

EKONOMİK GÖRÜNÜM

Mayıs 2007

✓ **18 Nisan tarihli Para Politikası Kurulu Toplantısında politika faizi %17.50'de sabit tutulurken, sıkı duruşun güçlendirilmesi gerektiği belirtilmiştir**

Para Politikası Kurulu'nun (PPK) 18 Nisan tarihinde yaptığı toplantıda, beklentilerle uyumlu olarak, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmemesine karar verilmiştir.

✓ **TÜFE Nisan ayında %1.21 artış gösterirken, yıllık artış %10.72'ye gerilemiştir**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Nisan ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) %1.21, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) %0.80 artış göstermiştir. Nisan ayı enflasyonu yüksek gerçekleşmesine rağmen, yıllık enflasyon Nisan 2006'daki yüksek baz etkisi nedeniyle geriledi ve TÜFE'de %10.72; ÜFE'de %9.68 olarak gerçekleşmiştir.

✓ **Analiz: Kurların dezenflasyon sürecine katkısı**

Önümüzdeki dönemde YTL'deki değerlenme devam etse, hatta kurlarda ciddi gerilemeler yaşansa bile, Merkez Bankası'nın alım yönünde yoğun müdahalesinin olacağı düşünülmektedir.

✓ **Telekom'a ilişkin ödeme bütçeyi rahatlatmıştır**

Yılın ilk iki ayında 8.2 milyar dolara ulaşarak yıl sonu hedefinin yaklaşık yarısına yaklaşan bütçe açığı, Mart ayında, Türk Telekom özelleştirmesine ilişkin erken ödemenin hesaplara geçmesiyle 4.8 milyar YTL fazla vermiştir.

✓ **Cari işlemler açığındaki gerileme devam ediyor**

Son dönemde ihracatın güçlü performansın devam ettirmesi ve turizm sektöründeki düzelmeye, cari işlemler açığının bir miktar gerilemesine neden olmuştur.

✓ **Ihracat güçlü seyrini devam ettiriyor**

Ihracatın güçlü seyrini devam ettirmesi, dış ticaret açığının gerilemesindeki temel etmen olmuştur. Ara malı ithalatının artmaya devam etmesi ise dış ticaret açığındaki düzelmeyi sınırlandırmaktadır.

✓ **İç talep daralırken, ihracat artışıyla büyüme süreci devam ediyor**

2006 yılının ikinci yarısında başlayan trend, 2007 yılının ilk üç aylık döneminde de devam ediyor. Özel tüketim ve yatırım harcamalarının artış hızı düşerken, ihracat artışıyla büyüme hızının çok fazla düşmesi beklenmiyor.

✓ **Analiz: Yurt içi ve Yurt dışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri**

✓ **2007'nin ilk çeyreğinde ABD ekonomisindeki yavaşlama artarak devam ederken, enflasyonist baskıların azalacağı umutları korunuyor**

İlk tahminlere göre ABD ekonomisinin 2007 ilk çeyrek büyüme oranının beklentilerin altında olması endişeleri bir miktar artırsa da, aktivite endekslerinin ikinci çeyrekte büyümedeki yavaşlamanın azalacağına işaret etmesi, ABD ekonomisinin büyük bir resesyona gireceği korkularını biraz hafifletmiştir. Fed faiz politikasının seyri açısından önem taşıyan enflasyonist baskıların ise tam olarak hafiflediğini söylemek ise zor görünmektedir, ancak bu yöndeki umutlar devam etmektedir.

✓ **Dolar, euro karşısında Nisan ayı boyunca değer kaybetti**

€/ \$ paritesi ay sonunda yayımlanan ABD büyüme verilerinin beklentilerin altında kalmasıyla rekor düzeylere çıkmıştır. Dünya genelinde hisse senedi piyasalarında da yükselişler yaşanırken, en belirgin yükseliş, yavaşlayan ekonomik büyümeye rağmen ABD borsalarında görülmüştür.

18 Nisan tarihli Para Politikası Kurulu Toplantısında politika faizi %17.50'de sabit tutulmuştur

TCMB O/N Faiz Oranları	Borç	Borç
	Alma	Verme
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

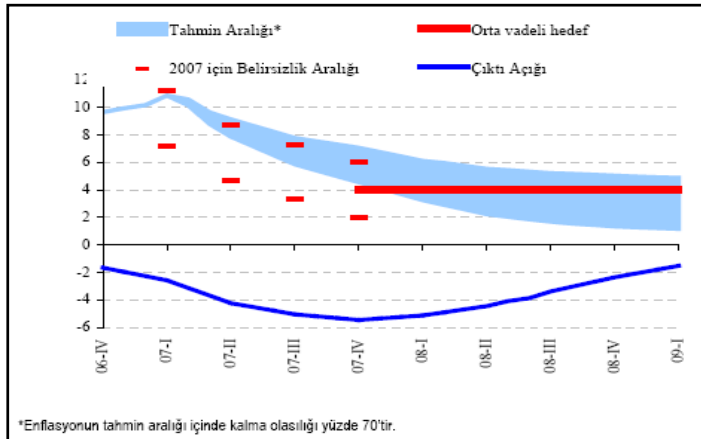
*Teknik Düzenleme
Kaynak:TCMB

Para Politikası Kurulu'nun (PPK) 18 Nisan tarihinde yaptığı toplantıda, beklentilerle uyumlu olarak, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmemesine karar verilmiştir. Bu kararla, Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi %17,50, borç verme faizi ise %22,50 düzeyinde sabit tutulmuştur.

PPK, toplantının ardından yaptığı açıklamada, enflasyondaki düşüş eğiliminin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği görüşünü yinelemiştir. Yapılan açıklamada, enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmadığına, geçmişe yönelik fiyatlamaya davranışlarına, petrol fiyatlarındaki yükselişe, belirsizlik algılamalarının devam ettiğine ve hizmet fiyatlarına ilişkin risklere dikkat çekilmiş; bu unsurlar göz

önüne alındığında, para politikasının sıkı duruşunun güçlendirilmesine karar verildiği ifade edilmiştir. Toplantıdan dokuz gün sonra yayımlanan değerlendirme özetlerinde, son dönemde açıklanan verilerin Ocak ayı Enflasyon Raporu'yla büyük ölçüde uyumlu olduğu görüşüne yer verilmiş, ancak orta vadeli hedefler açısından daha temkinli olunması gerekebileceği dile getirilmiştir. Değerlendirme özetleriyle aynı gün, 27 Nisan'da yayımlanan Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda ise "sıkı duruşun güçlendirilmesi" ifadesi açıklanmıştır. Bu doğrultuda mevcut bilgiler ışığında politika duruşu, Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi faiz oranlarının yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde sabit tutulduğu, son çeyreğinde ise indirildiği varsayımını içermektedir. Sıkı duruşun güçlendirilmesi ile kastedilen ise, son çeyrekte başlayacak indirimlerin daha önceki patikaya göre daha ölçülü olmasıdır.

TCMB, Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda orta vadeli enflasyon öngörülerini üretirken yapılan diğer bazı varsayımlarda da güncellemeler yapmıştır. Yukarı doğru revize edilen 2006 yılı büyüme rakamları nedeniyle, talep koşullarının gecikmeli etkilerinin enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin, bir önceki Enflasyon Raporu'na göre daha sınırlı olabileceği belirtilmiştir. Ayrıca, 2007 yılının ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarında öngörülen iyileşmenin henüz gerçekleşmediği, hizmet enflasyonundaki düşüşün öngörülenden yavaş olduğu ve tütün ürünlerindeki vergi düzenlemelerinin yarattığı etkiye dikkat çekilmiştir. 55 dolar düzeyinde seyredeceği varsayılan petrol fiyatlarına ilişkin varsayım ise 60 dolar olarak güncellenmiştir.



Güncellenen varsayımlarla üretilen tahminlere göre TCMB, enflasyonun %70 olasılıkla, 2007 sonunda %4.4-%7.1¹, 2008 yılı sonunda ise %1.3-%5.0² arasında olacağını tahmin etmektedir. Nisan ayı Enflasyon Raporu'ndan alınan yandaki Grafikte de görüldüğü gibi, üretilen bu tahminlere göre TCMB, yıllık enflasyonun yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirgin biçimde gerileyeceğini ve 2008'in ilk çeyreğinden itibaren %4'lük orta vadeli hedefe yakınsayacağını öngörmektedir. Ayrıca, 2007 yılında parasal sıkılaştırmanın etkilerinin de belirginleşeceği, böylece çıktı açığının da artacağı, yani talep koşullarının

enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin artarak devam edeceği tahmin edilmektedir.

Raporda, tütün ürünlerinden alınan Özel Tüketim Vergisi (ÖTV)'nde yapılan düzenlemenin, yıllık enflasyona yaklaşık 0.5 puanlık bir katkı yaptığı belirtilmiştir. Dolayısıyla, 2007 yıl sonu enflasyonu öngörüsünde yapılan 0.5 puanlık yukarı yönlü revizyonun büyük ölçüde buradan kaynaklandığı belirtilebilir. Ancak bu artış, fiyatlarda bir defalık bir yükselmeye yol açan ve para politikasının tepki vermeyeceği bir gelişmedir. Orta vadeye yönelmiş olan Merkez Bankası'nın sıkı duruşunu güçlendirecek olması, son dönemde açıklanan veriler ve yaşanan gelişmeler nedeniyle enflasyon görünümünde 2008 yılına ilişkin az da olsa bir bozulma algılanmasından kaynaklanmaktadır.

¹ Ocak Ayı Enflasyon Raporu'nda %3.6-%6.6 olacağı öngörüliyordu.

² Ocak Ayı Enflasyon Raporu'nda %1.6-%5.2 olacağı öngörüliyordu.

Nisan ayı Enflasyon Raporunda, parasal aktarım mekanizmalarındaki belirsizlik enflasyon görünümüne ilişkin risk unsurlarından biri olarak vurgulanmış ve faiz dışı harcamalardaki artışın söz konusu riski artırdığı ifade edilmiştir. Bununla birlikte, son dönemde kamu harcamalarında kısıntıya gidilmesi yönünde alınan tedbirler olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmiştir. Söz edilen bu belirsizlik nedeniyle toplam talep koşullarının enflasyon gelişmeleri açısından risk oluşturduğu ve bu riskin gerçekleşmesi durumunda para politikasının sıkılaştırılacağı vurgulanmıştır. Diğer bir risk unsuru ise, enflasyon beklentilerindeki katılık ve geçmişe yönelik fiyatlandırma davranışlarının halen devam etmesi olarak gösterilmiştir. Raporunda ayrıca, küresel piyasalarda yaşanabilecek ani dalgalanmalara da dikkat çekilmiş ve olası şoklar karşısında, bu şokun kaynağına göre en uygun stratejinin takip edileceği ve bunun kamuoyu ile paylaşılacağı ifade edilmiştir. Yurtdışı kaynaklı şoklar, yapısı itibarıyla farklılık gösterebileceği gibi, bunların yurtiçine yansımaları o dönemdeki yurtiçi koşullara bağlı olarak oldukça farklı olabilecektir. Bu nedenle, para politikasının bu tür gelişmelere nasıl tepki vereceğini önceden söylemek güçtür.

Enflasyon Raporu'nun riskler bölümünde, fiyat istikrarının uzun vadede ekonomi için ne kadar önemli olduğuna değinilmiş ve bunun ancak para politikasının basiretli duruşu sayesinde mümkün olabileceği vurgulanmıştır. Bu nedenle, ekonomik birimlerin sabırlı olması gerektiği ve kısa vadeli çıkarlar için uzun vadeli kazanımların feda edilmemesinin gerektiği ifade edilerek, gerek kurumlara gerekse bireylere güçlü bir mesaj verilmiştir.

Son PPK toplantısı ardından yapılan değerlendirmeler ve Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüm, Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflerine ulaşmada kararlılığını bir kez daha göstermiştir. Özellikle, 2006 yılının sonunda piyasalarda oluşan iyimser hava, Merkez Bankası'nın söylemlerinin aksine, faizlerin yılın ikinci çeyreğinin başından itibaren düşürülebileceği beklentisine yol açmış, ancak söz konusu beklentiler Merkez Bankası'nın kararlı tutumu ve Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görüşlerle Merkez Bankası'nın faizlere ilişkin çizdiği yol haritasıyla tutarlı hale gelmiştir. Bu tarihten sonra, gerek enflasyon rakamlarının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi gerekse yurtiçi ve yurtdışı belirsizliklerin artması, enflasyon görünümünde sınırlı da olsa bir bozulma yaratmıştır. Merkez Bankası söz konusu gelişmelere, sıkı duruşun güçlendirileceğini belirterek tepki vermiştir. Yapılan açıklamalar, 2007 yılının son çeyreğinde büyük olasılıkla 25, en fazla 50 baz puanlık bir faiz indirimi yapılacağı beklentisini doğurmaktadır.

TÜFE Nisan ayında %1.21 artış gösterirken, yıllık artış %10.72'ye gerilemiştir

% Değişim (2003=100)	TÜFE Nisan.2007	ÜFE Nisan.2007
Bir önceki aya göre	1.21	0.80
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	3.60	2.69
Bir önceki yılın aynı ayına göre	10.72	9.68
On iki aylık ortalamalara göre	10.30	11.01

Kaynak: TÜİK

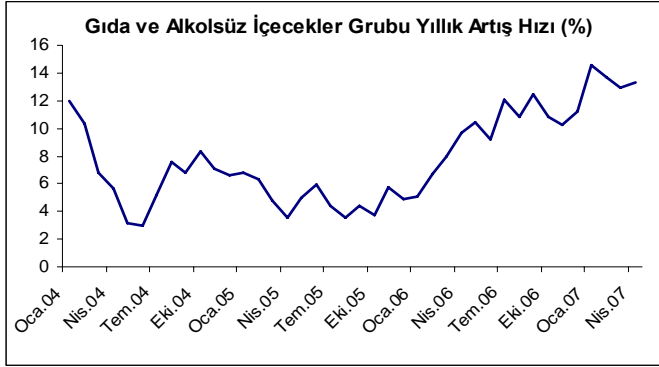
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Nisan ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) %1.21, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) %0.80 artış göstermiştir. Nisan ayı enflasyonu yüksek gerçekleşmesine rağmen, yıllık enflasyon Nisan 2006'daki yüksek baz etkisi nedeniyle gerilemiş ve TÜFE'de %10.72; ÜFE'de %9.68 olarak gerçekleşmiştir.

Nisan 2007'de Belirleyici Olan Ana Harcama Gruplarının Enflasyona Yaklaşık Katkıları	Aylık	Yıllık
	Değişime	Değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	0.27	3.79
Alkollü içecekler ve tütün	0.00	0.51
Giyim ve ayakkabı	0.89	0.49
Konut	0.04	2.16
Ulaştırma	0.10	1.12

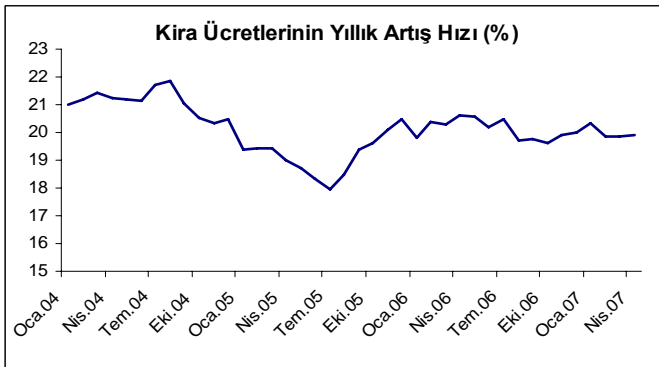
Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır

Nisan ayında TÜFE'deki yüksek oranlı artışta, giyim ve ayakkabı ana harcama grubunda yeni sezon ürünleri nedeniyle görülen %11.31'lik artış etkili olmuştur. Söz konusu artış, aylık TÜFE artışına yaklaşık 0.9 puan olarak yansımıştır. Gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubundaki %0.94'lük artış da, aylık TÜFE artışına yaklaşık 0.27 puanlık katkı yaparak enflasyon üzerinde belirleyici olan diğer bir unsurdur. Gıda grubunda görülen yıllık %13.31'lik artış, yıllık enflasyona 3.79 puan olarak yansımış ve %10.72'lik yıllık enflasyona en yüksek katkıyı yapmıştır. Giyim ve ayakkabı ile gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama gruplarının geçen yılın aynı dönemine göre daha olumsuz performans göstermiş olması,

diğer ana harcama gruplarındaki görece iyileşmenin enflasyon üzerindeki olumlu etkilerini sınırlamıştır.



Gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatlarının yıllık artış hızında 2004 yılının ilk çeyreğinden itibaren görülen artış eğilimi, enflasyon gelişmeleri açısından öne çıkmaktadır. Büyük ölçüde arz koşullarına bağlı olan bu grup fiyatlarında görülen artış, geçmiş dönem enflasyonunun hedef patikadan uzaklaşmasının başlıca nedeni olurken, gelecek dönem enflasyonu açısından da belirsizlik yaratan bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu harcama grubu fiyat dinamiklerinin şekillenmesinde para politikasının etkisi sınırlı olduğu için, bu belirsizlik orta vadeli hedeflerin ulaşılma olasılığını azaltmakta ve para politikasının sıkı duruşunun en önemli nedenlerinden biri durumuna gelmektedir.

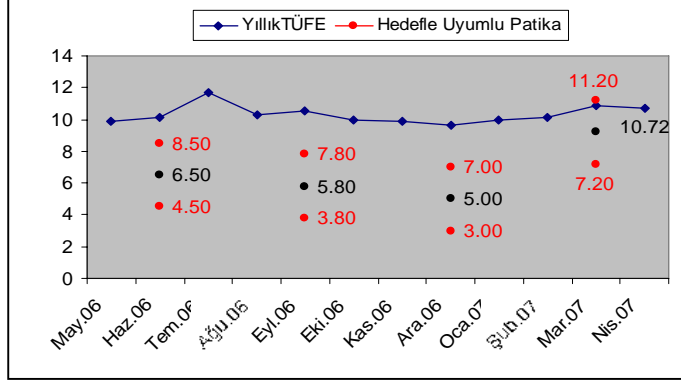


Yıllık enflasyonun yaklaşık 2.16 puanlık kısmı da, son bir yıllık dönemde %12.97 oranında artış gösteren konut grubu fiyatlarından gelmiştir. Ağırlıklı olarak kira harcamalarının oluşturduğu bu grupta, geçmişe yönelik fiyatlama davranışları kira fiyatlarında katılık yaratarak etkili olabilmektedir. Bu nedenle, para politikasının beklenti kanalı bu gruptaki

fiyat gelişmeleri açısından önem kazanmaktadır. Kira ücretlerinin yıllık artış hızı %20 dolayında katılık göstermekte olup, enflasyonun düşüş sürecini sınırlayan önemli bir faktör olmaktadır.

Giyim ve ayakkabı ana harcama grubunda Nisan ayında görülen %11.31'lik fiyat artışı, 2003 bazlı endekste bu grupta görülen en yüksek aylık fiyat artışı olmuştur. ÜFE'nin alt kalemlerinden olan giyim eşyası imalatı alt sektöründe Nisan ayında gerçekleşen %3.79'luk fiyat artışı, giyim ve ayakkabı ana harcama grubundaki artışta mevsimsel etkilerin yanı sıra maliyet unsurlarının da etkili olduğunu düşündürmektedir. Bu grupta görülen mevsimsel artışın önümüzdeki ay da görülecek olması, Mayıs ayı enflasyonu üzerinde olumsuz etkiye bulunacaktır.

Mevsimlik ürünler hariç hesaplanan özel kapsamlı TÜFE göstergesi olan “A” endeksinin bir önceki aya göre %0.51 artması, Nisan ayı enflasyonu üzerindeki mevsimsel etkiye işaret etmektedir. Merkez Bankası tarafından takip edilen işlenmemiş gıda, enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri ile altın hariç hesaplanan özel kapsamlı TÜFE göstergesi “H” endeksi ise, Nisan ayında %1.38 artış göstermiştir. Endeks, giyim ve ayakkabı grubunu dışlamadığı için, artış oranı genel endeksin üzerinde olmuştur. Bu endeksteki yıllık artış %9.88 olurken, son iki aydır endeksin yıllık artış hızındaki yükseliş sona ermiştir.



Bu gelişmelerle, Nisan ayı itibariyle yıllık TÜFE artışı sınırlı da olsa gerilemiş ve %10.72 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılındaki yüksek baz etkisinden kaynaklanan bu durumun geçen yıl Mayıs ayında gerçekleşen %1.88’lik fiyat artışı göz önünde alındığında, önümüzdeki ay da devam etmesi beklenmektedir. Mayıs ayı enflasyonu %1.2’nin altında kaldığı sürece, tek haneli yıllık enflasyon rakamına Mayıs ayı sonu itibariyle tekrar dönecektir.

Nisan Ayı’nda ÜFE’deki % değişim			
Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	Yıllık değişim
GENEL	100	0.80	9.68
Tarım	18,17	0.66	2.77
Sanayi	81,83	0.83	11.39
<i>Madencilik</i>	1,49	1.18	11.85
<i>İmalat</i>	74,49	1.00	10.73
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	5,85	-1.33	20.14

Kaynak: DİE

ÜFE Nisan ayında bir önceki aya göre %0.80, bir önceki yılın aynı ayına göre %9.68 oranında artış göstermiştir. ÜFE’deki aylık artışın 0.1 puanlık kısmı tarım sektöründen, 0.7 puanlık kısmı ise sanayi sektöründeki fiyat artışlarından kaynaklanmıştır.

İmalat sanayi sektörü alt kalemlerinden kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri ile ana metal sanayi sektörlerinde, geçen ayın ardından

bu ay da görülen yüksek oranlı fiyat artışları, ÜFE üzerinde belirleyici olmuştur. ÜFE içerisindeki toplam ağırlığı yaklaşık %17 olan bu sektörlerde Nisan ayında sırasıyla %4.98 ve %2.24 fiyat artışı görülmüş ve bu artışlar ÜFE’ye yaklaşık 0.6 puan katkıda bulunmuştur.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak, 2007 yılı TÜFE artış oranı tahminimiz %7’dir.

Kurların dezenflasyon sürecine katkısı

Enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarından birisi, merkez bankasının etkin bir para politikası yürütebilmesidir. Para politikası araçlarını etkin bir şekilde kullanabilmek için bağımsızlık, mali baskınlığın olmaması, teknik yeterlilik ve gelişmiş mali sistem gibi unsurların yanı sıra, uygulanan kur rejiminin de büyük önemi vardır. Kurların nominal çıpa olarak kullanıldığı ekonomilerde, kuru hedefledikleri düzeyde tutabilmek için merkez bankalarının döviz piyasalarına yoğun bir şekilde müdahalesi söz konusudur. Bu durum para arzını içsel kılar. Dolayısıyla, merkez bankasının para arzı üzerinde kontrolü zayıflar, sabit kur rejiminin en katı hali olan para kurulu sisteminde para arzının kontrolü tamamen merkez bankasının kontrolünden çıkar. Bu nedenle, serbest dalgalanan döviz kuru rejimi enflasyon hedeflemesinin ön şartlarından biri durumuna gelmektedir. Politika tartışmalarında enflasyon hedeflemesinin avantajlarından biri olarak, sıklıkla bu rejimin ekonomiyi spekülataf ataklara karşı koruması vurgulanır. Bu görüşün temelini serbest dalgalanan kur rejimini benimsemiş bir merkez bankasının, kurların yükselmesine izin verebilecek olması oluşturmaktadır. Ancak, katı bir şekilde hedeflenen enflasyonun tutturulmasından sorumlu olan merkez bankaları, genellikle kurların yukarı gitmesine izin vermemektedirler. Dolayısıyla, enflasyon hedeflerine bağlılık ekonomiyi spekülataf ataklara karşı güçsüz hale getirebilmektedir.

Enflasyon ve döviz kuru arasındaki geçiş etkisinin oldukça yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde, kurlara müdahale edilmesi gereği daha ön plana çıkmaktadır. Son yıllarda derecesi azalmış olsa da tarihsel olarak dolarizasyonun yüksek olduğu ve yakın dönemde kurları politika aracı olarak kullanmış olan Türkiye’de, kurlarla enflasyon arasında yakın ilişki bulunmaktadır. Leigh ve Rossi (2002) Türkiye’de döviz kuru ve enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemiş, döviz kurunun fiyatlar üzerindeki etkisinin bir yılda sona erdiğini ve bu sürede kurdaki şokun %45’inin TÜFE’ye geçtiği sonucuna ulaşmışlardır. Arat (2003), döviz kuru ile fiyatlar arasında güçlü bir ilişki bulmuş, ayrıca geçiş etkisinin tamamlanma süresinin bir yıldan daha uzun olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kara ve Ögünç (2005), dalgalı kur rejiminin benimsenmesinden sonra geçişkenliğin azaldığını, ancak tamamlanmasının daha uzun sürdüğü ve tek taraflı şokların yurtiçi fiyatlar üzerindeki toplam etkilerinin hala oldukça büyük olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bu konuyla ilgili teorik çalışmaların yanı sıra, 2006 yılında döviz kurlarında yaşanan dalgalanma sonucu enflasyon ve enflasyon beklentilerinde meydana gelen artış, Türkiye’de fiyat dinamiklerinde kurların ne denli belirleyici olduğunu göstermiştir. Merkez Bankası da %9.6’lık 2006 yılı enflasyonuna, kurlardaki dalgalanmanın 3.5 puana yakın etki yaptığını belirtmiştir.

Böyle bir yapı içerisinde, TCMB de enflasyon hedefleri doğrultusunda kurlar üzerinde belirleyici olmaya çalışmaktadır. Ancak bunu yaparken, amacının kurlardaki oynaklığı azaltmak olduğunu vurgulayarak, serbest kur rejiminin temel prensiplerine uygun davrandığını dile getirmektedir. Bu doğrultuda yapılan müdahalelerin etkinliği, gerek akademik yazında gerekse politika uygulayıcılar arasında yoğun şekilde tartışılmaktadır. TCMB’nin de müdahalelerin etkinliği konusunda şüphelerinin olduğu, ancak kurlardaki ani değişimlerin, gerçekleşen ve beklenen enflasyon üzerindeki etkilerini azaltmak için müdahalede bulunmak durumunda kaldığı görülmektedir. Aslında yoğun tartışma konusu olan, TCMB’nin kurlardaki aşağı doğru hareketi yaptığı müdahalelerdir. Uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkilediğinden, toplumun önemli bir kesimi kurların belli seviyelerin altına inmesini istemez. Ancak, üretimde büyük ölçüde ithal girdi kullanan, tüketici fiyatları endeksi içerisinde ithal malların payının fazla olduğu, özetle enflasyon-döviz kuru geçişkenliğinin yüksek olduğu bir ekonomide, kurlarda meydana gelen gerileme, dezenflasyonist sürece önemli katkıda bulunmaktadır.

Bu durum, özellikle orta vadeli enflasyon hedeflerinden büyük ölçüde sapma meydana geldiği şu günlerde, Merkez Bankası açısından ikilem yaratmaktadır. Çünkü Merkez Bankası, dış borç servisi nedeniyle rezerv biriktirmek istemektedir ve bu nedenle kurların gerilediği dönemlerde ihaleler ve doğrudan müdahalelerle rezervlerini artırmaktadır. Rezervlerin artışı sonucu ortaya çıkan parasal genişleme, fiyatlar üzerinde baskı oluşturan bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Düşük kur ise, hem ithal ara malı ve ithal nihai mal fiyatlarını düşürerek, hem de net yurtiçi talebi azaltarak enflasyonun düşmesine katkıda bulunmaktadır.

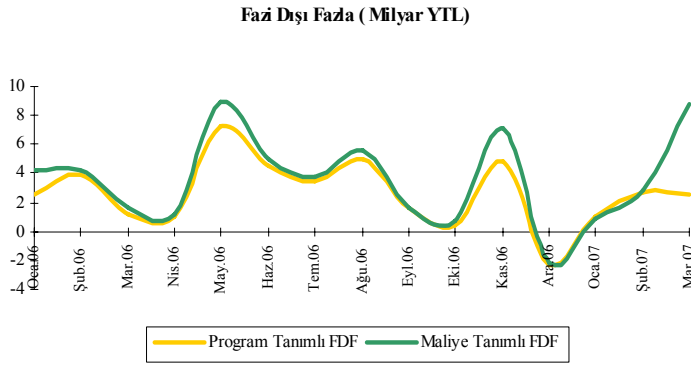
Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı 2002-2005 yıllarının özellikle son dönemlerinde uluslararası likiditenin de etkisiyle yoğun sermaye girişi yaşanmış ve Merkez Bankası’nın müdahalelerine rağmen YTL’nin reel değerlenme süreci devam etmiştir. Bu sayede Merkez Bankası rezervleri arttığı gibi, kurlarda da enflasyonun hedeflerin altında kalmasına yardımcı olan hareket devam etmiştir. Ancak mevcut görünümde, gerek gerçekleşen gerekse beklenen enflasyonun orta vadeli hedeflerin oldukça üzerinde olması ve uluslararası piyasalardaki belirsizlikler, söz konusu uygun ortamın artık geçerli olmayabileceğine dair sinyaller vermektedir. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde YTL’deki değerlenme devam etse, hatta kurlarda ciddi gerilemeler yaşansa bile, Merkez Bankası’nın alım yönünde yoğun müdahalesinin olacağı düşünülmektedir.

Telekom'a ilişkin ödeme bütçeyi rahatlatmıştır

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri Milyon YTL	Mart			Ocak-Mart			Hedef	Ger. Oranı
	2006	2007	Reel Değ. (%)	2006	2007	Reel Değ. (%)		
Bütçe Harcamaları	12,460	15,641	13.2	39,375	49,442	13.3	204,989	24.1
Faiz Dışı Harc.	10,202	11,662	3.1	28,093	33,475	7.5	152,043	22.0
Faiz Harcamaları	2,258	3,979	59.0	11,282	15,967	27.7	52,946	30.2
Bütçe Gelirleri	11,899	20,481	55.3	38,325	46,109	8.5	188,159	24.5
Vergi Gelirleri	9,942	11,330	14.0	31,256	33,947	-2.0	158,153	21.5
Diğer Gelirler	1,957	9,151	321.8	7,070	12,162	55.2	25,307	48.1
Bütçe Dengesi	-561	4,841	-	-1,050	-3,332	186.4	-16,830	19.8
Faiz Dışı Denge	1,697	8,820	368.8	10,232	12,634	11.4	36,116	35.0

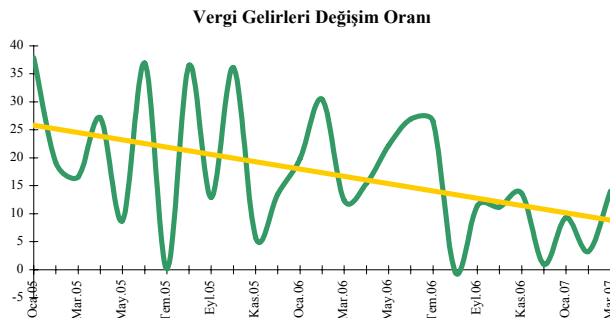
Kaynak: Maliye Bakanlığı

Yılın ilk iki ayında 8.2 milyar dolara ulaşarak yıl sonu hedefinin yaklaşık yarısına yaklaşan bütçe açığı, Mart ayında, Türk Telekom özelleştirmesine ilişkin erken ödemenin hesaplara geçmesiyle 4.8 milyar YTL fazla vermiştir. Böylece, 2007 yılının ilk çeyreğinde bütçe açığı 3.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde Maliye tanımlı faiz dışı fazla ise, bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %11.4 artarak 12.6 milyar YTL olarak gerçekleşmiş ve yıl sonu hedefinin %35'ine ulaşmıştır.



gelirlerindeki zayıf performans ve faiz dışı harcamalardaki artışın etkisiyle bir önceki yılın aynı dönemine göre gerilemiştir. Faiz dışı harcamalardaki ve vergi gelirlerindeki mevcut seyrin devam etmesi, program tanımlı FDF'da hedeflerin altında kalınması olasılığını artırmaktadır.

Yılın ilk çeyreğinde bütçe harcamalarındaki artış temel olarak, faiz harcamalarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Söz konusu dönemde faiz harcamaları, 2006 yılının aynı dönemine göre reel olarak %27.7 artarken, yılın tümü için belirlenen tutarın %30.2'si kullanılmıştır. Önümüzdeki aylarda Hazine'nin rezerv biriktirme politikası sonucunda finansman ihtiyacının azalması ve yılın ilk aylarına yoğunlaşan faiz ödemelerinin bir miktar gerilemesi, söz konusu gider kaleminin bütçe üzerindeki baskısını azaltacaktır. Diğer taraftan, 2007 yılının ilk üç ayında personel giderlerinde ve sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerindeki artışlar, faiz dışı harcamaların artmasına neden olmuştur. Söz konusu harcama kalemlerinin, yapıları itibarıyla kısa vadede gerilemesinin mümkün olmaması, bütçe esnekliğini azaltmaktadır. Dolayısıyla, bütçe esnekliğinin düşük olması, alınacak tasarruf önlemlerinin yatırım harcamalarında yoğunlaşmasına neden olmaktadır.



Mart ayında Telekom'un özelleştirme gelirinin etkisiyle 2006 yılının aynı ayına göre reel olarak %55.3 artan bütçe gelirlerinin, söz konusu gelir kalemi dahil edilmediğinde %10'luk reel artış gösterdiği dikkat çekmektedir. Mart ayında vergi gelirlerinde %14'lük reel artış yaşanmasına karşın yılın ilk çeyreğinde vergi gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %2 gerilemiştir. Vergi gelirlerindeki zayıf performans, kurumlar vergisi, KDV ve ÖTV tahsilatlarındaki gerilemeden kaynaklanmıştır. Kurumlar

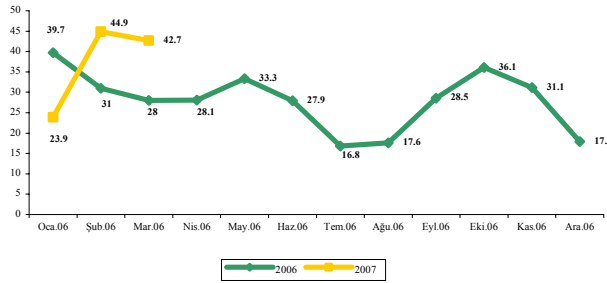
vergisindeki gerileme, oran değişikliğinin olumsuz etkilerini yansıtırken, KDV ve ÖTV tahsilatlarındaki gerileme ise, iç talebin gerilediğine dair işaret olarak görülmektedir. Ancak, KDV iadelerinin kaldırılmasının vergi tahsilatı üzerindeki etkisi tam olarak ayrıştırlanamamaktadır.

Sonuç olarak, 2007 yılının ilk çeyreğinde bütçe performansı üzerinde geçici nitelikteki özelleştirme gelirlerinin önemli etkisi olmuştur. Böylece, maliye tanımlı faiz dışı fazla hedeflere uyumlu bir seyir izlerken, IMF tanımlı faiz dışı fazlada gerileme yaşanmıştır. Ocak-Mart döneminde vergi gelirlerindeki zayıf performansa ek olarak, personel ve sağlık harcamalarındaki yüksek oranlı artışlar, maliye politikasına ilişkin endişeleri arttırmaktadır. Ancak, IMF ile yürütülen Stand-By'a ilişkin 6. Gözden Geçirme çerçevesinde alınan tasarruf tedbirleri, maliye politikası hedeflerine yaklaşılmaya katkı sağlayacaktır. Bununla birlikte, seçim sürecinin hız kazanması, faiz dışı harcamalarda bir artışa neden olarak bütçeyi olumsuz etkileyebilecektir.

İç borç çevirme oranı beklentilerin altında kalmıştır

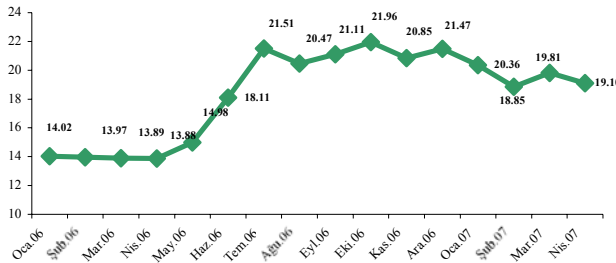
Hazine Müsteşarlığı, Nisan ayında yaptığı ihalelerle, net 6.7 milyar YTL nakit borçlanma gerçekleştirmiştir. Hazine, Nisan ayında ayrıca dolar cinsinden net 1.1 milyar dolar borçlanmaya gitmiştir.

Piyasalardan Yapılan İç Borçlanmanın Ağırlıklı Ortalama Vadesi (Ay)



Şubat ayından itibaren hazine ihalelerine yüksek teklif gelmesi, borçlanmaların vadesinin uzamasını sağlamıştır. 2007 yılı Ocak ayında 2006 yılının aynı ayındaki değerinin altında gerçekleşen iç borçlanmanın ortalama vadesi, Şubat ve Mart aylarında 40 ayın üzerinde gerçekleşmiş ve 2006 yılının aynı ayındaki değerlerinin üzerine çıkmıştır.

İç Borçlanma Ortalama Faiz Oranı (%)



Mart ayında bir miktar yükselen Hazine'nin iskontolu ihalelerinde oluşan ortalama bileşik faiz, Nisan ayında tekrar gerilemiştir. İskontolu ihalelerde oluşan bileşik faiz, Nisan ayında, bir önceki aya göre 0.71 puan düşerek, %19.10 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Mayıs Ayı Finansman Programı (milyar YTL)

Ödemeler	17.6
İç Borç	14.9
Dış Borç	2.7
Finansman	17.6
Piyasadan İhale İle Borçlanma	7.3
Diğer Finansman	10.3
Faiz Dışı Fazla	8.0
Kamuya Satışlar	1.5
Dış Borçlanma	0.0
Kasa - Banka	0.9

Kaynak: Hazine

Hazine Müsteşarlığı, piyasaya 11.3 milyar YTL'lik iç borç ödemesi yapacağı 2007 yılı Mayıs ayında, 17.6 milyar YTL'lik finansman ihtiyacının 7.3 milyar YTL'lik bölümünü piyasalardan borçlanarak karşılamayı öngörmektedir. Böylece, Mayıs ayında iç borç çevirme oranının, %49 ile 2007 yılının önceki aylarına göre düşük gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Hazine'nin Mayıs ayında yapacağı tüm ihaleler yeniden ihraçlardan oluşacaktır. Ayın ilk iki ihalesi olan 21 ay vadeli YTL cinsi iskontolu tahvil ve 7 yıl vadeli YTL cinsi değişken kuponlu tahvil ihaleleri, 8 Mayıs tarihinde gerçekleştirilecektir. Mayıs ayının diğer ihaleleri ise, 15 Mayıs tarihinde, 5 yıl vadeli YTL cinsi sabit kuponlu tahvilin; 29 Mayıs tarihinde ise 5 yıl vadeli TÜFE'ye endeksli tahvilin yeniden ihracı olacaktır. Mayıs ayında 8 milyar YTL'lik faiz dışı fazla beklenirken, kamuya 1.5 milyar YTL satış yapılması beklenmektedir. Mayıs ayında borçlanma dışı finansmanın 0.9 milyar YTL'lik bölümü ise, kasa-banka hesaplarından karşılanacaktır.

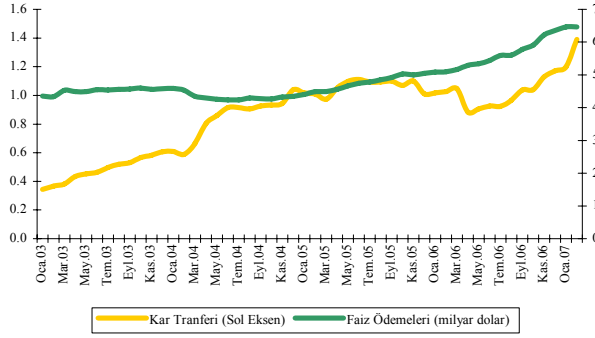
Cari işlemler açığındaki gerileme devam etmektedir

Ödemeler Dengesi	Şubat			Ocak-Şubat		
	2006	2007	Değ. (%)	2006	2007	Değ. (%)
(Milyon dolar)						
Cari İşlemler Hesabı	-3,282	-3,256	-0.8	-5,532	-6,265	13.3
Dış Ticaret Dengesi	-2,963	-2,769	-6.5	-5,378	-5,905	9.8
Hizmetler Dengesi	243	261	7.4	676	717	6.1
Gelir Dengesi	-652	-843	29.3	-1,039	-1,276	22.8
Cari Transferler	90	95	5.6	209	199	-4.8
Finans Hesabı	10,167	5,902	-41.9	15,187	10,734	-29.3
Doğrudan Yatırımlar	302	1,026	239.7	1,029	6,154	498.1
Portföy Yatırımları	1,211	3,043	151.3	3,280	6,131	86.9
Diğer Yatırımlar	8,654	1,833	-78.8	10,878	-1,551	-114.3

Kaynak: TCMB

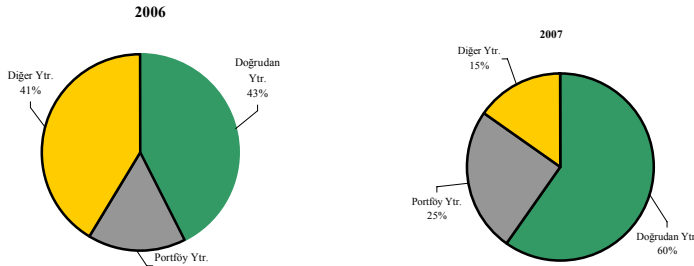
Cari işlemler açığı Şubat ayında %0.8'lik sınırlı bir artış göstererek 3.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ocak ayına ilişkin cari açık verisinde 800 milyon dolarlık yukarı yönlü revizyon, Ocak-Şubat döneminde cari açıktaki artışa katkı sağlamıştır. Söz konusu dönemde cari işlemler açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre %13.3 artarak 6.3 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Şubat sonu itibariyle yıllık cari işlemler açığı ise, 32.4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Yılın ilk iki ayında ihracatın güçlü performansını devam ettirmesi, dış ticaret açığını sınırlandırırken, turizm gelirlerindeki artışın etkisiyle hizmetler dengesinde bir miktar düzelme yaşanmıştır. TÜİK tarafından açıklanan turizm verilerine göre, hizmetler dengesindeki düzelmenin Mart ayında da devam ettiği görülmektedir.



2006 yılından itibaren hız kazanan doğrudan yatırımlardaki artış, beraberinde kar transferleri dolayısıyla döviz çıkışını getirmektedir. Söz konusu yolla döviz çıkışı Şubat ayı sonu itibariyle 1.4 milyar dolara ulaşmıştır. 2007 yılında doğrudan yatırımlardaki artış eğiliminin devam etmesi, kar transferleri yoluyla döviz çıkışının artmasına neden olacaktır. Kar transferlerine ek olarak, yurtdışından sağlanan kredilere ilişkin faiz ödemeleri de önemli döviz çıkışına neden olmaktadır. Şubat ayı sonu itibariyle faiz giderleri yıllık 6.5 milyar dolara ulaşmıştır.

Cari işlemler açığının finansman kalitesindeki artış devam etmektedir



Toplam 5.9 milyar dolarlık sermaye girişinin yaşandığı Şubat ayında, finansman yapısındaki düzelme devam etmiştir. Yılın ilk iki ayı itibariyle 6.1 milyar dolara ulaşan doğrudan yatırımların, cari işlemler açığını karşılama oranı da yükselmiştir. Yıllık bazda değerlendirildiğinde, doğrudan yatırımların toplam sermaye girişi içindeki payı 2006 yılındaki %42.5 değerinden, %59.6'ya yükselmiştir. 2007 yılında gerek özelleştirmeler, gerekse sigorta şirketlerine olan yabancı ilgisinin artması, doğrudan yatırımların 20 milyar dolar seviyesinin üzerinde gerçekleşmesini sağlayacaktır.

Yılın ilk iki ayında yabancı yatırımcıların DİBS piyasalarına ilgilerinin yüksek olması ve kamunun yurtdışı piyasalarda tahvil ihraçları, portföy yatırımları yoluyla döviz girişinin artmasını sağlamıştır. Portföy yatırımları yoluyla 6.1 milyar dolar döviz girişinin yaşandığı Ocak-Şubat döneminde, yabancılar 3.9 milyar dolarlık DİBS alımı gerçekleştirirken, kamu kesimi yurtdışı piyasalarda 3.4 milyar dolarlık tahvil ihraç etmiştir.

Yılın ilk iki ayında doğrudan ve portföy yatırımları kalemlerindeki yüksek döviz girişlerine karşın, diğer yatırımlar kaleminde 1.5 milyar dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır. Özel sektörün borçlanmasındaki gerileme ve kamu kesiminin dış borç geri ödemelerine devam etmesi diğer yatırımlardaki döviz çıkışına kaynaklık etmiştir. Diğer yatırımların toplam sermaye girişi içindeki payı da bir önceki yıla göre 25.9 puan düşerek %15.4'e gerilemiştir.

Son dönemde ihracatın güçlü performansını devam ettirmesi ve turizm sektöründeki düzelme, cari işlemler açığının bir miktar gerilemesine neden olmuştur. Bununla birlikte artan kar transferlerinin sonucunda gelir dengesindeki bozulma, cari işlemler açığındaki yavaşlamayı sınırlandırmıştır. Önümüzdeki dönemde, dış ticaret açığındaki yavaşlamaya ve turizm gelirlerindeki düzelmeye paralel olarak, cari işlemler açığının bir miktar gerilemesi beklenmektedir. Ancak, bu gerileme kalıcı bir düzelme olarak algılanmamalıdır. 2007 yılında 20 milyar doların üzerinde gerçekleşmesi beklenen doğrudan yatırımlar ise, finansman tarafında bir sorun yaşanmayacağını göstermektedir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2007 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 31.6 milyar dolardır.

İhracat güçlü seyrini devam ettirmektedir

Dış Ticaret	Mart		Değ. (%)	Ocak - Mart		Değ. (%)
	2006	2007		2006	2007	
Milyon dolar						
İhracat	7,409	8,890	20.0	18,597	23,101	24.2
İthalat	11,602	12,967	11.8	29,543	34,752	17.6
Dış Ticaret Dengesi	-4,194	-4,076	-2.8	-10,946	-11,651	6.4
Karşılama Oranı (%)	63.9	68.6		62.9	66.5	

Kaynak: TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, dış ticaret açığındaki gerileme Mart ayında da devam etmiş ve dış ticaret açığı, bir önceki yılın aynı ayına göre %2.8 gerileyerek 4.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2007 Yılı'nın ilk çeyreğinde ise dış ticaret açığı 2006 yılının aynı dönemine göre %6.4 artarak 11.7 milyar dolara yükselmiştir.

İhracat Artışına Katkıları	
Kara taşıtları	5.1
Makinalar, mekanik cihazlar	3.2
Demir ve çelik	1.7
Örme giyim eşyası	1.2
Toplam	11.2

Kaynak: TÜİK

Mart ayında %20 artarak 8.9 milyar dolara yükselen ihracat, 2007 yılının ilk çeyreğinde, bir önceki yılın aynı ayına göre %24.2 artarak 23.1 milyar dolara ulaşmıştır. Ocak-Mart döneminde kara taşıtları sektörü toplam ihracat artışına 5.1 puan katkı sağlayarak ihracat artışının lokomotifidir. Ayrıca, 3.2 puan ile makinalar, mekanik cihazlar, 1.7 puan ile demir-çelik ve 1.2 puan ile örme giyim eşyası, ihracat artışına katkı sağlayan diğer gruplar olmuştur. İhracat tarafında tekstil sektöründeki toparlanma dikkat çekmektedir. Söz konusu sektörün

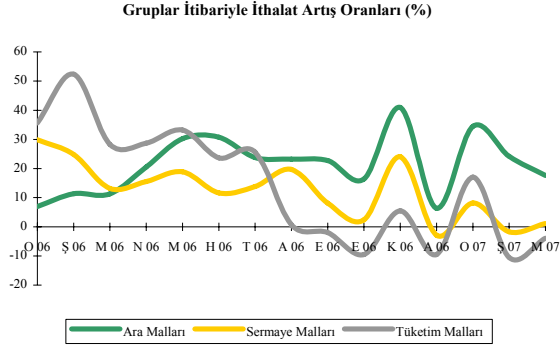
ihracatı, yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %17.2 artış göstermiştir.

TİM Mart Ayı İhracat Verileri						
	Nisan		Değ. (%)	Ocak - Nisan		Değ. (%)
	2006	2007		2006	2007	
Milyon dolar						
Tarım	721	777	7.7	2,992	3,371	12.7
Sanayi	5,525	7,236	31.0	21,404	27,270	27.4
Madencilik	164	200	21.5	518	698	34.7
Toplam	6,411	8,213	28.1	24,914	31,339	25.8

Kaynak: TÜİK

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM)'nin açıkladığı verilere göre, ihracat güçlü seyrini Nisan ayında da devam ettirmiştir. TİM verilerine göre, Nisan ayında ihracat, %28.1 oranında artarak 8.2 milyar dolara ulaşmıştır. Böylece, 2007 yılı Ocak-Nisan döneminde ihracat, 2006 yılının aynı dönemine göre %25.8 artarak 31.3 milyar dolara yükselmiştir.

Mart ayında ithalatın artış hızındaki yavaşlama daha da belirginleşmiştir. Mart ayında artış oranı 2006 yılının aynı ayına göre %11.8'e gerileyen ithalat, yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %12.7 artmıştır. 2006 yılında ithalatın %18.4 arttığı göz önüne alındığında, ithalattaki yavaşlama net olarak görülmektedir.

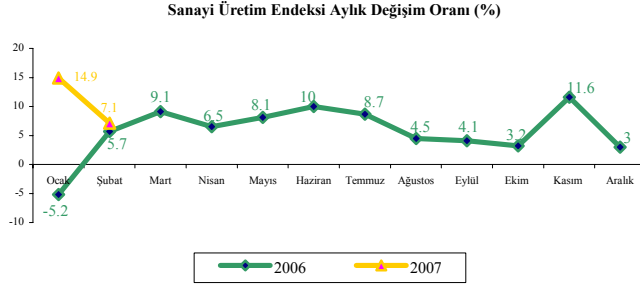


2006 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren tüketim ve yatırım malları ithalatı zayıf bir performans gösterirken, ara malları ithalatı yüksek oranlarda artmıştır. İç talepteki daralma, tüketim ve yatırım malları ithalatını aşağı çekerken, ihracatı, ithal ara mallarına bağımlılığının yüksek olması, değerli YTL ve yüksek petrol fiyatları, ara malları ithalatının gerilemesini engellemiştir. 2007 yılının ilk çeyreğinde de söz konusu eğilim devam etmiş ve tüketim malları ithalatı %1.4 gerilemiş, yatırım malları ithalatı %2.1'lik sınırlı bir artış göstermiş, ara malları ithalatı ise %24.6 oranında artmıştır.

Son dönemde ihracatın güçlü seyrini devam ettirmesi, dış ticaret açığının gerilemesindeki temel etmen olmuştur. Ara malı ithalatının artmaya devam etmesi ise dış ticaret açığındaki düzelmeyi sınırlandırmaktadır. Kısa dönemde kalıcı bir düzelmeye mümkün görünmediği dış ticaret açığının, petrol fiyatlarında önemli bir artış olmaması halinde mevcut seyrini devam ettirmesi beklenmektedir. Dış ticaret açığındaki gerileme, cari işlemler açığının da yavaşlamasına katkı sağlamaktadır.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2007 yılı ihracat tahminimiz 96.8 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 150 milyar dolardır.

2006 yılının ikinci yarısında başlayan trend, 2007 yılının ilk üç aylık döneminde de devam ediyor. Özel tüketim ve yatırım harcamalarının artış hızı düşerken, ihracat artışıyla büyüme hızının çok fazla düşmesi beklenmiyor.

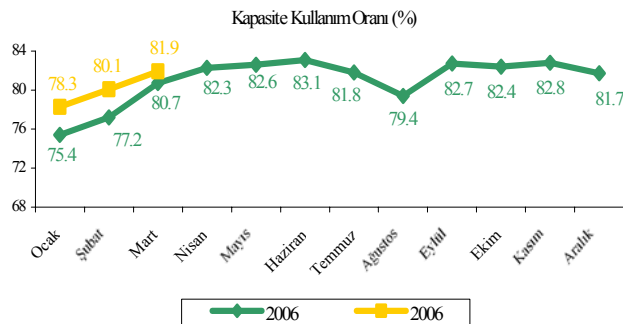


üzerinde artış göstermiştir. Şubat ayındaki bu sonuç ile 2006 yılının aynı döneminde %0.2 oranında artan toplam sanayi üretim endeksi 2007 yılının ilk iki ayında %10.8 artış kaydetmiştir.

Şubat ayında imalat sanayi alt sektörlerinde petrol ürünleri, ana metal, makine-teçhizat ve metal eşya sektörlerindeki üretim artışları endeksin yükselişine katkı sağlarken, giyim, radyo, TV, haberleşme araçları, büro, muhasebe, bilgi işlem makineleri ve mobilya sektörlerindeki üretim gerilemesi, endeks artışını sınırlamıştır. Yüksek üretim artışı gerçekleştiren sektörlerde güçlü ihracat performansı dikkat çekmekte olup, Mart ayına ilişkin kapasite kullanım oranı ve ihracat verilerine göre, benzer eğilimin Mart ayında da sürmesi mümkün görünmektedir.

Makine-teçhizat sektöründe Şubat ayında üretim artışı %23.1 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk iki ayında ise makine-teçhizat sektöründeki üretim artışı %32.6 olmuştur. Makine-teçhizat sektöründe gerçekleşen üretim artışlarında ihracata yönelik üretim gerçekleştirilmesinin de katkısı olmuştur. Söz konusu sektörde kapasite kullanım oranının Mart ayında da yüksek olması, buna karşılık ihracat artışının da yüksek bir oranda gerçekleşmesi, eğilimin önümüzdeki ayda da devam edeceğini göstermektedir. Diğer taraftan, Şubat ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %2.1 oranında gerileyen sermaye malları ithalatı, Mart ayında %1.1'lik sınırlı bir artış kaydetmiştir. Makine-teçhizatındaki yüksek üretim harcamasına rağmen sermaye malı ithalatının sınırlı artışı, yatırım harcamalarının da sınırlı düzeyde kalacağına işaret etmektedir.

Ara malı ithalatı Mart ayında geçen yılın aynı ayına göre %17.6 oranında artmıştır. Mart ayındaki bu artış oranı yılın ilk iki ayındaki artış oranıyla kıyaslandığında söz konusu mal ithalatının artış oranında bir gerileme olduğu görülmektedir. Söz konusu mal ithalatının artış oranında bir düşüş gerçekleşse de artışın sürmesi, üretim süreci açısından olumlu bir gelişme gibi algılansa da, ara malı grubuna petrol ithalatının da dahil olduğu göz ardı edilmemelidir.



2006 Mart ayında %80.7 olan üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı, 2007 yılının aynı ayında 1.2 puan yükselerek %81.9 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde tam kapasite ile çalışamama nedenlerinden dış pazarda talep yetersizliğinin etkisi geçen yılın aynı dönemine göre yükselirken, ihracat odaklı çalışan taşıt araçları, ana metal, makine-teçhizat gibi sektörlerdeki yüksek kapasite kullanım oranları dikkat çekmektedir.

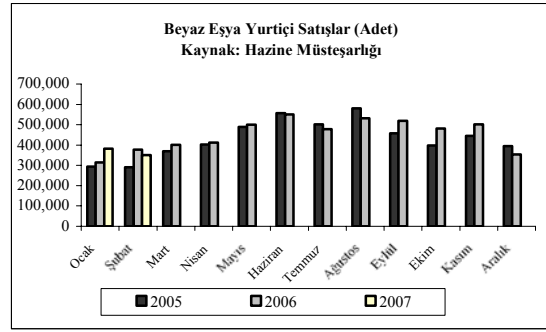
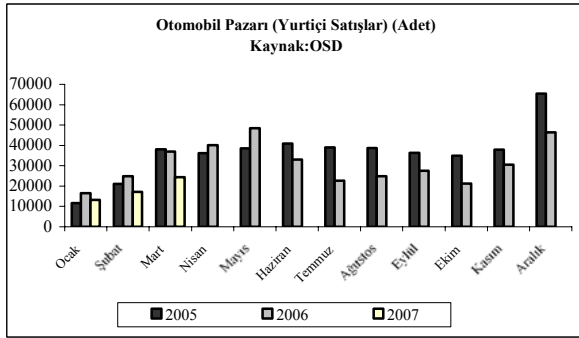
Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre, 2007 Mart ayında 2006 yılının aynı ayına göre tam kapasite ile çalışamama nedenleri arasında iç ve dış pazarda talep yetersizliği, mali imkansızlık ile ithal mallarda hammadde yetersizliğinin etkisinin arttığı, diğer nedenlerde çok ciddi değişiklik olmadığı görülmektedir.

“İmalat Sanayiinde Eğilimler Anketi”ne katılan işyerleri tarafından Mart ayında bir önceki aya göre üretim ve yurtiçi satışların arttığı belirtilmiştir. İşyerlerinin üretim miktarı bakımından Nisan ayında Mart ayına göre daha iyimser oldukları görülürken, üretim miktarında beklenen artışa karşılık yurtiçi satışların daha sınırlı oranda

artması, üreticilerin ihracata dönük olarak üretim gerçekleştirdiklerine işaret etmektedir. Ayrıca, söz konusu gelişmenin stok artırıcı olduğu düşünülmektedir.

Özel tüketim harcamaları büyümesi ve özel sektörün makine-teçhizat harcamaları 2006'nın ikinci yarısında önemli oranda yavaşlamış, özel tüketimdeki ve makine-teçhizat yatırımlarındaki bu yavaşlama, ithalat artışının üzerinde gerçekleşen ihracat artışıyla dengelenmiştir. 2007 yılının ilk üç aylık döneminde de 2006 yılının ikinci yarısında başlayan bu eğilimin devam ettiği görülmektedir. 2007 yılının ilk iki ayında olduğu gibi Mart ayında da ihracat artışı ithalat artışının üzerinde gerçekleşmiş; %11.8'lik ithalat artışına karşılık ihracat artışı %20 olarak gerçekleşmiştir. TCMB Enflasyon Raporunda da belirtildiği gibi, Avrupa Bölgesi ekonomisinin istikrarlı büyümesi, euro'nun gücünü koruması ve verimlilik artışlarının devam etmesiyle ihracatın büyümeye olumlu katkısının süreceği beklenmektedir.

Reel kesim güveninde 2007 yılı başından bu yana önemli bir değişiklik görünmemektedir. Ocak ayında 115.3 olan endeks, Şubat ve Mart aylarında 114.7 olarak gerçekleşmiştir. Endeksin Mart ayındaki sonuçları incelendiğinde, toplam sipariş miktarının son üç ay eğilimi ve üretim hacmi artış beklentilerindeki güçlenme, endeksi artış yönünde etkilemiştir. Toplam sipariş miktarı ve mamul mal stoklarına ilişkin değerlendirmeler ile sabit sermaye yatırım harcaması beklentisindeki sınırlı artışlar da endekse olumlu katkı yapmıştır. İhracat sipariş miktarı beklentisi ve genel gidişata yönelik değerlendirmelerdeki zayıflamalar ile toplam istihdam beklentisinin önceki aya göre bir miktar zayıflaması ise, endeksi azalış yönünde etkilemiştir.

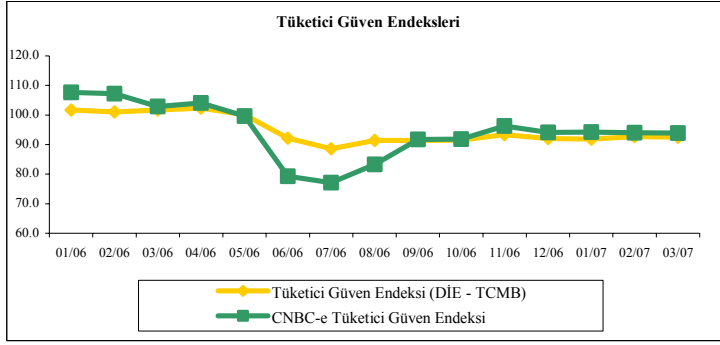


2006 yılı ortalarında piyasalarda yaşanan dalgalanma neticesinde bozulan tüketici güveni ve parasal sıkılaştırma nedeniyle tüketicilerin dayanıklı mallara olan talebinin gerilemesi, özel tüketim harcamalarında daralmanın devam etmesine neden olmaktadır. Otomobil satışları Haziran 2006'dan beri bir önceki yılın aynı dönemine göre düşük gerçekleşmektedir. Yılın ilk iki ayında 2006 yılının aynı aylarına göre gerileyen otomobil satışları, Mart ayında da %34.2 oranında gerilemiştir. Yurtiçi beyaz eşya satışları da Ocak ayındaki yükselişin ardından, Şubat ayında önceki yılın aynı ayına göre %7.2 oranında gerilemiştir. Ancak, ihracat artışı sayesinde gerek otomobil gerekse beyaz eşya üretimi artmaya devam etmiştir.

Yurt içi talep koşullarındaki bozulmayla birlikte, tüketim malları ithalatı da gerilemeye devam etmektedir. Şubat ayında %10.5 oranında gerileyen tüketim malları ithalatı, Mart ayında %3.9 oranında gerilemiştir.

Tüketici kredileri artış oranı yılın ilk iki ayına göre yükselmekle birlikte, Mart ayında %3.3'lük düşük bir oranda gerçekleşmiştir. İhtiyaç ve diğer krediler ile konut kredileri artış oranı önceki aylara göre biraz yükselmiş ve bir önceki aya göre sırasıyla %5.3 ve %3.1 oranında gerçekleşmiş olmasına karşın, taşıt kredilerinin %2.1 oranında gerilemesi, tüketici kredilerinin artış oranını sınırlandırmıştır. Bireysel kredi kartları ise bir önceki aya göre %1 oranında artmıştır.

Yurtiçi talepteki yavaşlama ile harcamalardan alınan vergiler de azalmaktadır. 2007 yılının ilk üç aylık döneminde KDV gelirleri 2006 yılının aynı dönemine göre reel olarak %10.3 oranında; ÖTV tahsilatları ise %3.1 oranında gerilemiştir.



Tüketici güven endeksleri Mart ayında da düşük gerçekleşmiştir. TÜİK ve TCMB işbirliğiyle hazırlanan tüketici güven endeksi Mart ayında bir önceki aya göre 0.3 puan gerilemiş ve 92.44 ile 100'ün altında kalarak tüketici güveninde kötümserliğe işaret etmiştir. Tüketici güvenindeki düşüş, tüketicilerin mevcut ve gelecek dönem satın alma güçlerine ve gelecek dönem genel ekonomik duruma dair değerlendirmelerinin

kötüleşmesinden kaynaklanmıştır. CNBC-e tüketici güven endeksinde de benzer bir gelişme görülmektedir. Şubat ayında 93.99 olan endeks Mart ayında 93.90 olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak, büyüme süreciyle ilgili 2006 yılının ikinci yarısında başlayan ve son çeyrekte belirginleşen trendin, yılın ilk üç ayında da devam ettiği görülmektedir. Yani, iç talep daralırken, ihracat artışının devamıyla, yeni yatırımlar yapılsa da, üretim süreci devam etmektedir. Ancak, cumhurbaşkanlığı seçimi sürecinde ortaya çıkan gelişmelerin yarattığı belirsizlik ve 2006 yılının ikinci çeyreğindeki güçlü baz etkisi nedeniyle 2007 yılının ikinci çeyreğinde büyüme performansında yavaşlamanın belirginleşmesi beklenmektedir.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2007 yılı büyüme oranı tahminimiz %4.8'dir.

Yurt içi ve Yurt dışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri

	2005	2006 (I)	06.04.07 (II)	13.04.07 (III)	(III-I)	(III-II)
İMKB (Milyon YTL)						
Yerli	22.9	26.3	26.8	26.6	0.3	-0.2
Yabancı	45.1	49.3	61.9	62.8	13.5	0.9
Yabancı / Toplam (%)	66.4	65.3	69.8	70.3		
DİBS (Milyon YTL)						
Yerli (MKYF* Hariç)	65.1	66.3	65.3	65.6	-0.6	0.3
YTL	60.8	61.6	61.2	61.4	-0.1	0.2
Döviz	4.3	4.7	4.1	4.2	-0.5	0.1
Döviz / YTL (%)	7.1	7.6	6.7	6.8		
Yabancı	28.0	36.8	40.4	39.8	3.0	-0.6
YTL	24.3	32.6	37.7	37.5	4.8	-0.2
Döviz	3.7	4.2	2.8	2.4	-1.8	-0.4
Döviz / YTL (%)	0.2	0.1	0.1	0.1		
MKYF	21.9	10.1	9.4	9.5	-0.6	0.1
Toplam	115.0	113.1	115.2	114.9	1.8	-0.3
Yabancı / Toplam (%)	24.4	32.5	35.1	34.7		
MEVDUAT (Milyon YTL)						
Toplam Mevduat	226.091	276.925	285.265	290.614	4.9	1.9
Yerli	221.631	271.873	280.114	285.196	4.9	1.8
YTL	145.191	170.474	175.541	178.574	4.8	1.7
YP	76.440	101.399	104.573	106.622	5.2	2
YP/YTL (Yerli)	34.5	37.3	37.3	37.4		
Yabancı	4.459	5.052	5.152	5.416	7.2	5.1
YTL	1.089	1.252	1.346	1.341	7.1	-0.4
YP	3.370	3.800	3.806	4.075	7.2	7.1
YP/YTL (Yabancı)	75.6	75.2	73.9	75.2		
Döviz Mev. /Toplam (%)	35.3	38	38	38.1		
Kaynak: Merkezi Kayıt Kuruluşu, TCMB						

Son dönemde, yabancı yatırımcıların portföy tercihlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisi giderek artmaktadır. Yabancı yatırımcıların yurtiçi piyasalardaki yatırım enstrümanlarına ilgilerinin artması, yabancıların piyasadaki ağırlılığını arttırmaktadır. Dolayısıyla, mevcut piyasa dinamiklerinin anlaşılması için yabancı yatırımcıların hisse senedi ve DİBS piyasalarındaki durumları ile yabancılarla ait mevduat hareketlerinin yakından izlenmesi gerekmektedir.

Son yıllarda artan ekonomik istikrara paralel olarak, yabancı yatırımcıların İMKB'ye ilgileri artmaktadır. 2007 yılı 13 Nisan tarihi itibarıyla %70.3'e ulaşan İMKB'deki yabancıların payı, bir önceki haftaya göre 0.5 puan yükselirken, 2006 yıl sonuna göre 5 puan artmıştır. İMKB'ye paralel olarak aynı dönemde yabancı yatırımcıların DİBS piyasasına olan ilgileri de artmıştır. 2005 yılı sonunda toplam DİBS'lerin %24.4'ü yabancı yatırımcıların portföyündeyken, bu oran 2006 yılı sonunda %32.5'e yükselmiştir. Ancak, Nisan ayının ikinci haftası itibarıyla değerlendirme yapıldığında DİBS piyasasında yabancılar lehine gelişmenin bir önceki haftaya göre bir miktar yavaşladığı görülmektedir. Nisan ayının ilk haftasında toplam Devlet İç Borçlanma Senetlerinin %35.1'i yabancı yatırımcıların elinde bulunurken, söz konusu oran Nisan ayının ikinci haftasında %34.7'ye gerilemiştir. İMKB'de yabancıların payında 2006 yılı sonuna göre büyük ölçüde artış yaşanmasına karşın DİBS piyasasında yabancı payındaki artış 2.2 puan ile sınırlı kalmıştır. Bir başka deyişle, 2007 yılının başından itibaren yabancı yatırımcıların portföy tercihlerini borsadan yana kullandıkları görülmektedir.

Konuya bankacılık sektörünün mevduat hacmi açısından bakarsak, son dönemde mevduat hacmindeki artışın daha ziyade YP mevduattan kaynaklandığı görülmektedir. 2006 yılı Mayıs ayında yaşanan dalgalanmanın etkisiyle, 2005 yılından farklı olarak 2006 yılında YP mevduat artış oranı, TP mevduat artış oranının üstünde gerçekleşmiştir. Son bir yıllık dönemde, YP mevduatın toplam mevduat içindeki payının 2006 yılı Mayıs ayı itibarıyla artmaya başladığı ve yıl sonuna kadar bu eğilimi sürdürdüğü görülmektedir. 2005 yılı sonunda %35.3 olan YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı, 2006 yılı sonunda %38'e yükselmiştir. Dalgalanma öncesi Nisan ayı itibarıyla bu oran %34.4'e kadar gerilemişti. Mevduatta yerli - yabancı ayırımına gidersek, yabancı yatırımcıların döviz mevduatlarının toplam mevduatları içindeki paylarının azalmasına karşın yerli yatırımcıların döviz mevduatlarını artırdıkları görülmektedir. Doların değer kaybına karşın, yerli yatırımcıların döviz yönünde yönelmesinde geçmişten gelen alışkanlıklar, ekonomiye olan güvensizlikleri ve geleceğe dönük beklentileri etkili olmaktadır. Bu noktada, yerli yatırımcılar rasyonel davranmamaktadırlar.

2007'nin ilk çeyreğinde ABD ekonomisindeki yavaşlama artarak devam ederken, enflasyonist baskıların azalacağı umutları korunmaktadır

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri (%) Değişim	2002	2003	2004	2005	2006	En Son
Büyüme	1.6	2.5	3.9	3.2	3.3	1.3 (2007 I. ç.)
İşsizlik	5.8	6	5.5	5.07	4.6	4.5 (Nisan 07)
Enflasyon (CPI)	1.6	2.3	2.7	3.4	2.6	0.6 (Mart 07)
Fed Faiz Oranı	1.25	1	2.25	4.25	5.25	5.25 (Haziran 06)

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

Nisan ayında gündemde en çok yer tutan gelişme ABD büyüme verileri olmuştur. 2006'nın son çeyreğinde %2.5 olarak açıklanan büyüme oranı, 2007 yılının I. çeyreğinde %2 olarak açıklanması beklenirken, sürpriz bir şekilde %1.3 olarak gerçekleşmiştir.

Fed'in erken bir faiz indirimine gitmesi beklentisini artıran bu gelişmenin etkisi, en çok para piyasalarında hissedilmiştir. Dolar, diğer para birimleri karşısında rekor seviyelere gerilemiştir.

2007 yılı I. çeyrek büyüme oranının beklentilerin altında gelmesine karşın, Nisan ayında yayımlanan aktivite endeksleri, yılın ikinci çeyreğinde büyümede toparlanma meydana geleceği beklentisini artıracak şekilde, beklentilere paralel veya beklenenin üzerinde gerçekleşmiştir.

Enflasyon verileri ise geçen aylara göre daha ılımlı bir görünüm ortaya koymuştur. Tüketici fiyatlarıyla ilgili gelişmeleri yansıtan TÜFE ve PCE (Kişisel Tüketim Harcamaları) endeksleri Mart ayında genel bazda beklentiler doğrultusunda gerçekleşirken, çekirdek bazda beklentilerin altında kalmıştır. TÜFE genel bazda, bir önceki aya göre, daha çok enerji fiyatlarındaki artış nedeniyle %0.6 artarken, çekirdek TÜFE %0.2 artması beklenirken %0.1 artmıştır. PCE Endeksi ise Mart ayında genel bazda, bir önceki aya göre, Şubat ayında olduğu gibi %0.4 artarken, çekirdek PCE, bir önceki aya göre %0.1 artması beklenirken, değişmemiştir. Fed'in faiz kararlarını büyük ölçüde etkilediği bilinen çekirdek PCE Endeksi Mart ayında, yıllık bazda %2.1 artarak, Fed'in referans olarak aldığı %2'ye bir hayli yaklaşmıştır. Şubat ayında yıllık bazda %2.4 olarak gerçekleşmiş olan çekirdek PCE artışının Mart'ta %2.1'e gerilemesi, enflasyonist baskıların yılın ikinci yarısında daha belirgin bir biçimde azalacağı tezini desteklemiştir.

Mart ayı enflasyon verileri içinde en çok hayal kırıklığı yaratan, üretici fiyatlarındaki artış olmuştur. Şubat ayında aylık bazda %1.3 artarak beklentilerin üzerine çıkmış olan, genel bazda ÜFE, Mart ayında %0.7 artması beklenirken %1 artmıştır. Çekirdek ÜFE ise %0.2 artması beklenirken, değişmemiştir.

Yavaşlayan büyüme ve halen artma tehlikesi taşıyan enflasyon tablosunun yanında, istihdam piyasasının da Nisan ayında bir miktar gevşediği görülmüştür. Tarım dışı istihdam artışı Nisan ayında 100,000 olarak açıklanması beklenirken, 88,000 olarak açıklanarak, ekonomideki yavaşlamanın istihdam piyasasına da yansıdığını ortaya koymuştur. İşsizlik oranı ise Nisan ayında %4.4'ten %4.5'e çıkmıştır. İstihdamdaki gerileme bir süredir beklenmekte olup, büyümedeki yavaşlamanın 2007'nin birinci çeyreğiyle sınırlı kalmayıp, yılın geri kalanında da artarak devam edebileceği kaygısını gündeme getirmiştir.

Nisan ayında Fed toplantısı yapılmazken, yapılan çeşitli açıklamalardan, Fed yetkililerinin enflasyonist baskıları ön planda tutmaya devam ettikleri görülmüştür. Geçtiğimiz ay Fed toplantısı sonrasında yapılan açıklamalardan, Fed yetkililerinin büyüme ile ilgili kaygılarının daha ön plana çıkmaya başladığı görüşü, 20-21 Mart'ta yapılan Fed toplantısının tutanaklarında, enflasyonist baskılara vurgu yapıldığının ortaya çıkması sebebiyle geçerliliğini yitirmiştir. Fed yetkililerinin görüşlerinin bu ay yayınlanan ekonomik veriler ışığında değişip değişmediği ve bunun Fed'in faiz politikasını nasıl etkileyeceği, 9 Mayıs'ta yapılacak olan Fed toplantısından sonra ortaya çıkacaktır. Toplantıda %5.25 olan Fed faiz oranının değiştirilmemesi yönünde karar alınması beklenmektedir. Bu ay yayınlanan veriler genel olarak, Fed'in faiz indirimine gideceği tezini destekler niteliktedir. Ancak, yılın ikinci yarısında gerçekleşmesi beklenen bu beklentinin zamanlaması ile ilgili ipuçlarının, Fed toplantısı sonrası yapılacak açıklamalara bağlı olduğu düşünülmektedir.

Euro Bölgesi'nin güçlü büyüme performansının yanında, ECB'nin enflasyonist baskılar konusundaki endişesi Nisan ayında da devam etmiştir

Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri						
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	2006	En Son
Büyüme	0.9	0.8	2.1	1.3	2.6	2.8 (2006)
İşsizlik	8.5	8.9	8.8	8.3	7.7	7.2 (Mart 07)
Enflasyon (HICP)	2.28	1.97	2.36	2.22	1.9	1.9 (Mart 07)
ECB Faiz Oranı	2.75	2	2	2.25	3.75	3.75 (Mart 07)
M3 Para Arzı Artışı	6.9	7.1	6.6	7.4	9.7	10.3 (Mart 07)

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

enflasyon oranına yansımamış olsa da, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) enflasyon konusundaki endişeleri devam etmiştir. Tüketici fiyat artışlarını yansıtan Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (HICP), Mart ayında %1.9, Nisan ayında ise ilk tahminlere göre %1.8 oranında artmıştır. Böylece enflasyon oranı, ECB'nin 2007 yılı için öngördüğü %1.5 – %2.1 bandı içinde kalmıştır. Ancak, ücret enflasyonunda olası bir artış ve petrol fiyatlarının yükselmesi ihtimali, likidite koşullarının yanısıra ECB'nin enflasyon konusundaki endişelerinin devam etmesine neden olmaktadır. Euro Bölgesi'nde 2006 yılının ilk yarısından itibaren belirgin bir kredi ve likidite genişlemesi mevcuttur. Bu durum, Şubat ayında %10'a kadar çıkmış olan ve Mart ayında %9.8 artması beklenirken %10.3 artan M3 para arzının gelişiminden de gözlenmektedir.

Euro Bölgesi büyüme oranı Nisan ayında son kez revize edilen verilere göre, 2006'nın son çeyreğinde %3.3 olarak gerçekleşmiştir. Böylece, yıllık büyüme oranı %2.8 olarak gerçekleşmiştir. Büyümeye en büyük katkı hanehalkı harcamaları ve yatırımlardan gelmiştir. ECB tarafından 2007 yılı büyüme oranının %2.1 - %2.9 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Büyüme performansına en büyük katkı Alman ekonomisinden gelmiştir. Almanya'nın, ABD ekonomisindeki yavaşlamayı telafi edici bir rol üstlenmiş olduğu söylenebilir. Euro'nun dolar ve yen karşısında rekor düzeyde değer kazanmasına rağmen, Almanya'nın ihracat performansının artması, yıl başında yapılan tahminlere göre 2007 yılında yavaşlaması beklenen Euro Bölgesi büyümesinin devam etmesine neden olmaktadır.

Nisan ayında Euro Bölgesi'nde yayınlanan gerek ulusal gerekse Bölge bazındaki güven endeksleri iyileşmeye devam etmiştir. Buna göre, Euro Bölgesi'nde yayınlanan en dikkat çekici güven endekslerinden, Alman iş dünyası güvenini yansıtan IFO Endeksi Nisan ayında 107.7'den 108.6'ya, finans sektörü güvenini yansıtan ZEW Endeksi ise 5.8'den 16.5'e yükselmiştir. Euro Bölgesi iş-dünyası ve sanayi sektörü güven endeksleri de Nisan ayında beklentilerin üzerine çıkmıştır.

Nisan ayında yapılan ECB toplantısında faiz oranı değiştirilmemiştir. Faiz oranının Mayıs ayında yapılacak ECB toplantısında da değiştirilmemesi, ancak Haziran ayında %3.75'ten %4'e çıkarılması beklenmektedir. ECB Başkanı Trichet'nin, 12 Nisan tarihinde yapılan ECB toplantısının ardından yaptığı açıklamada, orta vadede yukarı yönde enflasyonist riskler bulunduğunu, uzun vadede ise büyümeye ilişkin bazı risklerin mevcut olduğunu belirtmesi ve enflasyonist riskleri yakından izledikleri şeklindeki açıklaması, Mayıs ayında yapılacak toplantıda faiz oranının değiştirilmeyeceği, ancak faiz artırımının devam edeceği şeklinde yorumlanmıştır.

Çekirdek enflasyonun Şubat ayında olduğu gibi Mart'ta da gerilediği Japonya'da, Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) faiz artırımına gitmesi giderek güçleşmektedir

Japonya Temel Ekonomik Göstergeleri						
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	2006	En Son
Büyüme	0.1	1.8	2.3	2.6	2.2	1.3 (2006 4. ç.)
İşsizlik	5.4	5.3	4.7	4.4	4.1	4.0 (Mart 07)
Enflasyon (CPI)	-0.9	-0.3	-	-0.6	0.3	-0.1 (Mart 07)

Kaynak: IMF, OECD, Reuters

ayında %0.2 gerilemesi beklenen çekirdek TÜFE, %0.3 gerilemiştir. BoJ'un faiz artırımına gidebilmesi açısından gerekli olan enflasyon artışı, böylece Mart ayında da gerçekleşmemiştir. Buna karşılık, BoJ yetkilileri, faiz kararları açısından enflasyonun uzun vadedeki artış trendinin önem taşıdığını ve enflasyonun beklentilerin altında kalmasının endişe verici olmadığını belirtmişlerdir. Bu arada, BoJ'un, Ekim ayında %0.5 olan 2007 çekirdek enflasyon tahmini, %0.1'e çekilmiştir. Öte yandan tüketici harcamaları da yılın ilk iki ayında beklentilerin üzerine çıkmasının ardından Mart ayında gerilemiştir. Perakende satışlar yıllık bazda %0.7 azalırken, hanehalkı harcamaları %0.1 artmıştır. Japonya'da istihdam piyasasındaki sıkılaşma da devam etmiştir. İşsizlik oranı Mart ayında, Kasım ayında indiği ve son sekiz yılın en düşük düzeyi olan %4 seviyesinde kalmıştır.

Euro Bölgesi'nde, bu ay da güçlü bir büyüme performansı sergilenmiş ve mevcut duruma ve önümüzdeki döneme ilişkin beklentiler olumlu yönde gelişmiştir.

Ancak, her ne kadar mevcut

enflasyon oranına yansımamış olsa da, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) enflasyon konusundaki endişeleri devam etmiştir. Tüketici fiyat artışlarını yansıtan Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (HICP), Mart ayında %1.9, Nisan ayında ise ilk tahminlere göre %1.8 oranında artmıştır. Böylece enflasyon oranı, ECB'nin 2007 yılı için öngördüğü %1.5 – %2.1 bandı içinde kalmıştır. Ancak, ücret enflasyonunda olası bir artış ve petrol fiyatlarının yükselmesi ihtimali, likidite koşullarının yanısıra ECB'nin enflasyon konusundaki endişelerinin devam etmesine neden olmaktadır. Euro Bölgesi'nde 2006 yılının ilk yarısından itibaren belirgin bir kredi ve likidite genişlemesi mevcuttur. Bu durum, Şubat ayında %10'a kadar çıkmış olan ve Mart ayında %9.8 artması beklenirken %10.3 artan M3 para arzının gelişiminden de gözlenmektedir.

Euro Bölgesi büyüme oranı Nisan ayında son kez revize edilen verilere göre, 2006'nın son çeyreğinde %3.3 olarak gerçekleşmiştir. Böylece, yıllık büyüme oranı %2.8 olarak gerçekleşmiştir. Büyümeye en büyük katkı hanehalkı harcamaları ve yatırımlardan gelmiştir. ECB tarafından 2007 yılı büyüme oranının %2.1 - %2.9 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Büyüme performansına en büyük katkı Alman ekonomisinden gelmiştir. Almanya'nın, ABD ekonomisindeki yavaşlamayı telafi edici bir rol üstlenmiş olduğu söylenebilir. Euro'nun dolar ve yen karşısında rekor düzeyde değer kazanmasına rağmen, Almanya'nın ihracat performansının artması, yıl başında yapılan tahminlere göre 2007 yılında yavaşlaması beklenen Euro Bölgesi büyümesinin devam etmesine neden olmaktadır.

Nisan ayında Euro Bölgesi'nde yayınlanan gerek ulusal gerekse Bölge bazındaki güven endeksleri iyileşmeye devam etmiştir. Buna göre, Euro Bölgesi'nde yayınlanan en dikkat çekici güven endekslerinden, Alman iş dünyası güvenini yansıtan IFO Endeksi Nisan ayında 107.7'den 108.6'ya, finans sektörü güvenini yansıtan ZEW Endeksi ise 5.8'den 16.5'e yükselmiştir. Euro Bölgesi iş-dünyası ve sanayi sektörü güven endeksleri de Nisan ayında beklentilerin üzerine çıkmıştır.

Nisan ayında yapılan ECB toplantısında faiz oranı değiştirilmemiştir. Faiz oranının Mayıs ayında yapılacak ECB toplantısında da değiştirilmemesi, ancak Haziran ayında %3.75'ten %4'e çıkarılması beklenmektedir. ECB Başkanı Trichet'nin, 12 Nisan tarihinde yapılan ECB toplantısının ardından yaptığı açıklamada, orta vadede yukarı yönde enflasyonist riskler bulunduğunu, uzun vadede ise büyümeye ilişkin bazı risklerin mevcut olduğunu belirtmesi ve enflasyonist riskleri yakından izledikleri şeklindeki açıklaması, Mayıs ayında yapılacak toplantıda faiz oranının değiştirilmeyeceği, ancak faiz artırımının devam edeceği şeklinde yorumlanmıştır.

Çekirdek enflasyonun Şubat ayında olduğu gibi Mart'ta da gerilediği Japonya'da, Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) faiz artırımına gitmesi giderek güçleşmektedir

Tüketici fiyatlarının beklentilerin altında gerçekleştiği Japonya'da, Nisan ayında da yukarı yönde herhangi bir fiyat baskısı görülmemiştir. Şubat ayında yıllık bazda %0.1 gerileyen ve Mart

ABD ekonomisindeki yavaşlamadan en çok etkilenecek ülkelerden biri olması beklenen Japonya'da sanayi üretimi, Mart ayında aylık bazda %0.6 gerilemiştir. Şubat ayında %0.7 artan sanayi üretiminin, %1.1 artması beklenmekte idi. Aylık bazdaki gerilemeye karşın, sanayi üretiminin yıllık bazda %1.6 artması, endişelerin bir miktar azalmasını sağlamıştır. İmalat sanayi PMI Endeksi de Nisan ayında benzer bir trend izlemiş ve %2.3 olarak açıklanarak son iki yılın en düşük düzeyine gerilemiştir. İstihdam piyasasındaki sıkılık, daha çok, nüfusun yaşlanmakta olması ve gönüllü işsizlerin piyasaya dönmelerinden kaynaklanmaktadır.

Nisan ayında, biri ay başında, diğeri ay sonunda olmak üzere, iki toplantı yapan BoJ, her iki toplantısında da faiz oranını değiştirmeyerek %0.50'de bırakma kararı alırken, BoJ yetkilileri, faiz politikası ile ilgili olarak benzer açıklamalarda bulunmuşlardır. Yapılan açıklamalar, ekonomik veriler tarafından desteklenmese de, yılın üçüncü çeyreğinin sonunda faiz artırımına gidilebileceği beklentisini muhafaza etmiştir.

Çin ekonomisi 1. çeyrekte, %10.3 olan beklentilerin bir hayli üzerinde %11.1 büyürken, enflasyon oranı %3.3 ile Merkez Bankası hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir

Çin ekonomisinin 2007'nin 1. çeyreğinde %11.1 büyümesi, bununla birlikte Mart ayı tüketici fiyat endeksinin %3.3 oranında gerçekleşerek Merkez Bankası'nın %3 olan hedefinin üzerine çıkması, ekonomik dengenin sürdürülemez olduğuna dair endişeleri yeniden artırmıştır. Çin Merkez Bankası'nın ekonomiyi dizginlemek için faiz artırımına gideceği beklentileri, Çin borsasında sert düşüş yaşamasına neden olurken, global piyasalarda ise

Çin Temel Ekonomik Göstergeleri	2003	2004	2005	2006	2007 (En Son)
Büyüme (%)	10.0	10.1	9.9	10.7	11.1 (1.çeyrek)
Enflasyon (%)	1.2	3.9	1.8	1.5	2.7 (1.çeyrek)
Faiz Oranı (%)	2.0	2.25	2.25	2.52	2.79 (Şubat 07)
Cari Denge (Milyar \$)	45.9	68.7	160.8	208.3*	246.2*

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters, Economist
*: Tahmin

Çin kaynaklı yeni bir dalgalanma yaşanacağı kaygısı yaratmıştır. Ancak ilerleyen günlerde, Çin borsasında görülen toparlanma, buna ek olarak Çin Merkez Bankası'nın ay sonunda ikinci kez zorunlu mevduat karşılık oranını artırması, söz konusu endişeleri bir miktar azaltmış gibi gözükmektedir.

Uluslararası piyasalar tarafından yakından takip edilen Çin'in ekonomik büyümesi incelendiğinde, ekonominin hızlı büyümesinin, temel olarak ihracat ve yatırımlardaki artıştan kaynaklandığı, bununla birlikte artan tüketimin de büyümeyi tetikleyen bir unsur olduğu görülmektedir. Sabit varlık yatırımlarının 2007 yılı 1. çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre %23.7 artması, aynı dönemde sanayi üretimindeki artışın %18.3 olarak gerçekleşmesi, bu trendin devamıyla büyümenin 2007 yılında %8 olan yıl sonu hedefinin üzerinde gerçekleşebileceğini göstermektedir.

Ülkede ekonomik istikrarsızlığın temel nedenlerinden biri olan dış ticaret fazlası, yılın ilk çeyreğinde 46.4 milyar dolar ile 2006 yılı ilk çeyrek ticaret fazlasının iki katına çıkarken, Mart ayında aylık bazda önemli bir düşüş kaydetmiştir. Mart ayındaki düşüşe karşın genel artış trendinin devam etmesi beklenmekte olup, bu da Çin'in emtia piyasasındaki etkisinin ve yuan'ın değerlenmesi konusundaki baskıların süreceğine işaret etmektedir. Özellikle, ABD'nin Çin ile ticaretinde verdiği cari açık giderek artarken; ABD ile, yuan'ın değerini düşük tutarak ihracat avantajı sağlamaya çalıştığı Çin arasındaki anlaşmazlığın yakın gelecekte devam etmesi beklenmektedir. Öte yandan diğer bir önemli veri olan doğrudan yabancı yatırımlar yılın ilk çeyreğinde %11.5 artarken, yüksek döviz rezervleri de Mart sonunda 1.2 milyar dolara ulaşmıştır.

Son birkaç yıldır büyüme ortalaması %10'un altına düşmeyen Çin'in büyümesinin önümüzdeki dönem de devam edip etmeyeceği, sadece ABD için değil, tüm dünya açısından önem taşıyan bir konudur. Yaşanan son gelişmeler ışığında, ekonomideki yapısal sorunlar, yüksek dış ticaret hacmi ve sabit yatırımlardaki artışın, ekonominin önündeki temel riskler olmaya devam ettiği görülmektedir. Öte yandan, aşırı likiditenin kontrol edilmesi için, 2006 yılı Haziran ayından bu yana, yedi kez zorunlu mevduat karşılık oranının, üç kez de faiz oranlarının artırılmasına rağmen, aşırı likidite halen kontrol altına alınabilmiş değildir. Çin'in 1 trilyon doları aşan yabancı döviz rezervleri de, ülkenin para politikası araçlarının kullanım verimini olumsuz etkilemekte ve döviz kuru politikası üzerindeki baskıyı artırmaktadır. Bu çerçevede, her ne kadar son alınan karşılık artırımı kararı yakın dönemde yeni bir faiz artırım olasılığını azaltsa da, Çin Merkez Bankası'nın yıl içinde sıkı para politikası uygulamalarına devam ederek, birden fazla 27 baz puanlık faiz artırımına gitmesi, ya da para birimi yuanın değer kazanmasına izin vermesi beklenmektedir.

Rusya, 2007'nin 1. çeyreğinde güçlü ekonomik performansını sürdürmektedir

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	200	200	200	200	2007 (En Sor)
Büyüme (%)	7.3	7.2	6.4	6.8	7.9 (1.Çeyrek)
İşsizlik	8.6	8.2	7.6	7.1	7.2 (Mart 07)
Enflasyon (%)	13.7	10.9	12.7	9.0	7.4 (Mart 07)
Cari Denge (Milyar \$)	35.4	59.9	83.3	95.6	21.8 (1.Çeyrek)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters, Economist
*: Tahmin

Nisan ayı içerisinde açıklanan 1.çeyrek verileri, Rusya ekonomisinin yılbaşından bu yana sergilediği güçlü ekonomik performansını sürdürdüğünü, güçlü iç talep ve artan sabit sermaye yatırımlarının büyüme desteklediğini, bununla birlikte son dönemde enflasyonun ve rubledeki

değer artışının yavaşladığını göstermiştir. Büyümenin temel faktörlerinden olan sanayi üretiminin bu yılın 1.çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre artış kaydetmesi, büyümedeki güçlü seyrin önümüzdeki dönemde devam edeceği görüşünü desteklemektedir. Bu çerçevede, yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %7.9 büyüyen ülke ekonomisinin, ay içinde yeniden revize edilen tahminlere göre 2007'de %6.5'lik bir büyüme kaydetmesi, 2008'de ise petrol fiyatlarındaki yavaşlamanın etkisiyle büyüme hızının %6.1'e gerilemesi beklenmektedir.

Enflasyonda Aralık 2006'dan beri görülen düşüş eğiliminin sürmesi, ekonominin genel gidişatı açısından olumlu karşılanan bir diğer gelişme olurken, bu durumun rublenin değer artışını da etkileyeceği tahmin edilmektedir. Şubat ayında yıllık bazda %7.6 olan enflasyon, Mart ayında gıda fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle %7.4'e gerilemiştir. Piyasalarda enflasyon oranı, Rusya Merkez Bankası'nın rublenin değerine yönelik atacağı bir sonraki adımı önceden tespit etmeye yardımcı olan, önemli bir gösterge olarak görülmektedir. Bir yandan rublenin değerlendirilmesine izin vererek enflasyonu düşük tutmaya çalışan, diğer yandan ihracatçıları korumak için rublenin aşırı değerlendirilmesine engel olan Merkez Bankası'nın, enflasyonda görülen düşüş eğilimine bağlı olarak, rublenin bu yılın tamamında %4.5 civarında değerlendirilmesine izin vereceği öngörülmektedir.

Piyasalar tarafından yakından izlenen bir diğer veri olan dış ticaret fazlası, Şubat ayında aylık bazda düşüş kaydederek 9.4 milyar dolara gerilemiş, Mart ayındaki bu sonuç ile cari işlemler fazlası ise 2007 yılı 1. çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre düşüş kaydederek 21.8 milyar dolara gerilemiştir. Buna karşılık, döviz rezervleri yükselişini sürdürerek 20 Nisan haftasında 361.2 milyar dolara ulaşmıştır. Rezerv artışının arkasındaki temel faktör ise, bu yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı döneme göre %20.1 artış kaydeden net sermaye akımları olmuştur. Sermaye akımları, güçlü ruble, Rus şirketlerinin sermaye artırımları ve Rus ekonomisine olan güvenin artması nedeniyle yüksek seyretmektedir.

Tüm bu gelişmeler değerlendirildiğinde, geçtiğimiz yıllarda emtia fiyatlarındaki artışa bağlı olarak yüksek cari işlemler fazlası vererek büyüyen Rusya'da, özellikle son dönemlerde artan net sermaye yatırımlarının ihracat gelirlerinin yerini almaya başlayarak büyüme ivme kazandırdığı görülmektedir. Sermaye yatırımlarının 2007'de %11.7 oranında artması beklenmektedir. Piyasalar, ülke ekonomisinin önündeki temel riskleri, bütçe fazlasının artan harcamalara bağlı olarak azalması ve bu durumun enflasyon baskısına yol açması olarak görmektedir. Buna ek olarak, 2008 yılında yapılacak parlamento ve başkanlık seçimleri de bir diğer risk unsuru olmaktadır.

Brezilya'nın, yıl boyunca faiz indirimlerine devam etmesi beklenmektedir

Brezilya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2003	2004	2005	2006	2007 (En Son)
Büyüme	1.1	5.7	2.9	3.7	4.1*
İşsizlik	10.9	9.6	8.3	8.4	10.1 (Mart 07)
Enflasyon	9.3	7.6	5.7	3.1	2.96 (Mart 07)
Faiz Oranı	16.5	17.7	18.0	13.0	12.50 (Nisan 07)
Cari Denge (Milyar \$)	4.2	11.7	14.2	13.5	9.1*

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters, Economist
*: Tahmin

Enflasyonu dizginlemek ve büyüme desteklemek için uyguladığı katı mali politikalar ile makro ekonomik temellerini iyileştiren Brezilya'da, olumlu seyrin sürdüğü gözlenmektedir. Enflasyon görünümünün olumlu olması ve uzun vadeli enflasyon hedeflerinin aşağı yönlü revize

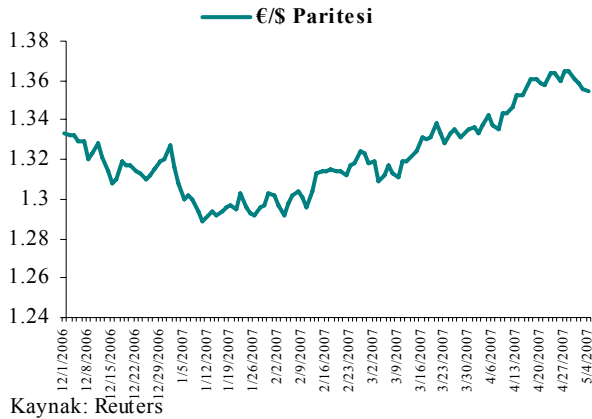
edilmesi, bununla birlikte gelir ve istihdam artışına bağlı olarak tüketimin artması, büyüme olumlu yönde etkilemektedir. Brezilya ekonomisi hızlı büyümekle birlikte, genel beklenti büyüme hızının artacağı yönündedir. Bu doğrultuda, daha önce %3.9 olarak açıklanan 2007 yılına ilişkin büyüme oranı %4.1'e revize edilmiştir.

Öte yandan, Şubat ayında yıllık bazda %3.02 artan IPCA fiyat endeksinin Mart ayında %2.96'ya gerilemesi, enflasyonun yıl sonunda %4.2 olan hedefin altında gerçekleşeceği beklentilerini kuvvetlendirmiştir. Nitekim, 18 Nisan tarihinde yapılan Merkez Bankası toplantısında, gösterge konumundaki Selic faiz oranı beklentiler doğrultusunda %12.75'den %12.50'ye indirilmiştir. Toplantının ardından açıklanan tutanaklar, 5-6 Haziran'da yapılacak bir sonraki toplantıya ilişkin herhangi bir ipucu vermezken, tutaklardan, faiz oranı kararının ekonomik gelişmelere göre alınacağı anlaşılmıştır. Ancak, enflasyonun yılın 2. çeyreğinde ılımlı seyredeceği beklentilerine bağlı olarak, faiz indirimlerine devam edilmesi ve gösterge konumundaki Selic faizinin yıl sonuna kadar %11.25 seviyesine düşürülmesi beklenmektedir.

Brezilya ekonomisine yönelik diğer gelişmeleri kısaca özetlemek gerekirse; Şubat ayında 593 milyon dolar olarak gerçekleşen cari işlemler fazlası, Mart ayında 817 milyon dolara ulaşmış, dış ticaret fazlası ise Mart ayında beklentiler doğrultusunda gerçekleşerek 3.2 milyar dolar olmuştur. Şubat ayında 1.3 milyar dolar olan doğrudan yabancı yatırımlar ise artış kaydederek Mart ayında 2.7 milyar dolara ulaşmıştır. Dış ticaret fazlasının 2007 yılının tamamında 39 milyar dolar olması, doğrudan yabancı yatırımların ise 22 milyar dolar civarında gerçekleşmesi beklenmektedir.

Büyümenin son dönemlerde artmaya devam etmesi, bununla birlikte enflasyon görünümünün pozitif olması ve faiz oranlarının indirilmeye devam edileceği beklentisi, ülke notunun bu yıl içerisinde artırılacağı görüşünü kuvvetlendirmektedir. Nitekim, uluslararası rating şirketleri Standard&Poor's ve Moody's'den de, Brezilya'nın yüksek büyüme potansiyeline sahip olduğu ve olası bir not artırımı için ülkenin mali performansının, kamu ve dış borcunun yakından izlendiği yönünde bir açıklama gelmiştir. Son dönemlerde kamu borcunun nispeten azalması mali görünüme destek verirken, Brezilya'nın dış ödemeler dengesini destekleyen yabancı doğrudan yatırımların, para birimi real'deki değer kazancının etkisiyle, önümüzdeki dönemde artmaya devam edeceği öngörülmektedir. Bu bağlamda, ekonomisini global dalgalanmalara karşı korumak isteyen Brezilya'nın, döviz rezervlerini artırma davranışını sürdürmesi de beklenmektedir.

ABD ekonomisindeki yavaşlamanın ön plana çıkması, €/ \$ paritesini rekor seviyelere çıkarmıştır



Ay başında 1.3330 seviyesinde bulunan €/ \$ paritesi, Nisan ayının son haftasında daha önce görmediği 1.3680 seviyesine kadar çıktıktan sonra, bir miktar gerileyerek 1.3600'lara inmiştir. Pariteye genel bir yükseliş trendi hakim olurken, kar realizasyonları nedeniyle kısa süreli düşüşler de görülmüştür. İlk yükseliş etkisi 20-21 Mart'ta yapılan Fed toplantısının tutanaklarından gelmiştir. Fed yetkililerinin enflasyonist baskılara büyük önem verdikleri ve ekonomideki belirsizliklerin artmış olması nedeniyle faiz oranını değiştirmeme yönünde karar aldıklarının anlaşılmasıyla €/ \$ paritesi 1.3350'lerden 1.3450'lere çıkmıştır. Öte yandan, ECB'nin Haziran ayında faiz artırımına gideceği beklentisi de paritenin yükselişini sürdürmesine yol açmıştır. ABD enflasyon verilerinin yayınlanması öncesinde oluşan tedirginlikle 1.3500

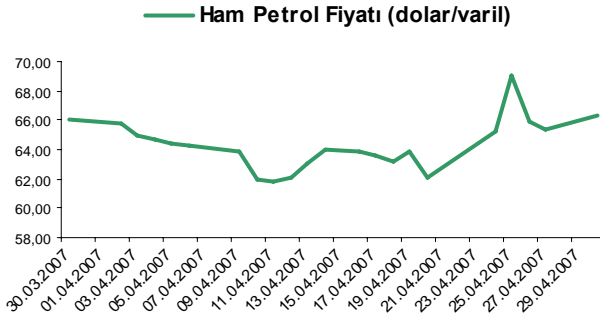
seviyesini kıran parite, verilerin beklentilerin altında kalmasının, Fed'in faiz indirimine gideceği beklentisini desteklemesiyle 1.3600 seviyesinin de üzerine çıkmıştır. Bazı ECB yetkililerinin euro'nun aşırı değerli olmasının ekonomiye olumsuz etkileri olacağı yönündeki açıklamaları paritenin 1.3550'lere gerilemesine yol açsa da, Almanya'da yayınlanan güven endeksleri paritenin tekrar yükselmesine neden olmuştur.

Nisan ayında ABD'de yayınlanan ekonomik faaliyetlerle ilgili veriler genel olarak büyümedeki yavaşlamayı teyit eder nitelikte gerçekleşmiştir. Bu verilerden en önemlisi 2007 I. çeyrek büyüme oranı olmuştur. %2 olarak açıklanması beklenen büyüme oranı ilk tahmininin %1.3 olarak gerçekleşmesi, doların rekor düzeyde değer kaybetmesine ve paritenin 1.3680'lere çıkmasına yol açmıştır. Daha sonra açıklanan PCE endeksinin, beklentilerin altında kalarak, ılımlı bir enflasyon tablosu ortaya koyması, 1.3590 seviyesine geri dönülmesini sağlamıştır. Nisan ayının ikinci yarısında yayınlanan ekonomik aktivite verilerinin, yılın ikinci çeyreğinde daha ılımlı bir büyüme performansı görüleceği beklentisini artıracak şekilde, beklentilerin üzerine çıkması, doların bir miktar toparlanmasına ve paritenin 1.3550 seviyesine inmesine neden olmuştur. Nisan ayı tarım dışı istihdam

artışının beklentilerin altında kalarak, ekonomideki yavaşlamanın istihdam piyasasına da yansımalarını göstermesi, Fed'in faiz indirimine gideceği tezini desteklemiştir. €/ \$ partisi böylece 1.36 seviyesine tekrar çıkmıştır.

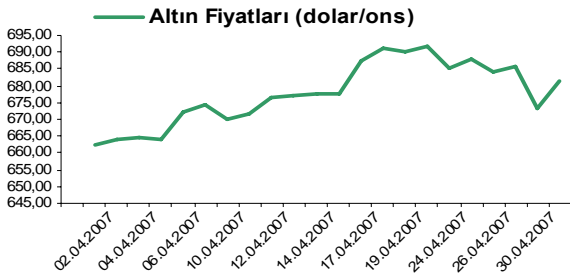
Mayıs ayında, ABD'de enflasyonun yavaş da olsa, daha ılımlı bir trend kazanması ve büyümedeki yavaşlamanın hız keserek devam etmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, paritenin yukarı yönde hareket edeceği söylenebilir. Nisan ayında toplantı yapmayan Fed'in, Mayıs ayında yapacağı toplantıda, Fed yetkililerinin enflasyonla ilgili endişelerinin devam ettiğinin görülmesi halinde de, ABD ekonomisindeki belirsizliğin artmış olması nedeniyle doların değer kaybetmesi mümkündür.

Emtia fiyatları Nisan ayında yükseliş eğilimli bir seyir izlemiş, petrol fiyatları 70 dolar/varil seviyesine yaklaşırken, altın fiyatları 700 dolar/ons seviyesini test etmiştir



Kaynak:Reuters

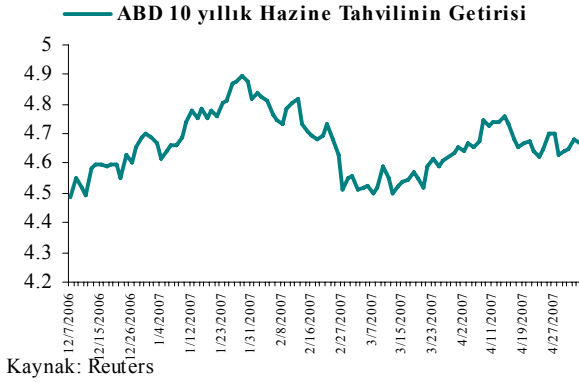
Yapılan başkanlık seçiminin ardından ülkede yaşanan karışıklığın petrol üretiminde kesinti meydana getirmesi olasılığı ve Suudi Arabistan'da petrol üretim tesislerine düzenlenen saldırı girişimi ise, fiyatları 68 doların üzerine çıkarmıştır. Nisan ayını 65 dolar seviyesinden kapatan petrol fiyatlarının, önümüzdeki ay yine temel olarak İran kaynaklı gelişmelere göre yön bulması beklenmektedir. Dünyanın en büyük petrol tüketicisi olan ABD'de yazın yakıt talebinin artacağı beklentisine bağlı olarak, piyasalar ABD stok verisini yakından takip etmeye devam edecektir.



Kaynak:Reuters

Yüksek petrol fiyatları ve zayıf dolardan destek bulan altın fiyatları, Nisan ayı boyunca yükseliş eğilimli bir seyir izlemiştir. Ortadoğu'da yaşanan İran kaynaklı gerginlikler, güvenli yatırım aracı olarak görülen altına alım getirirken, altın fiyatlarını ons başına 677.40 dolar seviyesine çıkarmıştır. ABD dolarının başta euro olmak üzere diğer para birimleri karşısındaki düşüşü, altına en çok destek veren gelişme olurken, 690 dolara kadar çıkan altın fiyatları, 700 dolar seviyesini geçmekte zorlanmıştır. Ay sonuna doğru gelen kar realizasyonlarıyla gerileyen altın fiyatları, Nisan ayını 676 dolar seviyesinden kapatmıştır. Önümüzdeki dönemde mevsimsel faktörlere bağlı olarak altın talebinin artması, bununla birlikte bölgesel gerginlikler ve petrol fiyatlarının yukarı yönlü seyrinin, altın fiyatlarına kısa vadede destek vermesi beklenmektedir.

Ay ortasına kadar yükseliş eğiliminde olan ABD Hazine Tahvilleri, ay sonuna doğru gerileme eğilimi kazanmıştır



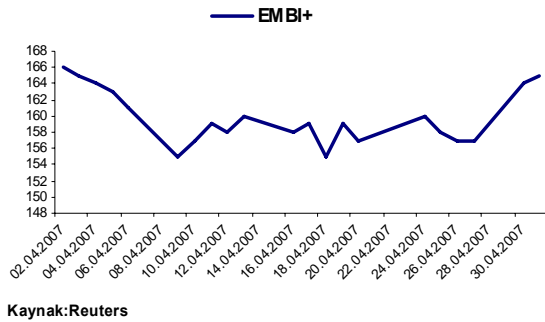
ABD Hazine tahvilleri, Fed'in faiz indirimine gideceği beklentisinin artıp azalması doğrultusunda dalgalanmaya devam etmiştir. Tahvillerin ekonomik verilere duyarlılığının Nisan ayında da bir hayli yüksek olduğu görülmüştür.

Nisan ayının ilk yarısında, istihdam piyasasının sıkı olduğunu gösteren tarım dışı istihdam ve işsizlik verilerinin ve Fed toplantı tutanaklarının, Fed'in acil bir faiz indirimine gitmeyeceği görüşünü desteklemesi, tahviller üzerindeki satış baskısının devam etmesine neden olmuştur. Nisan ayının ilk haftasında 4.75 seviyesinde bulunan ABD Hazinesi'nin 10 yıllık tahvilinin getirisi, söz konusu

gelişmeler öncesinde 4.7260'lara geriledikten sonra tekrar 4.74'lere çıkmıştır. Getiri oranının 4.70'in üzerinde kalmasında Mart ayı ÜFE verilerinde gerileme görülmemesi ve tüketici güveninin beklentilerin altında kalması da etkili olmuştur. Daha sonra açıklanan TÜFE'nin ise beklentilerin altında kalması, faiz indirimi önündeki enflasyon engelini azalmaya başladığı düşüncesiyle, tahvillere alım getirmiştir. 10 yıllık tahvilin getirisi 4.6740'a kadar gerilemiştir.

Nisan ayında yayınlanan konut sektörü verilerinin, sektördeki yavaşlamayı teyit etmesi, faiz indirimi beklentisini destekleyerek, getirilerin daha da düşmesine neden olmuştur. 2007 I. çeyrek büyüme oranının beklentilerin altında kalması ise, verinin açıklanması öncesinde 4.6240'tan 4.69'lara çıkan 10 yıllık tahvilin getirisinin, 4.66'ya gerilemesine neden olmuştur. Daha sonra yayınlanan ISM endekslerinin beklentilerin üzerine çıkması, yılın geri kalanı için daha iyimser büyüme senaryolarının ortaya atılmasına ve getirilerin bir miktar yükselmesine yol açsa da, Nisan ayında tarım dışı istihdamda son iki yılın en düşük artışının gerçekleşmesi, büyümedeki yavaşlamanın devam edeceği beklentisini artırmıştır. Böylece, Fed'in faiz indirimine gitmeyi ertelemeyeceği görüşü ağırlık kazanarak tahvil talebini artırmıştır. 10 yıllık tahvilin getirisi böylece 4.65'lere gerilemiştir.

Mart ayında görülen risk tedirginliği Nisan ayında azalmış, global risk alma isteğinin yüksek olmasına bağlı olarak da gelişmekte olan ülke tahvillerine olan talep artmıştır

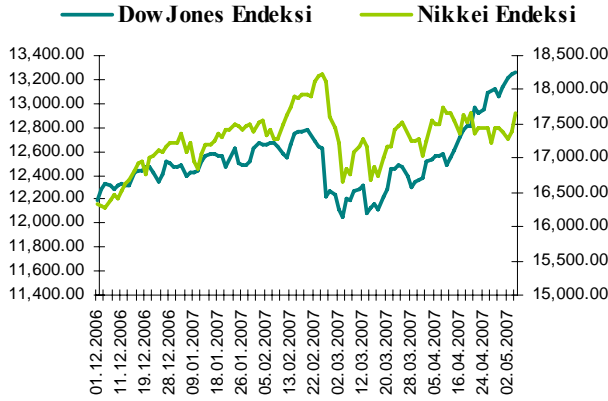


Nisan ayının ilk haftalarında global piyasalarda görülen olumlu hava, buna ek olarak Brezilya ve Venezüela'nın gerçekleştirdiği yeni tahvil ihraçları, gelişmekte olan ülke tahvillerinin risk primlerinin gerilemesine neden olmuştur. Ay içinde açıklanan Amerikan Merkez Bankası (FED) toplantı tutanaklarının ardından, ABD ekonomisine yönelik endişelerin artmasına karşılık global anlamda risk alma isteğinin yüksek olması, gelişmekte olan ülke piyasalarına olan ilgiyi desteklemiştir. Ay içinde gerçekleşen Japonya Merkez Bankası (BOJ) ve Avrupa

Merkez Bankası (ECB) toplantılarında faiz kararı alınmaması, bununla birlikte carry trade için uygun şartların devam etmesi ise, gelişmekte olan ülke piyasalarını olumlu etkileyen gelişmeler olmuştur. Bu olumlu ortamda, gelişmekte olan ülke tahvilleri ile ABD Hazine tahvilleri arasındaki getiri spread'leri rekor seviyelerde daralarak 165 baz puandan 155 baz puana gerilerken, global risk algılamasını gösteren VIX endeksi ise 13.14 seviyesinden 12.71 seviyesine gerilemiştir. Gelişmekte olan ülke tahvillerine olan güçlü talep, Ukrayna'da yaşanan siyasi gelişmeler ve Türkiye'deki cumhurbaşkanlığı seçimlerine yönelik belirsizliklerin olumsuz etkisini de sınırlandırmıştır. Türkiye'de yaşanan siyasi gelişmeler, Türk tahvil spreadleri'nin genişlemesine yol açsa da, erken seçim kararı alınmasıyla kısa sürede toparlanma yaşanmıştır. Öte yandan, Nisan ayı ortasında açıklanan ve beklentilerin oldukça üzerinde gelen Çin'in büyüme ve enflasyon verileri, piyasalarda bir miktar endişe yaratmış, ancak risk primleri düşüş eğilimini sürdürmüştür. Tüm bu gelişmelerin ardından, Nisan ayı içinde 155 baz puana kadar gerileyen JP Morgan EMBI + endeksi, Mayıs ayı başında 166 puana çıkmış, VIX endeksi ise 13.09'a yükselmiştir. Önümüzdeki dönem küresel likidite bolluğunun devam etmesi durumunda, gelişmekte olan

ülke piyasalarındaki olumlu görünümün sürmesi beklenmekte olup, söz konusu piyasaların önündeki temel risk ise, ABD veya Çin kaynaklı bir küresel şok dalgası olarak görülmektedir.

Nisan ayında dünya borsalarında, ABD borsalarındaki rekor yükselişlerin etkisiyle olumlu bir hava hakim olmuştur



Kaynak: Reuters

olarak, Avrupa borsaları da Nisan ayı boyunca olumlu performans göstermiş, Japonya borsası ise Mart ayına göre daha düşük bir performans sergilemiştir. ABD ekonomisindeki yavaşlamanın, ihracat şirketlerini olumsuz etkileyeceği beklentisi ve kar realizasyonları Nikkei Endeksi'nin Nisan ayında %0.71 gerilemesine neden olmuştur.

Dünya borsalarındaki bu olumlu havanın, özellikle ABD ekonomisindeki yavaşlama devam ederken ortaya çıkmış olması, spekülasyon güdüsünün Nisan ayında arttığına da bir göstergesi olarak görülmelidir.

Gelişmekte olan ülke borsaları genel olumlu havanın da etkisiyle Nisan ayı boyunca genelde yukarı yönlü bir seyir izlemiştir

	04.04.2007	04.05.2007	(%) Değ.
AVRUPA			
Cac-40 (Fransa)	5,739	6.061	5,61
Dax (Almanya)	7,073	7.517	6,28
FTSE-100 (İngiltere)	6,364	6.603	3,76
AMERİKA			
Nasdaq (ABD)	2,456	2.572	4,72
Dow Jones (ABD)	12,520	13.264	5,94
Bovespa (Brezilya)	46,470	50.597	8,88
Merval (Arjantin)	2,119	2.163	2,08
ASYA			
Nikkei (Japonya)	17,544	17.676	0,75
Shanghai (Çin)	3,459	3.841	11,04

Kaynak: Financial Times, Reuters

değiştirilmemesi, bununla birlikte carry trade için uygun şartların devam etmesi, gelişmekte olan ülke tahvillerini olumlu etkilediği gibi, borsalara da olumlu yansımıştır. Ancak ilerleyen günlerde, Çin'de enflasyon ve büyüme rakamlarının tahminlerden yüksek çıkmasıyla Merkez Bankası'nın faiz artıracak kaygılarının oluşması, genel olarak dünya borsalarını olumsuz etkilemiştir. Türkiye'de yaşanan siyasi gelişmeler de kayıplara kısa bir süre için katkıda bulunmuş, ancak, Mayıs ayı başından itibaren borsalar yeniden toparlanma eğimine girmiştir. Önümüzdeki dönemde, gelişmekte olan ülke borsalarının global likiditenin yüksek seyretmesine neden olan carry trade hareketlerine göre yön bulması beklenmekte olup, yen'in değerinin bir süre daha düşük olacağı ve buna göre carry trade'in süreceği tahmin edilmektedir. Diğer taraftan, başta Çin olmak üzere aşırı değer kazanan borsalarda kar realizasyonuna gidilmesi, tüm dünya borsalarını olumsuz etkileyebilecek faktörlerin başında gelmektedir.

ABD borsalarında, Nisan ayı boyunca açıklanan şirket bilançoları ve şirket birleşme ve satın alma haberleri, ekonomik verilerden daha fazla etkili olmuştur. Büyümedeki yavaşlamanın devam ettiğini gösteren verilere rağmen, bilançoların beklenenden daha olumlu olması ve şirket haberleri, borsa endekslerinin rekor düzeylerde yükselmesine yol açmıştır. Fed'in faiz indirimini ertelemeyeceği beklentisi de borsalarda yükselişe neden olmuştur. Nisan ayının son haftasında Dow Jones Endeksi 13.000 düzeyini aşarak tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Dow Jones endeksi aylık bazda %5.94 prim yaparken, teknoloji şirketlerinin ağırlıkta olduğu Nasdaq borsası %4.72 oranında yükselmiştir. ABD borsasındaki olumlu havanın dünya borsalarına da yansımalarının bir sonucu

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					2007
	2005	2006	En Son Yayımlanan		HEDEF
Reel Ekonomi					
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	487,202	576,322			
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar \$)	361.5	400.0			
GSYİH Büyüme Oranı (%)	7.4	6.1			
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	486,401	575,784			631.393
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyar \$)	360.9	399.7			
GSMH Büyüme Oranı (%)	7.6	6.0			5.0
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	5.3	5.8	7.1	(Şubat-2007)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	80.3	81.0	81.9	(Mart-2007)	
İşsizlik Oranı (%)	10.3	9.9	11.0	(2007 Ocak)	
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	7.72	9.65	10.72	(Nisan 2007)	4.0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	2.66	11.58	9.68	(Nisan 2007)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)					
M1	41,759	72,163	67,645	(20.04.2007)	
M2	153,146	297,481	310,974	(20.04.2007)	
M3	229,587	319,836	334,248	(20.04.2007)	
Emisyon	19,612	26,815	22,771	(03.05.2007)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)					
	48,320	60,845	66,178	(27.04.2007)	
Döviz Kuru					
Dolar/YTL	1.3483	1.4124	1.3544	(04.05.2007)	
Euro/YTL	1.5952	1.8604	1.8368	(04.05.2007)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.5766	2.8574	2.7687	(04.05.2007)	
Euro/Dolar	1.1831	1.3172	1.3562	(04.05.2007)	
Dolar/Yen	117.49	118.94	120.31	(04.05.2007)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	171.20	160.20	170.02	(Nisan 2006)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	13,50	17,50	17,50	(21.07.2006)	
TRILIBOR O/N	15,08	17,98	17,50	(07.05.2007)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-22,852	-31,316	-3,256	(Şubat)	-30.400
İthalat	116,048	137,032	34,752	(Ocak-Mart)	149.700
İhracat	73,122	83,142	23,101	(Ocak- Mart)	95.000
Dış Ticaret Açığı	-42,926	-51,891	-11,651	(Ocak- Mart)	-54.700
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)					
Bütçe Gelirleri	134,819	171,309	46,109	(Ocak- Mart)	188.159
Bütçe Giderleri	144,562	175,304	49,442	(Ocak- Mart)	204.902
Bütçe Dengesi	-9,743	-3,995	-3,332	(Ocak- Mart)	-16.743
Faiz Dışı Fazla	35,936	41,951	12,634	(Ocak- Mart)	36.203
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar YTL)	244.8	251.5	263.7	(Mart – 2007)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar YTL)	86.8	93.6	93.9	(Mart – 2007)	
Kamu Net Borç Stoku	269.1	257.8	257.8	(2006)	
İMKB					
İMKB-100	39,777	39,118	44,818	(04.05.2007)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
(Milyon YTL)	2004	2005	Kas.06	Ara.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	482.232	499.708
Nakit Rezervler	32.867	46.751	52.875	63.015
Krediler	99.396	149.937	214.343	218.989
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	158.261	158.945
Mevduat	191.065	243.121	303.132	307.647
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	120.486	132.512
Özkaynaklar	45.975	53.733	58.614	59.549
Net Dönem Karı	6.337	5.711	10.663	11.482
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	70,7	71.2
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58.8	52,2	51.7
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	18,2	19.3
Aktif Karlılık	2,0	1,4	2,2	2.3
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	22,1	22.2

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2005	2006	En Son Yayımlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	513.70	609	687.60	(04.05.2007)
Petrol (Varil) \$	58.70	55.61	61.81	(04.05.2007)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.232	2.438	2.572	(04.05.2007)
DOW JONES (ABD)	10.888	12.423	13.264	(04.05.2007)
NİKKEİ (JAPONYA)	14.872	17.091	17.676	(04.05.2007)
DAX (ALMANYA)	5.193	6.652	7.517	(04.05.2007)
BOVESPA (BREZİLYA)	31.916	42.829	50.597	(04.05.2007)
MERVAL (ARJANTİN)	1.554	2.070	2.163	(04.05.2007)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4.390	4.658	4.6482	(04.05.2007)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	7.130	7.201	6.968	(04.05.2007)

Ekonomik Araştırmalar Servisi

PİYASALAR GRUBU

Rukiye Alçıkaya	Müdür Yardımcısı	rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 87
Nazan Kılıç	Uzman	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 89
Ümit Ünsal	Uzman Yardımcısı	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 86
Bilge Özalp Türkarıslan	Uzman Yardımcısı	bilge.ozalp@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 88
Zeynep Burcu Bulut	Uzman Yardımcısı	ZeynepBurcu.BULUT@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 93

SEKTÖR GRUBU

Hülya Yılmaz	Müdür Yardımcısı	hulya.yilmaz@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 84
Şahin Şakir Önder	Uzman Yardımcısı	sahinsakir.onder@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 85
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili Yardımcısı	halidepelin.kaptan@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.