngörülmektedir. Öngörülen bütçe açığının GSMH'ye oran (-%2,7) olarak küçük olması nedeniyle Hazine'nin borçlanma politikası üzerinde önemli bir baskı yaratmaması beklenmektedir. Bununla birlikte 2006 yılında GSMH'nin %7,7'sine ulaşması beklenen Maliye tanımlı **faiz dışı fazlanın** 2007 yılında GSMH'nin %5,7'si seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.
- Siyasi gündem olarak Mayıs ayındaki Cumhurbaşkanlığı ve Kasım ayındaki genel seçimlerle yoğun geçecek 2007 yılı, enflasyon ve cari açığın piyasalar tarafından yakından takip edileceği kritik bir yıl olarak görünmektedir. Kamu tasarruf eğiliminin cari açığın sürdürülebilirliği açısından büyük önem taşıması 2007 bütçesinin önemini arttırmaktadır. Faiz, personel ve sosyal güvenlik harcamalarındaki artışın 2007 bütçesinin harcama esnekliğini azaltmasına karşın, seçim yılı için sıkı maliye politikasından çok fazla ödün verilmeyeceği söylenebilir. IMF'nin bütçe harcamalarının üçer aylık periyotlarda kontrol edilmesine yönelik talebi de, bu konuda IMF'nin kararlı bir tutum izleyeceğini göstermektedir. 2007 yılı bütçe uygulama sürecinde harcama hedeflerinin aşılması orta vadedeki bütçe hedeflerine ulaşılması konusunda sıkıntı yaratabilecektir. 2007 yılı bütçesinin gelirler tarafında ise vergi gelirlerinde artışa karşılık vergi dışı gelirlerde gerileme öngörülmektedir. Vergi gelirleri içinde dolaylı vergilerin payının giderek artması gelir yapısını olumsuz etkilerken, büyüme ile kamu gelirleri arasındaki ilişkiyi arttırmaktadır. 2007 yılında ekonomik büyümede olası bir gerileme vergi tahsilatını azaltarak bütçe hedeflerinden sapmaya yol açabilecektir.

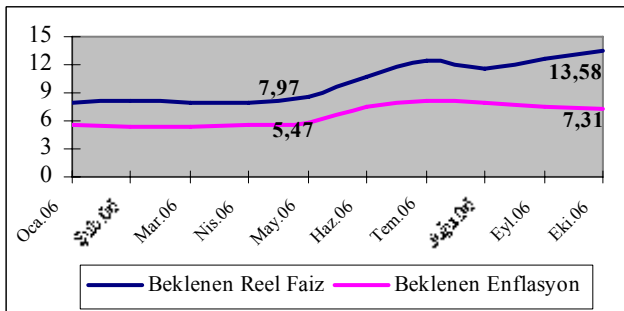
► Borçlanma

Hazine Müsteşarlığı Ekim ayında düzenlediği dört ihalede toplam 6.5 milyar YTL ile Haziran ayından bu yana en düşük miktarlı aylık iç borçlanmasını gerçekleştirmiştir. Hazine Ekim ayında tüm iç borçlanmasını piyasalardan sağlamış ve kamu kurum ve kuruluşlarından borçlanma gerçekleştirmemiştir. 8.3 milyar YTL iç borç itfasi yapılan Ekim ayında iç borç çevirme oranı %78 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk on ayı itibariyle ise bu oran %77 olarak gerçekleşmiş ve 2006 için belirlenen %77,1'lik hedefin altında kalmıştır.



Mayıs ayından itibaren hızla yükselişe geçen borçlanma faizleri, 2006 yılının diğer aylarına göre düşük borçlanma gerçekleştirilen Ekim ayında da yüksek seviyesini korumuştur. Hazine'nin aylık ortalama borçlanma faizi Eylül ayına göre 0.7 puan yükselerek %22,4'e yükselmiştir. Eylül ayında 865 gün (28.8 ay) olan iç borçlanmanın ortalama vadesi Ekim ayında 1041 güne (34.7

ay) yükselmiştir. 2005 yılında 749 gün (25 ay) olan ortalama vade, 2006 yılının Ocak – Ekim dönemi itibariyle ortalama vade 818 gün (27,3 ay) olarak gerçekleşmiştir.



Enflasyon beklentilerinde sınırlı da olsa yaşanan gerilemeye rağmen Hazine iç borçlanma faizlerindeki yükselişin devam etmesi sonucunda, beklenen reel faizlerdeki artış Ekim ayında da devam etmiştir. Ekim ayında beklenen reel faiz Eylül ayına göre 0.96 puan yükselerek %13,58 seviyesine yükselmiştir.

Kasım Ayı Finansman Programı (milyar YTL)	
Ödemeler	18.0
İç Borç	12.4
Dış Borç	5.6
Finansman	18.0
Piyasadan İhale Yoluyla Borçlanma	7.5
Diğer Finansman	10.5
Faiz Dışı Fazla	3.6
Kamuya satışlar	1.5
Dış Borçlanma	1.8
Kasa - Banka	3.6

Hazine Müsteşarlığı, piyasaya 12.4 milyar YTL'lik iç borç ödemesi yapacağı Kasım ayında, 18 milyar YTL'lik finansman ihtiyacının 7.5 milyar YTL'lik bölümünü piyasalardan borçlanarak karşılamayı öngörmektedir. Hazine tarafından, 7 Kasım tarihinde biri 399 gün diğeri 644 gün vadeli YTL cinsi iskontolu tahvil, 21 Kasım tarihinde beş yıl vadeli YTL cinsi değişken kuponlu tahvil ihaleleri düzenlenecektir. Hazine ayrıca 29 Kasım vade başlangıç tarihli döviz cinsi tahvil ihalesi gerçekleştirecektir. Kasım ayında finansmanın büyük kısmını 10.5 milyar YTL olarak belirlenen borçlanma dışı kaynakların oluşturması öngörülmektedir. Kasım ayındaki 1.8 milyar YTL'lik

dış borçlanmayı Ekim ayında gerçekleştirilen 1.3 milyar dolarlık tahvil ihracı tutarının Hazine hesaplarına geçmesi oluşturacaktır. Kasım ayında 3.6 milyar YTL faiz dışı fazla hedeflenirken kamu kurum ve kuruluşlarından 1.5 milyon YTL borçlanma planlanmaktadır. Kasım ayında nakit kasa kullanımı 3.6 milyar YTL olarak öngörülmektedir.

► Borç Stoku

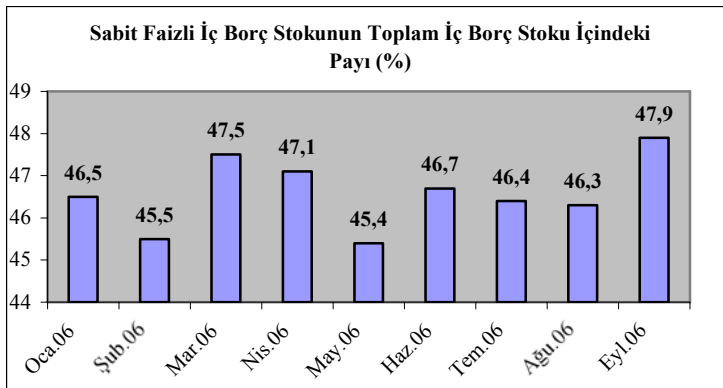
Merkezi Yönetim Borç Stoku

Milyar YTL	2005 Yıl Sonu	Ağustos 2006	Eylül 2006
Toplam Borç Stoku	331.5	348.8	349.6
İç Borç Stoku	244.8	251.9	250.9
Dış Borç Stoku	86.7	96.9	98.7

KAYNAK :HAZİNE

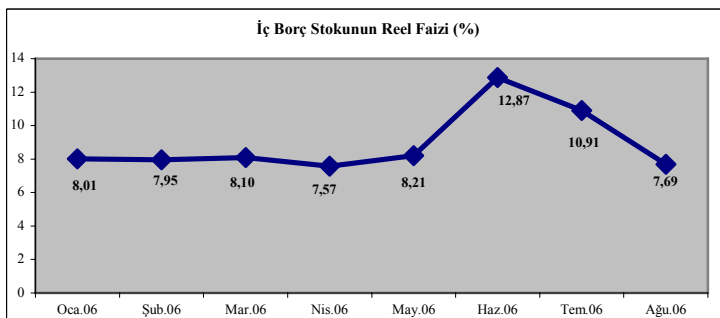
Eylül ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku bir önceki aya göre 761 milyon YTL artarak 349.6 milyar YTL'ye (233.5 milyar dolar) yükselmiştir. Söz konusu ayda iç borç stoku 1.1 milyar

YTL gerileyerek 250.9 milyar YTL'ye düşerken, dış borç stoku 1.8 milyar YTL artarak 98.7 milyar YTL'ye yükselmiştir. Eylül ayı sonu itibarıyla iç borç stokunun ortalama vadesi Ağustos ayı sonuna göre 0.6 ay artarak 24.2 aya yükselmiştir.



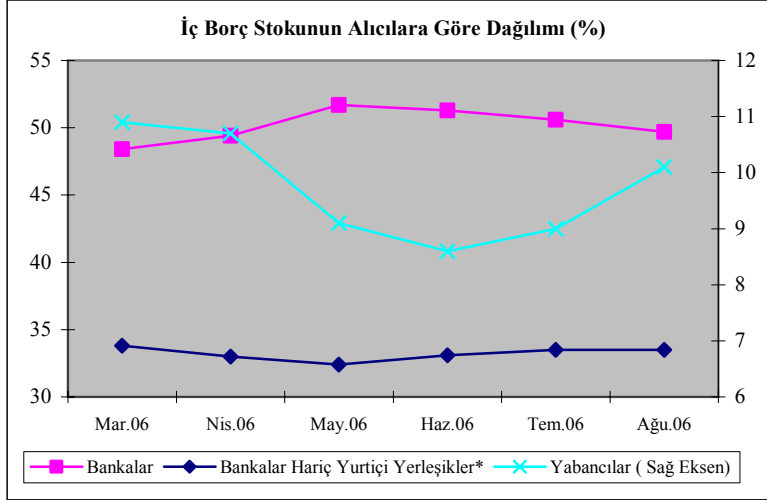
Hazine Mayıs ayındaki dalgalanmanın ardından Haziran-Ağustos ayları arasında sabit faizli borçlanma imkanı bulamamıştır. Dalgalanmanın etkilerinin azalmasıyla Eylül ve Ekim aylarında tekrar sabit faizli enstrümanlarla borçlanma gerçekleştirilmiştir. Böylece Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen "YTL cinsi borçlanmaların ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılmasına" yönelik stratejik ölçüt çerçevesinde izlenen borçlanma politikasıyla, sabit faizli iç borç stokunun

toplam borç stoku içinde payı Eylül ayında %47,9'a yükselerek 2006 yılındaki en yüksek seviyesine yükselmiştir. Hazine'nin borçlanmasının ağırlıklı olarak sabit faizli enstrümanlarla yapılması, borçlanma faizlerinde artış yaşanması durumunda faiz harcamalarının bütçe üzerindeki baskısını azaltacaktır.



Mayıs ayında yaşanan dalgalanma sonucunda iç borçları dolayısıyla Hazine'nin ödeyeceği reel faiz büyük ölçüde artmıştır. Mayıs ayında %8,21 seviyesinde bulunan iç borç stokunun reel faizi Haziran ayında 4.66 puan yükselerek %12,87'ye yükselmiştir. Döviz ve dövize endekli borçların reel faizlerinde görülen

artış toplam iç borç stokunun reel faizini arttıran en önemli neden olarak görülmektedir. Ağustos ayında iç borç stokunun reel faizinin %7,69'a gerileyerek dalgalanma öncesindeki seviyesine geri dönmesine karşın Haziran ve Temmuz aylarında yaşanan yükseliş, iç borçlara ilişkin faiz ödemelerini önümüzdeki aylarda arttıracaktır.



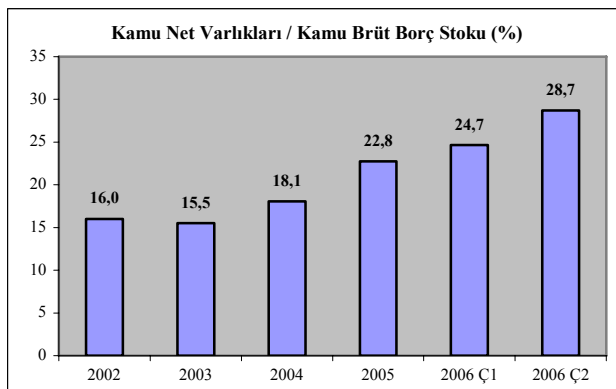
İç borç stokunun alıcılara göre dağılımına bakıldığında Mayıs ayındaki dalgalanmanın piyasa aktörleri üzerindeki etkileri görülmektedir. Nisan ayında iç borç stoku içinde yabancı yatırımcılara ait senetlerin ağırlığı %10,7 iken bu oran Mayıs ayında %9,1'e Haziran ayında ise %8,6'ya gerilemiştir. Dalgalanmanın etkilerinin azaldığı Ağustos ayından itibaren ise yabancı payı tekrar %10,1'e yükselmiştir. Mayıs ayından sonra bankacılık dışı kesimin iç borç stoku içindeki payı gerilerken, bankalara ait iç borçlanma senetlerinin toplam içindeki payı artmıştır.

Kamu Net Borç Stoku

Kamu Net Borç Stoku (milyar YTL)					
	2003	2004	2005	2006 Ç1	2006 Ç2
Kamu Brüt Borç Stoku	297.3	332.1	348.4	351.0	367.2
Kamu Net Borç Stoku	251.0	272.2	269.1	264.4	261.8
Net İç Borç Stoku	172.5	197	227.7	232.0	224.5
Net Dış Borç Stoku	78.7	75.2	41.4	31.8	37.2

KAYNAK:HAZİNE

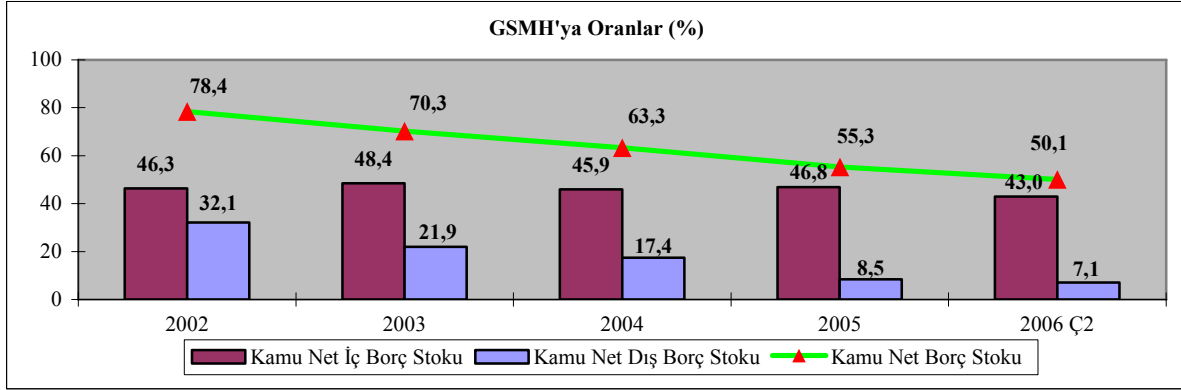
Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan rakamlara göre kamu net borç stokunda gözlenen azalma eğilimi 2006 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. 2005 yılın sonunda 269.1 milyar YTL olan kamu net borç stoku 2006 yılı Haziran ayı sonu itibariyle 7.3 milyar YTL gerileyerek 261.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönem itibariyle brüt borç stokunda 18,8 milyar YTL artış yaşanmıştır. Brüt borç stokundaki artışın 2.9 milyar YTL'si iç borç stokundaki, 15.8 milyar YTL'si ise dış borç stokundaki artıştan kaynaklanmıştır.



gerçekleşen söz konusu oran 2005 yılında %22,8'e yükselmiş, 2006 yılının ilk yarısında %28,7'ye ulaşmıştır.

2005 yılından itibaren kamu net varlıklarındaki artış kamu brüt borç stokunda artışa karşın kamu net borç stokunun gerilemesini sağlamıştır. 2005 yılı sonunda 30.8 milyar YTL olan Merkez Bankası net varlıkları 2007 yılı Haziran ayı sonu itibariyle 44.9 milyar YTL'ye yükselmiştir. Söz konusu dönem itibariyle kamu mevduatı 8.9 milyar YTL artarak 39.7 milyar YTL'ye, İşsizlik Sigortası Fonu net varlıkları ise 2.8 milyar YTL artarak 20.8 milyar YTL'ye yükselmiştir. Kamu net varlıkları kalemlerinde yaşanan bu artış sonucunda varlıkların kamu brüt borç stokunu karşılama oranı yükselmiştir. 2003 yılında %15,5 seviyesinde

* Bankacılık Hariç Yurtiçi Yerleşikler = Tüzel kişiler + Gerçek kişiler + MKYF



2006 yılının ilk yarısında kamu net borç stokunda yaşanan gerileme ve yüksek oranlı büyüme sayesinde kamu net borç stokunun GSMH'ye oranı 2005 yılı sonundaki %55,3'lük seviyesinden %50,1'e gerilemiştir. Grafikten de görüldüğü gibi kamu net borç stokunun GSMH'ye oranının gerilemesindeki temel etken net dış borç stokundaki azalma olmuştur. 2002 yılında GSMH'nin %32,1'i olan net dış borç stoku, 2006 yılının ilk yarısı itibariyle GSMH'nin %7,1'ine gerilemiştir. Ancak Mayıs ayında kurların yükselmesiyle kamu dış borç stokunun YTL cinsinden miktarı artış göstermiştir. 2006 yılının ilk yarısında net dış borç stoku GSMH'nin %6,4'ü iken, bu oran 2006 yılının Haziran ayı sonu itibariyle %7,1'e yükselmiştir. Ancak, kamu net iç borç stokundaki gerileme toplam stokun GSMH'ye oranının gerilemesine katkıda bulunmuştur.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi (Milyon \$)	Ağustos			Ocak-Ağustos		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-1.196	-1.711	43,1	15.510	22.422	44,6
Dış Ticaret Dengesi	-3.794	-4.281	12,8	-21.619	-27.980	29,4
İthalat	-9.554	-11.227	17,5	-70.486	-84.165	19,4
İhracat	5.860	7.498	28,0	48.867	56.185	15,0
Hizmetler Dengesi	3.033	2.934	-3,3	9.126	8.549	-6,3
Turizm	3.215	3.174	-1,3	9.899	9.758	-1,4
Yatırım Geliri Dengesi	-587	-591	0,7	-3.962	-3.983	0,5
Cari Transferler	152	227	49,3	945	992	5,0
Finans Hesabı	-203	3.661	-1.903,4	23.562	31.331	33,0
Doğrudan Yatırımlar	486	3.074	532,5	2.364	12.129	413,1
Portföy Yatırımları	-619	1.616	-	7.264	2.403	-66,9
Diğer Yatırımlar	-70	-1.029	-	13.934	16.799	20,6
Net Hata Noksan	600	625	4,2	3.642	-1.122	-130,8
Rezerv Varlıklar	799	-37	-104,6	-11.694	-7.787	-33,4
Resmi Rezervler	2.255	-368	-116,3	-7.417	-4.245	-42,8

Kaynak: TCMB

Merkez Bankası tarafından açıklanan ödemeler dengesi rakamlarına göre cari işlemler açığı Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %43,1 artarak 1.7 milyar dolara yükselmiştir. Cari açığın artışının temel nedenleri 2006 yılının önceki aylarında olduğu gibi artan dış ticaret açığı ve hizmetler hesabındaki fazlada yaşanan daralmadır. 2005 yılı Ocak – Ağustos döneminde 15.5 milyar dolar olan cari işlemler açığı 2006 yılının aynı döneminde %44,6 oranında artarak 22.4 milyar dolara ulaşmıştır. Ağustos ayı sonu itibariyle yıllık açık ise 30.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Ağustos ayında ara malı ithalatındaki yüksek oranlı artışın etkisiyle dış ticaret açığı ödemeler bilançosunda yer aldığı şekliyle 2005 yılının aynı ayına göre %12,8 artarak 4.3 milyar dolara yükselmiştir. 2006 yılının ilk sekiz aylık dönemindeki dış ticaret açığı ise 28 milyar dolara ulaşmıştır. Ocak – Ağustos dönemleri itibariyle dış ticaret açığı 2005 yılına göre 6.4 milyar dolar artarken, aynı dönemde cari işlemler açığındaki artış da 6.9 milyar dolara ulaşmıştır.

Ağustos ayında hizmetler hesabında 2.9 milyar dolar olarak gerçekleşen fazlada, 2005 yılının aynı ayına göre %3,3'lük gerileme dikkat çekmektedir. Yılın ilk sekiz aylık döneminde hizmetler hesabındaki fazla 2005 yılının aynı dönemine göre 577 milyon dolar azalmıştır. Söz konusu dönemler itibariyle net turizm gelirlerinin %1,4 gerilemesi ve taşımacılık sektöründeki açığın artması hizmetler dengesindeki gerilemenin temel nedenidir.

Yatırım geliri dengesinde 2005 yılına göre önemli bir değişiklik olmamasına rağmen yurtdışı piyasalardan sağlanan kredilere ilişkin faiz giderlerinin %16,9 oranında artarak 3.8 milyar dolara ulaşması dikkat çekmektedir. Söz konusu dönemde reel sektörün faiz giderleri %43,9 oranında artış göstermiştir.

2006 yılının ilk sekiz aylık döneminde işçi gelirlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre görülen %28'lik artışın etkisiyle cari transferler %5,0 artarak 992 milyon dolara ulaşmıştır.

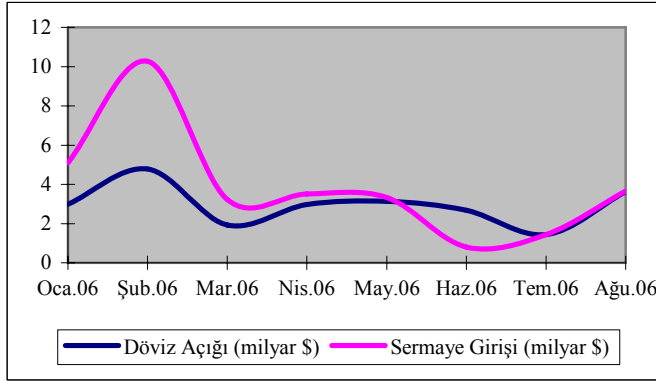
► Sermaye ve Finans Hesapları

Ağustos ayında finans hesabı açısından en önemli gelişme doğrudan yatırımlar kalemindeki 3.1 milyar dolarlık döviz girişidir. Temmuz ayının ardından Ağustos ayında da portföy yatırımları yoluyla yüksek düzeyde sermaye girişi (1.6 milyar dolar) yaşanırken, diğer yatırımlar kaleminde net çıkış (1 milyar dolar) görülmektedir.

Ağustos ayında doğrudan yatırımlar kalemindeki 3.1 milyar dolarlık giriş, Finansbank'ın %46 oranındaki hisselerinin National Bank of Greece'e satılmasından kaynaklanmıştır.

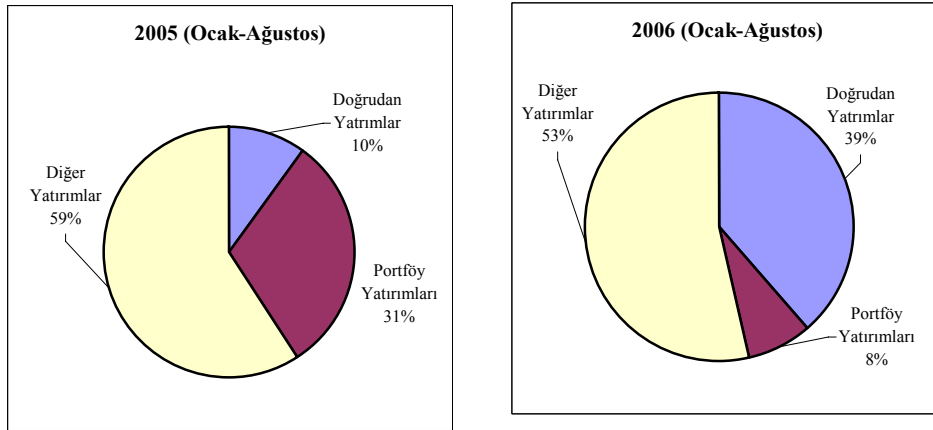
Temmuz ayının ardından yabancı yatırımcıların Ağustos ayında DİBS piyasalarına olan ilgilerinin devam ettiği görülmektedir. Söz konusu ayda yabancılar 2.1 milyar dolar DİBS alımı gerçekleştirirken, hisse senedi alımları 85 milyon dolar gibi düşük bir düzeyde kalmıştır.

Ağustos ayında bankaların 1.5 milyar dolar kısa vadeli kredi geri ödemesi gerçekleştirmeleri diğer yatırımlardaki döviz çıkışının temel nedenidir. Kamu kesimi ve reel sektör Ağustos ayında ağırlıklı olarak uzun vadeli olmak üzere yurt dışı piyasalardan kredi sağlamışlardır.



2006 yılının başından itibaren görülen döviz açığının üstünde gerçekleşen sermaye girişi eğilimi Mayıs ayında yaşanan dalgalanmanın ardından bir süre tersine dönmüş, ancak portföy yatırımlarındaki çıkışın son bulmasıyla sermaye girişi yeniden döviz açığının üzerine çıkmıştır.

2006 yılının ilk sekiz aylık dönemi itibariyle toplam sermaye girişi bir önceki yılın aynı ayına göre %33 oranında artarak 31.3 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemdeki toplam sermaye girişinin 12.1 milyar doları doğrudan yatırımlar, 2.4 milyar doları portföy yatırımları, 16.8 milyar doları ise diğer yatırımlar yoluyla olmuştur.



2006 yılının Ocak – Eylül döneminde doğrudan yatırımların toplam finansman içindeki payı 2005 yılının aynı dönemine göre artmıştır. Ocak – Ağustos dönemleri karşılaştırıldığında 2005 yılında toplam sermaye girişinin %10'u doğrudan yatırımlar yoluyla olurken, 2006 yılında bu oran %39'a yükselmiştir. Diğer yatırımların finansman içindeki ağırlığı devam etmektedir. 2006 yılının ikinci çeyreğinde toplam 4.5 milyar dolarlık çıkışın yaşandığı portföy yatırımlarının payı ise söz konusu dönem itibariyle %31'den %8'e gerilemiştir.

2006 yılının ilk sekiz aylık döneminde 12.1 milyar dolara ulaşan doğrudan yatırımların Denizbank'ın ve Akbank'ın satışları sonrasında 20 milyar doların üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. 2007 yılında ise doğrudan yatırımların 2006 yılına göre bir miktar hız kesmekle birlikte devam etmesi beklenmektedir. Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) tarafından hazırlanan "Capital Flows To Emerging Market Economies" adlı rapora göre, 2007 yılında Türkiye'ye 16 milyar dolarlık doğrudan yabancı sermaye girişi olacağı öngörülmektedir.

2005 yılı Ocak – Ağustos döneminde 907 milyon dolar olan yabancıların Türkiye'deki gayrimenkul alımlarının 2006 yılının aynı döneminde 2 milyar dolara ulaşması doğrudan yatırımların artmasını sağlayan önemli bir

etkendir. Ancak yabancıların gayrimenkul alımlarının sürekli bir finansman kaynağı olmamasının yanında döviz geliri yaratmaması, cari açığın finansman kalitesi incelenirken dikkat edilmesi gereken bir konudur.

2006 yılı Ocak - Ağustos döneminde portföy yatırımları yoluyla giren sermaye, 2005 yılının aynı dönemine göre 4.9 milyar dolar gerileyerek 2.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yabancıların Türkiye'deki portföy yatırımları Nisan – Haziran dönemindeki çıkışın ardından Temmuz ayından itibaren tekrar hız kazanmış ve Ağustos ayında da devam etmiştir. 2006 yılının ilk sekiz aylık döneminde yabancı yatırımcılar 1.4 milyar dolarlık hisse senedi alımı gerçekleştirirken, DİBS piyasasında ise 372 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır. Söz konusu dönemde Hazine, yurtdışı piyasalardan net 2.2 milyar dolar borçlanma gerçekleştirmiştir.

2005 yılının ilk sekiz ayında 13.9 milyar dolar seviyesinde bulunan diğer yatırımlar kanalıyla döviz girişi, 2006 yılının aynı döneminde %20,6 oranında artarak 16,8 milyar dolara ulaşmış ve toplam sermaye girişinin %53'ünü oluşturmuştur. Bankacılık ve reel sektörün yurtdışı piyasalardan sağladığı krediler diğer yatırımlar içindeki ağırlığını devam ettirmektedir. Bu iki sektörün 2006 yılı Ocak – Ağustos dönemindeki 20.6 milyar dolara ulaşan kredilerinin %15,3'lük bölümünü kısa vadeli krediler oluşturmaktadır. 2005 yılının Ocak - Ağustos döneminde firmalar ve bankaların kısa vadeli kredilerinin toplam krediler içindeki payı %34,5 olduğu dikkate alınırsa bu iki sektörün yurtdışı piyasalardan sağladığı kredilerin vadelerindeki uzama dikkat çekmektedir. Bankaların kısa vadeli kredilerde net ödevici konumda bulunmaları kısa vadeli kredilerin ağırlığını azaltan başlıca gelişmedir.

Reel sektörün kısa vadeli kredilerinde gerileme yaşanırken orta ve uzun vadeli kredilerindeki artış eğilimi devam etmektedir. Firmalar kesiminin 2006 yılının ilk sekiz aylık dönemindeki uzun vadeli kredi kullanımları 2005 yılının aynı dönemine göre 10 milyar dolar artarak 21.9 milyar dolara ulaşmıştır. Reel sektörün finansman ihtiyacını ağırlıklı olarak yurtdışı piyasalardan borçlanarak gerçekleştirmesi firmaların orta ve uzun vadeli dış borç stokunda önemli artışa neden olmaktadır. Bankacılık dışı özel sektörün dış borç stoku 2005 yılı sonunda 36.7 milyar dolar iken, bu rakam 2006 yılının ilk altı ayında 12.9 milyar dolar artarak 49.7 milyar dolara yükselmiştir.

2006 yılının ilk sekiz ayında net hata noksan kalemiyle 1.1 milyar dolarlık döviz çıkışının yaşanmasının ardından, toplam döviz açığı 23.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde 31.3 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşmiş, 3.5 milyar dolarlık IMF dış borç ödemesi yapılmıştır. Sonuç olarak Merkez Bankası rezervleri 4.2 milyar dolar artmıştır.

Dış ticaret açığındaki genişlemenin süreklilik kazanması ve turizm gelirlerindeki gerileme cari açık rakamının 2006 yılında yüksek gerçekleşmesine neden olacaktır. 2006 yılı sonu itibariyle cari açığın GSYİH'nın %7,6'sı civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.

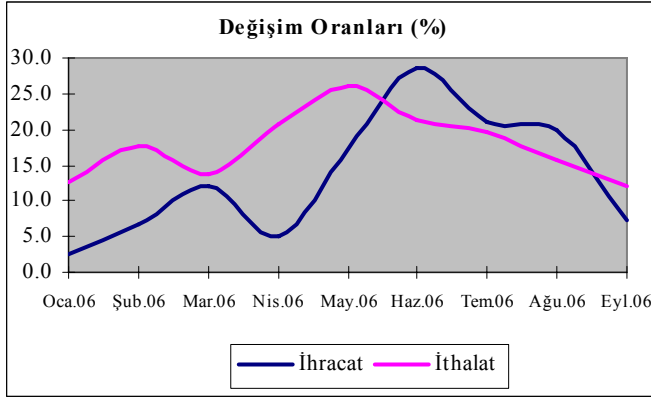
Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 29.6 milyar dolardır.

DIŞ TİCARET

Dış Ticaret						
Milyon \$	Eylül			Ocak –Eylül		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
İhracat	6.814	7.316	7,4	53.515	60.697	13,4
İthalat	10.366	11.630	12,2	85.329	100.540	17,8
Dış Ticaret Dengesi	-3.552	-4.314	21,5	-31.813	-39.843	25,2
Karşılama Oranı (%)	65,7	62,9		62,7	60,4	

Kaynak: TÜİK

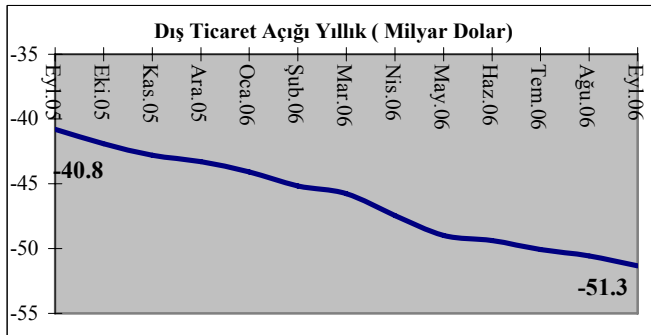
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, ihracat Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %7,4 oranında artarak 7.3 milyar dolara yükselirken, ithalat ise %12.2 oranında artarak 11.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılı Ağustos ayında 3.5 milyar dolar olan dış ticaret açığı %21.5'lik artışla 4.3 milyar dolara yükselmiştir.



Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmalar sonucunda YTL'nin değer kaybetmesiyle ihracatın artış oranı ithalatın artış oranının üzerine çıkmıştır. Haziran – Ağustos döneminde ihracat ortalama %23,1 oranında artarken, ithalatın ortalama artış hızı %18,9 olarak gerçekleşmiştir. Ancak, Eylül ayında kurdaki değişimlerin dış ticaret rakamları üzerindeki olumlu etkilerinin azaldığı daha da belirginleşmiş ve Mayıs ayından sonra ilk defa ithalatın artış hızı ihracatın üzerinde gerçekleşmiştir. Ekonominin büyümeye devam ediyor olması ve ihracat artışının ithalata bağımlılığı nedeniyle öngörülen etkiler

beklediği ölçüde gerçekleşmemiştir. Söz konusu gelişme dış ticaret açığındaki bozulmayı arttırmıştır. Haziran – Ağustos döneminde ortalama %12,9 artan dış ticaret açığı, Eylül ayında %21,5 artış göstermiştir.

2005 yılı Eylül ayında %65,7 seviyesinde gerçekleşen ihracatın ithalatı karşılama oranı 2006 yılının aynı ayında %62,9'a gerilemiştir. Ocak - Ağustos dönemi itibariyle ise karşılama oranı 2005 yılının aynı dönemine göre 2.3 puan gerileyerek %60,4'e düşmüştür.



2006 yılının ilk dokuz aylık döneminde ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre %13,4 artarak 60.7 milyar dolara yükselirken, ithalat %17,8'lik artışla 100.5 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılı Ocak – Eylül döneminde 31.8 milyar dolar olan dış ticaret açığı %25,2 artarak 39,9 milyar dolara yükselmiştir.

Ağustos ayı sonu itibariyle yıllık ihracat bir önceki yıla göre 9 milyar dolar artarak 80.6 milyar dolara yükselirken, yıllık ithalat aynı dönemde 19.5 milyar dolar artarak 132 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılı Ağustos ayı sonu itibariyle yıllık dış ticaret açığı ise 51.3 milyar dolara ulaşmıştır.

► İhracat

İhracat	Eylül			Ocak – Eylül		
	Milyon \$	2005	2006 Değ.(%)	2005	2006 Değ.(%)	
Tarım ve Ormancılık	485	296	-38,9	2.171	2.326	7,1
Madencilik	71	112	56,5	589	819	38,9
İmalat	6.189	6.855	10,8	50.366	57.117	13,4
<i>Kaynak:TÜİK</i>						

Tarım ürünleri ihracatında görülen %38,9'luk gerileme Eylül ayında ihracatın yavaşlamasının en önemli nedenleri arasında görülmektedir. Söz konusu ayda toplam ihracatın %94,1'lik bölümünü oluşturan

imalat sanayii ürünleri ihracatı ise %10,8'lik artışla 6.8 milyar dolara ulaşmıştır.

Eylül Ayı İhracat Artışına Katkılar	
Makinalar ve mekanik cihazlar	1,8
Demir ve çelik	2,5
Kara taşıtları	3,5
Yenilen meyveler	-2,8

Kara taşıtları, demir-çelik, ve makinalar-mekanik cihazlar sektörleri son üç ayda gösterdikleri yüksek ihracat performanslarını Eylül ayında da devam ettirmişlerdir. Bu üç sektörün Eylül ayındaki ihracat artışına katkıları sırasıyla 3.5, 2.5 ve 1.8 puan olarak gerçekleşmiştir. Eylül ayında yenilebilir meyve ihracatının toplam ihracat artışına katkısının negatif olması tarım sektöründe ihracat performansının gerilemesinin başlıca nedeni olmuştur.

İhracata ülke grupları itibarıyla bakıldığında, ihracatımızın %52,1'ini gerçekleştirdiğimiz Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracat Ocak – Eylül döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %13,6 oranında artış göstererek 31.6 milyar dolara yükselmiştir. Sözkonusu dönemde Diğer Avrupa ülkelerine yapılan ihracat ise 2005 yılına göre %28,2 oranında artarak 8.1 milyar dolara yükselmiştir.

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM)'in açıkladığı Ekim ayı ihracat verileri, ihracat artış hızındaki yavaşlamanın Ekim ayında da devam ettiğini göstermektedir. TİM verilerine göre, ihracat Ekim ayında 2005 yılının aynı ayına göre %6,7 artarak 7.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk on aylık dönemindeki toplam ihracat %14,0 artarak 68.5 milyar dolara ulaşırken, Ekim ayı sonu itibarıyla son bir yıllık ihracat ise 81.8 milyar dolara yükselmiştir. Ekim ayında hazır giyim ve konfeksiyon malları ihracatı %8,2 gerilerken, taşıt araçları ve yan sanayii sektörünün ihracatı %11,7 oranında artmıştır.

► İthalat

İthalat	Eylül			Ocak – Eylül		
	Milyon \$	2005	2006 Değ.(%)	2005	2006 Değ.(%)	
Yatırım Malları	1.736	1.753	1,0	14.500	15.931	9,9
Ara Malları	7.259	8.662	19,3	60.529	72.315	19,5
Tüketim Malları	1.345	1.186	-11,8	9.879	11.933	20,8
<i>Kaynak:TÜİK</i>						

Ara malları ithalatında son aylardaki yüksek oranlı artış eğilimi bir miktar hız kesmesine karşın Eylül ayında da devam etmiştir. Tüketim malları ithalatı ise Ağustos ayının ardından Eylül ayında da

2005 yılının aynı ayına göre gerilemiştir. Eylül ayında ara malları ithalatı 2005 yılının aynı ayına göre %19,3 artarken, tüketim malları ithalatı %11,8 gerilemiştir. Sermaye mallarının artış hızı ise %1 gibi düşük bir düzeyde gerçekleşmiştir.

Eylül ayında, 2005 yılının aynı ayına göre binek otomobil ithalatının %42,5, dayanıklı tüketim malları ithalatının ise %15,1 gerilemesi sonucunda tüketim malları ithalatında Ağustos ayında başlayan gerileme eğilimi hızlanarak devam etmiştir. Ancak Ocak - Eylül dönemi değerlendirildiğinde, tüketim malları ithalatının 2006 yılında bir önceki yıla göre %20,8 oranında arttığı görülmektedir. Yurtiçi tüketim malları talebindeki gerilemenin, tüketim malları ithalatının toplam içindeki payı düşünüldüğünde 2006 yılı dış ticaret açığı üzerindeki daraltıcı etkisinin sınırlı olması beklenmektedir.

Tüketim ve yatırım malları ithalatındaki yavaşlamayla birlikte ara malları ithalatındaki artışın hız kesmesinin etkisiyle ithalat artış eğilimi bir miktar gerilese de ihracat artışının üzerinde seyretmektedir. İhracatın artış hızındaki yavaşlama dış ticaret açığının artmasına neden olmuştur. Tüketim malları ithalatında görülen yavaşlamanın önümüzdeki aylarda da devam etmesi ve petrol fiyatlarındaki gevşemenin kalıcı olması dış ticaret açığını sınırlayıcı bir etki yaratacak olmasına karşın, orta vadede dış ticaret dengesinde kalıcı düzelmenin sağlanması ancak yapısal reformlar yoluyla ara malı ithalatının sınırlanması halinde mümkün olabilecektir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı ihracat tahminimiz 83 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 133 milyar dolardır.

BANKACILIK SEKTÖRÜ

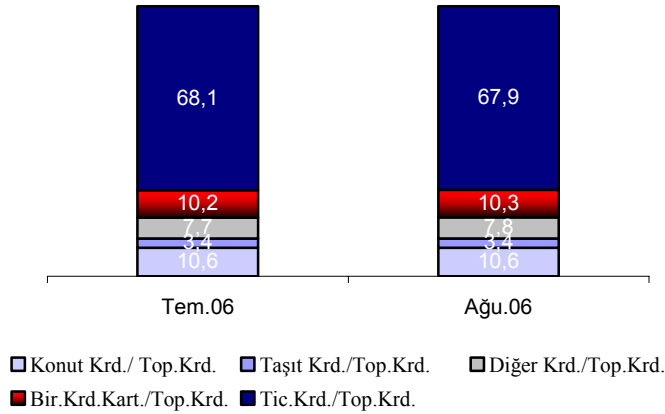
(Milyon) YTL	Değişim %				
	Ara.05 (1)	Tem.06 (2)	Ağu.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	39.844	41.468	-11,3	4,1
Men.Değ.Port.	143.016	156.232	154.560	8,1	-1,1
Krediler	149.937	194.632	196.001	30,7	0,7
Duran Aktifler	21.015	21.218	21.020	0,02	-0,9
Diğer Aktifler	36.243	33.224	33.191	-8,4	-0,1
Top.Aktif	396.962	445.150	446.240	12,4	0,2
Mevduat	243.121	272.713	277.382	14,1	1,7
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	119.016	113.539	13,4	-4,6
Özkaynaklar	53.733	53.421	55.319	3,0	3,6
Toplam Pasif	396.962	445.150	446.240	12,4	0,2

Kaynak: BDDK

► Aktif Yapısı:

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri son bir ayda %0,2 oranında artarak Ağustos ayı itibariyle 446.240 milyon YTL olmuştur. Bu sınırlı artışta, özellikle nakit rezervler ve krediler kalemlerindeki artışa karşın diğer aktif kalemlerde meydana gelen gerilemeler etkili olmuştur. Bu artış ve azalışlara bağlı olarak son bir aylık dönemde nakit rezervlerin toplam aktifler içindeki payı %8,9'dan %9,3'e; kredilerin payı ise %43,7'den %43,9'a çıkarken; menkul değerler portföyünün payı ise %35,1'den %34,6'ya düşmüştür.

Kredi Türlerinin Toplam Krediler İçindeki Payı (%)



Bankacılık sektörü kredi hacmi Ağustos ayı itibariyle son bir aylık dönemde YP hesaplarda izlenen kredilerde meydana gelen azalışa karşın bir önceki aya göre %0,7 oranında artarak 196.001 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Banka grupları itibariyle kredi hacmindeki artış ve azalışları incelediğimizde, kalkınma ve yatırım bankaları hariç bütün banka gruplarında artışlar yaşanmıştır. Kredi türlerinin toplam krediler içindeki paylarına bakıldığında son bir aylık dönemde fazla bir değişiklik olmamakla birlikte, Temmuz ayında başlayan bireysel kredi kartlarında yaşanan artış eğiliminin Ağustos ayında da devam ettiği görülmektedir. Ticari kredilerin toplam krediler içindeki payı ise

%68,1'den %67,9'a gerilemiştir.

Son bir aylık dönemde kredi hacmi artarken takipteki alacaklar kalemi de %1,7 oranında artmıştır. Ancak, takipteki alacaklar kalemindeki artışın kredi hacmindeki artışın üstünde gerçekleşmesi kredilerin takibe dönüşüm oranını artırmıştır. Temmuz ayı itibariyle %3,9 olan kredilerin takibe dönüşüm oranı Ağustos ayında %4'e yükselmiştir.

Kredi Türlerinin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.05	Tem.06	Ağu.06
Konut	0,13	0,1	0,1
Taşıt	1,2	1,6	1,7
Bireysel Kredi kartları	7,8	8,2	8,2
Ticari Krediler	5,7	4,3	4,4
<i>Kaynak: BDDK</i>			

Ağustos ayı itibariyle kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde sadece taşıt ve ticari kredilerin takibe dönüşüm oranlarında az da olsa artışlar yaşandığı, bunun dışında fazla bir değişim olmadığı görülmektedir.

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

En Çok Pay Alan 5 Sektör % Pay			
	Tem.06		Ağu.06
Top.Tic.ve Kom.	9,4	Top.Tic.ve Kom.	9,3
Tekstil San	7,4	Tekstil San	7,4
İnşaat	5,8	İnşaat	5,9
Metal Ana San.	5,4	Metal Ana San.	5,4
Finansal Aracılık	5,3	Finansal Aracılık	5,2
	33,3		33,2
<i>Kaynak: BDDK</i>			

Ağustos ayı itibariyle, ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektörün ticari krediler içindeki payı bir önceki aya göre az da olsa azalarak %33,3'ten %33,2'ye gerilerken, sektörlerin ticari kredilerden aldıkları paylarda belirgin bir değişme yaşanmamıştır.

► Pasif Yapısı:

Bankacılık sektörünün Ağustos ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde, %87,6'sının yabancı kaynaklardan %12,4'ünün ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Son bir aylık dönemde en büyük artış %3,6 ile özkaynaklarda yaşanırken, mevduat %1,7 artmış, mevduat dışı kaynaklar ise %4,6 oranında azalmıştır.

Bankacılık sektörü mevduat hacmi, YP mevduatlarda meydana gelen %5,1 oranındaki artışın etkisiyle Ağustos ayı itibariyle %1,7 artmıştır. Sektörün bilanço büyüklüğü son bir aylık dönemde %0,2 artarken, mevduat hacmindeki artışın %1,7 ile aktif büyüklüğünün üzerinde gerçekleşmesi, mevduatın fon kaynakları içindeki payının %61,3'ten %62,2'ye yükselmesine neden olmuştur. Mevduat hacmindeki sözkonusu artış banka grupları itibariyle değerlendirildiğinde en büyük artış %2 ile özel sermayeli bankalarda yaşanırken, bunu sırasıyla %1,4 ile kamu sermayeli bankalar ve %1 ile yabancı sermayeli bankalar izlemiştir. Mevduatın para cinsi kompozisyonuna bakıldığında; son bir aylık dönemde geçen ayın aksine YP mevduatın toplam mevduat içindeki payının arttığı görülmektedir. Temmuz ayında %36,8 olan YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı, Ağustos ayı itibariyle %38'e yükselmiştir. Mayıs ayında yaşanan dalgalanmanın etkisiyle artmaya başlayan YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı en düşük seviyesine %34,4 ile dalgalanma öncesinde Nisan ayında ulaşmıştı. Son bir aylık dönemde mevduatın kısa vadede yoğunlaşma oranında bir değişiklik meydana gelmemiş, vadesiz, 1 ay ve 1-3 ay arası mevduatın toplam mevduat içindeki payı Ağustos ayı itibariyle de %88,1'de kalmıştır. Mevduat hacminin kredi hacminden daha fazla artması Ağustos ayı itibariyle mevduatın krediye dönüşüm oranının %71,4'ten %70,7'ye düşmesine neden olmuştur.

Sektörün mevduat dışı kaynakları son bir aylık dönemde bankalara borçlar kalemindeki %6'lık azalışın etkisiyle %4,6 oranında gerilemiştir. Bu gerilemede yurtdışından sağlanan sendikasyon ve sekürütizasyon kredilerinde görülen %9 oranındaki azalma etkili olmuştur. Sektörün yabancı fon kaynakları içinde mevduattan sonra en büyük pay olan bankalara borçlar kaleminin payı son bir aylık dönemde yaşanan gerilemeye bağlı olarak %14,9'dan %14'e düşmüştür.

Yurt Dışı Bankalara Borçlar (Milyon) YTL				Değişim %	
	Ara.05 (1)	Tem.06 (2)	Ağu.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Sektör	42.061	58.784	55.801	32,7	-5,1
Kamu Sermayeli Bankalar	3.866	7.468	7.777	101,2	4,1
Özel Sermayeli Bankalar	32.280	42.779	39.989	23,9	-6,5
Yabancı Sermayeli Bankalar	2.924	4.511	3.907	33,6	-13,4
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	2.991	4.026	4.128	38,0	2,5
<i>Kaynak: BDDK</i>					

Ağustos ayı itibarıyla bankalara borçlar kaleminin %89,3'ünü yurt dışı bankalara olan borçlar oluşturmaktadır. Son bir aylık dönemde yurtdışı bankalara borçlar kalemindeki en büyük azalış yine %13,4 ile yabancı sermayeli bankalarda yaşanırken, bunu %6,5 ile özel sermayeli bankalar takip etmiştir. Kamu sermayeli bankaların yurt dışı bankalara olan borçlarında ise %4,1 oranında artış yaşanırken, kalkınma ve yatırım bankalarında %2,5 artış yaşanmıştır.

Sektör özkaynakları, net dönem karında gerçekleşen %22,8 ve menkul değerler değer artış fonunda gerçekleşen %58,6'lık artışın etkisiyle son bir aylık dönemde %3,6 artarak 53.421 milyon YTL'den 55.319 milyon YTL'ye çıkmıştır. Bu artışa bağlı olarak özkaynakların fon kaynakları içindeki payı %12'den %12,4'e yükselmiştir.

Sektörün net dönem karı Ağustos ayında, geçen yılın aynı dönemine göre %29,2, bir önceki aya göre ise %22,8 oranında artarak 6.152 milyon YTL'den 7.552 milyon YTL'ye çıkmıştır. Son bir aylık dönemde net dönem karındaki artışta kredilerden alınan faizlerin %16,8 ve menkul değerlerden alınan faizlerin ise %17,4 oranında artması etkili olmuştur. Toplam faiz gelirleri bir önceki aya göre %16,9 artarken faiz giderleri %17,5 oranında artmıştır. Faiz giderlerinde ise en büyük artış Ağustos ayı itibarıyla %27,5'le bankalara verilen faizlerde meydana gelmiştir. Bunu %17,2'lik artışla mevduata verilen faizler izlemiştir. Sektörün faiz dışı gelirlerinden, kredilerden alınan ücret ve komisyonlar %14,4 artarken, bankacılık hizmet gelirleri bir önceki aya göre %14,9 oranında artmıştır. Sektörün faiz dışı giderlerinde ise bir önceki aya göre %14 oranında artış yaşanmıştır.

2006 yılı Ağustos ayı itibarıyla sektör aktif karlılığı net dönem karında gerçekleşen %22,8'lik artışa bağlı olarak %1,4'ten %1,7'ye; özkaynak karlılığı ise %11,5'ten %13,7'ye yükselmiştir.

2006 yılı Temmuz ayı itibarıyla %19,8 olan sermaye yeterliliği standart rasyosu, risk ağırlıklı kalemler toplamında gerçekleşen %0,7 oranındaki artışa karşın; özkaynaklarda gözlenen %3,6 oranındaki artış nedeniyle son bir aylık dönemde %20,5'e yükselmiştir.

1 Kasım 2006 Tarihi İtibarıyla Yapılan Düzenlemeler;

Bankacılık ve finans sektöründe faaliyet gösteren şirketler ve derecelendirme kuruluşları ile ilgili 1 Kasım 2006 tarihi itibarıyla BDDK tarafından 23 yönetmelik yayımlanmıştır.

Bu yönetmeliklerle gerçekleştirilen başlıca düzenlemeler aşağıda sıralanmıştır;

- Standart nitelikli ve yakın izlemedeki nakdi kredilere ayrılan karşılıklar iki katına çıkarılacaktır.
- Yapılandırıldığı halde ödenmeyen krediler için bankaların da isteği halinde her yıl anaparanın %20'sinin ödenmesi koşulu ile yeni ödeme planı yapılabilecektir.
- Bankalar tutarı 100 bin YTL'yi geçen ve tutar olarak en büyük ilk 200 krediyi raporlayarak BDDK'nın denetimine hazır tutacaklar, böylece krediler yakın takibe alınmış olacaktır.
- Özkaynak, ay sonları itibarıyla hesaplanacak ve BDDK, banka bazında da dahil olmak üzere özkaynak hesaplama dönemini kısaltmaya yetkili olacaktır.

- Yabancı para net genel pozisyon/öz kaynak standart oranının mutlak değerlerinin haftalık basit aritmetik ortalaması %20'yi aşamayacaktır. Oransal sınırlara uyumsuzluk halinde bankalar aşımın nedenlerini, bildirim cetvelinin kuruma gönderilme süresi içinde bildirmek zorundadır. Haftalık oranlarda oluşabilecek aşım tutarının takip eden iki hafta içinde giderilmesi zorunludur. Bir takvim yılı içerisinde haftalık oranlarda, giderilen aşımın dahil altı defadan fazla aşım gerçekleştirilemeyecektir.
- Asgari sermaye yeterlilik rasyosu yüzde 8 olarak uygulanmaya devam edecektir.
- BDDK, bankaların iç sistemlerini, aktif ve mali yapılarını dikkate alarak asgari sermaye yeterliliği oranının artırılmasını, banka bazında farklı oranların uygulanmasını, hesaplama ve gönderilme dönemlerinin farklılaştırılmasını isteyebilecektir.
- Asgari Sermaye Yeterlilik Rasyosu'nda asgari sınırın altına düşülmesi halinde, hesaplama döneminden itibaren altı ayı geçmemek üzere, Kurulca belirlenecek süre içerisinde asgari oran sınırlarının sağlanması gerekecektir.
- Bankaların toplam likidite yeterlilik oranı hesaplamasında vade dilimleri, vadeye kalan süreye göre; birinci vade diliminde 0-7 gün, ikinci vade diliminde ise 0-31 gün olarak esas alınacaktır.
- Birinci vade dilimine ilişkin toplam likidite yeterlilik oranlarının haftalık basit aritmetik ortalaması ile ikinci vade dilimine ilişkin toplam likidite yeterlilik oranı yüzde yüzden; birinci vade dilimine ilişkin yabancı para likidite yeterlilik oranlarının haftalık basit aritmetik ortalaması ile ikinci vade dilimine ilişkin yabancı para likidite yeterlilik oranı yüzde seksenden az olmayacaktır.
- Kurul, Merkez Bankasının görüşünü alarak toplam likidite yeterlilik oranı ile yabancı para likidite yeterlilik oranını her bir banka ya da banka grubu bazında farklılaştırmaya, varlık ve yükümlülüklerin dikkate alınma oranlarını değiştirmeye yetkili olacaktır.
- Bir takvim yılı içinde birinci ve ikinci vade dilimlerine ilişkin oranlarda arka arkaya iki kez uyumsuzluk gerçekleşmeyecektir.
- Birinci ve ikinci vade dilimlerine ilişkin oranların belirtilen oranlardan az olması halinde, bankalar bunun nedenlerini, bildirim cetvelleri ile birlikte Kuruma göndermek zorunda olacaktır.
- Bankalara verilen birleşme, devir, bölünme izinleri 3 ay süreyle geçerli olacak. Bu süre içinde gerekli işlemler yapılamadığı takdirde verilen izin geçersiz olacaktır ve yeniden izin alınmadan bu işlemlere devam edilemeyecektir.
- Bankalarca konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırmalarında ipotek tesis edilmek suretiyle teminat olarak alınan gayrimenkullerin değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde değerlendirme hizmeti verecek şirketlerce ve bu şirketlerin kurulca listeye alınmalarına ilişkin esaslar hakkında tebliğ uyarınca yetkilendirilmiş kişi veya kurumlarca yapılacaktır.
- Derecelendirme kuruluşları iş elde etmek için dolaylı veya dolaysız reklam sayılabilecek faaliyetlerde bulunamayacaklardır. Ancak, kendilerini tanıtıcı bilgiler içeren broşürler hazırlayıp dağıtabilecek, kendileri için eleman aramaya yönelik ilanlar verebileceklerdir.

ULUSLARARASI GELİŞMELER

► Ekim Ayında Dünyada ve Türkiye’de Yaşanan Ekonomik Gelişmeler

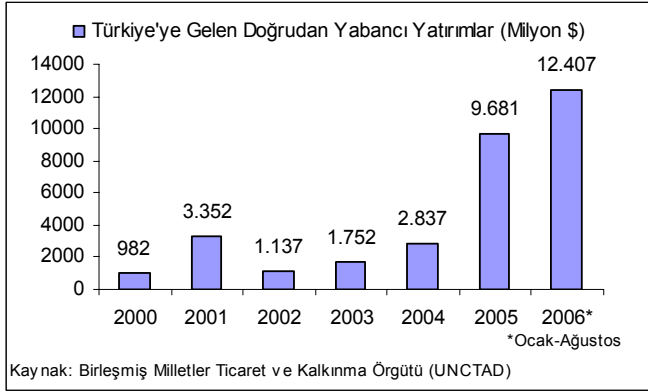
Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (UNCTAD) tarafından 2006 Dünya Yatırım Raporu yayımlanmıştır.

Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü’nün (UNCTAD) 16 Ekim’de yayımladığı 2006 Dünya Yatırım Raporunda, dünyada gerçekleşen doğrudan yatırımlar değerlendirilerek, doğrudan yabancı yatırımların 2005 yılında bir önceki yıla göre %29 artışla 916 milyar dolar olarak gerçekleştiği belirtilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarda görülen artışın başlıca nedenleri, gelişmekte olan piyasalardaki büyüme, şirket karları, buna bağlı olarak hisse senetleri değerinin artması ile şirket birleşme ve satınalmaları olarak sıralanmıştır.

Raporda, 2005 yılında gelişmiş ülkelere giden doğrudan yabancı yatırımların bir önceki yıla göre %37 artarak 542 milyar dolar olarak gerçekleştiği, gelişmekte olan ülkelere giden doğrudan yabancı yatırımların ise %21 artışla rekor kırarak 334 milyar dolara ulaştığı belirtilmiştir. Yüzde olarak bakıldığında, gelişmiş ülkelerin global doğrudan yabancı yatırımlardaki payının %59 olduğu ifade edilmiştir. Raporda, en çok yatırım çeken ülkenin 165 milyar dolar ile İngiltere olduğu, ikinci sırada ise doğrudan yatırım miktarındaki düşüşe rağmen ABD’nin yer aldığı ifade edilmiştir. ABD’yi izleyen ülkeler ise Çin, Fransa, Hollanda, Hong Kong, Kanada, Almanya, Belçika ve İspanya olmuştur. Raporda gelişmekte olan ülkelerin sıralamasının bir önceki yıla göre çok fazla değişmediği görülmüştür. Buna göre, en çok yatırım çeken gelişmekte olan ülkelerin başında Çin gelirken, Çin’i Singapur, Meksika ve Brezilya izlemiştir. Raporda gelişmiş ülkelere giden doğrudan yabancı yatırımların ağırlıklı olarak telekomünikasyon ve hizmet sektörleriyle, hammadde üretimi ile imalat sektörüne yöneldiği, genel global eğilim doğrultusunda emtia yatırımlarının arttığı ifade edilmiştir.

Rapora göre en çok doğrudan yabancı yatırım yapan ülkelerin başında 119 milyar dolar ile Hollanda gelirken, Hollanda’yı Fransa ve İngiltere izlemektedir. Gelişmekte olan ülkeler ile geçiş ekonomilerinin yurtdışı yatırım miktarında artış olduğu belirtilen raporda, sözkonusu ülkelerin 2005 yılında yaptıkları yatırımların 133 milyar dolara ulaşarak yeni bir rekor kırdığı ve bu ülkelerin toplam doğrudan yatırım stokunun 1.4 trilyon dolarlık büyüklüğe eriştiği belirtilmiştir. Bu ülkelerin başında Brezilya, Çin, Hindistan, Rusya ve Güney Afrika’nın geldiği belirtilirken, yurtdışında yatırımın tercih edilme sebepleri; piyasa faktörleri, yurtiçinde üretim maliyetlerinin artması, yurtiçinde artan rekabetin şirketleri yurtdışına açılmaya zorlaması ve yatırım yapılacak ülkedeki hükümet politikalarının teşvik edici olması olarak sıralanmıştır. Ayrıca raporda, 2005 yılındaki 916 milyar dolarlık doğrudan yabancı yatırım miktarının, 716 milyar dolarlık kısmının birleşme ve satın almalar yoluyla gerçekleştiği belirtilmiş, bunun önümüzdeki dönem de devam edeceği öngörülmüştür. Bu çerçevede, 2006 yılının ilk yarısında %39 artış gösteren birleşme ve satın almaların önümüzdeki dönemde artmaya devam edeceği tahmin edilmiştir.

Raporda 2006 beklentilerine ilişkin olarak; doğrudan yabancı yatırımların artarak devam edeceği, bu artışı destekleyecek temel faktörlerin; global ekonomik büyümenin sürmesi, şirket karlarının artması ve buna bağlı olarak hisse senetlerinin değerlendirilmesi ile politika serbestliği olacağı vurgulanmıştır. Doğrudan yabancı yatırımların artmasını engelleyebilecek faktörler ise; petrol fiyatlarının yükselişi, faiz oranlarının ve enflasyonist baskıların artması ve buna bağlı olarak ekonomik büyümenin gerilemesi olarak sıralanmıştır. Buna ek olarak, global ekonomide yaşanabilecek dalgalanmalar ve dünyanın bazı bölgelerinde artan politik tansiyonun belirsizlik yarattığı ifade edilmiştir.



Raporda Türkiye'nin 2005 yılında 9.7 milyar dolar doğrudan yabancı yatırım çektiği, böylece doğrudan yabancı yatırım stokunun bu yılın ilk sekiz ayında 12.4 milyar dolara ulaştığı belirtilmiştir. Türkiye'nin A.T. Kearney Doğrudan Yabancı Yatırım Güven Endeksinde daha önce 25'inci sırada yer alırken 13'üncü sıraya yükseldiği, 2006 performans ve potansiyel endeksinde göre ise 140 ülke arasında 67'inci sırada yer aldığı görülmektedir. Raporda, Türkiye'nin içinde yer aldığı Batı Asya bölgesine giden doğrudan yabancı yatırımların 2005 yılında 34 milyar dolar olarak gerçekleştiği, bölgede en fazla yatırım çeken

ülkelerden birisinin de Türkiye olduğu belirtilmiştir. Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımlardaki artışın temel faktörleri olarak; düşük kurumlar vergisi, vergilerin uluslararası standartlara taşınmasını sağlayan vergi reformunun gerçekleştirilmesi ile yabancıların üzerindeki yükün azaltılması gösterilmiştir. Artışı sağlayan bir diğer unsurun da, özellikle bankacılık ve telekomünikasyon sektörlerinde yaşanan şirket birleşmeleri, satınalmalar ve özelleştirmeleri olduğu ifade edilmiştir.

► Türkiye- Avrupa Birliği ve IMF İlişkileri

Ekim ayında Lüksemburg'da gerçekleşen AB troykası (Troyka; AB'nin dönem başkanlığını yürüten ülke, devralacak ülke ve Avrupa Komisyonu yetkililerinden oluşmaktadır) toplantılarında, Türkiye'ye reform sürecine hız verilmesi, Güney Kıbrıs Rum Kesimi'ne liman ve havaalanlarının açılması, aksi taktirde müzakere sürecinin olumsuz etkileneceği uyarıları yapılmıştır. Ay içinde farklı AB yetkililerince de benzer uyarılar yinelenmiştir. İlerleme Raporu'nun açıklanmasına bir hafta kala, Kıbrıs konusunun yeniden görüşülmesi için dönem başkanı Finlandiya başkanlığında Kıbrıs Rum ve Türk Kesimi liderleri ile Türkiye'nin katılacağı bir toplantı yapılması gündeme gelmiş, ancak toplantı gerçekleşmemiştir. Toplantıda görüşülmesi amaçlanan Finlandiya planı, Türkiye'nin bazı limanları Kıbrıs Rum gemilerine açması karşılığında KKTC'ye 2 yıl süreyle Gazi Magosa limanından AB denetiminde doğrudan mal ihraç etme izni verilmesini öneriyordu. Plana göre Maraş Güney Kıbrıs Rum Kesimi'ne geri verilecek ve Rumlar terk edilmiş durumdaki Maraş'ı BM yönetiminde yeniden inşa edebileceklerdi. KKTC, plana Kuzey Kıbrıs'ta bir havaalanı açılmasını içermediği gerekçesiyle karşı çıkarken, Rum tarafı da sözkonusu planın Maraş'daki eski Rum sakinlerinin evlerini geri alacakları konusunda daha açık garantiler vermesi gerektiğini belirtiyordu.

Bu ay yaşanan bir diğer önemli gelişme, Avrupa Komisyonu'nun 8 Kasım'da yayımlayacağı İlerleme Raporu taslak metninin basına sızması olmuştur. Basına sızan taslak raporda, özellikle Türkiye'nin liman ve havaalanlarını Rum tarafına açmayarak Gümrük Birliği Ek Protokolünü ihlal etmesi eleştirilmiştir. Raporda Türklüğü, Türkiye Cumhuriyeti ve kurumlarını aşağılamayı suç sayan TCK'nın 301'inci maddesine gönderme yapılarak, şiddet içermeyen yollarla düşüncelerini ifade edenlerin yargılanması ve hüküm giymesinin bir endişe kaynağı olduğu belirtilmiştir. Raporda eleştirilen diğer konular, asker sivil ilişkileri, yolsuzluklar, yargının yeterince bağımsız olmaması, azınlık haklarının tam olarak korunamaması ve reformların yavaşlaması olmuştur.

AB'nin reformların yavaşladığı konusundaki görüşlerini değiştirmek için, 9. uyum paketinde yer alan tasarıları yasalaştırmak amacıyla erken toplanan TBMM'de, 9 tasarıdan sadece 6'sı yasalaşmıştır. AB'nin önem verdiği düzenlemeler arasında yer alan Vakıflar Yasa Tasarısı ve TCK'nın 301. maddesinin değiştirilmesi konularında çalışmalar devam etmekte olup, 8 Kasım'da yayınlanacak İlerleme Raporu öncesinde tamamlanması beklenmemektedir.

8 Kasım'da ana hatları belli olan İlerleme Raporu'nun açıklanmasının ardından, Türkiye-AB ilişkilerinin Aralık ayında yapılacak zirveye kadar normal seyrinde devam etmesi beklenmektedir. Aralık ayında yapılacak AB liderleri zirvesinde, Türkiye'nin limanlarını Rum kesimine açmasını öngören Gümrük Birliği Ek Protokolünün uygulanması konusunda kaydettiği ilerleme ve TCK'nın 301. maddesi nedeniyle insan hakları konusundaki eleştiriler yeniden gündeme gelecek olup, bu konularda bir gelişme kaydedilmemiş olması durumunda, Gümrük Birliği ile ilgili bazı başlıklarda fiili müzakereye geçilmemesi veya konunun ileri bir tarihte ele alınması olasılığı gündeme gelecektir. Türkiye ile müzakerelerin tamamen askıya alınması beklenmemektedir.

10 Ekim'de stand-by düzenlemesinin beşinci gözden geçirmesi için ön çalışmalarında bulunmak üzere Türkiye'ye gelen IMF heyeti, İstanbul ve Ankara'da çeşitli temaslarda bulunmuştur. IMF görüşmelerinde ele alınan başlıca konular; kamu maliyesine ilişkin gelişmeler, 2006 yılı bütçe gerçekleştirmeleri ve program kapsamındaki yıl sonu projeksiyonları, 2007 yılı bütçesi ve konsolide kamu sektörü hedefleri olmuştur. IMF heyetinin Türk ekonomisindeki gelişmelerle ilgili olarak Washington'da yayımlanan değerlendirmesinde; yapılan görüşmelerde hükümetin bu yılın geri kalan bölümü ve 2007'ye ilişkin politika niyetlerinin ele alındığı belirtilmiş, beklenen ölçüde olmasa da iç talebin azaldığı ve ihracattaki artışın büyümeye destek verdiği, ancak enflasyonun hedefin üzerinde seyrettiği ve cari açığın genişlemeye devam ettiği ifade edilmiştir. Küresel finansal ortamın daha az elverişli olduğu göz önüne alındığında, disiplinli mali politikaların ve sıkı para politikasının devam etmesinin gerektiği vurgulanmıştır.

Ekim ayında yapılan gözden geçirme çalışmaları kapsamında, taslak niyet mektubu üzerinde ana hatları ile mutabakat sağlanmış olup, IMF İcra Direktörleri Kurulunun Aralık ayında toplanarak beşinci gözden geçirmeyi tamamlaması beklenmektedir. Beşinci gözden geçirmenin tamamlanmasıyla birlikte Türkiye'ye yaklaşık 950 milyon dolarlık yeni kredi diliminin serbest bırakılması öngörülmektedir.

Ay sonunda Türkiye'ye gelen, uygulanmakta olan program hakkında çeşitli temaslarda bulunarak özellikle 2007 yılı kamu maliyesi, para politikası ve yapısal reformlar konusunda bilgi alan IMF Birinci Başkan Yardımcısı John Lipsky, Türkiye ekonomisindeki gelişmeleri değerlendirerek, uygulanan sıkı mali disiplin sayesinde ekonominin eskisinden daha güçlü hale geldiğine dikkat çekmiş, %6,5'lik faiz dışı fazla hedefinin kilit önem taşıdığını vurgulamıştır. Güçlü ve sürdürülebilir büyüme için kamu ve özel sektörde canlılık yaratılması gerektiğini belirten Lipsky, ayrıca yabancı yatırımlar ve vergi reformunda ilerleme sağlanması gerektiğini de söylemiştir. IMF Birinci Başkan Yardımcısı, enflasyonun yeniden düşüş trendine sokulmasının ve fiyat istikrarının önemli olduğunu vurgulamış, yıl sonunda enflasyonun %10'un altına ineceğini, 2007 yılında ise %4'lük hedefe yaklaşacağını tahmin etmiştir. Lipsky, seçim yılında mali disiplinin korunması durumunda global piyasalarda Türkiye ekonomisine olan güvenin artacağını, reformların devam etmesi halinde de cari açığın sürdürülebilir hale geleceğini belirtmiştir.

► Gelişmiş Ülkeler

▪ ABD

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	1,6	2,5	3,9	3,2	1,6 (2006 QIII)
İşsizlik	5,8	6,0	5,5	5,07	4,4 (Ekim 06)
Enflasyon (CPI)	1,6	2,3	2,7	3,4	2,1 (Ağustos 06)
Fed Faiz Oranı	1,25	1,00	2,25	4,25	5,25 (Haziran 06)

Kaynak: Fed, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, IMF, Reuters

Genel olarak ABD Merkez Bankası'nın (Fed) faiz oranını değiştirmeyeceği beklentisi ağırlığını korurken, enflasyon riskinin gündeme geldiği ayın ilk yarısında Fed'in faiz indirimine gitmeyeceği, ekonominin yavaşlamaya devam ettiğini gösteren verilerin yayınlandığı ikinci yarıda ise Fed'in yakın zamanda faiz indirimine gideceği beklentisi ağırlık kazanmıştır. Nihayet 3 Kasım'da açıklanan istihdam raporuna göre Ağustos ayında %4,7, Eylül ayında ise %4,6 olarak açıklanan işsizlik oranının Ekim ayında %4,4'e düşerek son beş yılın en düşük seviyesine inmesi, enflasyonist baskıların artacağı şeklinde yorumlanmış ve Fed'in bu durumu önlemek için faiz indirimini bir süre daha erteleyeceği ve hatta faiz artırımına gitmesi olasılığını tekrar artırmıştır. İstihdam raporuna göre ayrıca Eylül ayında sürpriz bir şekilde 51.000'e gerilemiş olan tarım dışı istihdam artışı 148.000'e revize edilirken, Ekim ayında tarım dışı istihdam 92.000 kişi artmıştır.

Fed Şube Başkanları'nın Ekim ayı içinde yaptıkları açıklamalarda enflasyonist riskleri ön plana çıkarmalarının yanı sıra, Fed'in 20 Eylül'de yapılan FOMC (Federal Açık Piyasa Komitesi) toplantısının tutanaklarından da, yetkililerin büyümeden çok enflasyon konusunda endişeli oldukları anlaşılmıştır. Tutanaklara göre Komite üyelerinin uzun vadeli enflasyon beklentileri enflasyonun kademeli olarak düşeceği yönündedir. Kısa vadede ise mevcut belirsizlikler nedeniyle enflasyonda beklentiler yönünde bir düşüş değil, artış yaşanabileceği, bu nedenle

Ekim ayı, enflasyonist baskıların varlığına değinen açıklamalar ve büyümenin yavaşlamaya devam ettiğini gösteren veriler ışığında, ABD ekonomisiyle ilgili belirsizliğin önceki aylarla karşılaştırıldığında daha az olduğu bir dönem olmuştur.

faiz artırımı ihtimalinin gerektiğinde değerlendirilebileceği belirtilmiştir. Bununla birlikte petrol fiyatlarındaki düşüş, büyümenin yavaşlaması ve çekirdek enflasyon verilerinde düşüş görülmeye başlanması nedeniyle enflasyon görünümünün Ağustos ayındakinden daha olumlu olduğu bildirilmiştir. Büyüme konusunda ise nispeten daha olumlu beklentilerin dile getirildiği tutanaklarda, büyümenin 2007'nin ortalarına kadar yavaşlamaya devam edeceği, daha sonra ise ekonominin canlanmaya başlayacağı ve 2008 yılında potansiyel hasıla düzeyine ulaşılacağı öngörüsünde bulunulmuştur. Fed toplantı tutanakları, Fed'in 2007'nin ilk yarısından itibaren faiz indirimine gideceği beklentisini azaltarak, bir süre daha faiz artırmama yönünde karar alınacağı düşüncesinin ağırlık kazanmasına neden olmuştur.

Bu beklentiye destekleyen bir diğer gelişme de Fed Şubeleri tarafından buldukları bölgelerde yapılan araştırma sonuçlarının yer aldığı Beige Book Raporu'nda büyümenin genel olarak ılımlı bir seyir izlediğinin ortaya konulmasıdır. Raporda ayrıca istihdam piyasasının sıkı olduğu, ancak ücret artışlarının genel olarak sınırlı kaldığı belirtilirken, fiyat baskılarının mevcut düzeyini koruduğu ve ülke genelinde emlak piyasasındaki yavaşlamanın devam ettiği ifade edilmiştir.

Faiz politikası konusunda ipuçlarının elde edilmeye çalışıldığı önemli ekonomik gelişmelerin yanı sıra, ekonomik verilere karşı hassasiyet de Ekim ayı boyunca devam etmiştir.

Temmuz ayında 68 milyar dolar olarak açıklanan dış ticaret açığı, Ağustos ayında 66.7 milyar dolar olan beklenti seviyesinin bir hayli üzerine çıkarak 69.9 milyar dolara ulaşmıştır. ABD Ticaret Bakanlığı'ndan yapılan açıklamaya göre bu artışta petrol fiyatlarındaki yükselişin etkili olduğu bildirilmiştir.

Her ne kadar Fed yetkililerinin ay boyunca yaptıkları açıklamalarda enflasyonist baskılara dikkat çekilmiş olsa da, Eylül ayı enflasyon verileri genel olarak enflasyon risklerinin azalmakta olduğunu göstermiştir. Ağustos ayında aylık bazda %0,1 artan Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE), Eylül ayında %0,6 gerilemesi beklenirken petrol fiyatlarında son aylarda görülen düşüşün etkisiyle %1,3 gerilemiştir. Ağustos'ta %0,4 gerileyen çekirdek ÜFE ise %0,2 artması beklenirken motorlu araç fiyatlarındaki artışlar nedeniyle %0,6 artmıştır. Böylece Ağustos ayında yıllık bazda %3,7 artmış olan ÜFE, Eylül'de %0,9 artmıştır. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ise Ağustos ayında aylık bazda %0,2 artmışken, Eylül ayında -%0,5 olarak açıklanarak, beklentilerin bir hayli altına inmiştir. Öte yandan çekirdek TÜFE %0,2 artış göstererek beklentiler doğrultusunda gerçekleşmiştir. Böylece Ağustos ayında yıllık bazda %3,8 olarak gerçekleşen TÜFE artış oranı Eylül ayında %2,1 olarak gerçekleşmiştir. Çekirdek TÜFE artış oranı ise %2,8'den %2,9'a çıkarak, Fed referansı olan %2'nin üzerinde kalmıştır. Son olarak, Fed'in en yakından izlediği enflasyon göstergesi olan çekirdek PCE (Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi) Eylül ayında aylık bazda %0,2 artarken, genel PCE endeksi %0,3 düşüş göstermiştir. Eylül ayı PCE endeksinin genel olarak beklentiler doğrultusunda gerçekleşmiş olmasına rağmen, Ağustos ayında %0,2 olarak açıklanan çekirdek ve genel PCE endeksleri artış oranı %0,3'e revize edilmiştir. Bu nedenle PCE verilerine bakılarak enflasyonun kesin olarak ılımlı bir düzeye geldiğini söylemek henüz mümkün olmamıştır.

Fed'in faiz politikasını belirlediği FOMC (Federal Açık Piyasa Komitesi) toplantısı bu ay 24-25 Ekim tarihlerinde yapılmış ve toplantıda faiz oranının değiştirilmemesi yönünde karar alınmıştır. Toplantı sonrasında yayınlanan basın açıklamasında emlak piyasasındaki soğumaya paralel olarak ekonominin yavaşlamaya devam ettiği belirtilmiştir. Fed'in büyümenin ılımlı bir seyir izleyeceği görüşünde olduğu sonucu çıkarılan açıklamada ayrıca, yüksek kapasite kullanım oranlarının enflasyonu artırabilecek olmasına rağmen, enflasyonist baskıların, petrol fiyatlarındaki düşüş eğilimi, enflasyon beklentilerinin düşmesi ve para politikasının gecikmeli etkileri nedeniyle azalmasının muhtemel olduğu ifade edilmiştir. Fed yetkililerinin daha önce yaptıkları açıklamalarda enflasyon tehdidinde büyük ölçüde vurgu yapmaları nedeniyle toplantı sonrasında yapılan açıklamanın da enflasyonist baskıları ön planda tutar nitelikte olması beklenirken, nispeten olumlu bir bakış açısı sergilenmesi, Fed'in bir süre daha faiz oranını değiştirmeyeceği beklentisinin ağırlığını artırmıştır.

Eylül ayında açıklanan veriler içinde beklenti seviyesinin bir hayli altında gerçekleşerek hayal kırıklığı yaratan verilerden biri de III. çeyrek büyüme oranı olmuştur. İlk çeyrekte %5,6 olarak açıklanan, ikinci çeyrekte %2,6'ya düşen büyüme oranı üçüncü çeyrek için %2,2 olarak açıklanması beklenirken, %1,6'ya düşmüştür. Kasım ve Aralık aylarında revize edilecek geçici verilere göre büyüme oranındaki bu gerileme emlak sektöründeki yavaşlamanın yanı sıra net ihracatta ve sabit yatırımlarda meydana gelen azalıştan kaynaklanmıştır. Her ne kadar büyüme oranı beklentilerin altında kalmış olsa da yatırım ve tüketim harcamalarının ılımlı bir seyir izlediğinin ortaya çıkması, verilerin olumsuz algılanmasını sınırlamıştır. Öte yandan 2006'nın III. çeyreğine ilişkin Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (PCE), %2,5, çekirdek PCE ise %2,3 artış göstermiştir. II. çeyrekte PCE %4 artarken, çekirdek PCE %2,7 artmıştır. Fed'in faiz politikasının önemli bir belirleyicisi olan büyüme oranındaki

düşüş, enflasyonun ılımlı bir düzeye indiğini gösteren III. çeyrek PCE verileriyle desteklenince, faiz oranının bir süre daha değiştirilmeyeceği beklentisi güçlenmiştir.

Bu arada Ağustos ayında bir önceki aya göre değişmeyen sanayi üretimi Eylül ayında aylık bazda %0,6 gerilerken, Ağustos'ta %82,5 olarak açıklanan kapasite kullanım oranı da %81,9'a düşmüştür. Sanayi üretimi ve kapasite kullanımı, büyümedeki yavaşlamayı teyit eder niteliktedir. Bu görüşü destekleyen bir diğer gelişme de ABD'de bölgesel bazda faaliyetlerle ilgili bilgi veren Chicago-PMI endeksinin beklenmedik bir şekilde Ekim ayında 62,1'den 53,5'e düşmesi olmuştur. Bunun yanında, ulusal bazda yayınlanan ISM imalat sanayi endeksi (PMI) de Ekim ayında 53'e çıkması beklenirken 52,9'dan 51,2'ye düşerek beklentilerin altına inmiştir. Eylül ayı içinde yayınlanan sanayi endeksleri genel olarak birbirini destekler nitelikte olup, sanayi sektöründeki yavaşlamanın devam ettiğini ortaya koyarken, fiyat baskılarının da petrol fiyatlarındaki düşüş dolayısıyla azaldığını göstermiştir.

Sonuç olarak Ekim ayı boyunca yayınlanan veriler büyümenin yavaşlamaya devam ettiğini, enflasyonun nispeten ılımlı bir seyir izlediğini göstermiş olsa da, işsizlik verilerinin enflasyonist baskıların artabileceğini ve büyümenin beklendiği kadar yavaşlamayabileceğini göstermesiyle, Fed'in faiz indirimini ertelemesi olasılığı artmış görünmektedir.

▪ Euro Bölgesi

Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	0,9	0,8	2,1	1,3	2,7 (2006 QII)
İşsizlik	8,5	8,9	8,8	8,3	7,8 (Eylül 06)
Enflasyon (HICP)	2,28	1,97	2,36	2,22	1,6 (Ekim 06)
ECB Faiz Oranı	2,75	2,00	2,00	2,25	3,25 (Ekim 06)
M3 Para Arzı Artışı	6,9	7,1	6,6	7,4	8,5 (Eylül 06)

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

5 Ekim'de yapılan Avrupa Merkez Bankası (ECB) toplantısında faiz oranının 25 baz puan artırılarak %3,25'e çıkarılmasına rağmen 2007 yılında izlenecek para politikası hakkında hiçbir ipucu verilmemiş olması, dikkatleri ECB yetkililerin ay boyunca yaptıkları açıklamalara çekmiştir. Bu açıklamalar da yeterince aydınlatıcı olmamış, nihayet ECB Başkanı Trichet'nin ECB'nin 2005 yılı raporunu Avrupa Parlamentosu'na sunmak üzere yaptığı konuşmada, enflasyonun 2007 yılında da bir risk unsuru olmaya devam edeceğini ifade etmesiyle ECB gösterge faiz oranının 2007'de yukarı yönlü olacağı sonucu çıkarılmıştır. Trichet, enflasyon konusundaki bu görüşlerini potansiyel ücret artışlarına, petrol fiyatlarındaki artışların gecikmeli olarak yansıyan etkilerine ve devam eden para ve kredi genişlemesine bağlamıştır.

ECB, 2 Kasım'da yapılan toplantıda ise faiz oranını beklendiği gibi değiştirmeyerek %3,25'te bırakmıştır. Toplantıdan sonra açıklama yapan ECB Başkanı Trichet, ECB'nin enflasyon konusunda "tetikte" olduğunu ifade ederek, Aralık ayında yapılacak toplantıda faiz oranının %3,5'ye çıkarılacağı yönünde bir işaret vermiştir. 2007 yılında da enflasyonist baskıların devam edeceğini ve fiyat istikrarının korunması için ne gerekiyorsa yapılacağını belirten Trichet, büyümenin potansiyel düzeye yakın seyrettiğini, yatırımların dinamizmini koruduğunu ve büyümeye ilişkin risklerin kısa dönemde dengesizlik yaratacak boyutta olmadığını ifade etmiştir. Ayrıca, petrol fiyatlarındaki düşüşün kalıcı olması halinde büyümenin de tahmin edilenden daha güçlü olacağını, fakat petrol fiyatlarıyla ilgili bir belirsizlik oluşması halinde enflasyon riskinin daha da güçleneceğini dile getirmiştir.

Bu ay açıklanan Euro Bölgesi ekonomik verileri ise şu şekilde gelişmiştir:

AB'nin resmi istatistik kurumu olan Eurostat'ın yayınladığı geçici verilere göre Ekim ayı Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) yıllık bazda %1,6 artmıştır. Eylül ayında yıllık bazda %1,7, Ağustos ayında ise %2,3 artmış olan HICP'deki düşüşün başlıca sebebi petrol fiyatlarındaki düşüştür. Her ne kadar HICP, ECB'nin referans oran olarak aldığı %2'nin altına inerek Mart 2004'ten beri en düşük seviyesine ulaşmış olsa da, endeksin 16 Kasım'da Eurostat tarafından revize edilecek olması, enflasyonun düşüş trendine girdiğinin söylenmesini zorlaştırmaktadır. Bunun yanında, HICP'nin 2006 yılı sonu itibarıyla %2'nin üzerinde artması, 2007 yılında da özellikle, Almanya'da yürürlüğe girecek olan %3'lük KDV artışının etkisiyle artmaya devam etmesi beklenmektedir.

Öte yandan, Temmuz ayında aylık bazda %0,4 azalan Euro Bölgesi sanayi üretimi, Ağustos ayında %1,4 artması beklenirken %1,8 artarak, büyümenin canlılığını koruduğunu göstermiştir. Sanayi üretimi artışı yıllık bazda ise %5,4 olarak gerçekleşmiştir. Euro Bölgesi'nde büyümenin devam ettiğinin göstergelerinden bir diğeri de özel sektöre verilen kredilerde Eylül ayında yıllık bazda %11,4'lük bir artış meydana gelmiş olmasıdır. Ağustos'ta %11,3 olarak gerçekleşen özel sektöre verilen kredilerin Eylül ayında %11,2'ye düşmesi beklenmekteydi. Bu arada, Euro Bölgesi imalat sanayi endeksi (PMI) de Ekim ayında 56,6'dan 57'ye yükselerek, imalat sanayiinin ve dolayısıyla Euro Bölgesi ekonomisinin büyümeye devam ettiğini göstermiştir. Ulusal bazda PMI endekslerine bakıldığında ise özellikle Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya'da imalat sanayiindeki canlılığın önümüzdeki birkaç ay boyunca devam edebilecek nitelikte olduğu görülmektedir.

Euro Bölgesi için en önemli güven endeksleri olan ZEW ve IFO Ekim ayında beklentilerin dışında gerçekleşmiştir. Finans dünyasının ekonomiye güvenini yansıtan ve Eylül ayında -22,2 olan ZEW endeksi, Ekim ayında -27,4'e düşerken, iş dünyası güven endeksi, IFO sürpriz bir şekilde 104,9'dan 105,3'e çıkmıştır. ZEW endeksi, Almanya'da 2007'de yürürlüğe girecek olan KDV artışının enflasyonist etkileri ve ABD ekonomisindeki yavaşlamaya ilgili endişelerin etkisiyle düşmüş, IFO endeksi ise Almanya ekonomisinin 2007 yılında da büyümeye devam edeceği beklentisiyle yükselmiştir.

ECB yetkililerinden ay boyunca büyümenin 2007 yılında devam edeceği yönünde açıklamalar gelmeye devam ederken, Avrupa Komisyonu 2006'nın üçüncü ve dördüncü çeyreği için öngördüğü Euro Bölgesi büyüme oranlarını, aşağı yönde revize etmiştir. Böylece ECB yetkililerinin açıklamalarıyla çelişkili bir durum ortaya çıkmış, fakat bu gelişmenin piyasalar üzerinde herhangi bir etkisi olmamıştır. Bu arada Eurostat'ın yayınladığı verilere göre, Euro Bölgesi II. çeyrek büyüme oranı yıllık bazda %2,6'dan %2,7'ye revize edilmiş, işsizlik oranı ise %7,9'dan %7,8'e gerilemiştir.

▪ Japonya

Japonya Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	0,1	1,8	2,3	2,6	1 (2006 QII)
İşsizlik	5,4	5,3	4,7	4,4	4,2 (Eylül 06)
Enflasyon (CPI)	-0,9	-0,3	-	-0,6	0,6 (Eylül 06)
<i>Kaynak: IMF, OECD, Reuters</i>					

Japonya, Ekim ayına Kuzey Kore'nin yer altı nükleer füze denemeleri gerçekleştirmesiyle ortaya çıkan ve daha sonra Birleşmiş Milletler'in Kuzey Kore'ye karşı yaptırım uygulama kararı almasının da etkisiyle hafifleyen jeopolitik gerginlikten finansal piyasalar

açısından bir hayli etkilenecek girmiştir. Ancak jeopolitik tansiyonun daha sonra düşmesiyle, ekonomik veriler ve Japonya Maliye Bakanlığı ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) yetkililerinin açıklamaları ön plana çıkmıştır.

Uluslararası fon akımlarını büyük ölçüde etkileyen faiz farkları açısından büyük önem taşıyan ve Temmuz ayında 25 baz puan artırılmış olan BoJ gösterge faiz oranı, bu ay da değiştirilmeyerek %0,25'te bırakılmıştır. BoJ tarafından, alınan karara ilişkin olarak yayınlanan yazılı açıklamada ekonominin ılımlı bir şekilde büyümeye ve enflasyonun beklentiler doğrultusunda artmaya devam ettiği bildirilmiştir. BoJ Başkanı Fukui ise Para Politikası Toplantısı sonrasında yaptığı açıklamada, bu yıl içinde faizlerin yükseltilmesi olasılığının göz ardı edilmemesi gerektiğini, ancak faiz artırımının zamanlaması konusunda kesin bir şey söyleyemeyeceğini belirtmiştir. Gerek faiz artırmama kararı gerekse Fukui'nin açıklaması, BoJ'un, Japon ekonomisinin ABD'deki yavaşlamadan büyük ölçüde etkilenecek olması nedeniyle, faiz artırımına gitmek için, ABD ekonomisi ile ilgili daha net bir tablonun ortaya çıkmasını beklediği tezinin tartışılmasına neden olmuştur.

Bu ay Japonya'da açıklanan ekonomik verilerde ise beklentilerden belirgin bir sapma meydana gelmeyip, ekonominin canlılığının devam ettiği görülmüştür. Ancak Japonya'nın deflasyon sürecinden çıkmasında en büyük öneme sahip olan tüketici fiyatları beklenenin altında artmıştır. Buna göre Ağustos ayında yıllık bazda %0,9 artmış olan Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), Eylül ayında %0,6 artmış, gıda harcamaları hariç TÜFE (çekirdek TÜFE) ise %0,3 artması beklenirken, %0,2 artmıştır. Böylece çekirdek TÜFE'deki artış, Ağustos ayındaki yıllık bazda %0,3'lük artışın altında kalmıştır. Çekirdek TÜFE'deki beklenenin altında kalan artışla birlikte, BoJ'un 2007 yılının ilk yarısından önce faiz artırımına gitmeyeceği beklentisi ağırlık kazanmıştır. Ancak Ekim ve Kasım ayında açıklanacak olan enflasyon oranları, petrol fiyatlarında keskin bir düşüş görülmediği sürece, Aralık ayında faiz artırımına gidilmesi olasılığının yeniden değerlendirilmesine neden olacaktır.

Bu arada BoJ, altı ayda bir yayınladığı ve başlıca ekonomik verilerle ilgili tahminlere yer verdiği ekonomik görünüm raporunda, Nisan ayında belirttiği tahminlerini revize etmiştir. Buna göre BoJ'un, 2006 yılı çekirdek TÜFE tahmini %0,6'dan %0,2-%0,3 aralığına çekilmiştir. Büyüme oranı ise %2,1-%3 aralığından, %2,3-%2,5 aralığına revize edilmiştir. BoJ, Raporda yer alan TÜFE tahminlerinin revize edilmesine gerekçe olarak, Ağustos ayında TÜFE hesaplama yönteminde değişikliğe gidilmiş olmasını göstermiştir. BoJ ayrıca, reel GSYİH ve çekirdek TÜFE artış oranlarının, tahminleri doğrultusunda gerçekleşmekte olduğunu da belirtmiştir.

Talep koşulları açısından önem taşıyan tüketici güven endeksi ise Eylül ayında 47,6'dan 46,3'e düşerek, tüketici güveninin yılın ilk yarısına göre kötüleştiğini göstermiştir. Endeksin 50'nin üzerinde olması tüketicilerin ekonominin görünümüyle ilgili olarak iyimserlik taşıdıklarını göstermektedir.

Ülkenin büyüme performansının sürekliliğinin başlıca belirleyicisi olan dış ticaret fazlası, ABD ve Çin'e yapılan ihracatın etkisiyle, Eylül ayında beklenmedik bir artış göstermiştir. Buna göre dış ticaret fazlası önceki yıla göre %6,9 artarken, ihracat %15,3, ithalat ise %16,9 artmıştır.

Öte yandan, büyüme performansı açısından bir diğer önemli gösterge olan sanayi üretimi Eylül ayında bir önceki aya göre %0,7 oranında gerilemiştir. Ağustos ayında aylık bazda %1,8 artmış olan sanayi üretiminin Eylül ayında %1 oranında düşmesi beklenmekteydi. Sanayi üretimindeki düşüşün, ABD ve Avrupa ülkelerine yapılan otomobil ihracatındaki ve yarı-iletken mamullerin üretimindeki azalıştan kaynaklandığı görülmektedir. Sanayi üretimi, ABD'de büyümenin yavaşlamasından Japon ekonomisinin de önemli ölçüde etkileneceğini gösterse de, verinin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi, BoJ'un yıl sonuna kadar faiz artırımına gidebileceği konusunda destekleyici bir gelişme olmuştur.

► **Gelişmekte olan ülkeler**

▪ **Çin**

Ay içinde açıklanan ekonomik verilerin çoğu Çin ekonomisinin ılımlı şekilde yavaşlamaya başladığına işaret ederken, Nisan ayından beri sürdürülen sıkılaştırıcı para politikası uygulamalarının başarılı olduğunu göstermektedir. İkinci çeyrekte %11,3 büyüyen Çin ekonomisi üçüncü çeyrekte %10,4 büyümüş, sanayi üretimi

Çin Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme (%)	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9	10,4 (III.Çeyrek)
Enflasyon (%)	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5 (Eylül)
İşsizlik (%)	3,6	4,0	4,3	4,2	4,2	4,1 (Eylül)
Faiz Oranı	2,3	2,0	2,0	2,25	2,25	2,52 (En Son)
Cari Denge (Milyar \$)	17,4	35,4	45,9	68,7	160,8	91,6 (6 aylık)
M2 Para Arzı (% Değişim)	15,0	19,4	19,7	14,8	18,0	16,8 (Eylül)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

2006 yılının ilk yarısında %17,7 artarken, Ocak-Eylül döneminde %17,2 artmıştır.

Çin'in dış ticaret fazlası Eylül ayında bir önceki aya göre azalarak 15.3 milyar dolar olmuştur. Ancak yıllık olarak bakıldığında dış ticaret fazlasının Eylül ayında 143.5 milyar dolara ulaşarak güçlü performansını sürdürdüğü görülmektedir. Dış ticaret fazlasındaki güçlü artış,

ithalat kanalıyla Çin'in emtia piyasasındaki etkisinin ve yuanın değerlenmesi konusundaki baskıların süreceğine işaret etmektedir. Dış ticaret fazlasını artıran bir unsur olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2006 yılının ilk dokuz ayında geçen yılın aynı dönemine göre %1,52 düşüş kaydederek 42.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Aylık olarak bakıldığında ise doğrudan yatırımların bir ay öncesine göre artarak 5.4 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. Perakende satışlar Eylül ayında yıllık bazda %13,9 artmış, aynı dönemde sanayi üretimindeki artış ise %16,1 olmuştur.

Çin'in cari işlemler fazlası bu yılın ilk yarısında 91.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası'nın, döviz rezervleri ise üçüncü çeyrekte 46.8 milyar dolar artarak 987.9 milyar dolara yükselmiştir. Kısa zamanda 1 trilyon dolara ulaşması beklenen rezervlerdeki artışın, Çin Merkez Bankası'nın yuanın değerlenmesini engellemek için, dış ticaret fazlası, doğrudan yabancı yatırım ve spekülasyon sermaye artışı sonucu ülkeye giren dövizleri almasından kaynaklanmaktadır. Yatırım ve sanayi üretiminde kaydedilen ılımlı yavaşlamaya karşın cari işlemler ve dış ticaret fazlasında görülen artış, ekonomik dengenin sürdürülemez olduğuna dair endişeleri artırmaktadır. Bu arada M2 para arzı artışının Eylül ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %16,8'e, kredi artışının aynı dönemde %15,2'ye gerilemesi ise olumlu karşılanan bir gelişme olmuştur.

Çin ekonomisinin aşırı likidite sorunu bir ölçüde azalmış olsa da, ülkenin büyük ödemeler dengesi fazlası bankacılık sistemine akan likiditeyi artırmaya devam etmektedir. Bu nedenle Çin Merkez Bankası 3 Kasım'da mevduat munzam karşılık oranlarını son beş ay içinde üçüncü kez artırmıştır. Önümüzdeki dönem hükümetin sıkılaştırıcı makroekonomik önlemlerin yanısıra, bazı sektörlerdeki fazla kapasiteyi azaltmak için sektör bazında yatırımları düzenleyici önlemler almaya devam etmesi, özellikle emlak sektöründeki yatırımların daha fazla kısıtlanması beklenmektedir.

▪ Rusya

2006'nın üçüncü çeyreğinde başta petrol olmak üzere birçok emtia fiyatında yaşanan düşüşün Rusya ekonomisine nispeten olumlu yansıdığı görülmektedir. Son yıllarda emtia fiyatlarındaki artışa bağlı olarak yüksek dış ticaret ve cari işlemler fazlası veren ülkelerden birisi olan Rusya, petrol gelirlerindeki artışa paralel olarak rublenin aşırı değerlenmesinden olumsuz etkilenmektedir. Ruble'nin reelüasyonu bir yandan enflasyon ile mücadelede etkin bir silah olarak kullanılırken, diğer taraftan ise Rusya'nın sanayi üretimi önünde bir engel olmaktadır. Ocak-Eylül döneminde reel olarak %7,9 değerlenen ruble büyümeyi olumsuz etkilemekte, ithalatı artırırken ihracat karlarını azaltmaktadır. Bu çerçevede Rusya'nın temel ihracat kalemi olan petrolün fiyatının düşmesinin, uzun vadede ruble üzerindeki baskıyı hafifletirken, yüksek enflasyon ve değerli ruble nedeniyle uluslararası piyasalarda rekabet dezavantajı yaşayan reel sektörü de rahatlatması

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	6,9 (III.Çeyrek)
Enflasyon	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,5 (Eylül)
İşsizlik	8,7	9,0	8,6	8,2	7,6	7,1 (Eylül)
Cari Denge (Milyar \$)	33,8	29,1	35,4	59,9	84,2	79,9 (III.Çeyrek)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

beklenmektedir.

Öte yandan bu ay açıklanan veriler Rus ekonomisindeki olumlu ortamın sürdüğünü göstermektedir. Cari işlemler fazlası Ocak-Eylül döneminde geçen yılın aynı dönemine göre artış kaydederek 79.9 milyar dolara ulaşmış, aynı dönemde dış ticaret fazlası 112.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. GSYH'nin üçüncü çeyrekte %6,9 artması büyümede güçlü seyrin devam ettiğini göstermiştir. Bu ay açıklanan bir diğer veri olan sanayi üretimi Eylül ayında 2005 yılının aynı ayına göre %4,1 artarak, %5,5 olan beklentinin oldukça altında gerçekleşmiştir.

Rusya ekonomisinin temel problemlerinden birisi olan enflasyon Ocak-Eylül döneminde %9,5 ile beklentilerin altında artmıştır. Merkez Bankası yıl sonu enflasyon hedefi olan %9'u korurken, fiyat artışı ve kamu harcamalarındaki artışa bağlı olarak enflasyonun hedefin üzerinde gerçekleşeceği düşünülmektedir. M2 para arzının Eylül ayında yıllık bazda %46,6 artması bu görüşü desteklerken, enflasyonu tetikleyen bir diğer faktör olan sermaye akımları, 2006 yılının ilk dokuz ayında 26.8 milyar dolara ulaşarak Merkez Bankası'nın 15-20 milyar dolar olan yıl sonu hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir. Sermaye akımları, rubledeki değerlenme, Rus şirketlerinin sermaye artırımını ve Rus ekonomisine olan güvenin artması nedeniyle yüksek seyretmektedir.

2007 Aralık ayında yapılacak seçimler öncesinde Rusya devlet başkanı Putin'in 3. dönem seçilmesini engelleyen yasaya uyararak bir daha aday olmayacağı kesinlik kazanmıştır. İktidara geldiği günden beri uyguladığı makroekonomik politikalarla cari açık veren bir ülke olan Rusya'nın yüksek cari fazla veren bir ülkeye dönüşmesini sağlayan Putin'in görevi bırakmasının ardından makroekonomik politikalarda değişiklik olması beklenmemektedir. Öte yandan Rusya'nın Dünya Ticaret Örgütü'ne (DTÖ) üye olma konundaki çabaları sürmektedir. Rusya'nın üyeliğini engelleyen ABD ile başlıca uzlaşmazlık noktaları olan fikri mülkiyet hakları ve finansal hizmetler konusunda kısa süre içinde uzlaşmaya varılması beklenmektedir. Uluslararası piyasalarda, Rusya ekonomisinin DTÖ'ye üyeliğinin, 2001 yılında Çin'in katılımının ardından görülen olumlu havayı yeniden yaratabileceği düşünülmektedir.

- Brezilya

Brezilya Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme	1,3	1,9	0,5	4,9	2,3	1,2 (II.Çeyrek)
Enflasyon	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	3,7 (Eylül)
İşsizlik	10,6	10,5	10,9	9,6	8,3	10,0 (Eylül)
Faiz Oranı	19,0	25,0	16,5	17,7	18,0	13,8 (En Son)
Cari Denge (Milyar \$)	-23,2	-7,6	4,2	11,7	14,2	2,3 (Eylül)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

Brezilya ekonomisinde bu ay önemli bir gelişme yaşanmamış olup, ekonominin olumlu seyrini devam ettirdiği gözlemlenmiştir.

Brezilya'nın cari işlemler fazlası Eylül ayında bir önceki aya göre artış kaydederek 2.3 milyar dolara ulaşmış, dış ticaret fazlası aynı

dönemde 4.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ağustos ayında 1.2 milyar dolar olan doğrudan yabancı yatırımlar ise bu ay 1.8 milyar dolara yükselmiş, böylece yılın ilk dokuz ayında gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım miktarı 11.9 milyar dolara ulaşmıştır.

Ekonomisini global dalgalanmalara karşı korumak ve kredibilitesini artırarak daha düşük faizli borçlanmak amacıyla rezervlerini yüksek seviyede tutmaya çalışan Brezilya'nın rezervleri, rekor artışla 74.9 milyar dolara ulaşmıştır. Merkez Bankası'nın spot piyasadan agresif şekilde döviz alması ve borçların vadesinden önce ödenmesi rekor artışın temel nedenleri olmuştur.

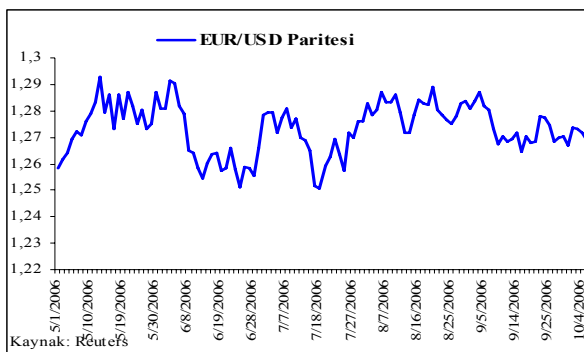
İstatistik Kurumu IBGE tarafından yapılan açıklamaya göre, Ağustos ayında sanayi üretimi bir önceki aya göre %0,7, geçen yılın aynı ayına göre ise %3,2 artmıştır. Perakende satışlar da aynı dönemde beklenmedik şekilde %6.3 artış kaydetmiştir.

Brezilya Merkez Bankası'nın faiz kararlarında gösterge olarak kullandığı IPCA tüketici fiyat endeksi Eylül ayında %0,21 artmış, yıllık enflasyon ise %3,7 artış kaydetmiştir. Brezilya Merkez Bankası, 17 Ekim-18 Ekim tarihleri arasında yaptığı toplantılarda gösterge faiz oranlarını 50 baz puan düşürerek %14,25'den %13.75'e çekmiştir. Brezilya Merkez Bankası, 2005 yılı Ekim ayından bu yana faiz oranlarını düşürmekte olup, son indirim ile faiz oranı 1996 yılından bu yana en düşük seviyeye gerilemiştir. Toplantı sonrasında yapılan açıklamada, beklentilerin üzerinde gerçekleşen faiz indirimine neden olarak, enflasyon görünümünde Ağustos-Ekim döneminde gözlenen olumlu gelişmeler gösterilmiştir. 29 Kasım'da yapılacak toplantıda da faizlerin indirilmesi beklenmektedir.

29 Ekim'de yapılan seçimlerin ikinci turunda devlet başkanı Lula da Silva dört yıl daha görevde kalma hakkı elde etmiştir. Yeni dönemde makroekonomik politikalarda önemli bir değişiklik olmaması, ancak yapısal reformların hızlandırılması beklenmektedir. Son dönemde gelişmekte olan diğer ülkelere göre daha düşük performans sergileyerek bu yıl %5 olan hükümet hedefinin altında %2,5 büyümesi beklenen Brezilya ekonomisinde, büyümenin canlandırılması için, vergi ve faiz oranlarının aşağı çekilmesi ve yatırımların önündeki zorlukların kaldırılması gerekmektedir. Buna ek olarak Brezilya ekonomisinin bir diğer kırılgan noktası olan kamu harcamalarındaki artışın da azaltılması gerekmektedir. Kamu harcamaları yılın ilk 9 ayında %16 artış gösterirken, vergi gelirlerindeki yükseliş %12,8 olmuştur. Lula'nın yeni dönemde bir yandan büyüme için faiz oranlarındaki kademeli düşüşü sürdürmesi, diğer yandan da harcama kalemlerinin kontrol altına alınması için sıkı mali politika uygulayarak enflasyonu düşürmeye yönelik politikalara devam etmesi beklenmektedir.

- Uluslararası Piyasalar

- Euro/Dolar Paritesi



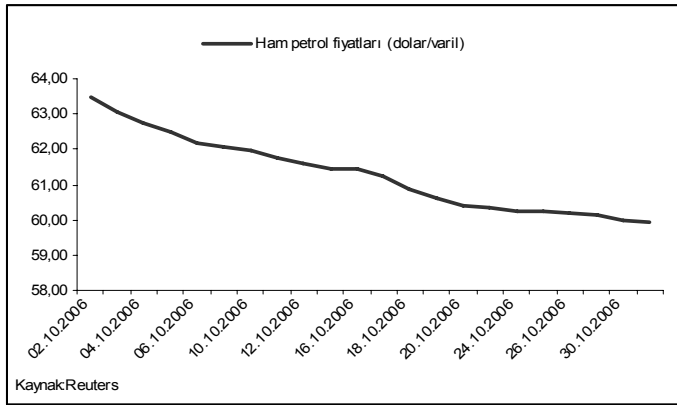
Eylül ayı sonu itibariyle 1.2730'lara kadar çıkmış olan EUR/USD paritesi piyasaların Ekim ayı başında açıklanan ABD istihdam verilerinden, enflasyonist baskıların devam ettiği ve büyümenin tahmin edilenden daha ılımlı bir seyir izlediği, bu nedenle enflasyon konusunda hassasiyeti bilinen Fed'in, faiz oranını indirmeyip artırabileceği sonucunu çıkarmasıyla düşmeye başlamış, önce 1.2580'lere, ardından 1.2520'lere kadar inmiştir. Fed yetkililerinin

Ekim ayı boyunca yaptıkları açıklamaların parite üzerinde farklı etkileri olmuştur. Enflasyonist baskıların devam ettiğine değinen açıklamalar Doların değer kazanmasına neden olurken, büyümedeki yavaşlamanın daha ciddi bir tehlike oluşturduğu yönündeki açıklamalar Dolara değer kaybettirmiştir. Ay ortasına kadar 1.2510-1.2600 aralığında genel olarak aşağı yönlü bir eğilim sergileyen parite üzerinde bu dönemde etkili olan ABD ekonomisine ilişkin gelişmelerden biri ABD dış ticaret açığının beklenmedik bir artış göstermesidir. Dış ticaret açığı verileri Doların değer kaybetmesine neden olurken, ÜFE ve TÜFE'nin beklentiler doğrultusunda gerçekleşmesi Dolara destek vermiştir.

Daha sonra açıklanan ve Eylül ayında büyük bir düşüş göstermiş olan Filadelfiya Fed endeksinin beklentilerin aksine toparlanmayıp, -0,4,'ten -0,7'ye düşmesi, büyüme ile ilgili kaygıları artırmış, paritenin 1.2560'lardan 1.2620'lere çıkmasına neden olmuştur. 24-25 Ekim'de yapılan Fed toplantısının ardından, Fed yetkililerinin enflasyona karşı dikkatli olunması gerektiği yönündeki açıklamalarının etkisiyle, Fed'in de aynı yönde bir açıklama yapması beklendiği için, toplantı tarihine kadar Dolar bir miktar değer kazanmıştır. Ancak, Fed'in ılımlı bir enflasyon ve büyüme tablosu çizmesi Dolara tekrar değer kaybettirerek 1.2540'lara inmiş olan pariteyi tekrar 1.2630'lara çıkarmıştır. Ardından, ABD III. çeyrek büyüme verilerinin beklenenden daha hızlı bir yavaşlamaya işaret etmesi ve çekirdek PCE endeksinin Ağustos ayı için yukarı yönde revize edilmesi Dolara daha fazla değer kaybettirerek, pariteyi 1,2730'lara kadar çıkarmıştır. Bu arada ECB'nin gelecek yıl nasıl bir para politikası izleyeceğinin merak edildiği piyasada, ECB Başkanı Trichet'nin, enflasyonun artmasını bekledikleri yönündeki açıklaması, faiz artırımlarının devam edeceği şeklinde yorumlanmış, pariteyi daha da yukarı çıkarmıştır. Öte yandan ABD'de Kasım ayı başında açıklanan bölgesel ve ulusal bazdaki üretim endekslerinde düşüş gözlenmesi, ay başında azalmış olan Fed'in yakın zamanda faiz indirimine gitme olasılığını tekrar artırarak paritenin 1.2770'lere kadar çıkmasında etkili olmuştur. ECB'nin Aralık ayında faiz artırımına gideceği beklentisi de paritenin bu seviyelerde tutunmasında etkili olmuştur. Fakat daha sonra açıklanan tarım dışı istihdam verisi ve işsizlik oranının Fed'in faiz indirimine gitmesi olasılığını azaltmasıyla parite 1.2760'lardan tekrar 1.2690'lara gerilemiştir.

► *Emtia Piyasası*

▪ *Petrol*



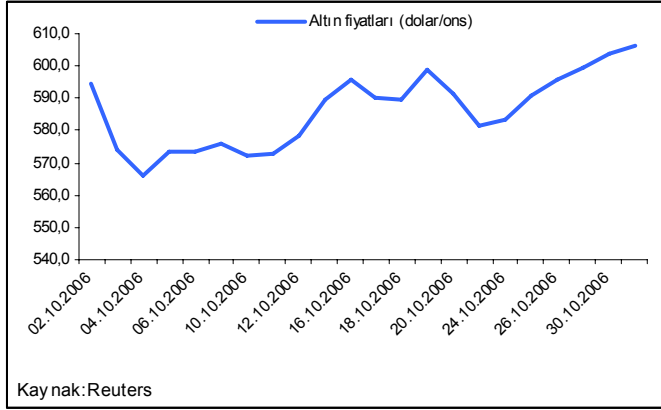
Petrol fiyatlarında Eylül ayında başlayan düşüş trendi Ekim ayında da sürmüştür. İran ve Ortadoğu kaynaklı jeopolitik risklerin nispeten etkisini kaybetmesiyle, ABD petrol stoklarındaki değişim ve OPEC'in üretim kararı ay boyunca fiyatların seyrini etkileyen başlıca gelişmeler olmuştur. Ekim ayının ilk haftasında petrol fiyatları 56 dolar/varil seviyesine kadar gerilerken bu gelişmede, ABD petrol stoklarının son yedi yılın en yüksek seviyesinde olması ve OPEC'in arzı azaltacağı açıklamalarının resmîyet kazanmaması etkili olmuştur. Ay ortalarına doğru, ABD'de mevsim koşullarının

sertleşmesi fiyatları yukarı yönlü desteklemiş, OPEC'in 20 Ekim'de yaptığı toplantıda, günlük petrol üretiminin 1,2 milyon varil azaltılması kararı alması ile ham petrol varil fiyatı tekrar 59 dolar seviyesine çıkmıştır. İki yıldır arz kısıntısına gitmeyen OPEC'in günlük petrol arzını beklentilerin üzerinde azaltması, Aralık ayında yapılacak toplantıda ek 500.000 varillik bir kesinti daha yapılacağı beklentisini artırmıştır. OPEC arz kısıntısına gerekçe olarak, aşırı arzın petrol piyasasında istikrarsızlığa yol açmasını göstermiştir. Ekim ayının sonlarına doğru, en büyük petrol ihracatçısı olan Suudi Arabistan'da ortaya çıkan terör endişesi fiyatları 62 dolar/varil seviyesine taşımıştır. OPEC'in üretimi kısıtlama kararına rağmen, üyeler arasında tam bir konsensus sağlanamaması da fiyatlardaki yükselişi destekleyen bir başka gelişme olmuştur. Alınan önlemlerle Suudi Arabistan petrol sevkiyatının normal seyrine dönmesi ve ABD ham petrol stoklarında yeniden artış beklentisi ile ham petrol fiyatları Ekim ayını 58 dolar/varil seviyesinde kapatmıştır.

2007'de petrol fiyatlarının seyrini etkileyecek en önemli gelişmelerin dünya ekonomik büyümesinin seyri ve talep tarafındaki gelişmeler olması beklenmektedir. ABD üçüncü çeyrek büyümesinin beklentilerin altında gerçekleşmesi ve Çin'in petrol talebindeki artışın geçtiğimiz aylara göre yavaşlamanın petrol fiyatlarındaki

gerilemeyi desteklemesi beklenmektedir. Ancak talepte olası bir artış olmasına karşılık yeni kaynak yaratmada yetersiz kalınmasının ve jeopolitik risklerin petrol fiyatlarındaki gerilemeyi sınırlandırması muhtemel görülmektedir.

▪ Altın



Altın fiyatları, petrol fiyatlarındaki düşüş ve dolardaki değer artışına paralel olarak Ekim ayının ilk haftasında 573 dolar/ons seviyesine kadar gerilemiştir. Ancak ayın son haftalarına doğru fiyatlarda görülen düşüş eğilimi yerini yükseliş eğilimine bırakmış, fiyatlar 604 dolar/ons seviyesine kadar yükselmiştir. Bu gelişimde, Birleşmiş Milletlerin nükleer silah denemesi yapan Kuzey Kore'ye yaptırım uygulama kararı alması, OPEC'in üretimi kısmasının ardından petrol fiyatlarının yükselmesi, ABD ekonomisinin ılımlı şekilde yavaşlayacağı ve Fed'in kısa vadede faiz oranı değişikliğine gitmeyeceği beklentisinin ağırlık kazanması etkili olmuştur. Ekim ayı sonunda

600 dolar/ons civarında hareket eden altın fiyatlarının önümüzdeki dönem petrol fiyatları, ABD ve Çin kaynaklı ekonomik gelişmelere paralel hareket edeceği tahmin edilmektedir.

Ekim ayında altın fiyatlarında yaşanan düşüşün başta bakır olmak üzere diğer kıymetli madenleri de etkilediği görülmektedir. Daha çok inşaat ve elektrik-elektronik sektörlerinde kullanılan bakıra olan talep son üç yıldır özellikle Çin ve Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelerdeki altyapı çalışmalarının artması, bunun yanı sıra ABD'de inşaat sektörünün büyümesine bağlı olarak artmış, talep artışı da fiyatların rekor seviyelere çıkmasına neden olmuştur. Ancak son dönemde dünya ekonomik büyümesinde yavaşlama olacağı ve buna bağlı olarak ABD ve Çin kaynaklı talebin azalacağı beklentilerinin artması bakır fiyatlarının düşmesine yol açmıştır. Geçtiğimiz aylarda maden ocaklarında yaşanan grevler ve stoklardaki düşük seyrin arza yönelik endişeleri artırmasıyla yüksek seyreden bakır fiyatlarının önümüzdeki aylarda ağırlıklı olarak, dünyanın en büyük iki bakır tüketicisi olan ABD ve Çin kaynaklı talebin seyri ve dünya ekonomisindeki gelişmelere göre hareket etmesi beklenmektedir. Bakır fiyatlarının ay içinde 7.370 dolar/ ton seviyesinin altına düşmediği göz önüne alınırsa, son üç yıldır yaşanan güçlü trendin bir süre daha devam etmesi beklenmektedir.

► Uluslararası Menkul Kıymet Piyasaları

	29.09.2006	27.10.2006	Fark
EMBI+	208	187	-21
Brezilya	233	215	-18
Arjantin	342	283	-59
Meksika	121	110	-11
Venezüella	233	214	-19
Rusya	114	110	-4
Türkiye	256	229	-27

Kaynak: SPK

Hazine Tahvilleri'nin getirileri düşmeye başlamıştır. Fakat işsizlik oranının beklenmedik bir düşüş göstermesi ve tarım dışı istihdam verisinin artması, Fed'in faiz indirimine başlama tarihini ertelemesi ihtimalini artırmış, böylece ABD Hazine Tahvillerine olan talep ay sonu itibarıyla düşmüştür. Rakam bazında incelendiğinde ise, ay başında 4,6157'de bulunan ABD 10 yıllık Hazine Tahvili'nin getirisi 4,83'e kadar çıktıktan sonra, önce 4,6750'ye ardından da 4,6065'e kadar gerilemiş, ay sonunda ise 4,6870'e çıkmıştır.

Ekim ayında gelişmekte olan ülke tahvilleri daha çok, ABD Hazine Tahvilleri'ne olan talepten etkilenmişse de kendi iç dinamikleri de tahviller üzerinde bir hayli etkili olmuştur. Ekim'in ilk haftasında emtia fiyatlarındaki gerilemenin, ihracatçı ülkeleri olumsuz etkileyebileceği beklentisi, gelişmekte olan ülke tahvillerinin risk primlerini yükseltmiştir. İlerleyen günlerde Brezilya'daki seçimlere ilişkin belirsizliğin ortadan kalkması,

Arjantin ve Venezuela'nın kredi notunun artırılması Latin Amerika ülkeleri önderliğinde tüm gelişmekte olan ülke tahvillerine olumlu yansımıştır. Ay ortasında açıklanan ABD ekonomik verilerinin, ülkede ekonomik büyümenin beklendiği kadar hızlı gerilemediğini göstermesiyle global piyasalarda oluşan olumlu hava, ABD Hazine Tahvilleri'ne gelen satışların da etkisiyle, gelişmekte olan ülke tahvillerine yönelik talebin artmasına yol açmıştır. Ekim ayı sonlarına doğru Fed'in faiz indirimine gidebileceği beklentisinin yeniden artması, gelişmekte olan ülke tahvillerinin fiyatını düşürmüştür. ABD'de faiz oranlarının yüksek seyretmesi gelişmekte olan ülkeler açısından olumsuz bir gelişme olmakla birlikte, ABD ekonomisinin yavaşlaması, gelişmekte olan ülkelerin ABD'ye olan ihracatının bu durumdan olumsuz etkileneceği endişesine yol açmakta, bu nedenle Fed'in faiz indirimine gitme ihtimalinin artması, bu ülkelere yönelik risk primlerinin artmasına neden olmaktadır. Ay sonunda Türkiye'nin 2030 vadeli tahvilinin fiyatı 151.000 olurken, Brezilya'nın 2040 vadeli tahvilinin fiyatı da 131.375'e gerilemiştir. Global gelişmelere ek olarak, Türkiye'nin seçim sürecine girmesi, AB ile müzakerelerin geleceğine yönelik risklerin artması ve yüksek cari açık Türkiye tahvillerinin uluslararası gelişmelerden daha fazla etkilenmesine neden olmaktadır. Önümüzdeki dönem, gerek ABD ekonomisi gerekse gelişmekte olan ülkelerle ilgili gelişmelerin tahvil piyasaları üzerinde etkili olmaya devam etmesi beklenmektedir.

► Dünya Borsaları

	02.10.2006	01.11.2006	(%) Değişim
AVRUPA			
Cac-40 (Fransa)	5.243	5.370	2,42
Dax (Almanya)	5.999	6.291	4,86
FTSE-100 (İngiltere)	5.957	6.149	3,22
AMERİKA			
Nasdaq (ABD)	2.249	2.353	4,62
Dow Jones (ABD)	11.698	12.032	2,85
Bovespa (Brezilya)	36.437	39.812	9,26
Merval (Arjantin)	1.627	1.790	10,01
IPC (Meksika)	21.231	23.277	9,63
ASYA			
Nikkei (Japonya)	16.254	16.375	0,74
Shanghai Comp (Çin)	1.840	1.949	5,92

Kaynak: Financial Times, Reuters

Gelişmiş ülke borsa endeksleri Ekim ayı boyunca petrol fiyatlarındaki düşüşün ve ekonomik büyümenin canlılığını korumasının etkisiyle genel olarak yükseliş trendi sergilemiştir. Ayrıca, geçtiğimiz aylarda gündemde olan, ABD ekonomisinin hızlı bir yavaşlama sürecine gireceği ve bunun diğer ülkeler üzerinde de olumsuz sonuçları olacağı endişesinin Ekim ayında biraz daha azalması, borsa endekslerinin yükselişini desteklemiştir. Financial Times Endeksi Ekim ayında %3,22 değer kazanırken, Alman Dax endeksi %4,86, Fransa Cac-40 Endeksi ise %2,42 oranında değer kazanmıştır. Asya borsalarına da yükseliş trendi hakim olurken, Japon Nikkei Endeksi %0,74 oranında yükselmiştir. Ekim ayında ABD borsaları şirket

karlılıklarının artmakta olduğu haberlerinin, enerji maliyetlerindeki azalışların ve büyümenin ılımlı bir seyir izlediğine işaret eden verilerin ve açıklamaların etkisiyle yükselmiş, Dow Jones sanayi endeksi, büyüme ile ilgili olumlu görüşlerin arttığı ay ortası itibarıyla tarihinde ilk kez 12,000 seviyesinin üzerine çıkmıştır. ABD borsa endeksleri, ay sonunda, beklenenden daha düşük açıklanan üçüncü çeyrek büyüme oranının ve üretim endekslerinin ekonominin yavaşlamaya devam ettiğini göstermesinin ardından düşmeye başlamıştır.

Gelişmekte olan ülke borsaları, Ekim ayında ABD'de açıklanan verilerin ekonomide yavaşlamanın ılımlı olacağına yönelik beklentileri kuvvetlendirmesi sonucu, yeniden yükseliş trendine girmiştir. 20 Ekim'de yapılan Fed toplantısının ardından yakın zamanda faiz oranlarında değişiklik olmayacağı yönünde beklentilerin artması, petrol fiyatlarında kısa süreli yaşanan toparlanma hareketi, Arjantin ve Venezuela'nın not artırımı, Brezilya'da seçimlerin ikinci turunda devlet başkanı Lula'nın yeniden seçileceğinin kesinlik kazanması, Brezilya borsası önderliğinde bütün gelişmekte olan ülke borsalarının değer kazanmasına yol açan gelişmeler olmuştur. Ay içinde Kuzey Kore'nin nükleer silah denemesi yapması geçici olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamasını artırmış, başta Asya borsaları olmak üzere tüm gelişmekte olan ülke borsalarında satışlar yaşanmasına neden olmuştur. Buna karşılık ay sonuna doğru ABD borsalarında üst üste yaşanan rekorlar tüm dünya borsalarını olumlu etkilemiş, bu olumlu seyirden gelişmekte olan ülke borsaları da payını almış, ancak, ABD ekonomisinin yavaşlamaya devam ettiğini gösteren ekonomik verilerin artmasıyla gelişmekte olan ülke borsa endeksleri yeniden düşüş trendine girmiştir.

OECD Türkiye Raporu (2006)

OECD Raporunun değerlendirmeler ve öneriler bölümünde Türkiye'nin 2002-2005 yılları arasında gösterdiği olumlu makroekonomik performansta uluslararası piyasalardaki pozitif koşulların etkisi olduğu belirtilmiştir. Mayıs ayında yaşanan dalgalanmada söz konusu koşulların tersine dönmesinin etkisi olduğu ve Türkiye'nin bu dalgalanmadan en fazla etkilenen ülkeler arasında olduğu da vurgulanmıştır. Bunun nedeni olarak ise yüksek cari açık, portföy yatırımlarının yabancı sermaye içerisindeki payı ve makroekonomik istikrarın kısa geçmişi gibi ekonomik kırılganlıkların yanı sıra, önemli kurumların bağımsızlığı ve yapısal reformların devamlılığı konusunda oluşan endişeler gibi büyük ölçüde siyasi kökenli unsurlar gösterilmiştir. Geçmişe göre daha zorlu bir uluslararası ortamda, güçlü ekonomik performansın sürdürülebilmesi için makroekonomik politikalar ve yapısal reformlar konusundaki taahhütlerin yerine getirilmesi gereğine dikkat çekilmiştir.

► Türkiye'nin Mevcut Ekonomik Performansı ve Görünümü

Raporda Mayıs ayında yaşanan volatilité çerçevesinde Türkiye ekonomisinin dışsal dalgalanmalara karşı kırılgan bir yapı sergilediğine dikkat çekilmiş ve bu şoklara karşı dayanıklılığını artırmasını sağlayacak öneriler sıralanmıştır.

▪ Türkiye'nin son yıllarda makroekonomik göstergelerinin olumlu yönde gelişmesinde, uygulanan daraltıcı maliye politikası ve dezenflasyon politikasının yanısıra, düşük global faiz oranları, dünya ekonomisindeki güçlü büyüme ve gelişmekte olan piyasalara yönelik risk iştahının yüksek olması gibi olumlu dışsal faktörlerin de büyük etkisi olduğu belirtilmiştir. Reel ekonominin ve bankacılık sektöründe istikrarın sağlanması, parasal ve mali kuruluşların kalitesinin artırılmasıyla Türkiye'nin elde ettiği avantajın, Mayıs ayında global risk primlerinin yükselmesine kadar devam ettiği ifade edilmiştir. Raporda Türkiye'nin Mayıs ayında uluslararası piyasalarda risk iştahının azalmasından olumsuz etkilenen tek gelişmekte olan ülke olmadığı, ancak en çok etkilenen ülke olduğunun altı çizilmiştir. Bu durumun en temel nedeni olarak ise, risk algılamalarındaki değişimden önce analistler tarafından sıkça vurgulanan cari açık düzeyinin sürdürülebilir olmaktan uzak ve giderek artma eğiliminde olması gösterilmiştir. Bu dönemde Türkiye ekonomisi ile ilgili yaşanan diğer olumsuz gelişmeler; sermaye akımlarının giderek artmasının kredilerde hızlı bir artışa yol açması, enflasyondaki sürpriz artış ile merkez bankasının kredibilitesinin sorgulanması olarak sıralanmıştır. Ayrıca yapısal reformlarda ilerleme sağlanamadığına yönelik endişelerin siyasi tansiyonu yükseltmesinin piyasalardaki belirsizliği artırdığı belirtilmiştir.

▪ Mayıs ayında yaşanan dalgalanma, daha sonra meydana gelebilecek daha büyük bir düzeltme hareketinin gerçekleşme olasılığını azaltmış olması bakımından, olumlu bir gelişme olarak yorumlanmıştır. Ancak global ekonominin kötüleşme ihtimalinin halen devam etmekte olduğu belirtilerek, bu durumun döviz kuru, enflasyon ve mali sektörde ani değişimler yaratarak makroekonomik istikrarsızlığa yol açabileceği ifade edilmiştir. Mevcut kamu ve dış borç oranları göz önünde bulundurulduğunda, bu risklerin Türkiye için diğer OECD ülkelerine kıyasla daha tehlikeli olduğu vurgulanmıştır.

▪ Türkiye'nin AB'ye üyelik müzakereleri nedeniyle, kurumlarını ve ekonomik sistemini köklü bir reform sürecinden geçirerek modernize etme fırsatını yakaladığı belirlenen raporda, Türkiye'nin bu yönde belirgin adımlar atmasının kırılganlığını ve risk primini azaltarak makroekonomik hedeflerine ulaşmasını kolaylaştıracağı ifade edilmiştir.

▪ Ayrıca Türkiye'nin 2001 krizinden çıkmasında, mali disiplinin ve ekonomiye güvenin yeniden tesis edilmesinde büyük payı olan IMF ile yapılan anlaşmanın Mayıs 2008'de sona erecek olmasının, hükümetin yatırımcı güveninin kaybedilmemesi için bundan sonra daha fazla reform çabası içine girmesini gerektirdiği belirtilmiştir.

► Büyüme

Raporda, Türkiye'nin nispeten düşük kişi başına GSYİH'ye sahip olmasının en önemli nedeni olarak düşük verimlilik düzeyi gösterilmekte; düşük ortalama verimlilik düzeyinin de ekonominin farklı kısımları arasındaki çarpık dağılımı gizlediği belirtilmektedir. Firmaların maliyetlerini düşüren ve zor ekonomik koşullarda faaliyetlerini sürdürmek için başvurdukları kayıtdışı faaliyet gösterme yolunun, verimlilik düzeyini düşüren,

firmaların sermaye piyasalarına erişimini kısıtlayan, yatırım kapasitelerini ve uluslararası ortaklıklar kurma olanaklarını azaltan; tüm ekonominin büyüme potansiyelini düşüren bir husus olduğuna dikkat çekilmektedir.

Faaliyete başlamak ve sürdürmek için gerekli şartların iyileştirilmesinin, daha fazla firmanın kayıt altına girmesine imkan vereceği, böylece, firmalar ve sektörler arasında verimlilik farkının azalacağı ve Türkiye ekonomisinde ortalama verimlilik düzeyinin yükseleceği vurgulanmaktadır.

Büyük oranda ağır düzenlemeler nedeniyle kayıtlı sektörde istihdam yaratımının az olduğu, kayıtlı sektörün artan şehirli işgücüne istihdam yaratamadığı, tarım sektöründeki dönüşümle birlikte, önümüzdeki yıllarda, özellikle işgücüne dahil olan kadın sayısındaki artış sonucunda şehirli işgücünün artmasının bu sorunu daha fazla büyüteceği belirtilmektedir. Raporda, genç nüfustaki hızlı artış oranının büyüme potansiyelini artıracak bir unsur olmasına rağmen, işgücü piyasasının yeterince esnek olmaması nedeniyle bu kaynaktan etkin yararlanılmadığı ifade edilmektedir.

Kayıtlı sektörün genişlemesi için, çeşitli alanlarda dikkatlice planlanmış bir dizi reform gerektiği belirtilmiş ve reform öncelikleri olarak aşağıdaki başlıklar sıralanmıştır:

- vergideki adaletsizliğin azaltılması,
- istihdam üzerindeki vergi yükünün önemli oranda düşürülmesi,
- işgücü piyasası düzenlemelerinin azaltılması,
- orta yaş işgücünün kayıtsız sektörlerle kaymaması için emeklilik sisteminin yeniden düzenlenmesi,
- ürün piyasalarında yasal düzenleme ve bürokrasinin azaltılması, enerji maliyetlerini azaltıcı düzenlemeler yapılması,
- firmaların para ve sermaye piyasalarına erişiminin kolaylaştırılması,
- verimlilik ve yaşam standartlarını artırmak için kapsamlı bir eğitim reformu yapılması,
- tarımda verimlilik artışı için gerekli reform programının uygulanması.

Başarılı bir kayıt altına alma stratejisinin, tüm ekonominin büyüme potansiyelini artıracığı, vergi tabanını genişleteceği, firmaların vergi yükünü azaltacağı ve Türkiye’de iş yapmanın cazibesini artıracığı belirtilen raporda, bu sayede uzun vadeli büyüme performansının yakalanmasının ve makroekonomik istikrar ve esnekliğin artırılması için gerekli olan doğrudan yabancı yatırım düzeyinin yükselmesinin mümkün olacağı ifade edilmektedir.

► Para Politikası ve Enflasyon

Raporda TCMB tarafından alınan önlemler, para politikasına yönelik önemli görüşlerle birlikte verilmiştir. Buna göre Türkiye’de döviz kurundan enflasyona geçiş etkisinin serbest kura geçişle birlikte azaldığı, ancak bu etkinin hala önemli düzeyde olduğu belirtilmiştir. Faiz oranı aktarım mekanizmasının etkinliğinin çok açık olmadığı ve enflasyonun belirlenme sürecinde beklentiler kanalının faize göre daha önemli rol oynadığının pek çok ekonomist tarafından kabul edildiği ifade edilmiştir. Ayrıca Merkez Bankası’nın kredibilitesi vurgulanmış ve son dönemde bu açıdan elde edilmiş kazanımların kaybedilmesi halinde, bunların tekrar elde edilmesinin daha zor olacağı belirtilmiştir. Kredibilite kaybının, ticaret partnerlerine göre daha yüksek faiz ve enflasyon farkına neden olacağından, YTL nominal olarak değerlendirilirse de Türkiye’nin rekabet gücünün zayıflamasına neden olacağı vurgulanmıştır.

2007 yılı enflasyon hedefinin %4 olduğu hatırlatılan raporda, orta vadeli beklentilerin hedeflerle tutarlı olmadığı ve bu hedeflerin piyasa beklentilerini yönlendirmede yeterli olmadığı belirtilmiştir. Bu durumun TCMB tarafından hükümete ve IMF’ye sunulan açıklamalarda da yer aldığı belirtilmiştir. Ancak bunun yeterli olmadığı TCMB’nin enflasyon hedeflerini 2008 yılının da ötesinde açıklaması ve yeni açıklanan bu patikaya yakınsamayı engelleyecek risk faktörlerini ve böyle durumlarda TCMB’nin buna nasıl tepki vereceğini daha detaylı biçimde tartışması gerektiği belirtilmiştir.

► Maliye Politikası

OECD raporunda maliye politikasının Türkiye’nin dışsal şoklara olan duyarlılığı üzerinde önemli etkilerinin olduğu ifade edilmiştir. Raporda 2001 krizinden itibaren etkileyici bir maliye politikası performansı izlendiği ve büyük ölçüde artan vergi oranları yoluyla olmasına rağmen faiz dışı fazlanın sürekli arttığı vurgulanmıştır. Faiz oranlarındaki düşüşün faiz ödemelerini azaltarak bütçe performansı üzerinde olumlu etkide bulunduğu

belirtilmiştir. Yabancı yatırımcıların piyasa dalgalanmalarında, ülkelerin izledikleri maliye ve para politikalarına göre hareket ettikleri göz önüne alınarak maliye politikasının önemine dikkat çekilmektedir.

Raporda ayrıca kamu sektörü faiz dışı fazla gelirleri ve kur istikrarı, net kamu borcunun azaltılmasını sağlayacak temel faktörler olarak belirtilmiştir. 2001 krizinin ardından hükümetin net kamu borcunun önemli miktarda azaltıldığı belirtilen raporda, bu trendin devam etmesi dışsal şok yaşanmaması ve yüksek faiz dışı fazla gibi birtakım faktörlere bağlı olduğu vurgulanmaktadır. Raporda dış borç rasyolarının piyasalardaki gelişmelere karşı daha hassas olduğu belirtilmiştir. Özellikle geçtiğimiz yıllarda yapılan çalışmalarda gelişmekte olan ülkelerde ihtiyatlı dış borç stoku sınırının GSYİH'nin % 15 ila %30'u olduğu ifade edilmiştir. Türkiye'nin dış borç rasyosunun 2005 yıl sonunda GSYİH'nin %47'sine ulaşarak ihtiyatlı seviyenin üzerinde gerçekleştiği, bu durumun da dış borç rasyosundaki düşüş trendinin sürdürülebilirliği konusunda endişe yarattığı belirtilmiştir.

Raporun maliye politikasına ilişkin öneriler bölümünde, harcamaların çok yıllık bütçeleme çerçevesinde belirlenmesi ve bu bakış açısının tüm kamuya genişletilmesi önerilmektedir. 2001 yılından itibaren mali saydamlığı arttıracak birçok yeni yasanın uygulamaya konulduğu belirtilmiş, ancak bundan sonraki uygulamaların önemine dikkat çekilmiştir. Bu açıdan, öncelikle mali verilerin, 2008 yılında mevcut programın sonundaki IMF görüşmelerine kadar Ulusal Muhasebe Standartlarına göre hazırlanarak yayımlanması gerekliliği belirtilmiştir. Ayrıca hükümetin, gelecekte zayıflatılmadan uygulanacak mali düzenlemeleri yapması gerektiği ve mali kurumları arasında koordinasyonu sağlaması zorunluluğu vurgulanmıştır.

► Sosyal Güvenlik

OECD raporunda sosyal güvenlik reformunun sürdürülebilir bir yapıya kavuşması için yapılması gereken reformlara özellikle yer verilmiştir. Türkiye'de nüfusun artmasına rağmen sosyal güvenlik sistemine katkıda bulunan nüfusun, çalışan kişi sayısına oranının sürekli düşüyor olmasının sosyal güvenlik sistemindeki açıkları artırmakta olduğu vurgulanmaktadır. OECD raporunda yüksek işgücü maliyetleri kayıt dışı ekonominin büyümesinin en önemli nedeni olarak gösterilmekte ve sosyal güvenlik katkılarının Türkiye'de vergi takozuna yol açtığı ifade edilmektedir. Bu durumun vergi reformunun temel bakış açısını oluşturması gerekliliği vurgulanmaktadır.

Raporda, mevcut emeklilik sisteminin kayıtlı sektörün ilerlemesine engel olduğu, sistemde yapılacak düzenlemelerin kayıtlı ekonominin yükselmesini sağlama zorunluluğu belirtilmiştir. Sosyal güvenlik kesintilerini azaltmanın, kayıtlı işgücünün istihdam edilmesini daha ucuz hale getireceği ve bu durumun firmaların rekabet gücünü arttıracığı ifade edilmiştir. Ayrıca hükümetin firmalara yönelik düzenleyici işlemleri basitleştirerek doğrudan yabancı yatırımları teşvik etme ve rekabet ortamını geliştirme gerekliliği raporda yer almaktadır.

OECD raporunda kayıt dışı ekonominin azaltılmasının ekonomik büyümeyi ve hayat standartlarını arttıracığı vurgulanmaktadır. Bu açıdan sosyal güvenlik sisteminde yapılması gerekenler şu şekilde sıralanmıştır:

1. Sosyal güvenlik sisteminin içinde yer alan orta yaşlı kişilerin kayıtlı sistem içinde kalmaları, ayrılanların ise geri dönmeleri konusunda özendirilmesi.
2. Kayıtlı sektörün gelişimi için işverenler üzerindeki vergi takozunun azaltılması.
3. Tüm yoksul yaşlılara hitap edecek bir emeklilik sisteminin tasarlanması.

► Cari Açık

Raporda Türkiye'nin uzun yıllardır cari açık sorunuyla karşı karşıya olduğu ve son dönemde artan enerji fiyatları ve aşırı değerli YTL nedeniyle cari açığın rekor düzeye ulaştığı vurgulanmıştır. OECD raporunda iki temel nedenden ötürü yüksek cari açığın sürdürülemez olduğu belirtilmektedir. Bu nedenler; özel sektör yatırım oranının yükselmeye devam etmekle beraber hala hızlı büyüyen OECD ülkelerinin gerisinde olması ve cari açığın finansmanın yabancıların portföy yatırımlarına hala duyarlı olması nedeniyle herhangi bir dışsal şokun yıkıcı etkilerinin yüksek olması olarak ifade edilmiştir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımların 2005 yılında GSYİH'nin %2,5'ine ulaşmasına rağmen banka birleşmesi ve satın alınması yoluyla hizmetler sektöründe yoğunlaştığı ve bu durumun Türkiye'nin ihracat hacmini arttırmayacağı vurgulanmaktadır. Raporda önümüzdeki dönem makroekonomik politikaların başarıyla uygulanmaya devam edileceği, ancak reformlarda hızlanma beklenmediği için doğrudan yabancı yatırım miktarında artış olmayacağı öngörülmüştür.

Raporda cari işlemler açığının sürdürülebilirliğinin doğası gereği sermaye akımlarının istikrarı ve reel döviz kurunun sürdürülebilirliği ile yakından ilişkili olduğu vurgulanmaktadır. Finansal piyasalarda yaşanan

dalgalanmada Türkiye'ye sermaye akımlarının ne kadar kırılgan bir yapı sergilediğinin görüldüğü ifade edilmektedir. Bununla birlikte sermaye akımları neticesinde değerlendirilen YTL'nin tekstil gibi bazı sektörlerin rekabet gücünü düşürdüğü belirtilmektedir. Sonuç olarak yüksek seyreden cari işlemler açığının dışsal şoklara karşı duyarlılığı arttırdığı vurgulanmaktadır.

Raporda 2007 seçimleri öncesinde yapısal reform ajandasında duraksama yaşanması, reel sektörde rekabetin azalması, sermaye teşvikli sektörlerde yavaşlama olması, dış ticaret açığının ve cari açığın daha da artmasına yol açacak gelişmeler olarak sıralanmıştır. Reformlara devam edilmesi halinde dış borcun azalacağı belirtilerek, yatırımcıların cari açığa rağmen Türkiye'ye güvenlerinin artacağı vurgulanmıştır.

► **Finansal Sektör**

Raporda, 2001 krizinden bu yana bankacılık sektörünün denetim ve yönetiminin kalitesinin çarpıcı bir şekilde geliştiği, ancak kurumsal yönetim ve insan kaynakları alanlarında bazı gerekli reformların henüz tamamlanmadığı, BDDK'nın yönetim ve performansındaki ilerlemelerle ve makro ekonomi ve yatırımcı güvenindeki iyileşmelerin de katkısıyla bankacılık sektörünün daha sağlam bir yapıya kavuşacağı ifade edilmiştir.

► **Firmaların Finansman Olanakları**

Raporda, firmaların kredi ve özsermaye finansmanına ulaşmalarını kolaylaştıracak düzenlemeler yapılması gerektiği vurgulanmıştır. Türkiye'de bugüne kadar firmaların finansal hizmetler ve banka kredileri kullanımının sınırlı olduğu, ancak orta ve uzun vadeli yatırım kredilerinin arz ve talebinin hızlı bir şekilde büyümesinin beklendiği belirtilmiştir. Bununla birlikte firmaların banka olanaklarından daha fazla yararlanabilmeleri için finansal raporlama tekniklerini geliştirmeleri ve kurumsal yönetimlerini iyileştirmeleri gerektiği ifade edilmiştir.

Ayrıca raporda, firmaların gelecekte "risk sermayesi ve özel sermaye, reel sektörde ulusal ve uluslararası birleşmeler, özsermaye iştirakleri ve borsada yavaş yavaş artan halka arzlar" yoluyla sağlanan özsermaye finansmanına daha çok ihtiyaç duyacağı belirtilmiştir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2004	2005	En Son Yayımlanan		2006 HEDEF
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	430.511	487.202	132.652	(2006 II. Çeyrek)	536.259
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	300.6	361.5	91.5	(2006 II. Çeyrek)	364.9
Kişi Başına GSYİH (Dolar)	4.187	5.016			4.981
GSYİH Büyüme Oranı (%)	8,9	7,4	7,5	(2006 II. Çeyrek)	5,0
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değişim Oranı (%)	9,9	5,3	4,8	(Ağustos-2006)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81,5	80,3	82,8	(Eylül-2006)	
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	8,8	(Temmuz-2006)	10,0
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	9,98	(Ekim 2006)	5,0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	10,96	(Ekim 2006)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)					
M1	28.793	41.759	42.620	(06.10.2006)	
M2	108.539	153.146	177.548	(06.10.2006)	
M2Y	184.404	229.587	271.652	(06.10.2006)	
Emisyon	13.465	19.612	22.922	(02.11.2006)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	56.028	(13.10.2006)	
Döviz Kuru					
Dolar/YTL	1.3427	1.3483	1.4672	(06.11.2006)	
Euro/YTL	1.8321	1.5952	1.8743	(06.11.2006)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.7534	2.5766	2.9104	(06.11.2006)	
Euro/Dolar	1.3645	1.1831	1.2775	(06.11.2006)	
Dolar/Yen	102.49	117.49	1.2525	(06.11.2006)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	154.5	(Eylül 2006)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	17,50	(21.07.2006)	
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	17,50	(06.11.2006)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-15.543	-22.852	-22.420	(Ocak – Ağustos)	-22.000
İthalat	97.540	116.048	88.862	(Ocak – Ağustos)	124.400
İhracat	63.167	73.122	53.276	(Ocak – Ağustos)	79.000
Dış Ticaret Açığı	-34.373	-42.926	-35.586	(Ocak – Ağustos)	-45.400
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)					
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	128.039	(Ocak – Eylül)	163.041
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	129.423	(Ocak – Eylül)	172.244
Bütçe Açığı	-30.300	-9.743	-1.385	(Ocak – Eylül)	-9.203
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	36.242	(Ocak – Eylül)	37.057
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku (milyar YTL)	224.5	244.8	250.9	(Eylül-2006)	
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (milyar YTL)	92.0	86.8	98.7	(Eylül-2006)	
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5	261.8	(2006 II. Çeyrek)	
İMKB					
İMKB-100	24.971	39.777	39.307	(03.11.2006)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
(Milyon YTL)	2004	2005	Tem.06	Ağu.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	455.150	446.240
Nakit Rezervler	32.867	46.751	39.844	41.468
Krediler	99.396	149.937	194.632	196.001
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	156.232	154.560
Mevduat	191.065	243.121	272.713	277.382
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	119.016	113.539
Özkaynaklar	45.975	53.733	53.421	55.319
Net Dönem Karı	6.337	5.711	6.152	7.552
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	71,4	70,7
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58,8	57,3	55,7
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	11,5	13,7
Aktif Karlılık	2,0	1,4	1,4	1,7
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	19,8	20,5

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	438,00	513,70	627,50	(03.11.2006)
Petrol (Varil) \$	40,40	58,70	58,77	(03.11.2006)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.323	(03.11.2006)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	11.978	(03.11.2006)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	16.364	(03.11.2006)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	6.241	(03.11.2006)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	40.435	(03.11.2006)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.841	(03.11.2006)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	4,7270	(03.11.2006)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7,317	(03.11.2006)
Eurobond Spread'leri (Puan)				
Türkiye	270	214	229	(Ekim 2006)
Arjantin	4.811	498	283	(Ekim 2006)
Rusya	222	109	110	(Ekim 2006)
Brezilya	421	285	215	(Ekim 2006)
Meksika	168	123	110	(Ekim 2006)

Ekonomik Araştırmalar Birimi

Hülya Yılmaz	Müdür Yardımcısı	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.