

Sektörler	İmalat Sanayi Endeksi Sektör Ağırlığı (%)	Yıllık Değişim Oranı (%)			
		Mayıs Ayı		Beş Aylık Ortalama	
		2006	2005	2006	2005
Kok Kömürü, Rafine Edilmiş Petrol Ürün.	14.48	2.1	-8.7	-4	-5.7
Tekstil	10.88	-2.4	-7.5	-6.8	-12.5
Gıda	10.64	9.9	3.5	7.6	1
Kimyasal Madde	10.34	9.1	12.3	13.9	7.5
Ana Metal Sanayi	8.9	15	5.1	6.4	5.9
Metalik Olmayan Diğer Mineral	6.85	13.8	7.7	11.9	13.8
Taşıt Araçları	6.27	9.9	4.2	9.2	12.9
Makine Teçhizat	5.76	33.1	-9.8	20.7	0.7
Giyim	5.42	11.6	-21.9	-6.3	-9.6
Plastik-Kauçuk	3.41	-19.6	18.1	-9.4	18.6
Metal Eşya San. Mak Teç.Hariç	3.39	-8.7	43.3	3.4	34.9
Elektrikli Makineler	3.22	44.1	1.3	11.1	25.6
Mobilya	1.3	63.6	27.6	22.2	27.2
Diğer Ulaşım Araçları	1.07	46.6	-18.6	48	-4.2
Büro, Muhasebe, Bilgi İşlem Makineleri	0.05	258.4	-19.3	138	0.5

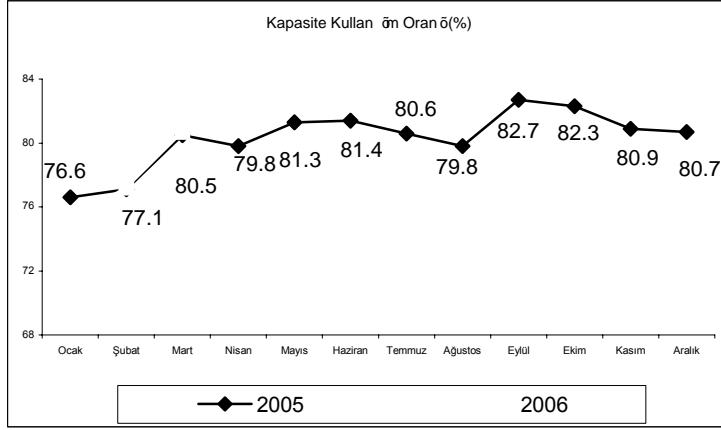
KAYNAK : TÜİK

araçlardaki %46,6'lık; elektrikli makine ve cihazlardaki %44,1'lik artış ve mantar ürünlerindeki %28,7'lik; derideki %25,4'lük üretim artışları da endeksteki yükseliş katkı sağlamıştır. Endeksteki artışın bu denli yüksek gerçekleşmesinde geçen yıl Mayıs ayında düşük gerçekleşen üretim artışının yarattığı baz etkisinin de rolü olmuştur.

Sektörler itibariyle üretim gelişmeleri incelendiğinde inşaat sektöründeki canlanmanın devam ettiği, yatırım ve tüketim harcamalarındaki güçlü eğilimin korunduğu görülmektedir. Mayıs ayı başlarından itibaren yaşanan dalgalanmalar sektör ve firma bazında henüz hissedilmeyen kur ve faizlerdeki artışların maliyetler yoluyla üretime yansımalarının daha sonraki aylarda ortaya çıkacağı beklenmektedir.

2005 yılının ilk beş aylık döneminde %5,1 olan toplam sanayi üretimi endeksi 2006 yılının aynı döneminde %5,4 olarak gerçekleşmiştir. İmalat sanayi üretimindeki artış 2005 yılının ilk beş aylık dönemine %4,3 iken, 2006 yılının aynı döneminde %5,1 olarak gerçekleşmiştir. Haziran ayında kapasite kullanım oranının yüksek bir düzeyde olması ve geçen yıl aynı ayda sanayi üretim endeksindeki artışın %1,8 gibi düşük bir düzeyde olmasının yarattığı baz etkisiyle ve TÜİK'in açıkladığı rekor seviyede ihracat rakamı bu yıl Haziran ayında sanayi üretim endeksindeki artışın yüksek bir oranda olmasına işaret etmektedir. Haziran ayındaki yüksek artış oranıyla birlikte yılın ikinci üç aylık döneminde sanayi üretiminin yüksek bir oranda arttığı görülmektedir. Sanayi üretim endeksinin ikinci çeyrekteki artışın GSYİH büyümesine de yüksek katkı sağlayacaktır.

► Haziran Ayı Kapasite Kullanım Oranları



2005 yılı Haziran ayında %81,4 olarak gerçekleşen üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Haziran 2006 döneminde kamu sektöründe %90,3; özel sektörde %82 olmak üzere toplam %83,2 olarak gerçekleşmiştir. Kapasite kullanım oranının bu seviyesi 2005 yılından beri gerçekleşen en yüksek seviyedir. Mevsimsel etkilerden arındırıldığında 2005 yıl Haziran ayında %80,2 olan kapasite kullanım oranının bu yıl aynı dönemde %2,2'lik artışla %81,9'a yükseldiği görülmektedir.

Seçilmiş Baz Sektörlerde Kapasite Kullanım Oranları (%)	2006						2005	2006
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Ocak-Haziran	Ocak-Haziran
İmalat Sanayii	75.4	77.2	80.7	82.3	82.7	83.2	76.8	80.3
Gıda	67.2	67.6	69.2	69.6	70.5	72.7	68.9	69.5
Tekstil	79.4	80.0	81.5	80.4	80.5	80.5	81.5	80.4
Giyim	82.7	81.1	82.5	83.1	80.3	80.2	81.9	91.7
Kok Köm.Raf.Edil.Petrol Ürün.	81.6	83.0	82.8	93.4	93.8	94.4	88.3	88.2
Kimyasal Madde	73.8	76.7	80.8	79.8	81.0	78.3	73.2	78.4
Plastik Kauçuk	76.4	79.3	80.4	81.7	80.4	82.2	80.9	80.1
Metalik Olm.Diğ.Mineral Mad.	74.0	73.5	80.3	85.5	87.3	88.9	80.2	81.6
Ana Metal	79.0	78.6	83.5	84.3	84.9	84.4	83.0	82.5
Metal Eşya(Mak.Teç.Hariç)	75.5	74.6	76.8	77.3	76.7	75.6	78.5	76.1
B.Y.S. Makine ve Teçhizat	71.9	71.8	75.5	81.7	82.8	82.4	72.6	77.7
Büro Muh.ve Bilişl.Mak.	83.4	79.6	85.5	87.4	85.6	84.9	84.4	84.4
Elektrikli Makine Cihazlar	77.2	77.0	79.4	79.2	79.8	80.1	77.9	78.8
Taşıt Araçları ve Karoseri	74.4	80.3	89.2	88.7	90.2	91.7	83.6	85.8
Diğer Ulaşım Araçlar	74.1	80.7	78.7	78.7	82.8	83.1	80.4	79.7
Mobilya	84.4	82.1	83.5	84.3	84.6	85.6	84.8	84.1

KAYNAK : TÜİK

2006 Haziran ayında son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 8'inin kapasite kullanım oranlarında düşüş görülürken, 14'ünün kapasite kullanım oranı yükselmiştir. Bir yıllık süreçte tekstil, giyim, kağıt, basım-yayım, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, kimyasal madde, metal ve büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri sektörlerinin kapasite kullanım oranları düşerken; gıda, tütün, deri, ağaç ve mantar ürünleri, plastik-kauçuk, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal sanayi, makine-teçhizat, elektrikli makine ve cihaz, radyo, TV, şarj cihazları, tıbbi, optik, hassas aletler, taşıt araçları, diğer ulaşım araçları ve mobilya sektörlerinin kapasite kullanım oranları yükselmiştir. 2006 Haziran ayında onaltı sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, altı sektörde %80'in altına düşmüştür. Hem %80'in üzerinde kapasiteyle çalışmakta olan sektör sayısındaki artış, hem de kapasite kullanım oranlarının %80'in çok üzerinde olması kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri ile taşıt araçları ve karoseri sektörlerinde kapasite kullanım oranlarının %90'ın üzerine çıkması dikkat çekici bir gelişmedir.

² Tramo/Seats yöntemi kullanılmıştır.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)		
	Haziran Ayı	
	2006	2005
İç Pazarda Talep Yetersizliği	46.4	51.6
Dış Pazarda Talep Yetersizliği	18.6	18.4
Mali İmkansızlık	4.0	3.3
Yerli Mallarda Hammadde Yetersizliği	4.2	3.8
İthal Mallarda Hammadde Yetersizliği	3.0	2.4
İşçilerle İlgili Meseleler	1.7	1.4
Enerji Yetersizliği	1.4	0.7
Diğer Nedenler	20.7	18.3

KAYNAK: TÜİK

Aylık İmalat Sanayi Etim Anketi sonuçlarına göre Haziran ayında tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında iç pazarda talep yetersizlik sırada yer alırken, enerji yetersizliği ve diğer nedenlerin de geçen yılın aynaya göre etkilerini artırdığı dikkat çekmektedir.

İşyerlerinin Mevcut ve Beklenen Durumu (Haziran 2006)		
Konu	Mevcut Durum (%)	Beklenen Durum (%)
Üretim Miktarı	1,5	-0,6
Yurtiçi Satışlar	3,5	0,2
Satış Fiyatları	2,8	1,1
Hammadde Fiyatları	2,9	1,0

KAYNAK: TÜİK

Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkisiyle beklentilerde bir bozulma olduğu dikkat çekmektedir. İmalat Sanayiinde Etim Anketi'ne katılan işyerleri 2006 yılı Haziran ayında, üretim miktarının, yurt içi satışların, satış fiyatlarının ve hammadde fiyatlarının Temmuz ayında Haziran ayna göre önemli oranda azalmaları beklediklerini belirtmişlerdir.

► İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu					
	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 Nisan	2006 Nisan	2005 Nisan-2006 Nisan Değişim Oranı (%)
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70,556	71,611	71,382	72,406	1.4
15 ve Daha Yukarı Yaşta Nüfus (000)	49,906	50,826	50,585	51,542	1.9
İşgücü (000)	24,289	24,565	24,432	24,608	0.7
İstihdam (000)	21,791	22,046	21,993	22,172	0.8
İşsiz (000)	2,498	2,520	2,439	2,436	-0.1
İşgücüne Katılma Oranı (%)	48.7	48.3	48.3	47.7	-1.2
İstihdam Oranı (%)	43.7	43.4	43.5	43.0	-1.1
İşsizlik Oranı (%)	10.3	10.3	10.0	9.9	-1.0
Eksik İstihdam Oranı (%)	4.1	3.3	3.3	3.9	18.2
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	25,616	26,260	26,153	26,935	3.0

KAYNAK : TÜİK

TÜİK tarafından (hareketli üçer aylık dönemler esas alınarak) her ay açıklanan işgücü istatistiklerinin "2006 yılı Mart, Nisan ve Mayıs ay verilerinden oluşturulan ve Nisan ayı olarak açıklanan" sonuçlarına göre, sözkonusu dönemde işsizlik oranı %9,9 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılının aynı döneminde işsizlik oranı %10 düzeyindeydi. 2006 yılının daha önceki aylarda işsizlik oranı %11 düzeyinde seyrederken, Nisan ayında %9,9'a gerilemesi, Mart ayında da etkisi gözlenen mevsimsel etkilerle artan istihdamdan kaynaklanmıştır. Nisan 2006 döneminde 15 yaş

üzerindeki kişisel nüfus 51,5 milyon iken, bu nüfusun ancak %43'ü istihdam edilmekteydi. İşgücüne katılma oranı tarım sektöründeki istihdam daralması nedeniyle bir önceki yıla göre 0,6 puan azalarak %47,7'ye gerilemiştir. Bu dönemde tarım sektöründe çalışanların sayısı 747 bin kişi azalmış, tarım dışı sektörlerde çalışan sayısı ise 926 bin kişi artmıştır. Tarım dışı sektörlerde işsizlik oranı geçen yılın aynı dönemine göre 0,9 puan azalarak %12,5'e gerilemiştir.

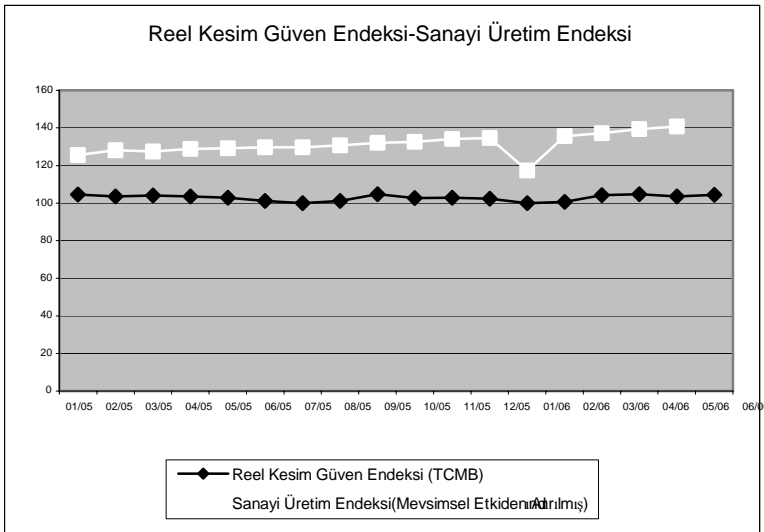
Çalışan nüfusun %27,3'ü tarım; %19,3'ü sanayi; %5,5'i inşaat ve %47,9'u hizmetler sektöründe istihdam edilmektedir. Bir önceki yıla göre tarım sektörü istihdamının toplam istihdamdaki payı 3,7 puan azalırken; hizmetler sektörü istihdamının toplam istihdamdaki payı 3 puan artmıştır.

Tarım sektöründeki daralmayla birlikte büyük ölçüde tarım sektöründeki katıdışlığın azalmasıyla, kayıtdışı istihdam oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,6 puanlık artışla %48,1 olmuştur.

► Üretimle İlgili Gelişmeler

Yılın ilk çeyreğinde GSYİH büyüme oranının %6,4 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmesi, büyüme sürecinin devam etğine yönelik önemli bir göstergedir. Söz konusu dönemde sanayi sektöründeki büyüme oranının büyümesinin ve geçen yıl aynı dönemde gerçekleşen %6,6'lık büyümenin gerisinde kalsa da %4,5 düzeyinde bir büyüme kaydetmiştir. Sanayi sektörünün performansında Ocak ayında gerçekleşen %6'lık üretim gerilemesinin etkisi olmuştur. Yılın ikinci çeyreklik dönemine ilişkin açıklanan sanayi üretim endeksi verileri, sanayideki üretim artışının yüksek oranlarda sürdüğünü göstermektedir. Nisan ayında %7,1 oranında artan sanayi üretim endeksi Mayıs ayında %9 oranında artmıştır. Kapasite kullanım oranları yüksek düzeydedir. Nisan ve Mayıs aylarında %82'nin üzerinde olan kapasite kullanım oranları Haziran ayında %83,2 olarak gerçekleşmiştir. Haziran ayında gerçekleşen bu yüksek oran 2004'ten Aralık ayından bu yana gerçekleşen en yüksek kapasite kullanım oranıdır. Sanayi üretim endeksi içerisinde tüm sanayi dalaları yatırım malı üreten makine-teçhizat sektöründeki yüksek üretim artışının, yatırımlardaki artış ivmesinin 2006 yılında da devam ettiğini göstermektedir. Makine-teçhizat üretimindeki artış Nisan 2006'da %29,4 iken Mayıs ayında %33,1 olarak gerçekleşmiş; yılın ilk beş aylık dönemdeki üretim artış oranı ise %20,7 olmuştur. Sektörde Haziran ayındaki kapasite kullanım oranı %82,4 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir.

YTL'deki değer kaybının da etkisiyle net dış talepteki güçlü seyir üretim artışını desteklemektedir. İTM (Türkiye İhracatçıları Meclisi) verilerine göre ihracat Haziran ayında %28,1 oranında artarken Temmuz ayında %22,4 oranında artmıştır.

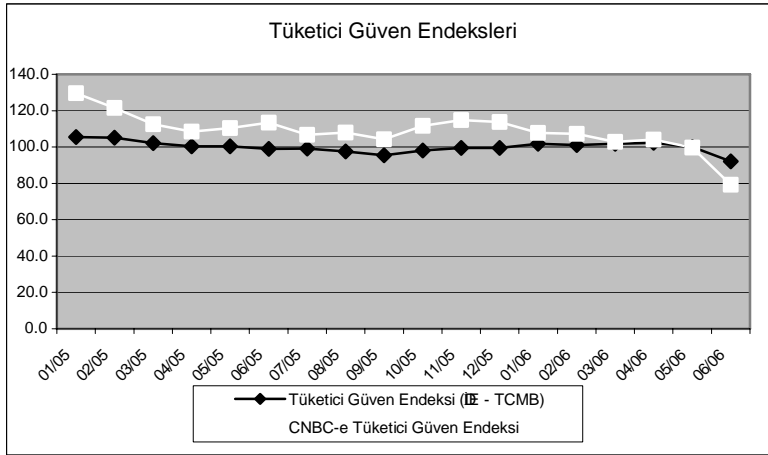


Bu veriler paralelinde Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmalar reel sektör üzerindeki etkisinin üretim yönünde ortaya çıkmadığı görülmektedir. Reel kesimde beklentilerde de henüz bir bozulma olmadığı dikkat çekmektedir. 2005'te Haziran ayında 101,1 olan reel kesim güven endeksi Haziran 2006 döneminde 104,4 olmuştur. Hammadde stok ve toplam sipariş eğilimleri ile ihracat imkanları beklentisi olumlu yönde etkileyen başlıca kalemler olurken, mamul mal stok miktarı ve iç pazara satılan mal hacmi eğilimleri ile toplam istihdam beklentisindeki artışlar sınırlı olmuştur. Genel fiyat konusundaki

görüşler ise endeksi belirgin şekilde azaltmıştır.

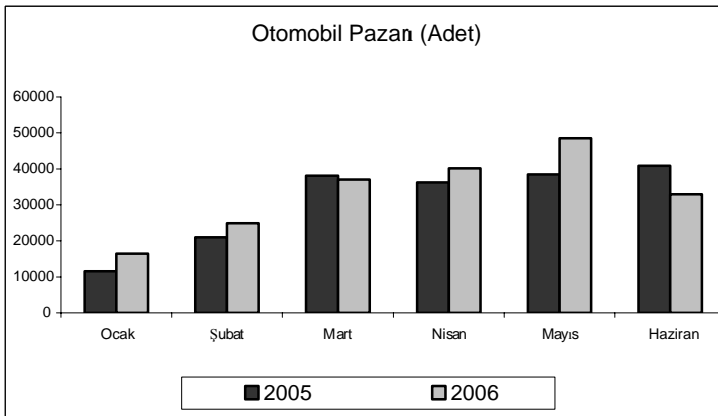
Kur ve faizlerde yaşanan artışların maliyet yolu ile üretime yansımalarının yılın ikinci yarısında gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

► Taleple İlgili Gelişmeler



farklılıklar gösterse de nihai tüketim harcamaları görece yüksek büyüme oranında o tarihten bu yana büyümeye yüksek katkı sağlamıştır. Beklentilerdeki iyileşme ve bankaların cazip kredi kullanı harcama büyümesini destekleyen en önemli faktörler olmuştur.

Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanma ve çabuk belirsizlik ortamının reel sektörün aksine, tüketici güveninde bozulmaya yol açtığı gözlenmektedir. Gerek TCMB ve TÜİK ortak çalışmasıyla oluşturulan Tüketici Güven Endeksi gerekse CNBC-e tarafından oluşturulan tüketici güven endeksi Mayıs ayından itibaren gerilemeye başlamıştır. TCMB ve TÜİK Tüketici güven endeksi Nisan ayında 102,3 iken Mayıs ayında 100,1'e, Haziran ayında ise 92,2'ye gerilemiştir. CNBC-e tüketici güven endeksi Nisan'da 104,1 iken, Mayıs'ta 99,6'ya, Haziran'da ise 79,3'e gerilemiştir. Güven endekslerinde düşüş, tüketicilerin mevcut ve gelecek dönem satın alma güçlerine, gelecek dönem reel ekonomik duruma ve bulma olanaklarıyla mevcut dönemin dayandırı tüketim malı satın almak için uygunluğuna dair değerlendirmelerinin kötüleşmesinden kaynaklanmıştır. Endekslerdeki sözkonusu gerilemeler 2002'de yapılan seçim karar öncesi ve Şubat 2003 Irak savaş öncesi olan düşüşlerle birlikte en sert üç gerilemeden birisi olmuştur.



Haziran ayında tüketici beklentilerindeki kötüleşmeyle birlikte otomobil satışları gerilemiştir. Mayıs ayında geçen yılın aynı ayına göre %26,1 oranında artan otomobil satışları Haziran ayında geçen yılın aynı dönemine göre %19,4 oranında; otomobil ithalatı %24 oranında gerilemiştir. Mayıs ayındaki yükselişte, fiyatların ve bankaların otomobil kredilerine uyguladıkları faiz oranının düşürülmesine yönelik beklentilerle satış alma sürecinin öne çekilmesi etkili olmuştur.

Kaynak : Otomotiv Sanayicileri Derneği

İç talepteki gelişmeleri değerlendirirken önemli bir gösterge olan beyaz eşya sektöründe yılın ilk altı ay itibarıyla canlılığın sürdüğü görülmektedir. Geçen yılın aynı dönemine göre sektörün yurt içi satışları %6 oranında artarken, ithalat %74,3 oranında artmıştır. Sektörde mevsimsel etkilerden dolayı dış ve iç satışlarda yaz aylarında belirgin bir gerileme yaşanmayacağı ancak, tüketici beklentilerindeki bozulma, artan maliyetler ve kredi faiz oranları, konut sektöründe yaşanan beklenen daralma nedeniyle sonbahar aylarından itibaren bir gerileme yaşanacağını söylemek mümkündür.

Tüketicilerin yabancı mallara olan talebi Mayıs ayı itibarıyla yükseliş trendini sürdürmektedir. Ancak önümüzdeki aylarda, gelirlerinde önemli bir düşüş olmayarak çalışanların YTL'deki değer kaybı nedeniyle fiyatları nispi olarak artan ithal mallara olan talebinin gerilemesi beklenmektedir.

Mayıs 2006 dönemi itibarıyla tüketimin finansmanda önemli bir kaynak olan tüketici kredilerindeki artışın incelendiğinde, kredi faiz oranlarının yükselmesi ve tüketici beklentilerindeki bozulma nedeniyle artışın düştüğü görülmektedir. TCMB verilerinden yapılan hesaplamaya göre 6 Mayıs-22 Temmuz 2005 tarihleri arasında tüketici kredilerindeki artış hızı %19,5 iken bu yılın aynı döneminde tüketici kredilerindeki artış hızı %17,1 puanlık azalışla %12,6 olarak gerçekleşmiştir.

Son açıklanan verileri ışığında, Mayıs ayının başından itibaren piyasalarda yaşanan dalgalanmanın reel sektör üzerinde henüz gözle görülür bir etki yapmadığı görülmektedir. Hatta, geçen yılın dönemlerinde nispeten düşük üretim artışları nedeniyle sanayiide bulunduğu yüksek üretim artışları kaydedilmiştir. Ancak, tüketici beklentilerindeki önemli gerileme, tüketicilerin önümüzdeki dönemde tüketim harcamalarını gözden geçirecekleri ve bu harcamaların kısmen yönde davranacakları yönünde önemli bir ipucudur.

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

PARA POLİTİKASI ANALİZİ

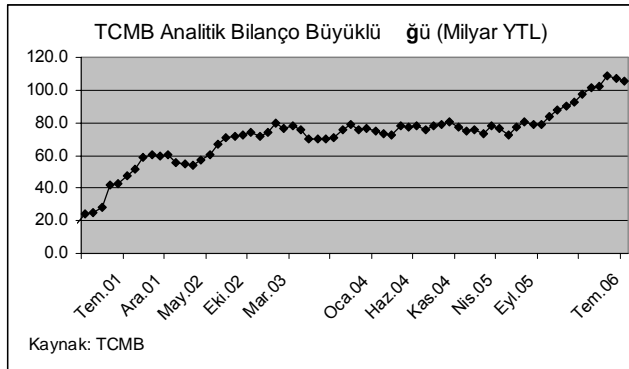
► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)	% Değişim		21.07.2006 (3)	22.06.2006 (2)	30.12.2005 (1)	31.12.2004
	(3-2)	(3-1)				
Toplam Bilanço Büy.	-6	17	105.19	111.80	90.07	74.67
Dış Varlıklar	-8	30	94.07	102.41	72.34	53.59
İç Varlıklar	19	-37	11.12	9.35	17.73	21.08
Değerleme Hesab	-28	-342	-4.87	-6.73	2.01	2.03
Toplam Döviz Yük.	-1	19	61.28	61.91	51.52	49.93
Merkez Bankası Parası	-12	14	43.91	49.85	38.51	24.74
Rezerv Para	8	8.4	35.45	32.85	32.7	20.33
Emisyon	2	20	23.56	23.20	19.61	13.47
Bankalar Mevduatı	23	-9	11.78	9.57	12.90	6.72
APİ	-62	19	5.92	15.71	4.98	3.62
Kamunun YTL Mevduatı	91	193	2.55	1.33	0.87	0.79
Dış Varlık - Top. Döv. Yük.	-	-	32.71	40.54	20.82	3.66
Dış Varlık / Top. Döv. Yük.	-	-	1,54	1,65	1,40	1,07
Dış Varlıklar / Top. Bil. Büy.	-	-	0,81	0,92	0,80	0,72
Toplam Döv. Yük. / Top. Bil. Büy.	-	-	0,58	0,55	0,57	0,67
İç Varlık / Dış Varlık	-	-	0,12	0,09	0,25	0,39
Dış Varlık / Emisyon	-	-	3,99	4,42	3,69	3,98
Emisyon / Top. Bilanço	-	-	0,22	0,21	0,22	0,18

Kaynak:TCMB

Son iki aydır kurlardaki gelişmelere paralel olarak dikkat çekici gelişmeler gösteren TCMB Analitik Bilançosu'nda 22.06-21.07.2006 tarihleri arasında da önemli değişiklikler gözlenmektedir. Bu değişiklik büyük ölçüde, finansal piyasalardaki dalgalanmalar nedeniyle, PPK tarafından alınan yeni politika önlemlerinden kaynaklanmaktadır.

23 ve 26 Haziran tarihlerinde yapılan doğrudan müdahalelerle piyasalara, 2.5 milyar dolar düzeyinde ve 25 Haziran'da yapılan olağanüstü PPK toplantısında alınan kararlar çerçevesinde 26 ve 27 Haziran tarihlerinde düzenlenen ihalelerle de 1 milyar dolar döviz satılmıştır. Böylece, 3.5 milyar dolar bulaşan döviz satış ve kurlardaki görece gerilemeyle 22.06-21.07.2006 tarihleri arasında TCMB Bilançosu 6.6 milyar YTL azalmış ve 21 Temmuz tarihi itibarıyla 105.2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Tablo'dan da görüldüğü gibi bu dönemde yapılan döviz satışları ve kurlardaki görece gerilemeyle birlikte dış varlıklar 8.4 milyar YTL azalmıştır. Kur hareketlerine bağlı olarak TCMB'nin döviz cinsinden varlıklar ve yükümlülüklerin yeniden değerlendirilmesi sonucunda oluşan kur farkı kazançları da kayıpların gösterildiği değerlendirme hesabının³ negatif bakiyesi kurlardaki görece gerilemeye paralel olarak azalmıştır.



Yandaki Grafikten görüldüğü gibi TCMB'nin toplam bilanço büyüklüğü 2001 krizinden itibaren artma eğilimi içerisindeydi⁴. 2005 yılında hızlanan döviz alımlarına paralel bilanço büyüklüğü artmış son iki ayda ise döviz satışları nedeniyle tam tersi bir gelişme yaşanmıştır. Bilanço'nun küçülmesinin pasif kalemlere etkisi Merkez Bankası Parasının (MBP) azalması şeklinde olmuştur. En dikkat çekici ve para politikası uygulaması hakkında bilgi verici değişim ise MBP'nin alt kalemlerinden AP'den borçlar

³ TCMB'nin döviz cinsinden varlıklar, yükümlülüklerinden fazla olduğu için döviz kurlarındaki gerileme TCMB'nin YTL cinsinden kayba uğramasına neden olmaktadır

⁴ Bu konuyla ilgili daha detaylı bilgi için: Aylık Ekonomik Görünüm Haziran.2006, sayfa 9
www.vakifbank.com.tr/earastirma/

kalemünde görülmüştür. Piyasadaki fazla likiditenin bir göstergesi olan bu büyüklüğü önemli bir kısmı, likiditenin döviz talebine yönelmesi sonucunda, döviz satışıyla piyasadan çekilmiştir. Tablo'dan da görüldüğü gibi bu büyüklük 22 Haziran tarihinde 15.71 milyar YTL iken, 21 Temmuz tarihinde 5.92 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. İncelenilen dönemde bu büyüklüğün bileşiminde de önemli değişim olmuştur. TCMB daha önce gecelik işlemlerle piyasadan çektiği bu likiditenin önemli bir kısmını 26 Haziran'da yaptığı 1-2 hafta vadeli YTL depo alm ihaleleri ile çekmeye başlamış ve bu sayede bu rezervin likiditesi azalmıştır. AİP'den borçlar kaleminin büyük bir bölümü TCMB'nin bu işlemlerden doğan yükümlülüklerinden oluşmaktadır.

Bilanço kalemlerindeki bu gelişmelere paralel biçimde TCMB'nin döviz pozisyonu olarak adlandırılan dış varlıklarla toplam döviz yükümlülükleri arasındaki fark 22 Haziran tarihine göre azalmış ve 21 Temmuz tarihi itibarıyla 32.79 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde TCMB'nin kur riski oranında azalmış ve 21 Temmuz itibarıyla 1,54 olmuştur. Döviz satışları nedeniyle dış varlıkların azalması ve buna paralel olarak bilanço büyüklüğünün azalması dış varlıkların toplam aktifler içerisindeki payını azaltmış ancak toplam döviz yükümlülükleri önemli bir değişim göstermediği için toplam döviz yükümlülüklerinin toplam pasifler içerisindeki pay artmıştır. Değerleme hesabının etkisiyle, iç varlıkların artmasına rağmen dış varlıkların azalması iç varlıkların dış varlıklara oranını bir önceki aya göre önemli ölçüde artırmış ve bu oran 21 Temmuz itibarıyla 0,12 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde emisyonun neredeyse sabit kalması emisyonun dış varlıkların emisyonu oranı azalırken emisyonun toplam bilanço içerisindeki payı olarak %22'ye yükselmiştir. Ancak daha önceki raporlarımızda da belirttiğimiz gibi TCMB'nin bilanço kalitesi hakkında fikir veren bu oranların, orta ve uzun dönemdeki gelişimleri anlamlı bilgiler içermektedir. Son dönemde bu oranlarda görülen değişimler yapsal farklılıklardan çok finansal piyasalardaki dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır.

► Parasal Göstergeler

Parasal Göstergeler (Milyar YTL)					% Değişim		
	07.07.2006 (4)	02.06.2006 (3)	2005 (2)	2004 (1)	(4)-(3)	(3)-(2)	(2)-(1)
M1	44.4	44.7	41.8	28.8	-0,6	6,9	45,1
M2	176.9	175.0	153.1	108.5	1,1	14,3	41,1
M2Y	267.5	268.1	229.6	184.5	-0,2	16,8	24,4
Parasal Taban	41.5	45.9	37.7	23.9	-9,5	21,7	57,7
M2/Parasal Taban	4,26	3,81	4,06	4,54	-	-	-
DTH/M2Y	0,34	0,35	0,33	0,41	-	-	-

Kaynak: TCMB

2 Haziran ile 7 Temmuz tarihleri arasında M1 tanımlı para arzı %0,6 oranında azalarak 44.4 milyar YTL'ye gerilemiş, M2 tanımlı para arzı %1,1 artarak 176.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde vadesiz mevduatların azalması vadeli mevduatların artması bu sonuca yol açan temel sebep olarak Döviz Tevdiat Hesaplarındaki (DTH) gerilemeye paralel olarak M22 Haziran tarihine göre %0,2 azalmış ve 7 Temmuz itibarıyla 267.5 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

Rezerv para ve AİP'den borçlar kaleminin toplamından oluşan parasal taban AİP'deki azalmayla birlikte incelenilen dönemde yaklaşık %10 azalmış ve 7 Temmuz tarihinde 41.5 milyar YTL'ye gerilemiştir. Böylece M2/Parasal Taban oranında tanımlanan para oranı 3,81'den 4,26'ya yükselmiştir. Para ikamesinin derecesini temsilen kullanılan DTH'lannın M2Y'ye oranı ise gerileyerek 0,34 olmuştur. DTH'lannın gerilemesinden kaynaklanan bu durumun para ikamesinin azalması davranışsal bir değişimin sonucu olarak değil, son dönemde yaşanan döviz çıkışı nedeniyle ortaya çıktığı söylenebilir.

► TCMB Faiz Kararı

TCMB tarafından 5 Aralık tarihinde yayımlanan "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası" temel politika metninde 2006 yılı için orta vadeli enflasyon hedefleriyle uyumlu hedef patikasındaki şekilde açıklanmıştır.

Yıl Sonu Hedefi ile Tutarlı Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı	Aralık			
	Mart 2006	Haziran 2006	Eylül 2006	Aralık 2006
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	9,4	8,5	7,8	7
Hedefle Tutarlı Patika	7,4	6,5	5,8	5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5,4	4,5	3,8	3

Kaynak: TCMB

Yapılan açıklamada hedef patika etrafında ± 2 puan olarak tanımlanan belirsizlik aralığının dışına çıkılması durumunda TCMB'nin bunun nedenlerini ve alması gereken önlemleri bir raporla hükümete sunacağı bu raporun kamuoyu ile paylaşacağı belirtilmiştir. Ayrıca bu durumun programlılığı ihlali anlamına geleceği ve raporun bir kopyasının da IMF'e gönderileceği ifade edilmiştir. Haziran ay itibarıyla yıllık enflasyonun %10,12 ile belirsizlik aralığı üst sınırını aşması bu raporlamayı zorunlu hale getirmiş ve TCMB bu amaçla 14 Temmuz'da "Açık Mektup" adıyla söz konusu raporu yayımlamıştır.

Yapılan açıklamada, aynı anda farklı olumsuz arz çıkışlarının ortaya çıkması, belirsizlik aralığının üst sınırının aşılmasının temel nedeni olarak ifade edilmiştir. Yılın ilk dört ayda büyük ölçüde değişim görmemiş gıda, ham petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki yükselmeden kaynaklanan fiyatların orta vadeli enflasyon beklentilerinde bir bozulma yaratmadığı ve bu nedenle Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda belirtilen politika çerçevesinde Nisan ayında politika faizlerinin 0,25 puan indirildiği belirtilmiştir. Bu karardan birkaç gün sonra Nisan ay enflasyonunun %1,34 ile beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleştiği açıklanmasına rağmen, orta vadeli enflasyon eğiliminde bir farklılaşma gözlemlenmediği vurgulanmıştır. Mayıs ayında, Enflasyon Raporu'nda belirtilen risklerden birinin gerçekleşmesi ve küresel likidite kullanındaki farklılaşmayla beraber yaşanan sermaye çıkışının YTL'nin ABD doları karşısında %20'den fazla değer kaybetmesine yol açtığı, kurlardaki bu artışın Mayıs ve Haziran aylarında, enflasyona doğrudan etkilerinin sırasıyla yaklaşık 0,6 ve 0,9 puan olarak hesaplandığı ifade edilmiştir. Ancak kurlarda bir artış olmaması durumunda bile Haziran ayında yıllık enflasyonun %10,12 yerine %8,6 civarında olacağı ve yine de belirsizlik aralığının dışına kalacağı belirtilmiştir.

Bu gelişmelere tepki olarak PPK'nin 7 Haziran'da olağanüstü toplantısı ve gerçekleştirilen 175 baz puanlık faiz artışının mesaj içeriğinin iyi algılandığı ancak 20 Haziran'da yapılan ve faiz oranlarının değiştirilmediği olağan toplantısının ardından piyasalardaki istikrar tekrar bozulduğu vurgulanmıştır. Bu nedenle 25 Haziran'da Kurul'un tekrar olağanüstü toplantısı ve 225 baz puanlık faiz artışının yanı sıra ek önlemlerle gecelik piyasalardaki likidite fazlasını kademeli olarak azaltılması yoluna gidildiği ve alınan önlemlerin kısa sürede başanlı sonuçlar verdiği ifade edilmiştir. Verilen bu politika tepkisinin beklentilerdeki bozulmayı düzeltmek, arz şoklarının diğer fiyatları yayılımını önlemek ve fiyatları düşürülecek genel bir artış baskısını engellemek amacıyla taşıdığı vurgulanmıştır.

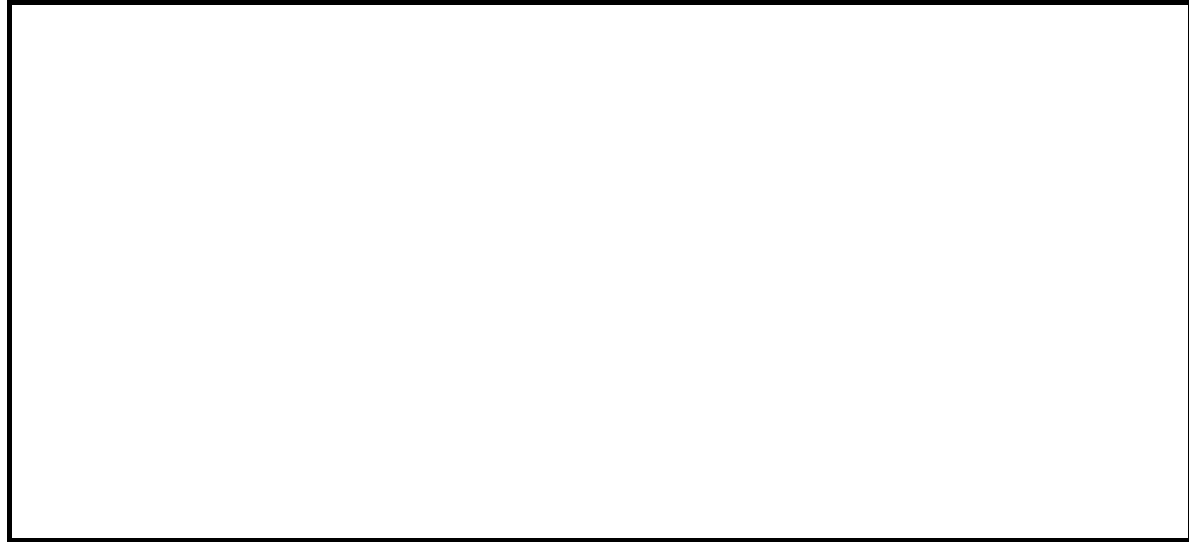
TCMB O/N Faiz Oranları	Borç	
	Alma	Verme
09.12.2005	13,50	17,50
02.01.2006	13,50	16,50*
28.04.2006	13,25	16,25
08.06.2006	15,00	18,00
26.06.2006	17,25	20,25
28.06.2006	17,25	22,25*
21.07.2006	17,50	22,50

*Teknik Düzenleme
Kaynak: TCMB

Raporda Politika faizlerinin sabit tutulduğu varsayımı altında enflasyonun %70 ihtimalle 2006 yıl sonunda %9,1 ile %10,5 ve 2007 yıl sonunda da %3,5 ile %7 arasında olmasının beklendiği ifade edilmiş, dolayısıyla %4 olan 2007 hedefine ulaşabilmesi için bir miktar daha parasal sıkılaştırma gerekebileceği belirtilmiştir. Bu açıklamalardan yaklaşık bir hafta sonra 20 Temmuz'da olağan toplantısını yapan Para Politikası Kurulu politika faizlerini 25 baz puan artırmıştır. Bu kararla birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarında uygulanan gecelik faiz oranı borçlanmada %17,50, borç vermede ise %22,50 olarak belirlenmiştir. Yapılan açıklamada Haziran ayında alınan önlemlerin önümüzdeki dönemde enflasyon üzerindeki baskı azaltacağı ancak petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların devam etmesi ve beklentilerin henüz orta vadeli hedeflerle uyumlu olmamasıyla enflasyona ilişkin temkinli olma gereğinin sürdüğü belirtilmiştir. 2007 yılı hedefine odaklanan Kurul'un bu unsurun göz önüne alınarak ölçülü bir parasal sıkılaştırma yapmak gerektiği değerlendirilmesini yaptığı ve bu politika duruşu altında enflasyondaki düşüş eğiliminin 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşmesinin beklendiği ifade edilmiştir.

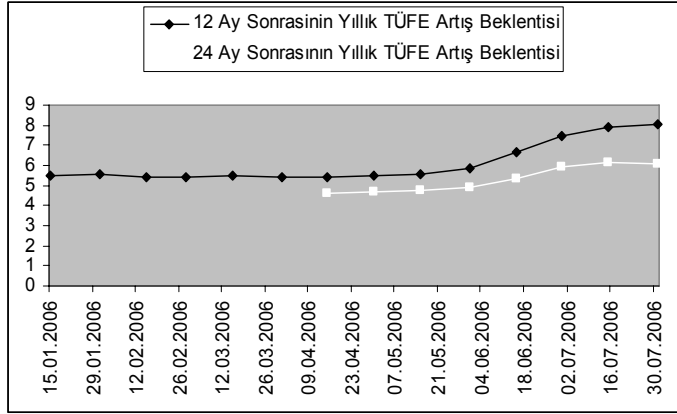
26 Temmuz tarihinde yapılan toplantı özetleri incelendiğinde, Kurul'un faiz artırım kararında enflasyon beklentilerinin etkili olduğu görülmektedir. Döviz kurunun enflasyon üzerindeki birincil etkilerinin Temmuz ayında da yavaş olarak görüldüğü, bunun yanı sıra beklentiler yoluyla ikincil etkilerin görülebileceği dolayısıyla ekonominin genelinde fiyatlamada bozulma riskinin ortaya çıktığı belirtilmiştir. Ham petrol fiyatlarındaki artışların devam etme olasılığı ve beklentileri olumsuz etkileyebilecek faktörler orta vadeli hedefler açısından risk unsurları olarak değerlendirilmiş ve bu riskler göz önüne alındığında mevcut durumda para politikasının temkinli duruşunun bir süre daha devam etmesi olmasının yüksek olduğu düşünüldüğü ifade edilmiştir.

TCMB, enflasyon hedeflemesi rejiminin temel işlevi olan Enflasyon Raporu'nu daha önceden belirlendiği gibi 28 Temmuz'da yayınlamıştır. Söz konusu rapor, daha detaylı olmasının ve son faiz artırım kararı sonrasında üretilen tahminleri içermesinin yanında, Temmuz ay içerisinde yapılan açıklamalardan çok büyük bir farklılık göstermemektedir. Raporda, 2006 yılının geri kalan döneminde para politikasında ölçülü bir sıkılaştırma ve 2007 yılından itibaren de politika faizlerinin kademeli olarak indirildiği politika uygulaması varsayımı altında, enflasyonun 2007 yılı sonunda, %70 ihtimale, %3 ile %6,5 arasında olmasının beklendiği açıklanmıştır. Bu tahminler, yılın ikinci yarısında talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının arttığı, hizmet grubu fiyatlarının enflasyon üzerinde oluşturduğu baskının önceki döneme göre azaldığı ve petrol fiyatlarının mevcut düzeyinde sabit kalacağı beklentilerinin iyi yönetildiği ve uluslararası likidite koşullarında yakın dönemdekine benzer bir bozulma olmadığına bağlı olarak da risk priminin bugünkü seviyelerine kıyasla belirgin bir değişim göstermediği temel varsayımları altında üretilmiştir.



Kaynak: Enflasyon Raporu 2006-III

Merkez Bankasının son dönemde yaptığı açıklamalar değerlendirildiğinde Bankamız iletişim politikasını oldukça etkin bir şekilde kullandığı dikkat çekmektedir. Orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflerden belirgin bir sapma gösterdiği bu dönemde, beklentilerin hedeflerle tekrar uyumlu hale gelmesi açısından bu durum oldukça olumlu bir gelişme olarak düşünülmektedir. Raporlarda Haziran ayında alınan ani politika kararları gerekçeleri ve sonuçları Temmuz ayındaki beklenmeyen 0,25'lik faiz artırım kararının nedenleri oldukça net bir şekilde açıklanmıştır. Bunun yanı sıra orta vadeli hedefler konusundaki ekonomik ve siyasi riskler ortaya konmuş ve para politikasının orta vadeli seyri hakkında, pek çok gelişmiş ülke merkez bankasının aksine, net ifadeler kullanmıştır. Tahminler üretilirken yapılan varsayımlardan sapmalar orta ve uzun vadeli hedeflere ulaşmasından risk unsuru olarak görülmüş ve özellikle beklentilerde bozulmaya yol açacak her türlü uygulamadan kaçınılmasının fiyat istikrarı ve makroekonomik istikrar açısından önemi vurgulanmış, "Enflasyonist olmayan büyümenin sürdürülebilirliği bakımından belirleyici unsurun, makroekonomik istikrarın kalıcılığına ilişkin güven olduğu unutulmamalıdır" ifadesine yer verilmiştir. Bu noktada, son yıllarda yapısal reform ve Avrupa Birliği sürecinde alınan kararların önümüzdeki dönemde de sürdürülmesinin önemine vurgularla enflasyon hedeflerine ulaşmasında mali politikam ve siyasi gelişmelerin önemi vurgulanmıştır.



TCMB'nin açıklamalar bir bütün olarak değerlendirildiğinde Temmuz ayındaki faiz artırımının temel nedeninin orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulma olduğu görülmektedir. TCMB uluslararası emtia fiyatlarının seyri konusunda belirsizliklerin devam ettiği bir ortamda piyasalarda yaşanan dalgalanmaları olası ikincil etkilerini engellemek için temkinli duruşunu devam ettireceğini söylemektedir. Yapılan açıklamalar doğrultusunda TCMB'nin yıl sonuna kadar 0,50 ya da 0,75 puan daha faiz artımına gidebileceği düşünülmektedir. Mevcut veriler

çerçevesinde Ağustos ve Eylül aylarında ardarda iki toplarda 0,25'lik faiz artımı yapılması yüksek bir olasılık gibi görünmektedir. Böylelikle bir uygulama TCMB'nin karar duruşunu destekleyecektir. Ancak söz konusu artışın 2007 yılı hedeflerine ulaşması konusunda yeterli olmayacağı düşünülmektedir. Yıl sonuna doğru 0,25'lik bir faiz artımı daha gündeme gelebilecektir. TCMB tarafından açıklanan önümüzdeki döneme ilişkin öngörülerde ekonomide yavaşlamanın beklendiği belirtilmekte ve üretilen tahminler önümüzdeki bir yıl süreçte çıktı açığının arttığı senaryoya dayandırılmaktadır. Bu durum ekonominin yavaşlamasına işaret etmekte beraber TCMB'nin orta vadeli hedefler konusundaki kararının başka bir göstergesidir. Son Enflasyon Raporu'ndan alınan enflasyon ve çıktı açığı tahminlerinin yer aldığı yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi 2006'nın ikinci çeyreğinde sınıra yaklaştığı düşünülen çıktı açığının mevcut politika durumu çerçevesinde 2007 yılının ortalarına kadar artacağı bu tarihten itibaren ise azalacağı öngörülmektedir. Söz konusu öngörülerin politika önlemlerinin ve son dönemde yaşanan dalgalanmalar iç talebi sınırlayacağına beklendiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede belirlenen hedeflere ulaşabilmesi açısından kamu maliyesindeki disiplinin önemi özellikle vurgulanmaktadır.

► Temmuz Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE Temmuz.2006	ÜFE Temmuz.2006
Bir önceki aya göre	0,85	0,86
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	5,76	12,64
Bir önceki yılın aynı aya göre	11,69	14,34
On iki aylık ortalamalara göre	8,64	5,82

Kaynak: TÜİK

2006 yılı Temmuz ayında TÜFE'de bir önceki aya göre %0,85, bir önceki yılın Aralık ayına göre %5,76, bir önceki yılın aynı aya göre %11,69 ve on iki aylık ortalamalara göre %8,64 artış gerçekleşmiştir. ÜFE'de ise bir önceki aya göre %0,86, bir önceki yılın Aralık ayına

göre %12,64, bir önceki yılın aynı aya göre %14,34 ve on iki aylık ortalamalara göre %5,82 artış gerçekleşmiştir.

Temmuz 2006'da ana harcama gruplarının enflasyona yaklaşıklık katkıları	Yıllık değişime		
	Aylık değişime	Aralık.2005'e göre değişime	Yıllık değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	0,39	1,40	3,34
Alkollü içecekler ve tütün	0,00	0,27	1,61
Giyim ve ayakkabı	-0,57	-0,42	0,05
Konut	0,29	1,30	2,32
Ev eşyası	0,19	0,25	0,39
Sağlık	-0,02	0,10	0,08
Ulaştırma	0,30	1,25	1,55
Haberleşme	0,01	0,11	0,19
Eğlence ve kültür	0,05	0,21	0,12
Eğitim	0,03	0,09	0,17
Lokanta ve oteller	0,05	0,55	0,95
Çeşitli mal ve hizmetler	0,12	0,66	1,11
Yaklaşıklık katkıların toplamı	0,82	5,76	11,87
Gerçekleşme	0,85	5,76	11,69
Hesaplama hatası	-0,03	0,00	0,18

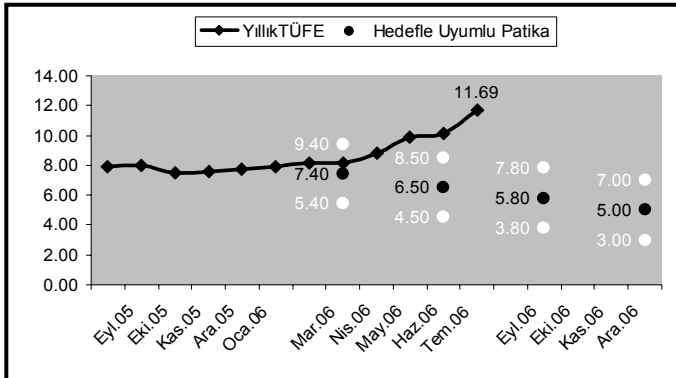
Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

TÜFE ana harcama grupları itibariyle incelendiğinde Temmuz ayında %0,85'lik değişime artış yönünde en çok katkı yapan ana harcama grupları gıda ve alkolsüz içecekler, ulaştırma, konut, ev eşyası ve çeşitli mal ve

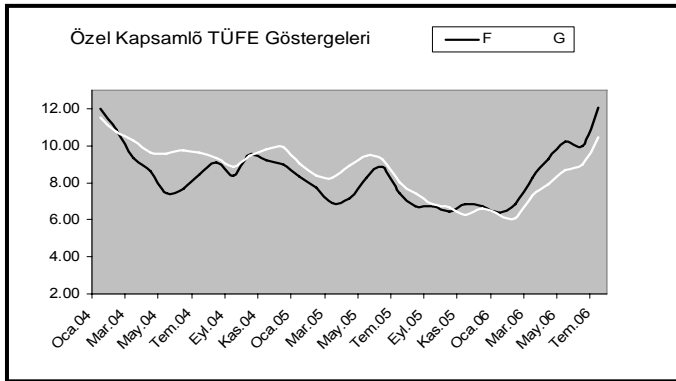
hizmetler grupları olduğu görülmektedir. Söz konusu harcama grupları fiyat endekslerinde bir önceki aya göre sırasıyla %1,41, %2,87, %1,76, %2,82 ve %2,38'lik artış olmuştur ve bu grupların genel endeksteki 0,85'lik artışa yaklaşık katkıları yukarıdaki Tablodan da görüldüğü gibi sırasıyla 0,39-0,30-0,29-0,19-0,12 puan olmuştur. Aynı dönemde giyim ve ayakkabı harcama grubunda görülen %6,93'lük gerileme endekse -0,57 puanlık katkıda bulunmuş ve TÜFE'deki artış büyük ölçüde sınırlanmıştır.

Ana harcama gruplarının TÜFE'deki 2005 yılı sonuna göre katkıları incelendiğinde de ilk üç sırayı yine gıda ve alkolsüz içecekler, ulaştırma ve konut sektörlerinin aldığı görülmektedir. Bu dönemdeki artı sınırlayan tek harcama grubu ise giyim ve ayakkabıdır.

Yıllık enflasyon rakamlarına harcama grupları bazında incelendiğinde Temmuz ayı itibarıyla %11,69 olarak gerçekleşen yıllık enflasyona en fazla katkı yapan grupları gıda ve alkolsüz içecekler, 2,32 puanla konut, 1,61 puanla alkollü içecekler ve tütün, 1,55 puanla ulaştırma, 1,11 puanla çamaşır mal ve hizmetler, 0,95 puanla da çamaşır mal ve hizmetler harcama olduğu görülmektedir. Yıllık enflasyona en düşük katkı ise 0,05 puanla giyim ve ayakkabı grubundan gelmiştir. Alkollü içkiler ve tütün grubunun yaptığı katkının büyük bir kısmı 2005 yılı Ağustos ayındaki vergi artışlarından kaynaklanmakta olup yıllık enflasyon üzerindeki bu etki önümüzdeki ay ortadan kalkacaktır. Yıllık enflasyona en çok katkı yapan grupları bir arada değerlendirildiğinde enerji fiyatlarındaki ve döviz kurundaki artışların ortaya çıkardığı maliyet baskısının ve hizmet fiyatlarındaki katkının yıllık enflasyon üzerinde belirleyici olduğu görülmektedir. Eğitim, eğlence ve kültür, sağlık gibi gelir esnekliği görece olarak yüksek olmayan harcama gruplarındaki fiyat artışlarının yıllık enflasyona en az katkı yaptığı düşünüldüğünde, talebin yıllık enflasyon üzerindeki belirleyiciliğinin görece olarak düşük olduğu söylenebilir. Bu sonuç kamu gelir ve ücretler politikasındaki sıkılaştırmaya gereğinden fazla vurgu yapıyor olabileceği sorusunu akla getirmektedir.



Yıllık enflasyon Temmuz ayında %11,69 olarak gerçekleşerek TCMB'nin de öngördüğü şekilde yükselmeye devam etmiştir. Böylece enflasyon yandaki grafikten de görüldüğü gibi 2006 yılı hedef patikadan iyice uzaklaşmıştır. Enflasyonu orta vadeli seyri ve buğünlerde orta vadeli hedeflerin ulaşılabilirliği açısından özel kapsamlı TÜFE göstergelerinin incelenmesi faydalı bilgiler vermektedir. Enflasyonun ana eğilimini genel TÜFE endeksinden daha iyi yansıttığı düşünülen özel kapsamlı TÜFE göstergeleri incelendiğinde bu endekslerde son dönemde görülen artış eğiliminin Temmuz ayında da devam ettiği görülmektedir. Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden F ve G endekslerinde Temmuz ayında bir önceki aya göre sırasıyla %0,70'lik ve %0,51'lik bir artış yaşanmıştır. Aynı endekslerdeki yıllık artış oranı ise %12,04 ve %10,46 olarak gerçekleşmiştir.



⁵ Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç hesaplanan TÜFE

⁶ F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE

ÜFE'deki % değişim				
Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	12.2005'e göre değişim	Yıllık değişim
GENEL	100	0,86	12,64	14,34
Tarım	19,78	-2,00	4,89	12,07
Sanayi	80,22	1,52	14,54	14,67
<i>Madencilik</i>	1,47	4,30	17,89	19,96
<i>İmalat</i>	73,98	1,50	14,07	15,13
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	4,77	1,08	21,00	5,91

Kaynak: DİE

Temmuz ayında ÜFE'de meydana gelen artış alt sektörler itibariyle incelendiğinde; sanayi sektöründe fiyatların bir önceki aya göre %1,52 artışı gözlenirken, tarım sektöründe %2'lik bir gerileme görülmektedir. Bu dönemde sanayi sektörü fiyat artışlarının aylık ÜFE artışına yaklaşık katkısı 1,2 puan olurken mevsimlik etkilerle tarım sektörü fiyatlarında ortaya çıkan gerileme aylık ÜFE artışını büyük ölçüde sınırlamıştır. ÜFE'deki değişime 2005 yılının Aralık ayına göre bakıldığında toplam değişimde yine sanayi sektörünün baskın olduğu görülmektedir. Bu dönemde tarım sektörünün fiyat endeksindeki %4,89'luk artışın genel endekse yaklaşık katkısı 1 puanla sınırlı kalırken, sanayi sektörü fiyat endeksindeki %14,54'lük artışın ÜFE'deki Aralık ayına göre değişime yaklaşık katkısı %11,66 dolayında olmuştur. Sanayi sektörünün tarım oranla uluslararası hammadde fiyatlarındaki ve döviz kurundaki değişime daha duyarlı olduğu ve son dönemde bunları izlediği seyir düşünüldüğünde söz konusu gelişimin nedenleri anlaşılmaktadır. Buna paralel olarak, ÜFE'deki yıllık değişime bakıldığında iki sektör arasındaki fiyat değişimi açısından farklılığın yıllık bazda son dönemdeki kadar fazla olmadığı görülmektedir. Son bir yılda fiyatlar ortalama olarak tarım sektöründe %12,07 sanayi sektöründe ise %14,67 oranında artmıştır.

Yılın geri kalan aylarda petrol fiyatlarındaki ve kurlardaki gelişmeler enflasyonun seyrini belirleyecek en önemli etkenler olacaktır. Uluslararası likidite koşullarında tekrar bozulma olmaması ve kurların bu seviyede seyretmesi yoluyla yıllık enflasyon tahminimizi korumaya devam ediyoruz.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yıl sonu enflasyon tahminimiz %10'dur.

KAMU MAL İYESİ

► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri								
Milyon YTL	Haziran			Ocak-Haziran			Hedef	Ocak – Haziran 2006 Bütçe Hedefi (%)
	2005	2006	Reel Dğ. (%)	2005	2006	Reel Dğ. (%)		
BÜTÇE GELİRLERİ*	-	15.184	-	-	84.021	-	160.326	52,4
GENEL BÜTÇE GELİRLERİ	11.324	14.728	18,1	66.888	81.769	11,0	156.214	52,3
VERGİ GELİRLERİ	8.838	11.124	14,3	54.408	65.975	10,1	132.199	49,9
DİĞER GELİRLER	2.485	3.604	31,7	12.48	15.794	14,9	21.372	73,9
BÜTÇE HARCAMALARI	12.235	13.066	-3,0	70.74	81.599	4,8	174.322	46,8
FAİZ DIŞI HARC.	9.237	10.253	0,8	47.336	58.723	12,7	128.062	45,9
PERSONEL VE SGKSP	2.678	3.546	20,2	16.322	20.91	16,3	40.995	51,0
MAL VE HİZMET AL.	979	1.495	38,6	3.876	6.786	59,0	17.721	38,3
SOSYAL GÜV.	1.966	1.634	-24,5	11.646	12.933	0,8	23.291	55,5
TARIMSAL DEST.	250	60	-78,4	2.34	2.504	-2,8	3.999	62,6
SERMAYE GİDERLERİ	718	719	-9,1	2.147	3.028	28,1	12.452	24,3
FAİZ HARCAMALARI	2.998	2.813	-14,8	23.402	22.876	-11,2	46.26	49,5
BÜTÇE DENGESİ	-911	2.118	-311,1	-3.852	2.423	-	-13.996	-
FAİZ DIŞI DENGE	2.086	4.931	114,6	19.552	25.298	17,5	32.264	78,4

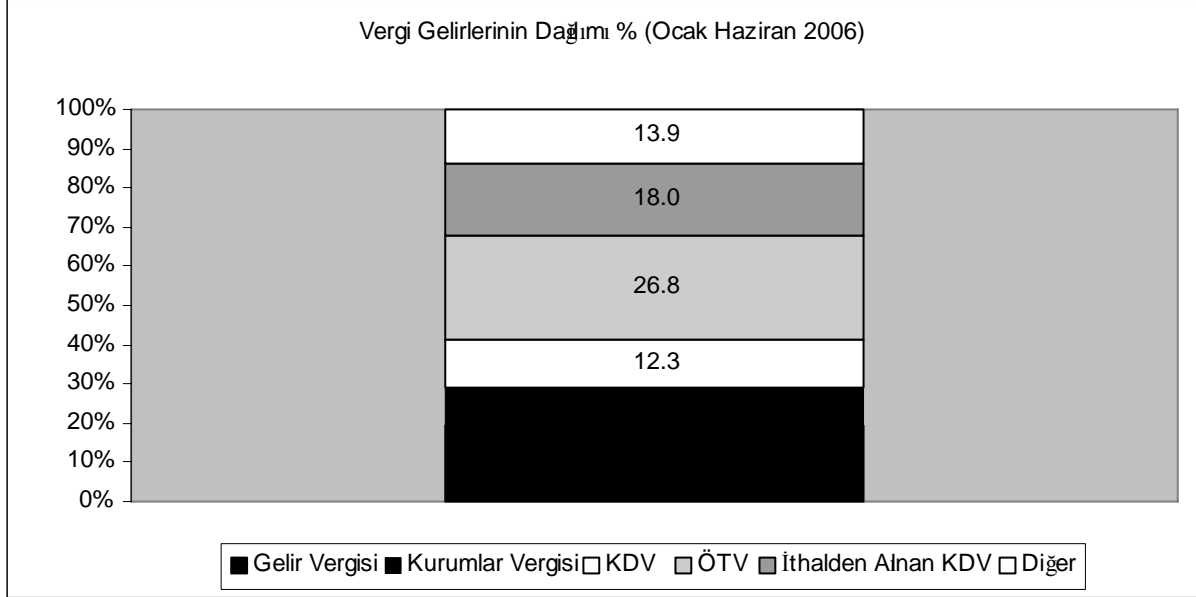
Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI

Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan 2006 yılı Haziran ay bütçe sonuçlarına göre Merkezi Yönetim Bütçe gelirleri 15.2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri, toplam bütçe gelirlerinin %97'lik bölümünü oluşturması ve 2005 yılı rakamlarıyla uyumlu olması nedeniyle 2005 yılı ile yapılan karşılaştırmalarda genel bütçe gelirleri kullanılacaktır. Genel bütçe gelirleri Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak %18,1 artarak 14.7 milyar YTL'ye yükselmiştir. Genel bütçe gelirlerinin 11.1 milyar YTL'lik bölümünü vergi gelirleri oluşturmaktadır. Haziran ayında 2006 yılının aynı ayına göre reel olarak artan vergi gelirlerinde %14,3 olurken, vergi dışı gelirlerde %31,7 olarak gerçekleşmiştir. Vergi gelirleri içinde en yüksek reel artış gösteren kalemler, artan ithalata paralel olarak %30 yükselen ithalata KDV ve iç talepteki canlılıkla birlikte %21 oranda artan KDV olmuştur. Vergi dışı gelirlerdeki en dikkat çeken kalem, GSM şirketlerinden alınan 1.6 milyar YTL'lik Hazine payları olmuştur.

2006 yılı Haziran ayında Merkezi Yönetim Bütçe harcamaları 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %3 azalarak 13.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Mayıs ayının ardından Haziran ayında da, prim gelirlerindeki artışın etkisiyle Bağ – Kur'a ödenek aktarılması bütçeyi rahatlatan bir gelişme olmuştur. Sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferler Haziran ayında 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %24,4 gerilemiştir. Haziran ayında tam sektörüne yapılan transfer harcamalarında 60 milyon YTL gibi düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. Mayıs ayında reel olarak artış gösteren faiz harcamalarında Haziran ayında %14,8 gerileyerek 2.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Faiz ödemelerindeki gerilemenin devam etmesi Mayıs ayında yaşanan dalgalanma sonrasında yükselen faizlerin bütçe harcamaları açısından kısa vadede ortay çıkamayacağını göstermektedir.

2006 yılının ilk yarısı itibariyle toplam bütçe geliri 84 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri ise geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %11 artışla artarak 81.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılı Ocak – Haziran döneminde 54.4 milyar YTL olan vergi gelirleri %10,1 reel olarak 60 milyar YTL'ye yükselmiştir. Bu artışla birlikte yıl sonu vergi geliri hedefinin %49,9'luk bölümü tahsil edilmiştir. 2005 yılının aynı döneminde bu oran %45,5 olarak gerçekleşmiştir. Bu açıdan bakıldığında 2006 yılında vergi gelirlerinin tahsilat açısından hedeflere daha uyumlu bir bütçe performansı sağlandığı görülmektedir. Gerek kamu bankalarının karlarının Hazineye aktarılması gerekse yüksek miktarda GSM işletmeleri payları vergi dışı gelirlerde yıl sonu hedefinin %73,9'luk kısmı yılın ilk altı ayı itibariyle elde edilmiştir. Vergi dışı gelirlerin

yüksek olması bütçeyi rahatlatan en önemli etkenlerden biridir, ancak vergi gelirleri değerlendirilirken birçok vergi dışı gelir kaleminin geçici nitelikte olduğu göz ardı edilmemelidir.



Ocak – Haziran dönemi itibarıyla vergi gelirlerinin toplamına bakıldığında dolaylı vergilerin ağırlıkta olduğu görülmektedir. 2006 yılının ilk altı aylık döneminde vergi gelirlerinin %26,8'i ÖTV, %18'i ithalden alınan KDV ve %12,3'ü KDV gelirlerinden oluşmaktadır. Söz konusu vergi kalemleri özellikle ikinci yarıyılda yurtiçi talepte yaşanması beklenen gerilemeye oldukça duyarlıdır. Bununla birlikte kurlarda yaşanan artışın ithalat üzerinde daraltıcı etki yaratması beklendiğinden, ithalden alınan KDV gelirlerinin de azalması söz konusu olabilecektir.

2006 yılının ilk yarılarında bütçe harcamaları reel olarak %4,8 oranında artarak gelirlerdeki artış oranının altında kalmıştır. Haziran ayı sonu itibarıyla, bütçe ödeneklerinin %46,8'lik bölümü kullanılmıştır. Bu oran 2005 yılının döneminde %45,1 olarak gerçekleşmiştir. Faiz dışı harcamaların reel olarak %12,7 artması rağmen faiz harcamalarının %11,2 gerilemesi bütçe harcamalarındaki artışın sınırlanmıştır.

Ocak – Haziran dönemleri itibarıyla 2005 yılına göre faiz dışı harcamalarda ortay çıkan 11.4 milyar YTL'lik artışın %40,2'si personel harcamalarındaki, %25,5'lik bölümü ise mal ve hizmet alanındaki artıştan kaynaklanmıştır. TBMM tatili öncesinde adli ve idari personel maaşlarına yapılan iyileştirme ve enflasyon oranının yüksek gerçekleşmesi sonucu kamu çalışanları ücretlerinin yeniden düzenlenmesi önümüzdeki dönemde personel harcamaların artıracak gelişmelerdir. Mal ve hizmet alanındaki artış büyük ölçüde sağlık harcamalarından kaynaklanmıştır. Sağlık harcamaları içinde yeşil kart giderleri yıl sonu ödeneklerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Son iki ayda Baş – Kur'a bütçeden ödenek aktarılması nedeniyle sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamalarında düşük bir reel artış (%0,8) göstermiştir. Ancak yılın ilk yarılarında yıl sonu için hedeflenen tutarın %55,5'lik bölümü kullanılmıştır. Faiz dışı harcamalar içinde yatırım harcamaları dikkat çekmektedir. Yatırım harcamaları Ocak – Haziran dönemi itibarıyla 2005 yılına göre reel olarak %28,1 artış göstermesine rağmen, yıl sonu ödeneklerinin sadece %24,8'lik bölümü kullanılmıştır.

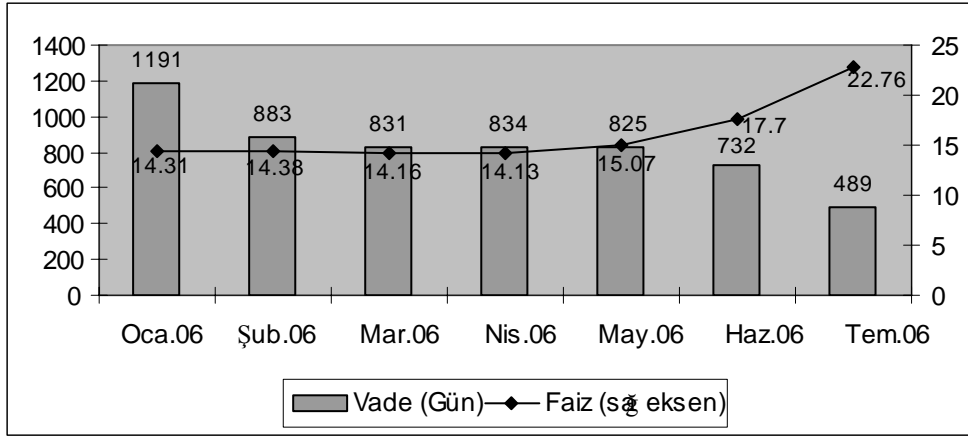
Mayıs ayının ardından Merkezi Yönetim Bütçesi Haziran ayında da fazla vermiştir. Haziran ayındaki 2.1 milyar YTL'lik fazla ile 2006 yılının ilk yarılarındaki bütçe fazlası 2.4 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Faiz dışı harcamalarındaki reel artışın görece düşük olması, faiz harcamalarının gerilemesi ve gelir kalemlerindeki güçlü seyir bütçe fazlasının temel belirleyicileri olmuştur.

Haziran ayında 4.9 milyar YTL faiz dışı fazla verilmiştir. 2006 yılı Ocak – Haziran dönemindeki faiz dışı fazla bir önceki yılın aynı dönemine göre %17,5 reel artış göstererek 25.3 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Bu miktar yıl sonu için belirlenen tutarın %78,4'lük bölümüne denk gelmektedir. 2005 yılının aynı döneminde bu oran %57,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu açıdan da bakıldığında, 2006 yılının ilk yarılarında olumlu bir bütçe performansı sağlandığı görülmektedir.

2006 yılının ilk yansındaki güçlü bütçe performansı ardından, Maliye Bakanlığı "Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri ve Beklentiler Raporu"nda bütçe kalemleriyle ilgili sonu beklentilerini revize etmiştir. Bu çerçevede 2006 yılı başında 174.3 milyar YTL olarak öngörülen Merkezi Yönetim Bütçe giderleri 172 milyar YTL'ye, 128.1 milyar YTL öngörülen faiz dışı harcamaları ise 126 milyar YTL'ye çekilmiştir. Bununla birlikte 160.3 milyar YTL olarak hedeflenen bütçe gelirlerinin 163 milyar YTL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Sonuç olarak, merkezi yönetim bütçe açığı 9.2 milyar YTL, faiz dışı fazlanı ise 37.1 milyar YTL seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Bu veriler ışığında bütçe açığının GSMH'ye oranının 1,7, faiz dışı fazlanın GSMH'ye oranının ise %6,7 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

► Borçlanma

Hazine Müsteşarlığı düşük seviyede borçlanma gerçekleştirdiği Mayıs ve Haziran aylarının ardından (sırasıyla; 7 milyar YTL ve 5.1 milyar YTL) Temmuz ayında 12.7 milyar YTL borçlanma gerçekleştirilmiştir. Temmuz ayındaki borçlanmanın 10.5 milyar YTL'si piyasalardan, 2.3 milyar YTL'si ise kamu kuruluşlarından sağlanmıştır.



Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından Hazine'nin düşük düzeyde borçlanma gerçekleştirerek borçlanma faizlerinin yükselmesini geciktirmesinin ardından, Temmuz ayında iç borçlanmanın yıllık ortalama bileşik faizi %22.76 seviyesine yükseldi. Böylece 2004 yılı Aralık ayından itibaren en yüksek seviyesine ulaşan borçlanma faizleri son üç aylık dönemde 8,63 puan artmıştır. Hazine'nin iskontolu iç borçlanma ihalelerindeki ortalama faizle, Merkez Bankası ankete yer alan gelecek dönem için enflasyon beklentisi kullanılarak hesaplanan beklenen reel faiz Temmuz ayında, Haziran ayındaki %10,74'lük seviyesinden %12,44'e yükseldi. Borçlanma faizlerinin yükseldiği Temmuz ayında iç borçlanmanın ortalama vadesi de önemli ölçüde kısaldı. Haziran ayında 732 gün (24.4 ay) olan iç borçlanmanın ortalama vadesi Temmuz ayında 489 güne (16.2 ay) geriledi.

Ocak – Temmuz dönemi itibarıyla Hazine 89.1 milyar YTL iç borç geri ödemesi gerçekleştirilen 67.9 milyar YTL borçlanmaya gitmiştir. Borçlanmanın 59.2 milyar YTL'lik bölümü piyasalardan, 8.7 milyar YTL'lik bölümü ise kamu kuruluşlarından sağlanmıştır. 2006 yılının ilk yedi aylık döneminde iç borç çevirme oranı %76 olarak gerçekleşmiştir.

Ağustos Ayı Finansman Programı (milyar YTL)	
Ödemeler	16.1
İç Borç	12.8
Dış Borç	3.2
Finansman	16.1
Piyasada İhale Yoluyla Borçlanma	8.7
Diğer Finansman	7.4
Faiz Dışı Fazla	2.7
Kamuya Satışlar	1.4
Dış Borçlanma	3.7
Kasa - Banka	-0.4

Hazine Müsteşarlığı Ağustos ayında iç ve dış borç ödemelerinden kaynaklanan 16.1 milyar YTL'lik finansman ihtiyacının 8.7 milyar YTL'lik bölümünü piyasalardan borçlanarak karşılamayı öngörmektedir. Hazine Ağustos ayında üçü yeniden ihraç olmak üzere toplam 4 ihale düzenlemeyi planlamaktadır. Borçlanma dış kaynaklardan elde edilmesi öngörülen tutar ise 7.4 milyar YTL'dir. Ağustos ayında sonuçlandırılması beklenen IMF stand-by düzenlemesinin 3. ve 4. gözden geçirmeleri kapsamında sağlanması öngörülen IMF kredisi ve Dünya Bankasından alınacak Kamu Sektörü Kalkınma Kredisini içeren dış borçlanma kaleminden

3.7 milyar YTL kaynak elde edilmesi beklenmektedir. Ayrıca Hazine faiz dışı fazla yoluyla 2.7 milyar YTL, kamuya satışlardan 1.4 milyar YTL kaynak sağlamayı öngörmektedir.

► Merkezi Yönetim Borç Stoku

Merkezi Yönetim Borç Stoku			
Milyar YTL	2005 Yılı Sonu	Mayıs 2006	Haziran 2006
Toplam Borç Stoku	331.5	350.2	351.9
İç Borç Stoku	244.8	250.7	249.1
Dış Borç Stoku	86.7	99.4	102.8

KAYNAK :HAZİNE

Haziran ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku Mayıs'a göre 1.7 milyar YTL artarak 351.9 milyar YTL'ye (219.5 milyar dolar) yükselmiştir. Haziran ayında iç borç stoku 1.6 milyar YTL azalırken, dış borç stoku 3.3 milyar YTL artış göstermiştir.

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku

Hazine Müsteşarlığı'nın Haziran ayında 10.4 milyar YTL'lik iç borç ödemesine karşılık 6.4 milyar YTL borçlanma gerçekleştirmesi sonucunda iç borç stoku Mayıs sonuna göre 1.6 milyar YTL azalarak 249.1 milyar YTL'ye (156.4 milyar dolar) gerilemiştir. İç borç stokunun %84,2'lik bölümünü YTL cinsi borçlar oluşturması nedeniyle dolar bazında iç borç stoku Nisan ayına göre 7.7 milyar dolar, 2005 yıl sonuna göre ise 27 milyar dolar gerilemiştir. İç borç stoku içinde piyasaya olan borç payı Haziran ay sonu itibarıyla %69,7'lik seviyesini korumuştur.

Toplam İç Borç Stokunun Faiz Yapısı				
(%)	2005	Nis.06	May.06	Haz.06
Sabit Faizli	45.4	47.1	45.4	46.7
Değişken Faizli	54.6	52.9	54.6	53.3

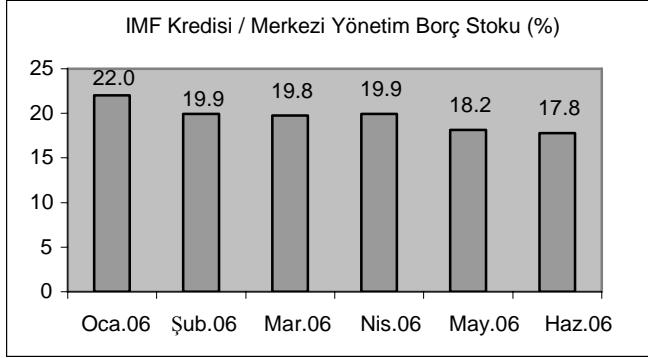
Kaynak:HAZİNE

Hazine'nin Mayıs ayında yoğun olarak değişken faizli borçlanma gerçekleştirmesi sonucunda iç borç stoku içinde değişken faizli oranlam payında bir artış yaşanmasının ardından, Haziran ayında sabit faizli iç borç stokunun payı 1.3 puan artarak %46,7'ye yükselmiştir. Sabit faizli borç stokundaki artış ekonomide yaşanan gelişmeler sonucunda faizlerin yükseldiği bir ortamda borç stokunun faize olan duyarlılığını azaltması bakımından olumlu bir gelişmedir. Haziran sonu itibarıyla iç borç stokunu ortalama vadesi Mayıs sonuna göre 0,2 puan düşerek 24.5 aya gerilemiştir.

Haziran ayında gerçekleştirilen ödemeyle birlikte piyasanın elinde dövize endeksli Devlet İç Borçlanma Senetleri kalmamıştır. Böylece toplam iç borç stoku içinde dövize endeksli senetlerin payı Mayıs ay sonuna göre 1 puan gerileyerek %0,8'e düşmüştür.

Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku

Merkezi yönetim dış borç stoku Haziran aysonunda 102.8 milyar YTL (64.2 milyar dolar) olarak gerçekleşmiştir. Dış borç stokunun %67,5'lik bölümü sabit faizli, %32,5'lik bölümü ise değişken faizlidir.



Haziran ay sonu itibariyle IMF'e olan borç stoku 2005 yılı sonuna göre 3.2 milyar dolar azalarak 11.4 milyadolar gerilemiştir. 2006 yılı Ocak ay sonunda merkezi yönetim dış borç stokunun %22'lik bölümünü oluşturan IMF kredilerinin pay Haziran ay sonu itibariyle %17,8'e gerilemiştir.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi (Milyon \$)	Mayıs			Ocak-Mayıs		
	200€	200€	Değ. (%)	200€	200€	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-2.311	-4.016	73,8	-11.053	-16.552	49,8
Dış Ticaret Dengesi	-2.944	-4.401	49,5	-11.748	-17.179	46,2
İthalat	-9.229	-11.525	24,9	-42.444	-50.478	18,9
İhracat	6.285	7.124	13,3	30.696	32.299	5,2
Hizmetler Dengesi	1.037	866	-16,5	2.779	2.524	-9,2
Turizm	1.172	983	-16,1	3.162	3.158	-0,1
Yatırım Geliri Dengesi	-611	-639	4,6	-2.615	-2.446	-6,5
Cari Transferler	207	158	-23,7	531	549	3,4
Finans Hesabı	1.622	3.183	96,2	13.469	25.231	87,3
Döğrudan Yatırımlar	-43	6.529	-	628	8.134	-
Portföy Yatırımları	978	-3.107	-417,7	4.649	-114	-102,5
Diğere Yatırımlar	687	-239	-134,8	8.192	17.211	110,1
Net Hata Noksan	946	1.016	7,4	1.517	950	-37,4
Rezerv Varlıklar	-257	-183	-28,8	-3.933	-9.629	144,8
Resmi Rezervler	750	1.331	77,5	-1.759	-6.169	250,7

Kaynak: TCMB

Nisan ayında rekor bir düzeye ulaşan cari işlemler açığı, piyasalarda dalgalanmalara karşın Mayıs ayında 2005 yılının aynı ayına göre %73,8 artarak 4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk beş aylık dönemindeki cari açık bir önceki yılın aynı dönemine göre %49,8 oranda artarak 16.5 milyar dolara yükselmiştir. Mayıs ayı sonu itibarıyla son bir yıllık açık ise 28.7 milyar dolara ulaşmıştır. Kurlardaki yükselmenin dış ticaret dengesi üzerindeki etkilerinin kısa dönemde görülmemesi ve turizm gelirlerindeki gerileme cari açık yüksek düzeyde gerçekleşmesine neden olmuştur. Önümüzdeki aylarda döviz kurlarındaki yükselmenin ihracatı artırarak, ithalatı kısarak dış ticaret açığını daraltması ve turizm gelirlerinin artması nedeniyle cari işlemler açığının azalması beklenmektedir.

Ödemeler bilançosunda yer aldığı gibi dış ticaret açığı 2006 yılının Ocak – Mayıs döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %46,2 oranda artarak 17.2 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemde ihracat %5,2 oranında artarken, ithalat artış oranı %18,9 olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılı Mayıs ayında hizmetler dengesi kalemindeki fazla 2005 yılının aynı ayına göre %16,5 oranda azalması cari işlemler açığının yüksek çıkmasının bir diğer nedenidir. Ocak – Mayıs dönemleri karşılaştırıldığında ise 2005 yılında 2.8 milyar dolar fazla veren hizmetler dengesi, 2006 yılının aynı döneminde 2.5 milyar dolar fazla vermiştir. 2006 yılının ilk beş aylık döneminde net turizm gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,1 azalmış ve 3.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Yatırım geliri hesabındaki açık, Ocak – Mayıs döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %6,5 azalarak 2.4 milyar dolara gerilemiştir. Söz konusu dönemde kısa ve uzun vadeli kredilere ilişkin faiz ödemeleri 2005 yılının aynı dönemine göre %13,6 oranda artarak 2.2 milyar dolara yükselmiştir. Yatırım geliri hesabındaki açığın azalmasına rağmen, miktar olarak düşük olması nedeniyle cari işlemler açığı üzerindeki düzeltici etkisi sınırlı olmuştur.

► Sermaye ve Finans Hesapları

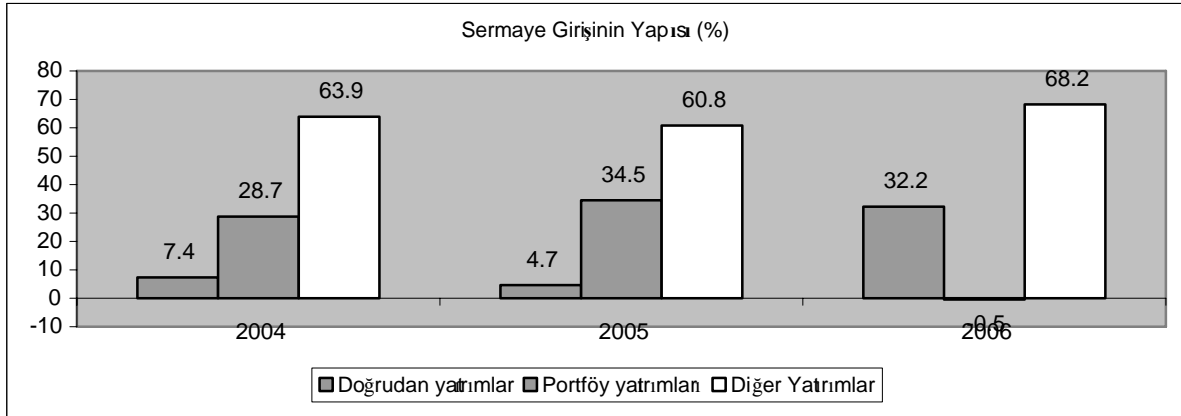
Mayıs ayında yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda yaşanan dalgalanmalar etkileri sermaye ve finans hesaplarında görülmeye başlanmıştır. Mayıs ayında portföy yatırımları hesabında 3.1 milyar dolar, diğer yatırımlar hesabında ise 239 milyon dolar döviz çıkışı yaşanmasına rağmen doğrudan yatırımlar kanalıyla giren 6.5 milyar dolarlık kaynak cari açığın finansmanı sağlamıştır. Mayıs ayındaki toplam sermaye girişi 2005 yılının aynı ayına göre %96,2 oranda artarak 3.2 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir.

Mayıs ayında gerçekleşen 6.5 milyar dolarlık rekor düzeyde doğrudan sermaye girişinin büyük bir kısmı TMSF'nin Telsim'i Vodafone'a devretmesi ve Dan Grubu'nun Petrol Ofisi'nin %34'lük bölümünü OMV şirketine devretmesiyle oluşmuştur. Bu sermaye girişinin 175 milyon dolarlık bölümünü yabancıların gayrimenkul alımları oluşturmuştur. 2005 yılının ilk beş ayında 628 milyon dolar olarak gerçekleşen doğrudan yatırımlar 2006 yılını aynı dönemde 8.1 milyar dolara yükseltti.

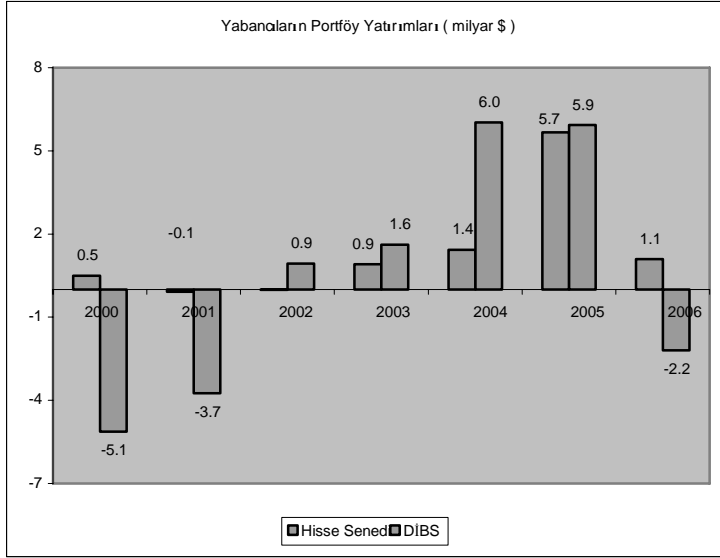
Mayıs ayında piyasada ortay çıkan dalgalanmaların başlıca etkisi portföy yatırımlarında ortaya çıkmıştır. Portföy yatırımları yoluyla 3.1 milyar dolarlık net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Mayıs ayında yabancı yatırımcılar net 3.1 milyar dolarlık DİBS satışı gerçekleştirenken, net 226 milyon dolarlık hisse senedi alımı yapmışlardır.

Hazine'nin 1.5 milyar dolarlık IMF kredisi geri ödemesi yaptığı Mayıs ayında, bankalar 637 milyon dolar, reel sektör ise 1.6 milyar dolar borçlanma gerçekleştirmişlerdir. Sonuç olarak diğer yatırımlar yoluyla Mayıs ayında 239 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır. 2006 yılının diğer aylarıyla karşılaştırıldığında, piyasalarda yaşanan dalgalanmalar bankaların ve reel sektörün borçlanma performansını olumsuz etkilemediği görülmektedir.

2006 yılının ilk beş aylık döneminde toplam sermaye girişinin yılın aynı dönemine göre %87,3 oranda artarak 25.2 milyar dolara ulaştı. Toplam sermaye girişinin 8.1 milyar dolarlık bölümünü doğrudan yatırımlar, 17.2 milyar dolarlık bölümünü ise diğer yatırımlar yoluyla giren sermaye oluşturmuştur. Portföy yatırımları kaleminde ise 114 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır.



Ocak – Mayıs dönemleri itibariyle toplam sermaye girişinin yapısına baktığımızda 2006 yılında, son iki yıla göre temel farklılıklar dikkat çekmektedir. Son üç yılda diğer yatırımlar yoluyla giren sermaye toplam içindeki ağırlığını devam ettirerek ortama yaklaşık olarak toplam sermaye girişinin %64,3'lük bölümünü oluşturmuştur. Ancak büyük ölçüde nakit para olarak tanımlanan finansman kalemlerinden oluşan portföy yatırımları 2006 yılında toplam sermaye girişindeki payını tamamen kaybetmiştir. Mayıs ayında doğrudan yatırımların 6.5 milyar dolar gibi rekor bir düzeyde gerçekleşmesiyle 2006 yılını Ocak – Mayıs döneminde doğrudan yatırımların toplam sermaye girişi içindeki payı %32,2'ye yükseltmiştir. Bu durum cari işlemler açığını finansman kalitesinin yükselmesine dair önemli bir işaretidir.



gerçekleşmiştir.

2006 yılı Ocak – Mayıs döneminde dışer yatırımlar kanalıyla 17.2 milyar dolarlık sermaye girişi yaşanmıştır. Kamu kesimi bu dönemde 3.5 milyar dolarlık IMF kredisi, 611 milyon dolar da uzun vadeli kredi geri ödemesi gerçekleştirmiştir.

Yurtdışı Kredi Kullanımı (Milyar \$)	Ocak – Mayıs		
	2005	2005	2006
Bankalar	9.1	1.9	4.1
Uzun Vadeli	6.4	1.3	3.1
Reel Sektör	13.5	2.2	11.0
Uzun Vadeli	9.7	2.1	10.9

Kaynak: TCMB

Bankalar ve reel sektör kuruluşların yurtdışı piyasalardan sağladıkları krediler 2006 yılının ilk beş ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre büyük artış göstermiştir. Reel sektörün tamamı uzun vadeli kredilerden oluşan dış kaynak kullanımı, 2006 yılı Ocak – Mayıs döneminde, 2005 yılının aynı dönemine göre 8.8 milyar dolar artarak 11 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde bankaların kullandığı krediler ise 4.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Yabancıların Türkiye'deki Mevduatları		
Milyon Dolar	Nisan 2006	Mayıs 2006
Toplam Mevduat	8.539	7.599
Yabancı Banka Mevduat	2.410	2.051
DTH	2.263	2.250
YTL Cinsi Mevduat	3.866	3.298
Kur Fark	-179	70
Değişim	640	-1.010

Sıcak para olarak tanımlanan sermayenin bir parçası olan yabancıların Türkiye'deki mevduatları piyasalarda yaşanan dalgalanmayla birlikte gerileyerek önemli bir döviz çıkışına neden olmuştur. Mayıs ayında yabancı yatırımcıların Türkiye'deki bankalarda bulunan mevduatları 1 milyar dolar azalmıştır. Nisan ayında 8.5 milyar dolar seviyesinde bulunan yabancıların mevduatları Mayıs ayında 7.6 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. Mayıs ayında, yabancı bankaların Türkiye'deki bankalarda bulunan

mevduatları 359 milyon dolar, yabancıların döviz hesapları 3 milyon dolar ve yabancı yatırımcıların YTL cinsinden hesapları ise 568 milyon dolar azalmıştır.

2006 yılı Ocak - Mayıs döneminde net hata noksan kalemiyle 950 milyon dolarlık döviz girişinin yaşanmasının ardından toplam döviz açığı 15.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde 25.2 milyar dolar sermaye girişi sonucunda Merkez Bankası rezervleri 6.2 milyar dolar artarken 8.5 milyar dolar IMF kredisi geri ödemesi gerçekleştirilmiştir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 27.7 milyar dolardır.

MACAR İSTAN

Mayıs ayında uluslararası kilitte koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine dönmesi sonucunda birçok ülke piyasas dalgalanma yaşamıştır. Bu dalgalanmalardan en çok etkilenen ülkeler arasında Türkiye, Macaristan ve Güney Afrika gelmiştir. Bu üç ülkenin ortak yapısal özelliğinin yüksek düzeyde verilen cari işlemler açığı olduğu görülmektedir. Yüksek oranlı bütçe ve cari işlemler açıkları, yabancı yatırımların bu ülkelere yönelik risk algılamalarını olumsuz yönde etkileyerek hisse senedi ve bono piyasaları için risklere neden olmakta ve döviz talebini artırarak kurlarda artışa yol açmaktadır. Türkiye ekonomisinde son aylarda yaşanan dalgalanmalarda daha iyi analiz edebilmek için benzer ülkelere sahip Macaristan ile karşılaştırmaların yararlı olacağı düşünülmektedir.

	2001	2002	2003	2004	2005
GSYİH (Milyar \$)	52.3	65.6	83.1	100.7	109.2
Büyüme	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1
Tüfe (%)	9,2	5,3	4,7	6,8	3,6
Cari İşlemler Açığı (Milyar \$)	3.2	4.7	7.2	8.8	7.9
Cari İşlemler Açığı / GSYİH	-6,1	-7,2	-8,7	-8,8	-7,3
Bütçe Açığı / GSYİH	-3,4	-8,5	-6,2	-5,6	-6,1
Dış Borç Stoku (Milyar \$)	30.3	35	45.8	59.8	66.3
Dolar Kuru	286.5	257.9	224.3	202.7	199.6
Toplam Borç Stoku / GSYİH	57,9	53,3	55,1	59,4	60,7

Avrupa Birliği üyesi Macaristan ekonomisi yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi son yıllarda ikiz açık (twin deficit) sorunu yaşamaktadır. 2001 yılından 2005 yılına kadar ortalama olarak GSYİH'nin %6,3'ü oranda gerçekleşen cari işlemler açığına, bütçe açığı da eklenmiştir. Söz konusu dönemde GSYİH'nin %7,6's kadar bütçe açığı verilmiştir. İkiz açığın yaşandığı dönemde Macaristan'ın borç rakamlarında da önemli artış yaşanmıştır. 2001 yılında 30.3 milyar dolar olan dış borç stoku, 2005 yılı sonunda

66.3 milyar dolara yükselmiştir. Aynı dönemde toplam borç stokunun GSYİH'ye oranı %57,9'dan %60,7'ye yükselmiştir. Türkiye ekonomisi son dönemde yüksek oranda cari işlemler açığı vermesine karşın yapısal olarak Macaristan'dan ayrılmaktadır. 2004 yılından itibaren uygulanan sıkı maliye politikaları sonucunda bütçe açığı önemli ölçüde azalmış ve cari işlemler açığı üzerinde kamu dengeleyiciliği düşmüştür. Türkiye ekonomisinin gösterdiği yüksek büyüme performansı paralel olarak özel sektörün tasarrufları cari işlemler açığı üzerinde belirleyici rol oynamıştır.

2001 yılından itibaren açık veren Macaristan bütçesi 2006 yılında da aynı eğilimi devam ettirmiştir. Nisan ayında yapılan seçimler öncesindeki ilk dört aydaki yüksek seviyedeki harcamalar nedeniyle 2006 yılının GSYİH'nin %4,7 si olarak belirlenen bütçe hedeflerine ulaşmasının zor olduğu görülmektedir. Bu nedenle hükümet, 1.5 ile 1.7 milyar Euro tutarında mali önlem paketi uygulamayı planlamaktadır. Kısa vadede yapılacak bir takım önlemler sorunu hafifletek olsa da gelir ve harcama vergilerindeki yapılandırılmaların yılın ikinci yarısından itibaren bütçeye yansıtılması bütçe açığı ile ilgili belirlenen hedeflere ulaşmasını imkansız kılmaktadır. Hükümet tarafından, bütçe açığının GSYİH'ye oranının, Maastricht kriterlerinde belirtilen %3'lük seviyeye 2008 yılında ulaşacağı ve Macaristan'ın 2010 yılında Euro'ya katılmaya hazır olacağı belirtilse de reform uygulamalarının sonuçlarının orta vadede ortaya çıkmasının zor olması nedeniyle Euro'ya katılım süreci beklenenden uzun sürede gerçekleşilecektir.

Macaristan'ın kamu dengesinde ortaya çıkan bozulmanın yabancı yatırımlar üzerindeki en belirgin yansıması, uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülkenin kredi notunu düşürmesi olmuştur. S&P, Haziran ayında Macaristan'ın uzun vadeli döviz cinsi kredi notunu 'A-' den 'BBB+' ya düşürürken yaptığı açıklamada, not indiriminin Macaristan'ın çok yüksek genel kamu borcundan ve borç rakamlarındaki hızlı yükselişten kaynaklandığını ve kamu finansmanındaki bozulmanın devam etmesi durumunda kredi notunun daha da düşürülebileceğini vurgulamıştır. Bu durum maliye politikası uygulamalarının uluslararası piyasalardaki risk algılamaları üzerinde ne kadar belirleyici olduğunu göstermektedir.

Macaristan hükümeti kamu maliyesindeki dengelessizliklere karşı önlem paketi açıklamıştır. Bu önlemler, kısa ve uzun vadeli olmak üzere iki ana başlıkta toplanmaktadır.

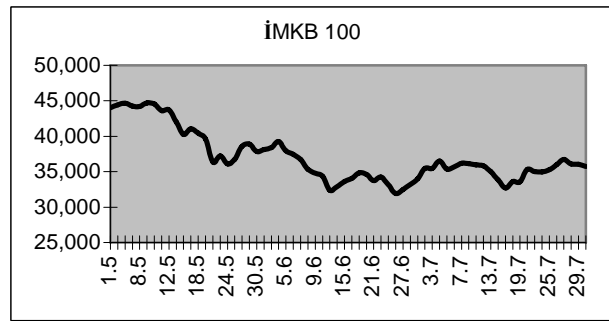
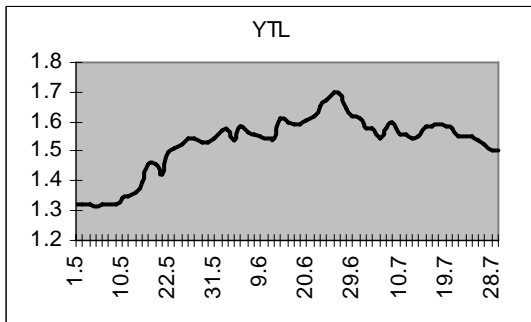
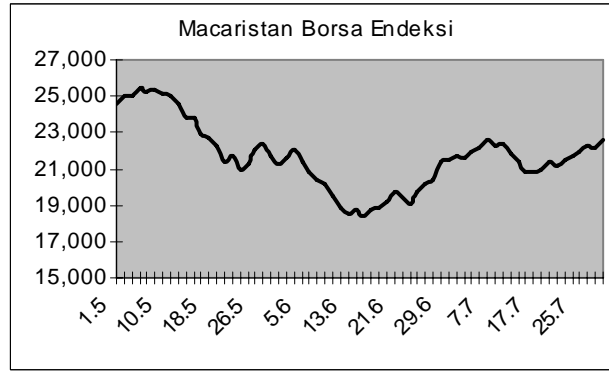
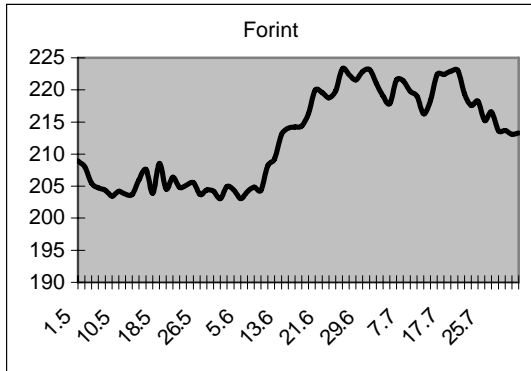
1. *Kısa vadeli önlemler:* Hükümet tarafından alınan kısa vadeli önlemlerin temel amacı 2006 yılı için GSYİH'nin %4,7'si olarak belirlenen bütçe hedeflerine ulaşmaktır. Kamu gelirlerini arttırmayı, harcamalar ise kısmayı hedefleyen kısa vadeli önlemler: Kurumlar vergisi üzerine eklenen %4 dayanışma vergisi, şirketlere uygulanacak "makul vergi", bankalarfaiz gelirlerinden yapılacak kesinti ve milletvekili maaşlarından yapılacak %5'lik indirim olarak salanmaktadır.

2. *Uzun Vadeli Önlemler:* Uzun vadeli önlem paketi ile bütçenin sürekli olarak azaltılarak kamu maliyesinin disipline edilmesini amaçlanmaktadır. Bu amaçla, eğitim, yerel yönetimler ve sağlık alanlarında reform uygulamaları yapılması planlanmaktadır. Bu çalışmaların ilk etkilerinin 2007 yılı bütçesinde ortaya çıkması beklenmektedir.

Uzun ve kısa vadeli olarak sınıflandırılan bu önlemler Türkiye'nin reform gündemine benzemektedir. Kısa vadede bütçe üzerinde büyük etkisi olmasa da hükümetin kamu maliyesini disipline etme konusundaki kararlılığını göstermektedir.

Uluslararası likidite koşullarına dayanıklılığı arttıran en önemli etkenlerden olan cari işlemler açığı Macaristan ekonomisinin bir diğer önemli sorunu olarak görünmektedir. 2001 yılında GSYİH'nin %6,1'i olan cari işlemler açığı sonraki yıllarda sürekli artarak 2004 yılında GSYİH'nin %8,8'ine ulaşmıştır. Hizmetler sektöründeki fazla ve dış ticaret açığının azalması sonucu bu oran 2005 yılında %7,3'e gerilemiştir. Bununla birlikte Macaristan'da bütçe açığının da aynı yıllarda yüksek olması cari işlemler açığının faturasını arttırmaktadır.

Gerek kamu maliyesi gerekse ödemeler bilançosunda büyük sorun yaşayan Macaristan'ın Avrupa Birliği şemsiyesi altında bulunması ve hükümetin kamu maliyesi alanındaki reform çalışmalarını kararlılıkla sürdüreceğini açıklaması Macaristan üzerindeki risk algılarını azaltmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, Macaristan'a göre çok daha iyi bir bütçe performansını gösteren Türkiye'nin uzun dönemde de bu performansı sürdürmesi açısından kamu maliyesi alanında reform uygulamalarına devam etmesi ve Avrupa Birliği üyeliği sürecinin sorunsuz devam etmesi ekonominin dayanıklılığını azaltıcı etki gösterecektir.



01.05.2006 -15.06.2006 tarihleri arası (%) değişimler	
YTL	20,8
İMKB 100	-23,6
Forint	2,5
Macaristan Borsası	-24,8

Yandaki tabloda 1 Mayıs ile 15 Haziran tarihleri arasında Türkiye ve Macaristan para birimlerinin dolar karşısındaki değerinin ve borsa endekslerinin değişim oranları görülmektedir. Söz konusu dönemde YTL dolar karşısında %20,8, Forint (Macaristan) %2,5'te kaybetmiştir. Forint'in Haziran ayı sonu itibarıyla değer kaybı ise %7 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde İMKB-100 endeksi %23,8, Macaristan borsası ise %24,8 değer kaybetmiştir.

DIŞ TİCARET

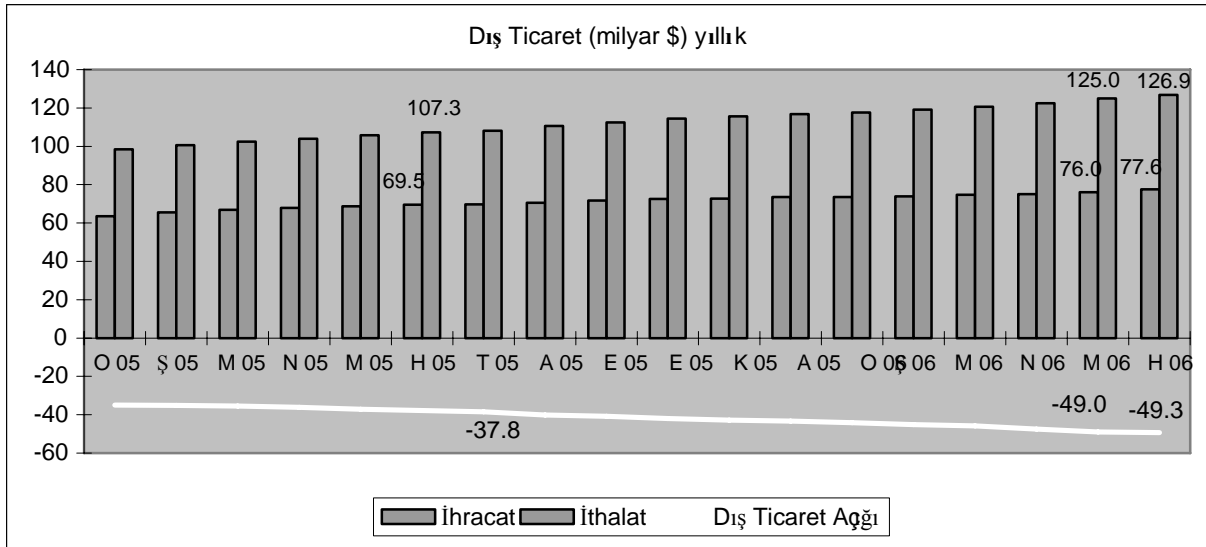
Dış Ticaret						
Milyon \$	Haziran			Ocak – Haziran		
	200€	200€	Değ. (%)	200€	200€	Değ. (%)
İhracat	6.039	7.582	25,6	35.385	39.461	11,5
İthalat	9.947	11.798	18,6	55.094	65.196	18,3
Dış Ticaret Dengesi	-3.909	-4.216	7,9	-19.710	-25.735	30,6
Karşılama Oranı (%)	60,7	64,3		64,2	60,5	

Kaynak: TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre 2006 yılı Haziran ayında ihracat 2005 yılının aynı ayına göre %25,6 artarak 7.6 milyar dolara, ithalat ise %18,6 oranda artarak 11.8 milyar dolara yükselmiştir. Bir önceki yılın Haziran ayında 3.9 milyar dolar olarak gerçekleşen dış ticaret açığı 2006 yılının aynı ayda %7,9 oranda artarak 4.2 milyar dolara yükselmiştir.

Son aylarda düşük seviyelerde seyreden ihracat ithalat karşılama oranı, ihracatın rekor bir oranda arttığı Haziran ayında 2005 yılı Ekim ayından bu yana en yüksek seviyesi olan %64,3'e yükselmiştir.

2006 yılının ilk yansında ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre %11,5 artarak 39.5 milyar dolara yükselirken, ithalat %18,3'lük artışta 65.2 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılının Ocak – Haziran döneminde 19.7 milyar dolar olarak gerçekleşen dış ticaret açığı, 2006 yılının aynı döneminde %30,6 oranda artarak 25.7 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılının ilk yansında %64,2 olan ihracat ithalat karşılama oranı, 2006 yılının aynı döneminde %60,5'e gerilemiştir.



2005 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla 68.8 milyar dolar olan yıllık ihracat 2006 yılı Haziran sonunda 77.6 milyar dolar olarak gerçekleşirken aynı dönemde yıllık ithalat 107.3 milyardan 126.9 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemler itibarıyla dış ticaret hacmindeki 27.6 milyar dolar artışın 19.5 milyar doları ithalat artışından, 8.1 milyar doları ihracat artışından kaynaklanmıştır. 2006 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla yıllık dış ticaret açığı ise 49.3 milyar dolara ulaşmıştır.

► İhracat

Haziran ayında 7.6 milyar dolarlık aylık bazdaki en yüksek ihracat rakamına ulaşılmasını sağlayan başlıca kalemler, 2005 yılının aynı ayına göre ihracatlarını %40,3 artıran otomotiv, %21 artıran makine ve %23,3 artıran demir-çelik olmuştur. Tekstil sektörü ihracatında Mayıs ayında başlayan artış eğilimi Haziran ayında da devam etmiştir. Örme giyim eşyası ihracatı %11,5 artarak 632 milyon dolara ulaşmıştır. İhracat açısından önemli bir diğer kalem de ihracatının %102,8 oranında artarak mineral yağlar ve yağlar sektörü olmuştur. İhracata ülke grupları itibarıyla bakıldığında Haziran ayında Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracatta %33,6'lık artış dikkat çekmektedir. YTL'nin değer kaybetmesinin rekabet gücünü artırmasının yanında, toplam ihracatımızın %53'lük bölümünü gerçekleştirdiğimiz Avrupa Birliği ülkelerindeki talep artışı da ihracatı artıran bir diğer gelişme olmuştur.

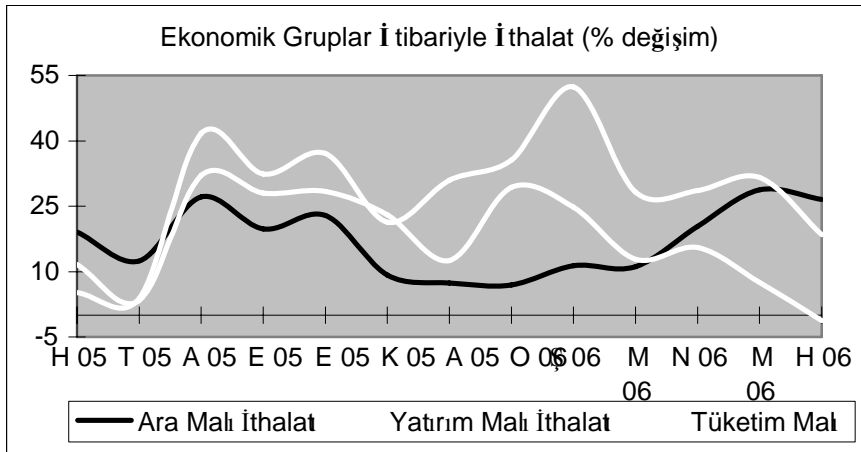
Türkiye İhracatçıları Meclisi'nin yayınladığı verilere göre ihracat Temmuz ayında %22,4 artarak 6.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk yedi aylık dönemdeki toplam ihracat %24 artarak 46.8 milyar dolara ulaşırken, Temmuz aysonu itibarıyla son bir aylık ihracat ise 79.3 milyar dolara yükselmiştir. Otomotiv, demir-çelik, demir dışı metaller ve makine ve aksam sektörlerinin ihracatlarındaki yüksek büyüme zıtan Temmuz ayındaki ihracat artışını belirlemiştir.

► İthalat

İthalat						
Milyon \$	Haziran			Ocak – Haziran		
	200€	200€	Değ. (%)	200€	200€	Değ. (%)
Yatırım Malları	1.794	1.771	-1,3	9.280	10.491	16,1
Ara Malları	6.779	8.581	26,6	39.447	46.500	17,9
Tüketim Malları	1.198	1.419	18,4	6.101	8.000	31,1

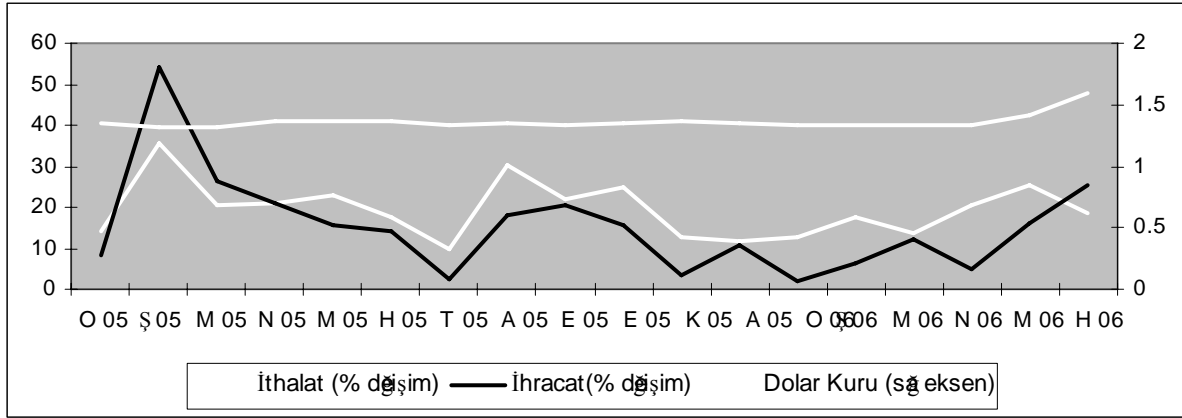
Kaynak: TÜİK

Haziran ayında ara mallar ve tüketim malları ithalatları bir önceki yılın aynı ayına göre sırasıyla %26,6 ve %18,4 artış gösterirken yatırım malları ithalatı %1,3 gerilemiştir.



Kurlarda yaşanan dalgalanmanın ithalat üzerindeki etkilerini, ithalat ekonomik grupları itibarıyla inceleyerek daha belirgin olarak görmekteyiz. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi, YTL'nin değer kaybetmesinin ardından yatırım malları ithalatında gerileme yaşanırken, tüketim malları ithalatının da artış hızı yavaşlamıştır. Bu süreçte ara malı ithalatında ise önemli bir değişiklik

olmamış ve artış eğilimi devam etmiştir. Yapılan ekonometrik çalışmalar da ara malı ithalatının kurlardaki değişime duyarlılığının az olduğunu göstermektedir. Bu gelişimin başlıca nedenlerini, ihracatı artıran sektörlerin yoğun ithal girdi kullanımı ve artan petrol fiyatları oluşturmaktadır.



YTL'nin değer kaybetmesininin dış ticaret üzerindeki etkileri beklendiği gibi Haziran ayından itibaren görülmeye başlanmıştır. Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi 2005 yılı Mart ayından bu yana ilk defa ihracat artış hızı ithalatın artış hızının üzerine çıkmıştır. Ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta kurlardaki değişimin dış ticaret açığını daraltıcı etkilerinin özellikle ihracat artış yönünde gerçekleşmesidir. Haziran ayında ithalat 11.8 milyar dolar gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmesine rağmen ihracat rekor seviyeye ulaşarak, dış ticaret açığının 2006 yılının diğer aylarına göre görece olarak düşük kalmasını sağlamıştır. Kurlarda meydana gelen dalgalanmaların dış ticaret rakamları üzerindeki etkilerinin önümüzdeki dönemde daha da belirginleşerek devam etmesi beklenmektedir.

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

BANKACILIK SEKTÖRÜ

(Milyon) YTL	Ara.05 (1)	Nis.06 (2)	May.06 (3)	Değişim %	
				(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	37.826	41.059	-12,2	8,5
Men.Dğ.Port.	143.016	150.037	160.676	12,3	7,1
Krediler	149.937	168.968	187.244	24,9	10,8
Duran Aktifler	21.015	22.363	21.762	3,6	-2,7
Diğer Aktifler	36.243	34.021	33.485	-7,6	-1,6
Top.Aktif	3.969.62	4.132.15	444.226	11,9	7,5

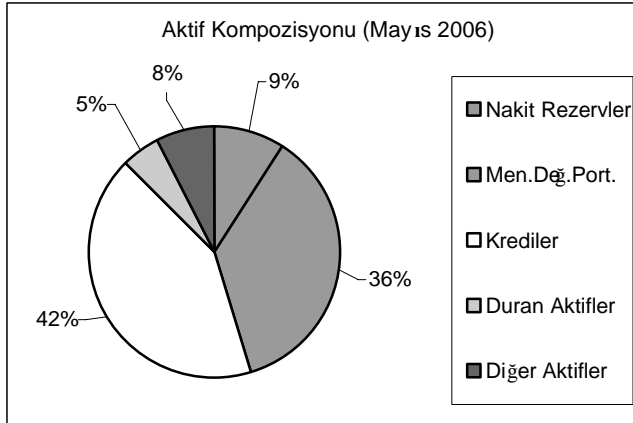
Kaynak: BDDK

hesaplarda izlenen krediler, menkul değerler ve nakit rezervler önemli oranlarda artmıştır.

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri son bir ayda %7,5 oranda artarak Mayıs ay itibariyle 444.2 milyar YTL olmuştur. Bankacılık sektörü bilançosunda kaydedilen bu yüksek büyüme oranda, son bir aylık dönemde TL'nin yabancı para birimleri karşısında %20'lere varan oranlarda değer kaybetmesi sonucunda yabancı para aktiflerde meydana gelen yüksek oranlı artışın önemli katkısı olmuştur. Mayıs ayında yabancı para

Son bir aylık dönemde bütün banka grupları YP aktifleri ve toplam aktifleri artarken, yabancı mevduat bankalar ve kamu mevduat bankalarının TP aktiflerinin azaldığı görülmektedir. Mayıs ayında özel sermayeli mevduat bankalarının aktif büyüklüğü son bir aylık dönemde %9,7 oranda artarak 266.7 milyar YTL'ye; kamu sermayeli mevduat bankalarının toplam aktifleri %3,7 oranda artarak 135.2 milyar YTL'ye; katılım ve yatırım bankaları ile yabancı sermayeli mevduat bankalarının aktif büyüklükleri sırasıyla %5 ve %9,2 artarak 27.7 milyar YTL ve 14.6 milyar YTL'ye ulaşmıştır.

► Bankacılık sektörünün aktif kompozisyonu



Aktif kompozisyonunda Nisan aya göre bir değişiklik görülmezken, Aralık ayına göre önemli değişiklikler olmuştur. Kredilerin payı son beş aylık dönemde 4 puan; nakit rezervler 3 puan artarken; diğer aktifler 1 puan azalmış, menkul değer portföyü ve duran aktiflerin aktif içerisindeki payında değişiklik olmamıştır.

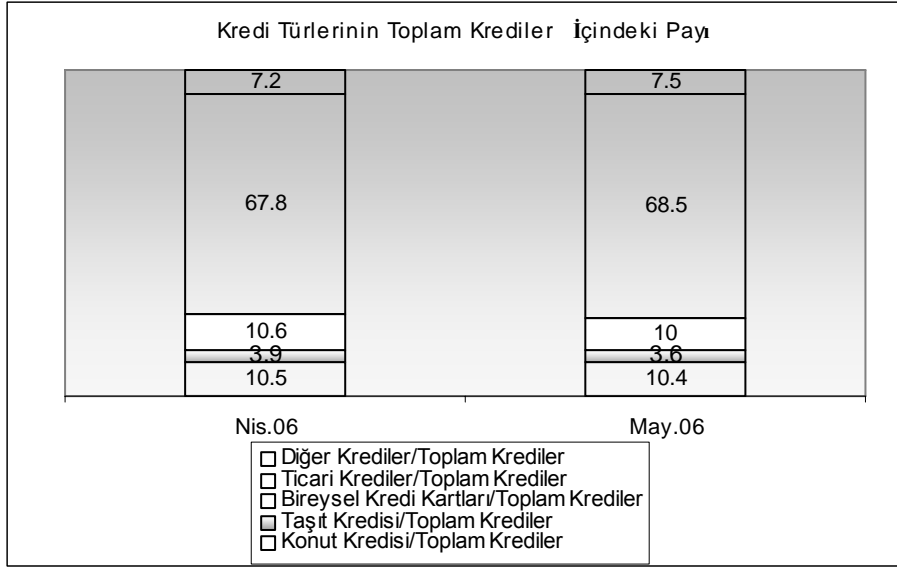
Son bir aylık dönemde bankacılık sektörünün krediler ve menkul değerlerinin hem TP hem YP kalemlerinde artış gerçekleşirken, nakit ve benzeri varlıkların TP hesaplarında %9,2 oranda gerileme gözlemlenmiştir.

YP hesaplarda izlenen menkul değerlerde gözlenen yüksek oranlı artışların da etkisiyle %7,1 oranda artmıştır.

Menkul değerler cüzdansın son bir aylık dönemde

Bankacılık sektörü kredi hacmi ise Mayıs ay itibariyle bir önceki aya göre %10,8 artarak 187.2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu yükselişte yukarıda da belirtildiği gibi YP kredilerin yükselen kurlar nedeniyle bir önceki aya göre %20,1 oranda artması etkili olmuştur. Piyasalarda yaşanan dalgalanmanın hemen ertesinde bankaların kredi faiz oranlarını yükseltmelerinin etkisi ile bir önceki aya göre bireysel kredi kartları, tüketici kredileri ve tıbbi kredilerinin toplam krediler içerisindeki paylarının azaldığı görülmektedir.

Ticari kredilerin toplam krediler içerisindeki payı 0,7 puan yükseldiği görülürken, bu artışta dövize endekslili kullandırılan ticari kredilerdeki artışın etkili olduğu düşünülmektedir.



Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.05	Nis.06	May.06
Konut	0,13	0,1	0,1
Taşıt	1,2	1,5	1,5
Bireysel Kredi kartları	7,8	8,8	8,0
Ticari Krediler	5,7	5,1	4,6

Kaynak: BDDK

Mayıs ayı itibariyle kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde; konut ve taşıt kredilerinde bir değişim olmazken, bireysel kredi kartlarında 0,8 puan, ticari kredilerde ise 0,4 puan azalış gerçekleştiği görülmektedir.

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

En çok Pay alan 5 Sektör % Pay				Tkb.Dön.Orn.	
	Nis.06	May.06	Nis.06	May.06	
Top.Tic.ve Kom.	9,2	9,0	4,4	3,9	
Tekstil San	7,7	6,9	14,0	12,5	
Finansal Araştırık	6,4	5,8	5,2	4,6	
İnşaat	6,0	5,6	3,6	2,9	
Metal Ana San.	5,3	5,5	0,3	0,4	
	34,6	32,8			

Kaynak: BDDK

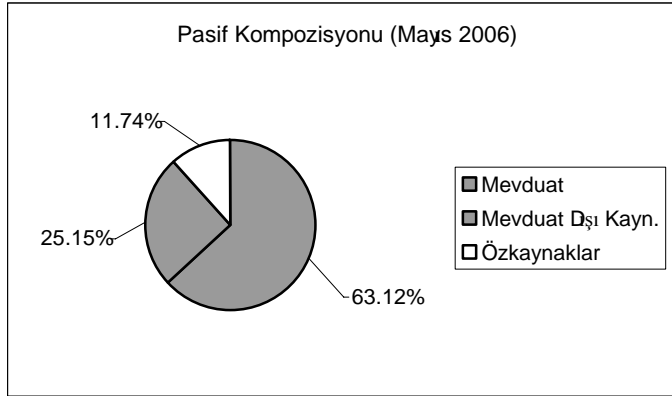
Nisan ayı itibariyle ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektörün ticari krediler içindeki payı 34,6 iken, Mayıs ayında bu pay 1,8 puan azalarak 32,8'e gerilemiştir. Bir aylık dönemde metal ana sanayi içindeki dört sektörün toplam ticari krediler içindeki paylarında azalış gerçekleşmiştir. Söz konusu sektörlerdeki takibe dönüşüm oranları incelendiğinde ise aynı dönemde finansal araştırık sektörü dışındaki sektörlerde gerileme söz konusudur.

► Pasif Yapısı:

(Milyon) YTL	Ara.05 (1)	Nis.06 (2)	May.06 (3)	Değişim %	
				(3)-(1)	(3)-(2)
Mevduat	243.121	254.738	280.374	15,3	10,1
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	101.861	111.707	11,6	9,7
Özkaynaklar	53.733	56.616	52.145	-3,0	-7,9
Toplam Pasif	396.962	413.215	444.226	11,9	7,5

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörünün kaynak yapısı bakımından son bir aylık dönemde mevduat ve mevduat dışındaki kalemlerde %10,1 ve %9,7 oranda artış görülmesine karşın özkaynaklar %7,9 oranda azaldığı görülmektedir.



Kaynakların kompozisyonuna bakıldığında, toplam kaynakların %63'ünü mevduat, %25'inin mevduat dışı kaynakları, %12'sinin özkaynakları oluşturduğu görülmektedir. Son bir aylık dönemde mevduat dışı kaynakların payında önemli bir değişiklik olmadığı; mevduatın payında YP mevduatı meydana gelen artış nedeniyle 1,5 puanlık yükseliş gerçekleştiği, özkaynakların payında ise 2 puanlık gerileme meydana geldiği görülmektedir.

Son bir aylık dönemde YP mevduatı meydana gelen %18,7 orandaki artışla bankacılık sektörü toplam mevduatı %10,1 oranda artarak Mayıs ayında 280.4 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Özel sermayeli mevduat bankaları toplam mevduatı Nisan ayına göre %10,2 oranda artarak 161.3 milyar YTL'ye kamu sermayeli mevduat bankaları toplam mevduatı %8,7 oranda artarak 105.5 milyar YTL'ye; yabancı sermayeli mevduat bankaları toplam mevduatı %19,8 oranda artarak 13.6 milyar YTL'ye yükselmiştir.

Son bir aylık dönemde YP mevduatı

Mevduatın para cinsi kompozisyonu son bir aylık dönemde kurlarda meydana gelen yükseliş nedeniyle YP lehine değişmiştir. Mayıs 2005 döneminde toplam mevduat içerisinde YP mevduatı %40,5 iken Nisan 2006 döneminde söz konusu oran %34,3'e gerilemiştir. Mayıs 2006 döneminde ise %37 seviyesine yükselmiştir.

Sektörün aralık işlevi göstergelerinden biri olan mevduat krediyeye dönüşüm oranı 2003 yılında %36 gibi düşük bir düzeyde iken, ekonomik ortamda yaşanan canlılık sonucunda devam eden bir seyir izleyerek 2005 yılı sonunda %61,8 seviyesine yükselmiştir. Mayıs ayında ise Nisan ayına göre 0,4 puan artarak %66,9 olarak gerçekleşmiştir. Mevduatın krediyeye dönüşüm oranı kamu bankalarında sektör ortalamasının oldukça altında %35,5 düzeyinde gerçekleşirken, özel sermayeli bankalarda %80,1, yabancı sermayeli bankalarda ise %101,6 olmuştur.

Faiz oranlarındaki gerileme nedeniyle menkul kıymet getirilerinin gerilemesi ve ekonomik ortamdaki dalgalı birlikte kredi kullanımının yaygınlaşması sonucunda bankaların asli fonksiyonları olan kredi araçları faaliyetlerine ağırlık vermeleri neticesinde portföylerinde daha az menkul kıymet bulundurmaları nedeniyle mevduatın menkul kıymete dönüşüm oranı da gerilemektedir. 2003 yılı sonunda %65 olan söz konusu oran Aralık 2005'te %58,8'e gerilemiştir. Nisan 2006'da %58,9 olan bu oran Mayıs 2006'da ise %57,3'e gerilemiştir. Mevduatın menkul değerlere dönüşüm oranı kamu bankalarında %68,5 olarak gerçekleşirken, özel sermayeli mevduat bankalarında %50, yabancı sermayeli bankalarda ise %44,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Sektörün mevduat dışı kaynakları içerisinde en büyük kalem olan bankalara borçlar kalemi son bir aylık dönemde artarken, pasifler içindeki pay %14'ten %14,9'a yükselmiştir. Bankaların varlıklarını fonlarken, mevduata göre daha uzun vadeli ve daha makul faiz oranları nedeniyle sendikasyon ve seküritizasyon kredilerine ağırlık vermeleri ve YP cinsinden alınan bu kredilerde TL'deki değer kaybı nedeniyle artış gerçekleşmesi bu kalemdaki artışın yüksek boyutlarda olmasına neden olmuştur. 2005 yılı Mayıs ayında 4.5

milyar ABD doları olan sendikasyon kredileri (ticaretin finansman amaçlı olanlar hariç) %110 oranda artarak Mayıs 2006'da 9.5 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Son bir aylık dönemde kamu bankaların yurtdışı bankalara olan borçları %17,1 oranda artarken; özel sermayeli mevduat bankaları yurtdışı bankalara olan borçları %21,6 oranda artmıştır.

(Milyon) YTL	Değişim %				
	Ara.05 (1)	Nis.06 (2)	May.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Ödenmiş Sermaye	20.041	21.408	22.029	9,9	2,9
Yedek Akçeler	42.340	41.820	41.395	-2,2	-1,0
Sabit Kıy.Yen.Değerleme Fonu	226	1.058	969	328,8	-8,4
Menkul Değerler Değer Artış Fonu	43.59	4.645	1.749	-59,9	-62,3
Dönem Kar/Zarar	5.715	3.502	4.204	-26,4	20,0
Geçmiş Yıllar Kar/Zarar	-18.945	-15.818	-18.201	-3,9	15,1
Toplam Özkaynaklar	53.736	56.615	52.145	-3,0	-7,9

Kaynak: BDDK

Mayıs 2006 döneminde sektör özkaynakları son bir aylık dönemde %7,9 oranda azalarak 52.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Özkaynaklardaki azalışta faiz oranlarında gerçekleşen ani yükselişle menkul değerler değer artış fonunun %62,3 oranda azalması etkili olmuştur. Son bir aylık dönemde özkaynaklar kalemleri içerisinde sabit kıymet yeniden değerlendirme fonu %8,4; yedek akçeler %1 oranda azalırken, dönem kar %20; ödenmiş sermaye %2,9 oranda artmıştır.

(Milyon) YTL	Değişim %				
	May.05 (1)	Nis.06 (2)	May.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Toplam Faiz Gelirleri	17.132	15.387	19.956	16,5	29,7
Kredilerden Alınan Faizler	7.776	7.754	10.241	31,7	32,1
Menkul Değer Port. Al. Faizler	8.073	6.173	7.796	-3,4	26,3
Toplam Faiz Giderler	9.374	9.368	11.986	27,9	27,9
Mevduata Verilen Faizler	7.707	7.788	9.869	28,1	26,7
Bankalara Verilen Faizler	753	1.161	1.578	109,6	35,9
Net Faiz Gelir/Gideri	7.758	6.019	7.970	2,7	32,4
Toplam Faiz Dışı Gelirler	3.610	4.287	7.032	94,8	64,0
Toplam Faiz Dışı Giderler	6.037	5.730	7.144	18,3	24,7
Vergi Öncesi Kar/Zarar	5.419	4.569	5.444	0,5	19,2
Net Dönem Kar/Zararı	3.849	3.502	4.204	9,2	20,0

Kaynak: BDDK

Sektörün net dönem karı Mayıs ayında geçen yılın aynı dönemine göre %9,2, bir önceki aya göre ise %20 oranda artarak 4.204 milyon YTL'ye ulaşmıştır. TL'nin yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi nedeniyle oluşan yüksek miktarda kambiyo zararları bankadık sektörünün vergi öncesi karını sınırlandırmıştır. 2005 yılı Mayıs ayında 17.1 milyar YTL olan toplam faiz gelirleri %16,5 oranda artarak 2006 Mayıs ayında 20 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Son bir yıllık dönemde kredilerden alınan faizler %31,7 oranda artarken, faiz gelirlerinde önemli kalemlerden

olan menkul değerlerden alınan faizler %3,4 oranda azalmıştır. Toplam faiz gelirlerinin %90,4'ünü oluşturan kredilerden alınan faizler ve menkul değerlerden alınan faizler kalemlerinde sırasıyla %32,1 ve %26,3'lük artış meydana gelmiştir. Diğer taraftan toplam faiz giderleri %27,9; toplam faiz giderleri %24,7 oranda artmıştır. Bir önceki yılın aynı dönemine karşılaştırıldığında, toplam faiz giderlerinin faiz gelirlerindeki artış üzerinde %27,9 oranda artarak 12 milyar YTL seviyesine yükseldiği görülmektedir. Mevduata verilen faizler %26,7 oranında, bankalara verilen faizler ise %110 oranda artmıştır. Faiz gelirlerinin faiz giderlerini karşılama oranı 2006 yılı Mayıs döneminde %166,5 olarak gerçekleşmiştir.

2006 yılı Nisan ayında 0,9 olan sektör aktif karlığı %1'e; %6,2 olan özkaynak karlığı ise %7,6'ya yükselmiştir.

2006 yılı Nisan döneminde %23,1 olan sermaye yeterliliği standart rasyosu Mayıs ayında 3,7 puan azalarak %19,4'e gerilemiştir.

ULUSLARARASI GELİŞMELER

► Dünya'daki ve Türkiye'deki Ekonomik Gelişmeler

G-8 zirvesi Rusya'nın St.Petersburg kentinde gerçekleşti. Rusya bu ay G-8 olarak bilinen sanayi ülkeleri zirvesine ilk defa ev sahipliği yapmıştır. Rusya'nın dünyanın en zengin petrol ve doğal gaz kaynaklarına sahip ülkelerinden biri olması hammadde kaynaklarının değerlendirilmesinde özel teşebbüs ve yabancı sermayeye önem vermekle birlikte devletin hakimiyetini birinci planda tutması özellikle enerji bakımından Rusya'ya baskı yapan AB ülkelerini tedirgin etmektedir. Bu nedenle St. Petersburg'da toplanan G-8 liderleri İsrail-Lübnan krizi, küresel büyüme gibi konularla almış ancak enerji işbirliği konusu gündemde önemli bir yer tuttu. Nitekim zirvenin sonuç bildirisinde, 'açık ve şeffaf enerji piyasalarının kurulması için çaba sarf edileceği' sözü verilmiş olup bu, Rusya'nın devlet kontrolünde tuttuğu ve yabancı yatırımcılara açmayı reddettiği Gazprom enerjisi şirketine bir gönderme olarak yorumlanmıştır. Sonuç bildirisinde yer alan diğer konular arasında; ticaretin liberalleşmesine olan desteğin devam edeceği, uluslararası barış ve güvenlik için en büyük tehdidin kitle imha silahlarının yayılmasının yanı sıra uluslararası terörizm olduğu hususları yer almıştır. Bildiride ayrıca, İran'ın nükleer programının yol açtığı krizle ilgili olarak da Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi daimi üyeleriyle Almanya tarafından İran'a sunulan önerilere destek verilmiştir.

Bakü-Tiflis-Ceyhan (BTC) Ham Petrol Boru Hattı açıldı

Azeri petrolünün yanı sıra Kazak petrollerinin de deniz üzerinden dünyaya akmasını sağlayan Bakü-Tiflis-Ceyhan (BTC) Ham Petrol Boru Hattı Temmuz ayında resmen açılmıştır. Türkiye'nin jeopolitik gücünü sağlamlaştırması açısından son derece stratejik olan BTC hattı doğudaki enerji trafiği yükünden kaynaklanan geçiş risklerinin en aza indirilmesi bakımından da büyük öneme sahip durumda. Hattın 2008 yılında tam kapasitesi olan günde 1 milyon varil kapasiteyle, bugün 85 milyon varil olan dünyanın günlük petrol arzının yaklaşık %1,2'sinin BTC üzerinden geçmesi, buna Irak'tan ve Samsun-Ceyhan'dan gelen petrolün de katılması söz konusu rakamın %8'e ulaşması beklenmektedir. 21'inci yüzyılın İpek Yolu olarak adlandırılan BTC projesinin yaklaşık üç ay içinde tam kapasite ile devreye girmesinin ardından Ceyhan Endeksi oluşturulması planlanmaktadır. Böylece Brent, Körfez, Asya-Pasifik gibi petrol fiyatlarının yanı sıra artık Ceyhan petrolünün de fiyatı takip edilecektir. BTC hattının tam kapasiteyle çalışmaya başlamasıyla Türkiye'nin, yılda 250-300 milyon dolar civarında gelir elde etmesi hedeflenmektedir.

Dünya Ticaret Örgütü'nün Doha görüşmeleri durduruldu

Dünya Ticaret Örgütü'nün ay içinde yapılan son Doha görüşmelerinden herhangi bir sonuç elde edilememesi beş yıldır devam etmekte olan çok taraflı ticaret görüşmelerinin durdurulduğu 24 Temmuz'da resmen açıklanmıştır. Temel amaç sanayi ve tarım ürünlerinde uygulanan gümrük vergilerini ve diğer sübvansiyonları azaltarak ticaretin küresel düzeyde serbestleştirilmesi olan ve "Doha Kalkınma Gündemi" olarak adlandırılan kapsamlı ticari görüşmeler, Kasım 2001'de Katarın başkanı Doha'da başlamıştı. Ancak gerek 5 yıldır süren toplantılarda gerekse Cenevre'de yapılan ve G-6 ad verilen 6 ülkenin (Avustralya, Brezilya, Hindistan, Japonya, AB ve ABD) katılımıyla son toplantıda, tarım ve sanayide ticareti arttıran anlaşma sağlanamamıştır. Kararın arkasındaki neden ise, ABD'nin tarım sübvansiyonları, AB ile Hindistan, Çin ve Brezilya gibi hızla gelişen ülkelerin tarım ve sanayi ürünlerine uyguladıkları gümrük vergilerini indirmedikleri sürece, kesmeyeceği açıklaması olarak bildirilmiştir.

Temmuz ayında pek çok Merkez Bankası enflasyonist kaygılarla faiz artırımına gitti

Bazı Merkez Bankalarının Göstergeli Faiz Oranları		
Merkez Bankaları	Faiz Artırım Oranı	Son Faiz Oranı
Çek Cum.Merkez Bankası (CNB)	25	2,25
Avrupa Merkez Bankası (ECB)	25	3,00
Slovakya Merkez Bankası (NBS)	25	4,75
İngiltere Merkez Bankası (BOE)	25	4,75
Hindistan Merkez Bankası (RBI)	25	6,00
Macaristan Merkez Bankası (MNB)	50	6,75

Kaynak: Reuters

Ay içinde pek çok ülkenin merkez bankası faiz oranlarını yükseltmiştir. Arka arkaya Hindistan, Çek, Slovak ve Macaristan Merkez Bankaları tarafından gerçekleştirilen faiz artırımlarının ardından Ağustos ay başında Avrupa Merkez Bankası da beklentiler doğrultusunda faiz artırımına gitmiştir. Avrupa Merkez Bankası ile aynı gün gerçekleştirilen İngiltere Merkez Bankası'nın faiz artırımını ise sürpriz bir gelişme olarak yorumlanmıştır.

► Türkiye- Avrupa Birliği İlişkileri

AB ile Türkiye ilişkilerinde Kıbrıs ve reformlarda yavaşlama konularında gündemdeki ağırlığını korumaktadır. Bilindiği üzere, AB Türkiye'den liman ve havaalanları bu yıl sonuna kadar tüm üyelere açılmaması talep ederken, Türkiye Kuzey Kıbrıs Türk Kesimi'ne uygulanan ambargo kaldırılınca limanları Güney Kıbrıs Rum Kesimi'ne açma konusunda istekli davranmamaktadır. Öte yandan gerek Avrupa Parlamentosu'nun Türkiye raporunu görüşmeyi Eylül ayına ertelemesi, gerekse AB Komisyonu'nun İlerleme Raporu'nu 24 Ekim'de yayınlacağı göz önüne alındığında, sonbaharda AB-Türkiye ilişkilerinde kritik günler yaşanması beklenmektedir. AB'ye aday ülkelerdeki siyasi, sosyal ve ekonomik gelişmeleri yılda bir kez, bir önceki rapor doğrultusunda inceleyen ilerleme raporu, Türkiye'ye 'Rum kesimine liman ve havaalanları açılmaması nedeniyle' daha fazla önem tanmaktadır. AB Komisyonu raporda, 'Türkiye'nin Ek Protokolün gereklerini yerine getiremediği' şeklinde durum tespitiyle yetinebileceği gibi 'Türkiye ile müzakerelerin durdurulması önermesi' de olasılıklar dahilinde yer almaktadır.

Bu ay içinde yaşanan diğer bir önemli gelişme, Avrupa'da yapılan kamuoyu anketinin, pek çok Avrupa Birliği (AB) vatandaşının Türkiye'nin 25 üyeliliğe girmesi konusunda memnun olmaktan çok, bu üyelik şartı olduklarını göstermesi olmuştur. Avrupa Komisyonu tarafından yayınlanan Eurobarometre'nin anketine göre, AB vatandaşlarının % 48'i AB tarafından sunulan bütüncül şartları yerine getirmesi durumunda bile Türkiye'nin üyeliğine karşı çıkarken, % 39'u üyeliği desteklemektedir. Anket, Türkiye'nin AB üyeliği şartlarının başında Avusturya, Almanya, Güney Kıbrıs Rum Kesimi ve Yunanistan'ın geldiğini, Türkiye'nin üyeliğine daha az karşı çıkan ülkelerin İsveç, Hollanda ve Danimarka olduğunu göstermiştir.

Avusturya başbakanı Wolfgang Schüssel Güneydoğu Avrupa Liderler Zirvesinde yaptığı konuşmada, AB genişleme sürecine Balkanlar'da bir nokta konulması gerektiğini savunmuş Türkiye-AB ilişkilerini olumsuz etkileyen bir gelişme olmuştur. Konuşmasında Türkiye, Ukrayna, Rusya ve Akdeniz ülkeleri için 'kibir ortaklık ağı' kurulmasını öneren Schüssel, özellikle Türkiye ile görüşmelerinin bir AB üyeliğiyle sonuçlanacağına inanmadığını belirtmiş, Türkiye'nin AB'ye katılma ihtimalinin belirmesi halinde Avusturya'da halkoylamasına gidilmesinden yana olduğunu ifade etmiştir.

► Gelişmiş Ülkeler

▪ ABD

ABD'de Temmuz ay boyunca açıklanan ekonomik veriler ve yetkililer tarafından yapılan açıklamalar piyasalar tarafından, ABD Merkez Bankası'nın (FED) Ağustos ayında yapacağı toplantıda vereceği faiz kararını ne yönde etkileyeceği açısından çok yakından takip edilerek dikkatle izlenmiştir.

Söz konusu verilerden, gerek enflasyon, gerekse büyüme için ilüçüncü verileri veren perakende satışlar Haziran ayında beklenmedik biçimde Şubat ayından beri ilk kez %0,1 azalmış ve ABD ekonomisinin yılın ikinci çeyreğinde yavaşlayacağı beklentilerini güçlendirmiştir. Perakende satışlarının açıklanmasının ardından dikkatler ekonomik veri takvimi içinde daha sonraları gelecek olan enflasyon verilerine yönelmiştir.

Bu arada ABD Mayıs ayı dış ticaret açığı %0,8 artarak \$63,3 milyar olan Nisan ayındaki düzeyinden \$63,8 milyara çıkarak piyasa beklentisinin (\$64,9 milyar) altında kalmıştır. Dış ticaret açığının artmasında Nisan ayında \$56,82 olan ham petrolün varil fiyatı Mayıs'ta \$61,74'e çıkması etkili olmuştur. Petrol fiyatlarındaki artışın etkisi dış ticaret açığının \$4,4 milyar artmasına neden olmuştur. Petrol fiyatlarındaki artışın etkisi dışlandıığında ortaya çıkan sonuç itibarıyla ihracat ithalata göre artmış olması ekonominin yavaşladığını göstermektedir. Dış ticaret açığında son yıllarda gözlenen hızlı artış dolarda ani bir değer kaybının gündeme gelmesi ihtimalini güçlendirmektedir.

Haziran ayında %0,4 artması beklenen sanayi üretiminin aylık bazda %0,8, yıllık bazda ise %4,5 artması FED tarafından enflasyonist bir risk olarak gösterilen kapasite kullanımının %81,9 olarak gerçekleşmesi beklenirken %82,4'e çıkması, ekonominin ısınmaya devam ettiğini göstermiş, bu nedenle FED'in faiz artırımlarına ara vereceği beklentisi azalmıştır.

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	2,4	2,7	4,2	3,5	2,5 (2006 QII)
İşsizlik	5,8	5,6	5,5	5,07	4,8 (Haziran 06)
Enflasyon (CPI)	1,6	2,3	2,7	3,4	4,3 (Haziran 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, Reuters

Dünya genelinde enflasyonun artması tehlikesi karşısında faiz artırımlarına gidilerek önlemler alma gereksinimine yol açan enflasyon verileri ABD'de ekonomi gündemi açısından yoğun bir dönem olan ay ortasında açıklanmıştır. Mayıs ayında nihai mallar için aylık bazda %0,2 artış göstermiş olan Üretici Fiyat Endeksi (PPI), Haziran'da %0,3 olan beklenti seviyesine %0,5 oranında artmış, çekirdek PPI (gıda ve enerji fiyatlar hariç) ise Mayıs ayında %0,3 artmışken Haziran'da beklentiler doğrultusunda %0,2 artmıştır. Ancak FED'in para politikası kararlarını alırken daha çok dikkate aldığı Tüketici Fiyat Endeksi (CPI) enflasyonun boyutları buna göre alınacak kararlar açısından daha çok bilgi içermektedir. CPI, Haziran ayında bir önceki aya göre %0,2 artarak beklentiler doğrultusunda bir seyir izlemiştir. Çekirdek CPI ise aylık bazda önceki üç ayda olduğu gibi %0,3 oranında artmıştır. Sonuç olarak çekirdek CPI'nin beklenenin üzerinde artması rağmen fiyat artışlarında genel anlamda bir yavaşlama gözlenmektedir. Geçmiş verilere bakıldığında enflasyonun daha çok emlak sektöründeki artışları nedeniyle arttığı, halihazırda ise bu sektörle ilgili verilerin yavaşlama eğilimi göstermesi enflasyonun dalgalı ikinci yansında yavaşlayacağına işaret etmektedir.

Yıl başından beri enflasyonist kaygıyı azaltacak şekilde söğuma belirtileri gösteren emlak sektörüne ilişkin verilerden biri olan inşaatna yeni belenen ev sayısı yıl içindeki tek artışı olan Mayıs ayındaki %6,6'lık artışın ardından Haziran'da %5,3 düşüştür. Verilen inşaat izinleri de %4,3 azalarak inşaat sektörü faaliyetlerinin ve bu sektördeki işe alımların gelecek aylarda azalabileceğini sinyali vermiştir. Emlak sektörünün ve dolayısıyla tüketici davranışlarının seyri açısından gösterge niteliğindeki mevcut ev satışları verisi, Mayıs ayında %0,6 düşmüş olup, Haziran ayında bir önceki aya göre %1,9 oranda düşmesi beklenirken, %1,3 oranda düşerek yıl başından beri en düşük rakama ulaşmıştır. Artan mortgage oranları ve ev fiyatları nedeniyle söğumaya devam eden emlak sektöründe, mevcut ev satışları geçen yıldan beri düşüş trendi sergilemektedir.

FED Başkanı'nı Bernanke geleneksel olarak Kongre'ye iki kez olmak üzere sunması gereken raporlardan ilkinin ay ortasında, enflasyon verilerinin ve Haziran sonunda yapılan Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantısının tutanaklarının ardarda yayınlandığı tarihlere yaptığı konuşmalarla sunmuştur. Bernanke raporunda ABD ekonomisinin bir geçiş süreci içinde olduğunu, son aylarda önemli bir enflasyon riskiyle karşılaşmaya bulunduğunu fakat yavaşlamakta olan ekonomik büyümenin etkisiyle fiyat baskısının izleyen dönemlerde azalacağını ifade etmiştir. "Emlak sektöründeki söğumann hanehalk harcamalarını azaltıcı bir etki" yaratmak suretiyle fiyat artışlarını sınırlayacağı tezini savunan Bernanke işsizlik oranının düşük olduğuna, verimlilik artışlarının ve kişisel gelirlerdeki artışın devam etmekte olmasının olumlu gelişmeler olduğuna dikkat çekmiştir. Petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışın ve kapasite kullanım oranının yüksek olmasının enflasyonist baskı yaratabilme tehlikesi bulunduğuna dikkat çeken Bernanke, FOMC'nin, enflasyon tahmininin 2006 için %2,25-2,50, 2007 için %2-2,25 aralığında bulunduğunu belirtmiştir. Ayrıca büyümenin 2006'da %3,25-3,50, 2007'de ise %3-3,25 işsizliğin ise mevcut düzeyinden fazla sapma göstermeyip %4,75-5,00 civarında gerçekleşeceğini tahmin ettiklerini bildirmiştir. Bernanke'nin bu şekilde özetlenebilecek olan konuşması ışığında FED'in 8 Ağustos'ta yapılacak toplantısında faiz artırımına ara vereceği düşüncesi güçlü kazanmıştır.

FOMC tutanakları da Bernanke'nin konuşmasında üzerinde durduğu konulara dikkat çekmiştir. Tutanaklarda Komite'nin daha önceki faiz artırımlarının ve emtia fiyatlarındaki artışın gecikmeli etkileri ve emlak piyasasındaki söğumann devam etmesi sonucunda büyümenin sürdürülebilir bir seviyeye gerileyeceği tahmin ettiği, verimlilik artışlarının işgücü maliyetlerinin artmasına engel olduğu, kapasite kullanım oranında ve petrol fiyatlarında önemli artışlar olmasının enflasyon baskı yarattığı belirtilmiştir.

Ekonomik verilerin piyasaları bir hayli karışık seyretmesine neden olduğu Temmuz ayında, beklentilerin ağırlığının değişmesinde etkili olan gelişmelerden biri de, FED üyelerinin her biri tarafından kendi bölgelerinde yapılan araştırma sonuçlarının birleştirilmesiyle oluşturulan Beige Book'tur. Araştırmaya göre Haziran aydan Temmuz ortasına kadar ekonominin genelinde büyüme gözlenirken birlikte bazı bölgelerde (12 FED Bölgesi'nden altısında) ekonomik aktivitede yavaşlama söz konusudur. Bölge ekonomilerinin çoğunda perakende satışların önceki aylara oranla yavaşladığı, imalat sanayinin, özellikle dayanıklı malların üretim ve satışının hala güçlü olduğu, tarım ve doğal kaynak sektörlerinde mevsimsel olumsuzluklara ve arzı azalmaya rağmen talebin güçlü olduğu sonucu çıkmıştır. Mali kurullara bakıldığında ise ticari kredilerin ve sanayi

sektörüne verilen kredilerin arttı, ancak pek çok bölgede mortgage kredilerine ve tüketici kredilerine olan talebin azaldığı gözlemlenmiştir. Ücret ve nihai mal ve hizmet fiyatları makul bir seyir izlese de petrol fiyatlarındaki artış baskı unsuru olmaya devam etmiştir. Bölgelerden bazılarında üretici ve perakendecilerin rekabet nedeniyle maliyet artışlarını fiyatlara yansıtmakta zorlandıkları için kar marjlarının korunmasında verimlilik artışlarına dayandıkları öğrenilmiştir. Çoğu bölgede işgücü piyasasındaki daralma devam etmiş ücretlerde önemli bir değişim olmazken kalifiye işgücüne ödenen ücretlerde artış gözlemlenmiştir. Beige Book ile duyurulan bu bilgiler piyasalarda, fiyat artışlarının sınırlı kaldığı ve büyümenin yavaşlamakta olduğu görünümünü düzenli nitelikte bulunmuş ve FED'in Ağustos ayında faiz artırımına gitmesi olasılığını artırmıştır.

Bu arada, dayanıklı mal siparişleri aylık bazda Nisan ayındaki %4,7'lik düşüşün ve Mayıs ayındaki %0,3'lük artışın ardından Haziran'da %1,8 olan beklenti seviyesinin üzerinde, %3,1 artışla dayanıklı mal siparişlerindeki artış piyasalarda, büyümenin fazla hızlanamayacağına dair bir gösterge olarak alınmıştır. Fakat ay sonunda açıklanan ikinci çeyrek GSYİH büyüme oranı bu yöndeki beklentilerin içinde bir gelişme sergilemiştir. 2006'nın ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %5,6 artan GSYİH'nin ikinci çeyrekte %3 oranında artması beklenirken %2,5 artış açıklanmıştır. Dolayısıyla ilk çeyrekteki %5,6'lık sıçramanın geçici faktörlerden kaynaklandığı dikkate alındığında büyüme trendinde çok büyük bir sapma olmayacağı görülmektedir. FED'in en yakından izlediği endeks olması açısından bir hayli önem arz eden çekirdek kişisel tüketim harcamaları endeksi (PCE) 2006'nın ikinci çeyreğinde %2,9'a çıkarak 1994'ten beri görülen en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Böylece yıllık bazda %2,3'e çıkan endeks FED'in %1-2 olarak açıklanan referans artışın üzerine çıkmıştır. ABD Ticaret Bakanlığı tarafından yayınlanan bu verilerin ışığında ortaya çıkan bir tablo çıkmıştır. Yavaşlayan büyüme ve artmış işsizliği gösteren çekirdek enflasyon karşısında FED'in 8 Ağustos'ta yapacağı toplantıda aldığı kararın önemi artmıştır. Her ne kadar FED Başkanı Bernanke Kongre'de yaptığı konuşmada yavaşlayan büyüme üzerinde durmuş olsa da, daha önce yapılan FOMC toplantılarında FED yetkililerinin dile getirdikleri "enflasyona karşı hassasiyet" dikkate alınmalıdır. Ancak, emlak piyasasındaki yavaşlamanın işgücü piyasası, kredi ve servet etkileri vasıtasıyla tüketim harcamalarını geciktirmeli olarak etkileyebilecek olması nedeniyle FED'in faiz artırımına ara vermesi tezi gerçekleşme ihtimali en yüksek görülen olmaktadır. Nitekim, ekonomik verilerin ortaya koyduğu azalan büyüme ve artan enflasyon tablosunun eksik parçaları işsizlik, Ağustos ay başında açıklanan Temmuz ay rakamlarına göre beklenmedik biçimde %4,6'dan %4,8'e çıkarken, 142.000 olarak açıklanan beklenen tam dışı istihdam büyük ölçüde düşerek 176.000'den 113.000'e inerek FED'in 8 Ağustos'ta yapacağı toplantıda faiz artırımına ara vermesi ihtimalini daha da güçlendirmiştir.

▪ Euro Bölgesi

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Temmuz ay başında yapılan toplantısında faiz oranını beklentiler doğrultusunda, değiştirmeyerek %2,75'te tutma karar almıştır. Toplantı sonrasında gerek ECB Başkanı Trichet'nin gerekse diğer Trichet'nin toplantının ardından düzenlediği basın toplantısında "Orta vadede fiyat istikrarına yönelik risklerin gerçekleşmemesi için, son derece tetikte davranılacağı" şeklindeki yorumu ECB'nin Ağustos ayındaki toplantısındaki tavrına dair bir ipucu olarak değerlendirilmiştir. Trichet açıklamasında her zamanki gibi gelecek ay yönünde bir karar alınmayacağına dair net bir açıklama yapmazken, toplantı tarihine kadar AB Komisyonu'nun ekonomik beklenti anketi, sanayi üretim verileri ve PMI endeksleri gibi gelecek pek çok veri bulunduğunu ve bu verilerin alınacak kararlar üzerinde büyük etkisi olacağını belirtmiştir.

AB Resmi İstatistik Kurumu Eurostat tarafından revize edilen tahmini büyüme rakamlarına göre Euro Bölgesi 2006'nın ilk çeyreğinde bir önceki aya göre %0,6 büyümüştür. Euro Bölgesi GSYİH büyüme oranı önceki yılın aynı çeyreğine göre ise %2 olarak açıklanmış ve %1,9 olan beklenti düzeyinin üzerinde çıkmıştır. Eurostat'ın 2006 yılı için büyüme tahmini ise %2,1'dir.

Mayıs ayında %2,4 olarak açıklanan Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (HICP) Haziran'da %2,5'e çıkmıştır. Enerji fiyatları %11 artarak, önceki aydaki %12,9'un altında kalıp bir miktar hız kesmiştir, ancak önümüzdeki aylarda petrol fiyatlarındaki dalgalanmanın etkisiyle bir artış olması muhtemel görünmektedir. Çekirdek enflasyon (enerji ve enerji dışı gıda fiyatları hariç) ise Mayıs ayında %1,3 artmışken, mevsimsel faktörlerin etkisiyle (otel, restoran vb. fiyatları) beklentiler doğrultusunda %1,4 artmıştır. Bu arada, Euro Bölgesi sanayi üretimi Nisan'da aylık bazda %0,7 düşmüşken, Mayıs ayında bir önceki aya göre %1,6 oranında artmıştır. Ülke bazında ise sanayi üretiminin yıllık bazda en fazla arttığı ülkeler İspanya (%6) ve Almanya (%5,8) olmuştur.

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

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

ZEW Ekonomik Araştırmalar Enstitüsü'nün Almanya'da finans sektörü analistleri arasında yaptığı anket sonuçlarına göre yayınladığı ZEW beklenti endeksi Temmuz ayında da son alt ayda olduğu gibi düşüş göstererek Haziran ayındaki seviyesi olan

37,8'den 15,1'e düşerek geçmiş verilerin ortalaması olan 35,2'nin altına inmiştir. ZEW mevcut görünüm endeksi ise 11,9'dan 23,3'e yükselmiştir. Mevcut durum endeksindeki yükseliş ekonomik büyümenin etkisinde ortaya çıkarken, beklenti endeksi petrol fiyatlarının artması ve Euro'nun değer kazanmasıyla birlikte, 2007'de başta ABD olmak üzere dünya ekonomileri geneli için daha yavaş büyüme öngörülmesi ve Ocak 2007'de Almanya'da 3 puanlık bir KDV artırımına gidilecek olmasından etkilenmiştir. Almanya'da dünyasındaki eğilimi yansıtan IFO endeksi ise Temmuz ayında 105,6'ya gerilemiştir. Haziran ayında 106,8 olarak açıklanan endeksin Temmuz ayında 106'ya gerilemesi beklenmekteydi. Endeksin hesaplandığı ankete göre sanayi ve ticaret şirketlerinin gelecek alt ay için ekonomik görünümle ilgili görüşlerinin yılın ilk altı ayına nispeten karamsar olduğu ortaya çıkmıştır.

ECB tarafından açıklanan ödemeler dengesi rakamları göre, Euro Bölgesi Mayıs ayı cari açığı €8,2 milyara, 12 aylık kümülatif açığı ise €47,6 milyara çıkmıştır. Nisan ayında €900 milyon fazla veren cari hesaptaki bu önemli artış, mal ticareti fazlasının açığa dönüşmesinden ve gelirler ve cari transferlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Hizmet ticaretindeki fazla ise artmıştır. Doğrudan sermaye yatırımlarında ise belirgin bir artış gözlenmemektedir.

Haziran ayında 57'den 57,7'ye yükselerek ekonominin canlılığının devam ettiğini gösteren imalat sektörü PMI endeksi Temmuz ayında 57,4'e gerilemiştir. İmalat sanayi PMI endeksindeki bu yavaşlama ekonominin daralmaya başlayacağını göstermeyip sadece büyümenin bir miktar yavaşladığına işaret etmektedir.

Nihayet, ECB 3 Ağustos'ta yapılan toplantısında gösterge faiz oranları beklentiler doğrultusunda %2,75'ten %3'e yükseltmiştir. ECB bu artırımla Aralık 2005'ten beri dördüncü artırımını yapmıştır. Toplantının ardından yapılan basın toplantısında açıklama yapan ECB Başkanı Trichet, "faiz artırım kararının orta vadede fiyat istikrarıyla ilgili yukarı yönlü risklerin etkisiyle alındığını" ve "bu karar enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulabilmesine yardımcı olacaktır, zira enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulmasının ekonomik büyüme ve istihdam yaratması açısından çok önemli olduğunu" ifade etmiştir. ECB'nin fiyat istikrarına verdiği önemi vurgulayan Trichet, gelişmeleri yakından takip ederek, varsayımlarının gerçekleşmesi doğrultusunda parasal daralmaya devam edeceklerini belirtti. Tüketim harcamalarının yatırımlardaki ve harcanabilir gelirdeki yükselişin etkisiyle artacağını tahmin ettiklerini, uluslararası kuruluşların da aynı yönde tahminde bulduklarını ifade eden Trichet, petrol fiyatlarının artması ve global dengesizliklerin ortaya çıkmasıyla birlikte ticarete koruma önlemlerinin yaratabileceği baskıların orta ve uzun dönemdeki riskler olarak ortaya koymuştur. Euro Bölgesi ekonomik büyümesinin mevcut verilerinde istikrarlı bir seyir izlediğini, Bölge ekonomilerinin ticaret ortaklarının ekonomik büyümelerinin de ihracatından önemli bir destek sağladığını belirtmiştir.

- Japonya

Japonya'da bu ay yaşanan gelişmeler içinde en önemlisi, uluslararası kuruluşların dolaşımında önemli bir role sahip olan %0 düzeyindeki faiz oranının artırılmasıdır. Japon Merkez Bankası (BoJ) 14 Temmuz'da sona eren iki günlük Para Politikası Kurulu toplantısında gecelik borçlanma faizini %0'dan %0,25'e çıkararak altı yıldır uyguladığı sıfır faiz politikasına son vermiştir. Böylece Japon ekonomisi özellikle son aylarda tüm dünyada yaşanan faiz artırım sürecine girmiştir. Toplantı sonrasında yapılan açıklamada faiz artırım kararının iç ve dış talepteki artış, hanehalkı ve şirketler kesiminde arz veya talep fazlasının ortadan kalkmasıyla birlikte fiyatlardaki olumlu yönde artışın devam etmesi ve Japon ekonomisinin sürekli ve dengeli şekilde büyümekte olması gibi faktörlere dayanılarak yapılmıştır. Banka'dan yapılan açıklamada gelecekteki para politikasının ve sıfır faiz politikasının olması gerekenden daha uzun süre sürdürülmesi halinde ekonominin sınırlanabileceği endişesinin karar alınmasında etkili olduğu belirtilerek, önümüzdeki dönemde fiyatlar pozitif eğilimini devam ettireceği öngörüsüne yer verilmiş ve düşük faiz oranına dayalı bir politikanın bir süre daha sürdürüleceği ifade edilmiştir.

1990'ların başından beri deflasyonla mücadele eden Japonya bu sürece girmesinde 1980'lerde ABD'nin başta Almanya ve Japonya'ya karşı ciddi boyutlarda dış ticaret açığı veriyor olması ve Japonya ve Almanya'nın dış ticaret fazlalarının rekor seviyelere ulaşması büyük rol oynamıştır. ABD'nin dış ticaret açığını azaltmak için bu ülkelerle anlaşması bu çerçevede Japonya'da gevşek para politikası uygulanmaya başlanması sonucunda 1985-1987 yılları arasında BoJ tarafından hızla indirilen faiz oranı banka kredilerinde çok büyük ve kontrolsüz artışlar olmasına ve hisse senedi ve emlak piyasalarında balonlar oluşmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler üzerine BoJ faiz oranını hızla arttırmaya başlamış, bunun sonucunda da piyasalardaki balonlar patlamaya başlamış ve denetimden uzak olan bankacılık sektörü derin bir krize girmiş, ekonomi bu yüzyıla kadar süren bir deflasyon ortamına girmiştir. Ancak yanlış politika uygulamaları nedeniyle 2002 yılına kadar deflasyonla ilgili bir gelişme sağlanamamıştır. Reel sektör ve bankacılık sektörü bilançoları düzeltilmiş, özellikle bankacılık sektöründe uygulanacak kurallar düzenlenmiş ve şeffaflık sağlanmıştır. Özel sektörün yatırım harcamalarında ve tüketim harcamalarında artışlarla birlikte fiyat artışları görülmeye başlanmıştır. Japon ekonomisinin dış talebe dayalı büyümesi iç talep artışıyla desteklenmeye başlamıştır. Nitekim 2006'nın ilk çeyreğinde önceki çeyreğe göre %3,8 büyüme sağlanmıştır. Dünya ekonomisinde süregelen büyümenin etkisiyle Japon ekonomisindeki canlanmanın devam etmesi beklenmektedir. 2002'de başlayan enflasyonun artış sürecinin ve ekonomik canlanmanın kalıcı olduğuna inanarak Mart ayında para politikasında değişikliğe giden BoJ'un daraltıcı para politikası çerçevesinde, global faiz artırımlarının da etkisiyle faiz oranını arttırmaya devam ettiği tahmin edilmektedir.

Faiz kararının ardından bundan sonra neler olacağı konusunda beklentilerin netleştirilmeye çalışıldığı piyasalarda, BoJ yetkililerinin faiz oranı konusunda yaptıkları açıklamalar hareketlilik yaratmıştır. BoJ'un faiz artırımını izleyen günlerde yapılan açıklamalarda, BoJ Başkanı Yamamoto, "Faiz oranlarındaki ayarlamaların ekonominin ve fiyatların seyrini yakından takip edilerek yapılabileceği" şeklinde yürütüleceğini, para politikasındaki değişikliklerin etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkması nedeniyle BoJ'un para politikası ileriye dönük bir bakış açısıyla yürütmesi gerektiğini belirtirken, BoJ Başkanı Fukui "büyük ihtimalle faizlerin uzun bir süre düşük seviyelerde tutulacağı" söylemiştir. BoJ Yönetim Kurulu Üyesi Miyako ise "önceden planlanan bir faiz artırımının bulunmadığını" ifade etmiştir. Bu açıklamalar Japonya'da faiz artırımlarının sanıldığından daha yavaş ilerleyebileceği görüşünün yayılmasına neden olmuştur.

Bu çerçevede piyasalarda BoJ'un sonuna kadar en fazla bir kez daha, 10 veya 20 baz puanlık faiz artırımında bulunacağı yönünde tahminlerde bulunulmaktadır. Ancak, 2006 sonuna kadar faiz daha toplanacak olan Para Politikası Kurulu'nun faiz politikasını etkileyebilecek gelişmeler gündemdedir. Japonya'da iktidar partisi başkanı olan Başbakan Koizumi'nin görev süresinin dolması nedeniyle Eylül ayında yapılacak olan seçimler ve Ekim ayında yapılacak olan BoJ'un üçüncü çeyrekteki ekonomik görünümü ortaya koyacak olan Tankan araştırmasının sonuçları faiz kararında sürpriz etkiler yaratabilecek faktörlerdir. Bunun yanında özellikle Kuzey Kore kaynaklı gerginlikler ve Ortadoğu'daki karmaşanın yol açacağı siyasi veya mali riskler de beklenmedik bir faiz artırımına neden olabilecektir.

► Gelişmekte olan ülkeler

▪ Çin

Çin'in ikinci çeyrek ekonomik büyümesini 1995'ten beri en yüksek seviye olan % 11.3 olarak kaydeden ekonominin ağırlıklı olarak ikinci çeyrekteki büyüme hızının artmasıyla birlikte, hükümetin makroekonomik önlemlerle büyüme hızını kontrol etmeye çalışacağı beklentisini de güçlendirmiştir. Nitekim Çin Merkez Bankası, hızlı büyüyen ekonomiyi yavaşlatmak için ticari bankaların muhtemelen karşılıklarını 15 Ağustos'tan itibaren geçerli olmak üzere 0.5 puan artırdı. Benzer bir adımın 16 Haziran tarihinde de atıldığı görülmektedir. Çin Merkez Bankası, para politikasını sıkılaştırmaya yönelik bu adımın öncelikle 'likidite yönetimini güçlendirmeyi, para ve kredi arzını hızlı büyüme olarak tanımladığı gelişmeleri frenleyerek, ekonominin sağlıklı ivmesini korumaya çalışacağını' belirtmiştir. Çin Merkez Bankası Nisan ayının sonlarında da borç verme faiz oranlarını artırmış ve çok sayıda sektörel kredi verilmesine engeller getirmişti.

Öte yandan yüksek büyüme oranının zamandaki para politikasına yönelik tartışmalara da neden olmaktadır. Bazı ekonomistler bankaların rezerv bulundurma zorunluluğunun artırılması ve yatırımın azaltılması için alınan önlemlerin yeterli olduğunu ve önlemlerin etkisini görebilmek için zamana ihtiyaç olduğunu belirtirken; bazıları da faiz artırım kararının en kısa zamanda alınması gerektiğini ifade etmektedir. Genel beklenti her durumda Merkez Bankasının para politikasını sıkılaştırıcı ek önlem olarak Eylül ayında kredi faiz oranını artıracığı yönündedir. Ancak Merkez Bankasının yeniden faiz artırımına gitmeden önce Temmuz ve Ağustos ayındaki

para ve kredi gelişimini izlemesi beklenmektedir. Hükümetin yatırım veya kredi artışını zorlayıcı bir şekilde düşürme eğilimi sergilemek yerine büyümeyle birlikte düşürmesi olası gibi gözükmektedir.

Çin Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme (%)	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9	11,3(2.Çeyrek)
Enflasyon (%)	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5 (Haziran)
İşsizlik (%)	3,6	4,0	4,3	4,2	4,2	4,2 (Haziran)
Faiz Oran	5,9	5,3	5,3	5,6	5,6	5,85 (En Son)
Cari Denge (Milyar \$)	17,4	35,4	45,9	68,7	160,8	148,8 (2006 tahmin)
M2 Para Arz (% Değişim)	15,0	19,4	19,7	14,8	18,0	18,4 (Haziran)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

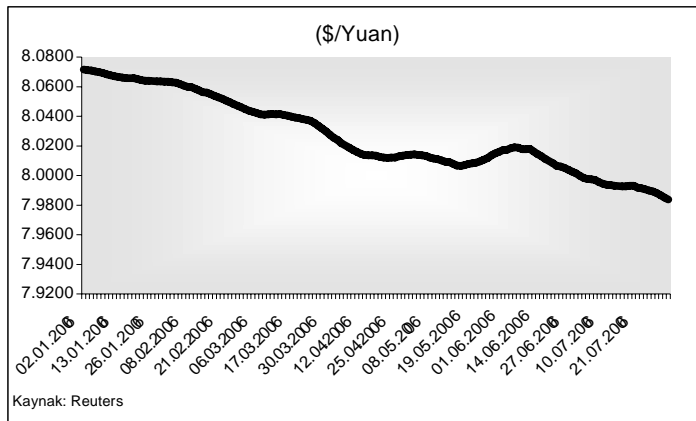
Bu arada Çin'de faiz oranlarının artırılması ve kredi kullanım şartlarının ağırlaştırılması gibi önlemlerin bir sonucu olarak, Haziran ayında bankaların kullandıkları kredi miktar bir önceki aya göre %22 azalarak 360 milyar Yuan'a (45 milyar Dolar'a) gerilemiştir. Öte yandan Çin'in toplam sabit

yatırımları, bu yılın ilk yansında geçen yılın aynı dönemine göre % 29,8 yükseldi. Sabit yatırımlardaki hızlı artışın ardından Çin Devlet Bakanı Hu Jintao, bir açıklama yaparak yılın ikinci yansında sabit varlık yatırımlarındaki hızlı büyümeyi frenlemek için önlemler alınmasını istemiştir. M2 artışı bu ay %18,4 olarak gerçekleşirken kredi artışı da %15,2 olmuştur. Her iki verinin de Mayıs ayında açıklanan rakamları altında gelmesi olumlu karşılanmıştır. Ancak M2 artışı 2006 yıllık hedefi olan %16'ya düşmüştür.

Ay içinde Çin Ticaret Bakanlığı'ndan yapılan açıklamaya göre, Haziran ayı dış ticaret fazlası Mayıs ayında 13 milyar dolarla kırıldığı rekoru kırarak beklentilerin üzerinde 14,5 milyar dolar olarak gerçekleşti. 2006 yılının ilk yansındaki toplam ticaret fazlası 61,5 milyar dolara ulaşmıştır. Çin dış ticaret fazlasının rekor seviyeye ulaşması, Çin'in para birimi Yuan daha hızlı değer kazanmasına izin vermesi konusunda hükümete yönelik baskıları artırmıştır.

Çin'in döviz rezervleri yılın ikinci çeyreğinde 66 milyar dolar artarak 941,1 milyar dolara yükseldi. Rezervlerdeki söz konusu artış Merkez Bankası'nın Yuan değerini düşük tutmak için ülkeye giren dolarları büyük bir kısmını almasından kaynaklanmaktadır. Bu arada Çin Ulusal İstatistik Kurumu ay içinde yayınladığı raporda, dolar düşüş riski nedeniyle Çin'in 941 milyar dolarlık döviz rezerv stokunu çeşitlendirmeyi hızlandırması gerektiği uyarısında bulunmuştur. Raporda gerekli önlemler alınmadıkça yüksek miktardaki döviz rezervlerinin kayıplara yol açabileceğine dikkat çekilmiştir.

Çin'in büyük ticaret fazlası ve ülkenin döviz rezervlerini rekor seviyelere taşıyan uluslararası sermaye akışı, Çin ekonomisinin yaşadığı belli başlı sorunlar arasında yer almaktadır. Büyük miktardaki sermaye akışı para arzında aşırı büyümeye sebep olmakta, aynı zamanda Merkez Bankası para politikalarını olumsuz yönde etkilemektedir. Çin'de 2006 yılının ilk altı ayında gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım miktarı 28,43 milyar dolara ulaşmıştır.



Beklentilerin üzerinde gelen büyüme ile Yuan değerinin piyasa dinamikleri tarafından belirlenmesi yönünde baskı artarken, Yuan 2005 yılındaki revalüasyonun ardından Dolar, Yuan karşısında 7,9920 düzeyinden 7,9845 düzeyine gerilemiştir. Piyasalarda revalüe edildiğinden bu yana %1,57 oranda değer kazanan Yuan değerinin daha hızlı bir şekilde artacağı beklentisi giderek güç kazanmaktadır.

Bu ay yaşanan bir başka önemli gelişme, uluslararası derecelendirme kuruluşu Moody's'in Çin'in "A2" olan notunun

görünümünü "pozitif" çevirmesinin ardından diğer bir derecelendirme kuruluşu olan Standard & Poor's'un "A-" olan ülke notunu bir kademe daha "A"ya yükseltmesi olmuştur. Son not artışının ardından, Çin'in Standard & Poor's tarafından açıklanan ülke notu ile Moody's'in notu ile aynı seviyeye gelmiştir. Standard &

Poor's'un notunun görünümü düğündür. Standard & Poor's not artımına gerekçe olarak 'Çin hükümetinin bankacılık sektörünü temizleme ve dünyadördüncü büyük ekonomisini liberalleştirme çabaları göstermiştir.

- Rusya

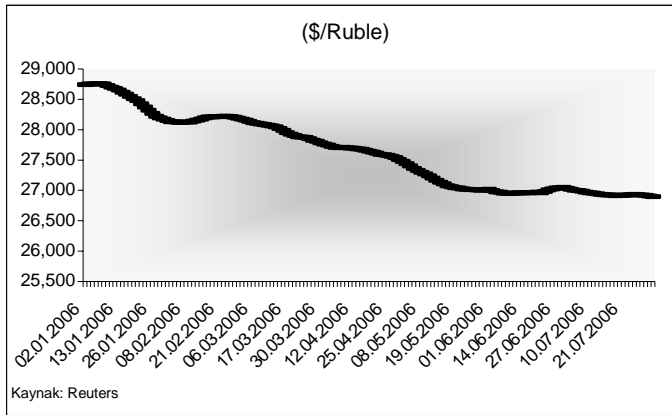
Artan petrol ve doğal gaz gelirleriyle büyüyen Rusya ekonomisi, ilk 6 ay itibariyle % 6.3, ikinci çeyrekte ise % 6.9 büyümüştür. Öte yandan tüketici fiyat endeksi Haziran'da %0,3 artış, yıllık bazda ise artış %9,0 olarak gerçekleşmiştir. Rusya Merkez Bankası yıl sonunda enflasyonun %8,5-%9 aralığında gerçekleşmesini hedeflemektedir. Piyasalardaki genel beklenti ise enflasyonun hedeflerinin üzerinde gerçekleşeceği yönündedir. Enflasyonun kontrol edilmesi için Ruble'nin değerlenmesi yönünde ki baskılar artarken, Rusya Devlet Bakanı Vladimir Putin "Ruble'nin reel efektif değerin yükselmesi halinde ithalat hacminin artacağı, yerel imalatların baskı altına gireceğini" belirtmiştir. Bu yıl dolar ve euro karşısında %4 değer kazanan Ruble'nin yıl sonunda dolar karşısında 26,6 seviyesine gelmesi beklenmektedir.

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	6,9 (2.Çeyrek)
Enflasyon	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,0 (Haziran)
İşsizlik	8,7	9,0	8,6	8,2	7,6	7,5 (Haziran)
Cari Denge (Milyar \$)	33,8	29,1	35,4	59,9	84,2	93,5 (1.Çeyrek)
M2 Para Arzı (Milyar \$)	1.613	2.135	3.213	4.363	6.046	7.092 (Temmuz)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

Önümüzdeki dönemde dünyanın en yüksek döviz rezervlerine sahip ilk üç ülkesi arasında gireceğini açıklayan Rusya'nın döviz rezervleri 28 Temmuz haftasında 265.6 milyar dolara yükselmiştir. Böylelikle rezervler 2005 yılına göre 136.9 milyar

dolar artış kaydetmiştir. Dünyada en fazla döviz rezervine sahip ülkeleri ise; Çin, Japonya'dır. Bu arada Rusya rubleye yapılabilecek herhangi bir spekülasyonla dayanamayacak kadar yeterli döviz rezervi olduğunu açıklayarak 1 Temmuz'da rubleyi konvertibl hale getirmişti. Böylelikle devletin sermaye üzerindeki kontrolü kaldırılarak Rus ekonomisi yabancı yatırımlara açılmıştır.



Rusya Bakan Yardımcısı Dmitry Medvedev'in, 'baz ülkelerin merkez bankasının döviz rezervlerini bir bölümünü Rus Rublesine çevirebileceği' söyleyerek, Ruble'nin yakın gelecekte bölgesel bir para birimi rolünü üstleneceğini, özellikle eski Sovyet Cumhuriyetlerinde ve Avrasya'da bu dönüşümün yaşanacağını ifade etmesi ise bu ay dikkat çeken bir diğer gelişme olmuştur.

Öte yandan Rusya ile "Paris Kulübü" arasında imzalanan anlaşmayla, Rusya'nın 22,3 milyar dolarlık borcun % 54'ünü faizsiz, geri kalanı % 4,8 faizle ödeme teklifi kabul edilmiştir. Böylelikle Rusya eski Sovyetler Birliği

döneminden kalan borcun tamamını ödeyecektir. Bu gelişmeden bir hafta sonrada uluslararası piyasalar tarafından beklenen not artışı gelmiş ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch tarafından Rusya'nın döviz cinsinden kredi notu 'BBB'den 'BBB+'ya yükselmiştir. Bu artırımın sebebi olarak ise, emtia fiyatlarının yüksek seyretmesinin Rusya'nın makroekonomik ve mali pozisyonunu getirmesi gösterilmiştir. Notun görünümünün 'düğün' olarak açıklanması yakın zamanda yeni bir not artımı gerçekleşmesinin mümkün olmadığı şeklinde yorumlanmıştır.

- Brezilya

Latin Amerikann en büyük ekonomisi olan Brezilya'da Ekim'de yapılacak olan başkanlık seçimlerinin telaşı yaşanmaktadır. Yapılan anketler, üçüncü kez aday olan Lula da Silva'nın yeniden seçilme olasılığının giderek arttığını göstermektedir. Brezilya Seçim Enstitüsü'nün yapılan ankette gördüğü Parti'sinden (PT)

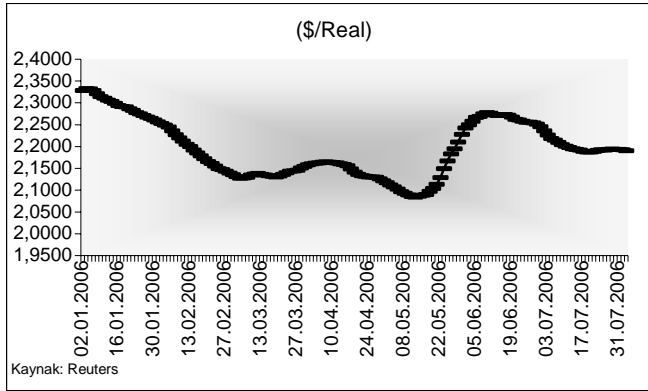
seçimlere kalan başkan Lula'nın seçimlerde oyları % 44,1'ini, Sosyal Demokrat Parti (PSDB) adayı Geraldo Alckmin ise %27,2'lik kısmını alması beklenmektedir.

Brezilya Temel Ekonomik Göstergeler						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme	1,3	1,9	0,5	4,9	2,3	3,4 (1.Çeyrek)
Enflasyon	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	4,0 (Haziran)
İşsizlik	10,6	10,5	10,9	9,6	8,3	10,4 (Haziran)
Faiz Oran	19,0	25,0	16,5	17,7	18,0	14,75 (Haziran)
Cari Denge (Milyar \$)	-23,2	-7,6	4,2	11,7	14,2	4,08 (Haziran)
GSYİH (Milyar \$)	510,0	460,8	505,5	603,8	795,7	219,7 (1.Çeyrek)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

olmuştur. IPCA endeksindeki düşüş, enflasyonun kontrol altında olduğunu göstermiş ve faiz indiriminin devam edeceğinin sinyallerini vermiştir.

Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Komitesi, ılımlı enflasyon ve ekonomideki toparlanmayı cesaretlendirmek için referans faiz oranı beklentileri doğrultusunda 50 baz puanı daha düşürerek, % 14,75'e çekmiştir. Böylece faiz oranları 1986 yılından beri en düşük seviyeye inmiştir. Merkez Bankası faiz indirim kararının ardından yaptığı açıklamada 'faiz oranlarının para politikasının gevşemeye devam etmesi nedeniyle indirildiğini belirtmiş, bir sonraki faiz indirim kararını ise makro ekonomide yapılacak değişiklikler doğrultusunda verileceğini' ifade etmiştir. Merkez Bankası toplantı tutanaklarında 2006 ve 2007 yılında enflasyon beklentisi %4,5 olarak açıklanmakta olup, üçüncü çeyrekte enflasyon beklentisi olmaması nedeniyle bundan sonraki faiz indirim miktarının daha düşük olacağı düşünülmektedir. Para Politikası Komitesi'nin bir sonraki toplantısı 29-30 Ağustos tarihlerinde yapılacaktır.



Kaynak: Reuters

Brezilya ekonomisi birinci çeyrekte yıllık bazda %3,4 büyümüştür. Genel beklenti Brezilya ekonomisinin bu yıl %3,6 oranında büyüyeceği yönündedir. Brezilya'nın ticaret fazlası Haziran ayında beklentilerin üzerinde 4.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ticaret fazlasında yaşanan artışın temel nedeni ise ihracatın rekor seviyede artması olmuştur. Ticaret fazlasında görülen artışın cari işlemler fazlasını olumlu etkileyeceği beklentilerine karşın Haziran ayı cari işlemler fazlası 614 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Haziran ayında kar ve kar payları transferlerinin 1.6

milyar dolara yükselmesi, hizmetler ve yarı gelirleri kalemlerinin beklenmedik şekilde 3.8 milyar dolar artış vermesine neden olmuştur. Bu durum da cari fazla beklentilerin oldukça altında gelmesinin temel nedenini oluşturmuştur. Bu arada Merkez Bankası 2006 yıl sonu cari işlemler fazlası beklentisini 8.1 milyar dolardan 7.8 milyar dolara indirmiştir.

Ortadoğu

İsrail ile Filistin arasında gerginlik yaşanırken, Hizbullahın sekiz İsrail askerini öldürüp, 2'sini kaçırdığı Ortadoğu'da mevcut olan gerginliğin derinleşmesine neden olmuştur. İsrail'in, Lübnan'ın başkenti Beyrut'taki uluslararası havaalanı, Hizbullah ve Lübnan ordusuna ait üsleri bombalaması Ortadoğu'da yaşanan çatışmaları şiddetlenmiştir.

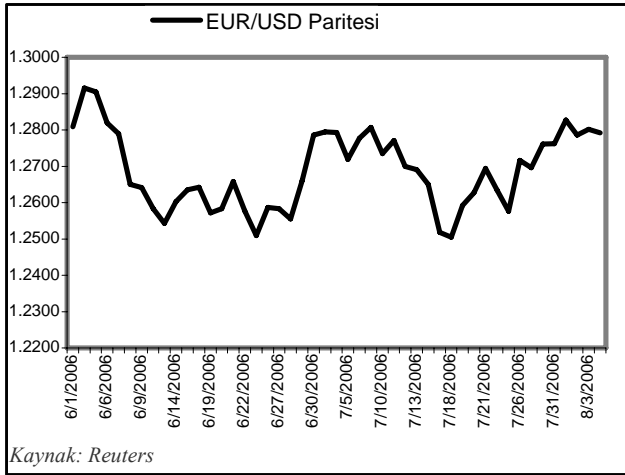
İsrail'in Lübnan'a yönelik saldırıları Ortadoğu'yu tehlikeli bir belirsizliğe sürüklerken, İran ve Suriye'nin de savaşa dahil olabileceği endişeleri zaten yüksek seyreden petrol fiyatlarında baskı yaratmaktadır. Tüm bu gelişmelerin küresel ekonomiyi özellikle gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkilemesinden kaygı duyulmaktadır. Öte yandan bölgedeki çatışmalardan en fazla etkilenen ülkelerin başında Türkiye gelmektedir. Türkiye'nin Ortadoğu'ya jeopolitik yakınlığı global piyasalarda Türkiye'nin risk algısını artırmaktadır.

Bölgede çalışmalar devam ederken ateş sağlamak için yapılan birçok uluslararası girişim ise başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Gerek Lübnan talebi üzerine toplanan Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi'nden, gerekse ABD Dışişleri Bakan Condoleezza Rice'in Ortadoğu ziyaretinden ateş sağlanması konusunda bir sonuç elde edilememiştir. Ortadoğu'daki gelişmeleri görmek için 26 Temmuz'da Roma'da toplanan Ortadoğu Uluslararası Konferansı'ndan 'acil ateş çağırısı çıkmaması', yalnızca bölgeye Birleşmiş Milletler barış gücü gönderilmesi karar çıkması Ortadoğu'da yaşanan gerilimin kısa vadede çözülemeyeceği ve bölgedeki belirsizliğe yönelik endişeleri artırmıştır.

Öte yanda Ortadoğu'daki gerginliğin bir diğer unsuru olan İran'ın nükleer çalışmalarının sürüp sürmeyeceği konusu da henüz netlik kazanmamıştır. Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi, İran'ın nükleer faaliyetlerini 31 Ağustos tarihine kadar durdurmasını aksi halde yaptırımlar uygulanacağını açıklamış, ancak İran hükümeti çalışmalarına devam edeceğini belirtmiştir.

► Uluslararası Piyasalar

▪ Euro/Dolar Paritesi

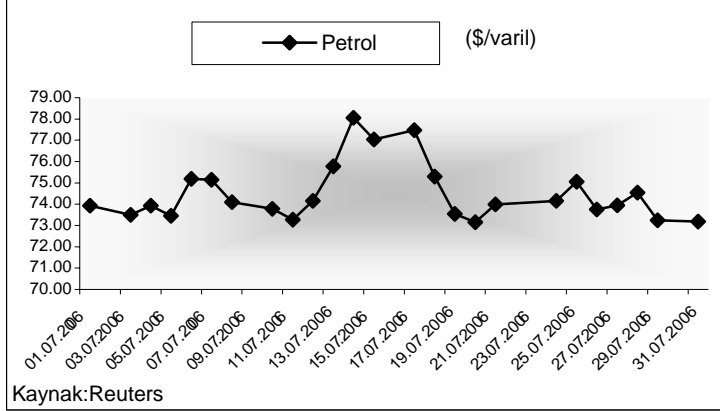


Temmuz ay boyunca en düşük 1,2470, en yüksek 1,2830 seviyesini gören EUR/USD paritesi aylık haftasına 1,2780 seviyesinden başlamıştır. Yıl boyunca paritenin seyri üzerinde daha büyük etkisi olan ABD ekonomik verilerinin ay ortasına kadar yoğun bir gündem oluşturmaması etkisiyle, EUR/USD paritesi daha çok kısa vadeli kar amaçlı işlemler nedeniyle hafif dalgalı bir seyir izlemiştir. İsrail'in Lübnan'a saldırısıyla başlayan Ortadoğu'daki gerginlik ABD Dolar'ına değer kazandırmıştır. Uzun zamandır yaşanan en büyük siyasi gerilim olan İsrail saldırısı EUR/USD paritesinin 1,2510 seviyesine kadar düşmesine yol açmıştır. Öte yandan FED Başkanı Bernanke'nin 19 Temmuz'da ABD Kongresi'nde konuşma yapması öncesinde, Ağustos ayında yapılacak para politikası

toplantısında faiz artırımına gidileceğine dair sinyaller verdiği beklentisi artmış ve dolar değer kazanmıştır. ABD Üretici Fiyat Endeksi'nde (PPI) Ocak'tan beri en yüksek artış meydana gelmesi doların değerini artırarak pariteyi 1,2495'lere çıkarmıştır. Almanya'da şirketler kesiminin ekonomiye güvenini yansıtan ZEW endeksinin bu ay nispeten zayıflaması da dolara destek vermiştir. FED Başkanı Bernanke'nin Kongre'de yaptığı sunumda büyümenin yavaşlamaya başladığını ve uzun dönem enflasyon beklentisinin kontrol altında olduğunu belirtmesi ve Haziran ayında yapılan FED toplantısı tutanaklarının da benzer ifadeler içermesi doların değer kaybetmesine ve paritenin önce 1,2490'dan 1,2560'a sonra ise 1,2690'lara kadar yükselmesine neden olmuştur. FED faiz artırım sürecinin kesileceği beklentisinin etkisiyle genellikle yükselmeyi sergileyen parite, FED tarafından yayınlanan Beige Book raporunun ekonominin yavaşlamaya başladığına işaret ederek, faiz artırımına ara verilmesi görüşünü tekrar gündeme getirmesiyle yükselişine devam etmiştir. ABD'de büyüme oranının beklentilerin altında kalması ekonominin yavaşladığını göstermesi faiz artımı olasılığını daha da azaltmış, parite 1,2760'lara kadar inmiştir. Daha sonra açıklanan çekirdek enflasyon verisi enflasyon riskinin azalmaması olabileceğini göstermiş, yavaşlayan büyüme ve artan enflasyondan kaynaklı bir tablonun ortaya çıkmasıyla dolar daha da değer kaybetmiş, parite 1,2820'ye kadar inmiştir. Daha sonra, 3 Ağustos'ta yapılan ECB toplantısına odaklanan ve toplandı faiz artırım karar alınmasına kesin gözüyle bakılan piyasada, önce 1,2800'leri test eden parite, kar realizasyonları ve ECB Başkanı Trichet'in faiz artırımına ara verebilecekleri yönünde sinyaller verebileceği endişelerinin etkisiyle 1,2750'lere gerilemiştir. Toplantıdan faiz oranının %2,75'ten %3'e yükseltilmesi kararının çıkmasıyla ve Trichet'in açıklamalarının faiz artırımlarının devam edebileceği şeklinde yorumlanması nedeniyle parite 1,2765 seviyelerinden 1,2830'lara kadar yükselmiştir. Son olarak FED toplantısı öncesinde yayınlanan son önemli veri olan istihdam rakamları işsizliğin tahmin edilenden daha fazla arttığını göstermesi faiz artırımına ara verilmesi görüşünü güçlendirerek pariteyi 1,2880 seviyesine sıçratmıştır.

► Emtia Piyasası

▪ Petrol



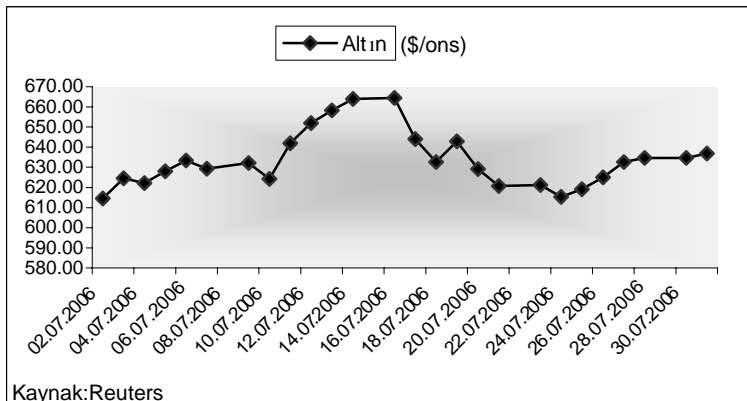
Haziran ayında dalgalı bir seyir izleyen petrol fiyatları Temmuz ayında jeopolitik kaygıların artması nedeniyle yükseliş eğilimine girmiştir. İran'ın nükleer çalışmalarına son vermesi yönündeki çağrılarını reddetmesi ve Kuzey Kore'nin roket denemelerinin yarattığı jeopolitik kaygılar, petrol fiyatlarının artarak 75,42 dolar/varil seviyesine ulaşmasına neden olmuştur. İsrail'in Lübnan'a girmesiyle birlikte Ortadoğu'da gerilimin artması buna ek olarak Nijerya'da petrol boru hatlarına yapılan saldırılar, piyasalarda arz sıkıntısı yaşanacağı yönünde tedirginlik

yaratmıştır; bu tedirginlik petrol fiyatlarını 78.40 dolar/varil seviyesine taşımıştır. Böylelikle petrol fiyatları son bir ay içerisinde % 12 yükselirken, geçen iki yılda da fiyatlar ikiye katlanmıştır. ABD ham petrol ve benzin stoklarında beklenmedik bir artış yaşanmamasına karşın, dünyanın ikinci petrol tüketicisi konumunda olan Çin'de ekonomik büyümenin hızlanması ve Ortadoğu'da yaşanan olaylar İran ve Suriye'yi de içine alacak şekilde gelişebileceği endişesinin artmasıyla petrol fiyatları varil başına 74 dolar seviyesinde hareket etmeye başlamıştır.

Genel olarak bakıldığında petrol fiyatlarındaki yükselişin temelinde; ana üreticiler olan Irak ve Nijerya gibi ülkelerde yaşanan çatışmalar, son dönemde İran'ın uranyum zenginleştirme faaliyetleri ile ilgili gelişmeler ve İsrail-Lübnan arasında yaşanan gerginliğin yer aldığı görülmektedir. Aynı zamanda Çin ve Hindistan gibi gelişen ülkelerin petrole olan yüksek talebi de fiyatların artmasında etkili olmaktadır. Çin'in petrol talebinin 2006'nın ilk yarısında geçen seneye göre beklentilerin üzerinde %10 artması arz konusundaki endişelerin çok da haksız olmadığını göstermiştir.

Kısa vadede petrol fiyatlarının seyrinde etkili olacak gelişmeler arasında İsrail-Lübnan gerginliği gelmektedir. Diğer taraftan, ABD'deki kasırgalar ile Çin ve Hindistan gibi ülkelerin petrol arzı sürekli artmasının ortaya çıkardığı arz yönlü endişeler, petrol fiyatlarının uzun vadede dahi 60 dolar altına inemeyeceği yönündeki beklentileri artırmaktadır. Ortadoğu'da yaşanan olumsuz gelişmeler göz önüne alındığında, petrolün varil fiyatının 80-90 dolara kadar çıkabileceği görüşü piyasalarda giderek güç kazanmaktadır. Buna ek olarak bazı analistler petrol fiyatlarının yeni bir yükseliş trendine girdiğini ve fiyatların 100 dolar seviyesine ulaşabileceğini, hatta dünya petrol gereksiniminin %25'ini kaybeden Ortadoğu'da Lübnan ve İsrail arasında devam eden çatışmaların diğer ülkelere yayılması durumunda, fiyatların 125 dolar/varil seviyesine çıkabileceğini belirtmektedir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's, söz konusu gelişmelerle ilgili olarak 'mali piyasaların petrol fiyatının 100 dolar/varil seviyesine ulaşacağı yönündeki bir yükselişle başa çıkabileceğini, petrol fiyatlarının 100 dolara ulaşmasının dünya ekonomisinde önemli bir yavaşlamaya neden olmayacağı ancak bir resesyona yol açmayacağı' yorumunda bulunmuştur.

▪ Altın

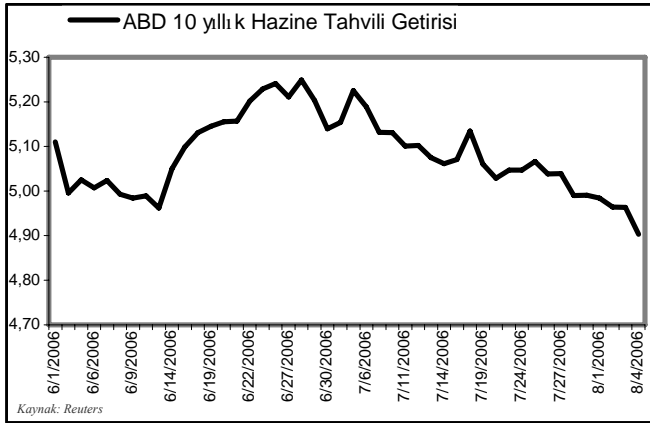


Haziran ayında gerileme gösteren altın fiyatları Temmuz ayında 673.80 dolar/ons ile son iki ayın en yüksek seviyesine ulaşmış, ay sonunda ise 634.8 dolar/ons seviyesine inmiştir. Altın fiyatlarında yaşanan dalgalanmanın en önemli nedeni İsrail-Lübnan gerginliği olmuştur. Bilindiği gibi, Kuzey Kore'nin füze fırlatma girişimleri, İsrail-Lübnan arasında yaşanan gerginlik gibi jeopolitik risklere bağlı olarak yükselen

petrol fiyatları dünya genelinde enflasyonist bir baskı yaratmaktadır. Enflasyonist baskıya bağlı olarak yaşanan fiyat artışlarından etkilenmek istemeyen yatırımcıların ilk yönedikleri yatırım araçlarından birisinin altın ve diğer değerli metaller olması, altın talebinin artmasına dolayısıyla fiyatının artmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda altın fiyatlarında yaşanan yükselişin bir başka nedeni de, dolar diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesi olmuştur. Temmuz ayında Fed'in faiz artımlarına son verebileceği beklentilerinin ağırlık kazanmasının yanı sıra Çin Merkez Bankası'nın zayıf dolar endeksi ile rezerv arttırma politikasına gideceği haberleri doların değer kaybını desteklemiştir.

Genel olarak altın piyasasında fiyatları yönünü belirleyen gelişmeler incelendiğinde; jeopolitik risklerin ve altın-petrol ilişkisinin belirleyici olduğu görülmektedir. Son zamanlarda petrol fiyatlarındaki artışın altın fiyatlarını da tetiklediği bilinmektedir. Buna göre dünyambelli başlı petrol ihracatçıları olan Ortadoğu, Nijerya, Güney Amerika ve Rusya kaynaklı gelişmelerin petrol fiyatlarını 100 dolar/varil seviyesine yükseltmesi durumunda, altın fiyatlarının da yükselmesi kaçınılmaz gibi gözükmektedir. Bunun dışında, uzun vadede Amerika'nın temel ekonomik problemlerinin gündeme gelmesi ve doların değer kaybı altın fiyatları üzerinde yukarı yönlü etki, doların değer kazanması altın fiyatları üzerinde düşürücü etki yapacaktır. İsrail ile Lübnan arasında ateşkes sağlanması en yüksek altın talebinin olduğu ülkeler olan Çin ve Hindistan'ın kısa vadeli faiz oranlarını artırmasıyla altına olan taleplerinin azalması altın fiyatlarını düşürecek diğer faktörler olacaktır. Kısa vadede altın fiyatlarında aşırı bir yükseliş beklenmemekle birlikte, altın fiyatlarının yönünü belirleyecek gelişmelerin yanında, Fed'in 8 Ağustos'ta yapacağı toplantı, İran'ın Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi'ne 31 Ağustos'ta vermesi gereken cevabı İsrail-Lübnan arasında yaşanan çatışmaların seyri gelmektedir.

► Uluslararası Menkul Kıymet Piyasaları



FED'in faiz artırımına ara vereceği beklentisinin ağırlığının artması Temmuz ay başında gelişmiş ülke tahvillerine destek vererek fiyatların yükselmesine neden olmuştur. ABD bütçe açığının revize edilerek önceki tahminin üçte biri kadar azaltılması tahvil arzının daralacağı anlamına geldiği için ABD Hazine Tahvilleri'nin getirilerini %5,196 seviyesinin altına düşürmüştür. Ortadoğu'da yaşanan gerginliklerin tahviller üzerindeki etkisi güvenli liman ağırlığının artması sonucunda ABD Hazine Tahvilleri'nin fiyatlarının artması şeklinde olmuş, ABD 10 yıllık Hazine Tahvili'nin getirisi %5,06'ya düşmüştür. Öte yandan petrol fiyatlarındaki artışa

geçmesi enflasyonun seyri üzerinden endeksiyle karşılanarak fiyat artışlarını sınırlamış, ekonomik büyümenin yavaşlamasına yol açma ihtimali nedeniyle ise tahvil talebinin artması olumlu katkıda bulunmuştur. ABD'de faiz artırımına devam edilip edilmeyeceği konusunda Temmuz ayındaki en belirleyici gelişmeler olan FED Başkanı Bernanke'nin Kongre'ye yaptığı sunum, FOMC tutanaklarının yayınlanması ve FED'in Beige Book araştırmasının sonuçları Ağustos ayında faiz artırımına gidilmesi olduğunu azaltarak ABD tahvilleri üzerinde toparlayıcı bir etki yaratmıştır. Bu gelişmelerin yaşandığı tarihlerde düşmeye başlayan ABD 10 yıllık Hazine Tahvili'nin getirisi %4,96'lara kadar gerilemiştir. Bu arada ABD ikinci çeyrek büyüme rakamlarının beklenden düşük çıkması ve çekirdek kişisel tüketim harcaması endeksinin (PCE) enflasyonun arttırma sinyalini vermesi karışık bir tablo ortaya çıkarmıştır. Ağustos ayının ilk haftasında FED toplantısından birkaç gün önce açıklanan verilere göre işsizlik beklenden düşük bir artış göstermiş, tarım dışı istihdamda ise büyük bir düşüş yaşanmıştır. Böylece mevcut görünüm bir miktar netleşmiş, FED'in faiz artırımına ara vereceği beklentisi büyük ölçüde yükselmiştir. İşsizlik verilerinin yayınlanmasından ardından ABD 10 yıllık Hazine Tahvili'ne olan talep artmış, tahvilin getirisi rekor düzeye gerileyerek %4,89'a düşmüştür.

	30.06.200	28.07.200	Fark
EMBI+	221	196	-25
Brezilya	254	222	-32
Arjantin	385	343	-42
Meksika	138	120	-18
Rusya	122	112	-10
Venezüella	228	197	-31
Türkiye	294	246	-48

Kaynak: SPK

Gelişmekte olan ülke tahvilleri ise, Temmuz ayı ABD istihdam rakamının beklentilerin altında çıkması ile FED'in faiz artırım olasılığının azalması çerçevesinde değer kazanarak başlamıştır. Meksika'da piyasaların tercih ettiği aday olan Felipe Calderon'un devlet başkanlığına seçilmesi ile birlikte hem ülkenin tahvilleri hem de Latin Amerika tahvilleri yükselmiştir. Türkiye'de hem enflasyon rakamlarının piyasalarca olumlu karşılanması hem de Merkez Bankası'nın aldığı önlemlerin piyasaların sakinleşmesini sağlaması da Türkiye'nin 2030 vadeli tahvilinin değerini artırmıştır. Ancak Temmuz ayortalarına doğru Ortadoğu'da başlayan çatışmaların yansısı, Kuzey Kore'nin bu ay yaptığı roket denemeleri ve Hindistan'ın finans merkezi Mumbai'de yaşanan patlamalar jeopolitik

kaygıların artmasına yol açarak dünya genelinde finansal piyasalarda olumsuz etkilemiş ve satış baskısı yaratmıştır. Yaşanan tüm bu gelişmelerin yatırımcıların riske karşı daha temkinli hale getirmesi, daha güvenli kabul edilen ABD Hazine tahvillerine yönelmelerine sebep olmuş, böylelikle gelişmekte olan ülke tahvillerinin fiyatları gerilemiştir. Bu çerçevede Rusya, Brezilya ve Meksika gibi birçok önde gelen gelişmekte olan ülkelerin tahvil spreadleri yükselmiştir. En fazla yükseliş ise Türkiye'nin dolar cinsi tahvillerinin spreadlerinde görülmüştür. Bunun sebebi bir taraftan Türkiye'nin Ortadoğu'da olan jeopolitik yakınlığı, diğer yandan Türkiye ekonomisinin yüksek petrol fiyatlarına olan hassasiyetidir. Yükselen petrol fiyatları Türkiye'nin enflasyon hedefleri ve gayri safi yurt içi hasılının %6'sına ulaşan cari işlemler açığıyla ilgili kaygıların tetiklenmektedir. Türkiye'nin spreadi 14 Temmuz haftada 287'ye, Brezilya'nın spreadi ise 255'e yükselmiştir.

İlerleyen günlerde ABD Merkez Bankası'nın (Fed) faiz artımlarına yakın zamanda son verebileceği ve böylece yükselen faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin duvara düşürülmesinin ağırlık kazanması ile birlikte, gelişmekte olan piyasalar rahatlamış ve genel görünüm olumluya dönmüştür. Buna göre gelişmekte olan piyasalar yeniden istikrar kazanmış ABD tahvillerine göre spreadleri daralmıştır. EMBI endeksi gerileyerek 196'ya düşmüştür. Gelişmelerden en olumlu etkilenen ülkelerden birisi Türkiye'nin 2030 vadeli gösterge tahvilin fiyatı 143,0 \$'a yükselmiştir. Rusya'nın kredi notunun yükseltilmesiyle de, ülkenin 2030 vadeli tahvil fiyatı 108,2 \$'a yükselmiştir. Öte yandan risk alma tahmininin artması özellikle finansman ihtiyacı olan Latin Amerika ülkelerinde yeni tahvil ihraçları yapılmasına olanak vermiştir. Arjantin, Panama, Uruguay, Kolombiya'da yapılan yeni ihraçlar güçlü taleple karşılanmıştır.

Gelişmekte olan piyasaların önümüzdeki günlerde Ortadoğu'da bir süre sürmesi beklenen gerilimi yansısı Ağustos ayında yapılacak Amerikan Merkez Bankası (Fed) toplantısında alınacak kararlardan etkilenecek hareket etmesi beklenmektedir.

■ Dünya Borsaları

	30.06.2006	31.07.2006	(%) Değişim
AVRUPA			
Cac-40 (Fransa)	4.965	5.009	0,88
Dax (Almanya)	5.683	5.681	-0,03
FTSE-100 (İngiltere)	5.833	5.928	1,62
AMERİKA			
Nasdaq (ABD)	2.172	2.092	-3,6
Dow Jones (ABD)	11.150	11.200	0,44
Bovespa (Brezilya)	36.630	37.160	1,44
Merval (Arjantin)	1.711	1.687	-1,40
IPC (Meksika)	19.147	20.023	4,57
ASYA			
Nikkei (Japonya)	15.505	15.456	-0,31
Shanghai Comp (Çin)	1.672	1.697	1,49

Kaynak: Financial Times, Reuters

Temmuz ay başında yayınlanan ABD ekonomik verilerinin FED'in faiz artırım ihtimalini azaltmasıyla ABD'de borsa endeksleri Temmuz ayına yükselişe girmiştir. Piyasa petrokimya şirketlerinin ikinci çeyrekte yüksek kar edebilecekleri beklentisinden de etkilenmiş bu şirketlerin hisselerinde belirgin bir yükseliş gözlenmiştir. Avrupa'da ise borsalar ECB'nin ay başında faiz artırmama kararlarıyla bir miktar yükselmiştir. Bu arada Kuzey Kore'nin uzun menzilli füze denemeleri yapması Asya ve Japon borsalarında bir süre devam eden bir düşüş yaşanmasına neden olmuştur. ABD'de faiz artımlarına ara verileceği söylentileriyle gelişmiş ülke tahvillerine olan talebin artmaya başlaması hisse senedi piyasalarında genel bir düşüşe yol açmıştır. Sonrasında, Ortadoğu'da gerilimin artmasıyla Temmuz ayının ikinci haftasında Dow Jones Sanayi

Endeksi %3,1 düşerken, S&P 500 %2,6, Nasdaq ise %4,5 düşmüştür. Hisse senetleri göstergesi olarak baz şirketlerin düşük kar açıklamaları da ABD Borsaları'nın düşüşüne katkıda bulunmuştur. BoJ'un faiz artırma kararından fazla etkilenmeyen Tokyo Borsası Ortadoğu'da yaşanan gerginlik nedeniyle yükselen petrol fiyatlarının şirket karlarını olumsuz etkileyeceği endişesiyle düşmüş, gösterge Nikkei 225 endeksi %1,37 gerilemiştir. Avrupa ve ABD borsalarında aynı nedenden dolayı düşerken, petrol üreticisi şirketlerin hisselerinin değer kazanması düşüşleri sınırlamıştır. Ay ortasında açıklanan ABD sanayi üretimi ve kapasite kullanım verilerinin beklenenden üzerine çıkması ve bazı şirketlerden gelen kar açıklamaları, devam eden Ortadoğu gerginliğiyle birleşince ABD Borsaları'na şaşkın bir seyir izlemiştir. FED Başkanı Bernanke'nin Kongre'de yapacağı konuşma ile enflasyon verilerinin ve geçen ay yapılan FED toplantısının tutanaklarının açıklanmasının aynı tarihlere rastlamasıyla birden yoğunlaşan ABD ekonomi gündemi faiz artırımlarıyla ilgili net bir fikir edinebilme fırsatını yaratmıştır. Bu gelişmeler öncesinde ABD Borsaları Ortadoğu'daki çatışmalara rağmen fazla düşmeyip daha çok yatay seyretilmiş. Bernanke'nin konuşmasının FED'in faiz artırımlarındaki artışın hız keseceği şeklinde yorumlanmasında gelen borsa endekslerine yükselişinde yansımıştır. Ardından bu yükseliş kar realizasyonu fırsatı olarak değerlendirilmiştir. Bu arada ECB'nin faiz oranını %2,75'ten %3'e yükseltmesi ve yetkililerin büyümenin devam ettiriyenindeki açıklamaları Avrupa Borsaları'nda genel bir yükselişe neden olmuştur. Ay sonunda artarak yaşanmaya başlayan şirket bilançoları, ABD faiz oranlarıyla ilgili beklentilerin yanında endekslerin seyrini belirleyen önemli bir etken olmuştur.

Gelişmekte olan ülke borsaları ise Temmuz ayı başında piyasalarda FED'in faiz artırımında sonlara yaklaştığı beklentisinin gırtlık kazanmasıyla birlikte Brezilya önderliğinde yükselmiştir. Ancak ilerleyen günlerde Kuzey Kore ve Ortadoğu kaynaklı jeopolitik riskler petrol ve altın talebini artırmış; ham petrol fiyatları yükselirken, enerji fiyatlarındaki artışın şirketlerin karlılıklarını azaltacağı endişesiyle de tüm dünya borsalarında olduğu gibi gelişmekte olan ülke borsalarında da gerileme görülmüştür. İsrail- Lübnan arasında çatışmaların yaşandığı hafta Hindistan'ın finans merkezi Mumbai'de yaşanan patlamalar nedeniyle gelişmekte olan ülkeler arasında en fazla kayıplar veren ülkelerin başında Hindistan gelmiştir. ABD'de kişisel tüketim harcamaları endeksinin, ABD faiz oranlarının daha da yükseltilerek gelişmekte olan ülke piyasalarından çıkışlara yol açacağı yönündeki kaygı artırması da gelişmekte olan ülke borsalarındaki düşüşü desteklemiştir. Fakat ayın son günlerinde ABD'de açıklanan ekonomik verilerin faiz artırımına ara verileceği beklentisini yeniden güçlendirmesi gelişmekte olan ülke borsalarını olumlu etkilemiştir. Türkiye, Rusya ve Brezilya borsaları %1'in üzerinde yükselmiş; Latin Amerika borsaları yüksek kazançlar elde etmiştir. 8 Ağustos'ta yapılacak Fed toplantısından çıkacak kararlar ve Ortadoğu'daki gelişmelerin seyri finansal piyasalardaki nakit akışının yönü üzerinde belirleyici olacaktır.

IMF UZMAN RAPORU: TÜRK İYİ

IMF tarafından Temmuz 2006'da yayınlanan Türkiye raporunda Stand-by anlaşması çerçevesinde birinci ve ikinci gözden geçirmeye ilişkin olarak IMF uzmanları tarafından hazırlanan ve 28 Kasım 2005 tarihli rapora yer verilmiştir. Söz konusu raporun IMF uzmanları tarafından Türkiye ekonomisi hakkındaki görüşlerini içeren, bu görüşlerin IMF yönetim kurulunun görüşlerini yansıtmak zorunda olmadığı belirtilmiştir.

Temmuz 2006 tarihinde yayınlanan rapor içerdiği görüşler açısından kamuoyunun dikkatini çekti ve raporun geç açıklanması eleştirilere konu olmuştur. Söz konusu raporun ana başlıklar itibarıyla içerdiği vurgular aşağıda özetlenmiştir.

1-Büyüme ve Cari Açık

IMF tarafından hazırlanan raporda, 2005 ve 2006 yıllarında Türkiye ekonomisinin, potansiyel büyüme oranı olan, %5 oranında büyüyeceği öngörülmektedir.

Raporda cari açığın önemli bir sorun haline geldiği kamu sektörü tasarrufun azalırken özel sektör tasarrufunun artmakta olduğu vurgulanmış, cari açığın nedeni olarak özel sektör tasarrufındaki artış gösterilmiştir. Raporda cari açığın GSMH'ye oranının 2005 yılında %6; 2006'da %5,8; 2007'de %5,2 ve 2008'de %4,6 olması öngörülmektedir.

Dış kaynak kullanımında borç yaratan finansman kalemlerinin büyümesini koruduğu, dış tasarruflara bağımlılığın artmasının ekonominin kırılganlığını artırmakta olduğu özellikle belirtilirken, YTL'nin güçlenmesinin belli bir dönem için düzenli bir şekilde intibak sağladığı, ancak sermaye hareketlerinin bir anda tersine dönmesi durumunda YTL'nin ani değer kaybına uğrayacağı ve böyle bir durumda dış intibakın istikrarsız biçimde gerçekleşeceği özellikle vurgulanmıştır. Döviz kurundaki düzeltmenin çok hızlı olması halinde döviz cinsinden borçlanma ve vade uyumsuzluğuna bağlı olarak kamu kesimi ve özel sektör bilançoları hızlı biçimde bozulma gösterebileceği ifade edilmiştir. Türkiye'de politika yapıcı otoritelerin bu riskleri kabul ettiği ve aşağıda belirtilen faktörlerin bu riskleri yatıştırıcı etki yapacağını düşündükleri belirtilmiştir.

- Dalgalı kur rejiminin varlığı
- Kamu borç dinamiklerinde son yıllarda ortaya çıkan iyileşme
- Döviz rezervlerinin yüksekliği ve net dış borçlarda ortayarılan görece azalma
- Dış finansman kalitesindeki artış
- Bankacılık sektörünün öz kaynak yapısının güçlenmiş olması

IMF uzmanları bu faktörlerin etkisi altında bilançoların görece olarak iyileştiğini ancak kırılganlıkların hala yüksek olduğunu vurgulamaktadır.

2-Maliye Politikası

Türkiye'de iktisat politikası uygulayıcılarının faiz dışı fazla GSMH'ye oranının %6,5 olacağı konusunda kararlılıklarını teyit ettikleri ve 2006 bütçesinin %6,5'lük faiz dışı fazla hedefiyle tutarlı olduğu raporda belirtilmiştir. Türk Telekom ve Tüpraş özelleştirmelerinin birincil fazlaya katkısı göz önüne alınmadığında %6,5'lük faiz dışı fazla hedefi mali daralmadan azından GSMH'nin % 0,25'ine ulaşacağına işaret etmektedir. IMF uzmanlar, faiz dışı fazla konusundaki kararlılığı dikkate alarak sosyal güvenlik harçlarının GSMH'nin %4,5'ini aşması olasılığını ve tarımsal yardımlardaki planlanmayan artışların önemini özellikle vurgulamaktadırlar.

Raporda yapsal mali reformlar üç ana başlıkta ele alınmaktadır:

- Sosyal Güvenlik Reformu: Üç sosyal güvenlik kuruluşunun tek çatı altında toplanması ve sosyal güvenlik prim ödemelerine ilişkin endeks değişikliklerinin yapılması.
- Vergi Reformu: Şirketlerin vergilendirilmesi, kişisel gelirlerin vergilendirilmesi ve finansal kurumların vergilendirilmesiyle ilgili düzenlemelerin yapılması.
- Diğer Yapsal Mali Reformlar: Kamu Finansman Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nun Avrupa Birliği standartları çerçevesinde "iç kontrol kavramına fikri üzerine" işlenmesi, buna ek olarak yerel yönetimlerin borçlarının yeniden yapılandırılması.

3-Para ve Döviz Kuru Politikaları

Raporda, 2005 yılında enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi mümkün görünürken 2006 hedefinin gerçekleştirilmesinin mümkün görünmediği belirtilmiş ve bu çerçevede hizmet sektörü fiyatlarındaki katılık özellikle vurgulanmıştır.

Sadece 2005 yılında bakıldığında TCMB 21 milyar dolar rezerv biriktirdi, bunun sonucu olarak net uluslararası rezervler konusundaki performans kriterinin 13 milyar dolar olduğu ifade edilirken, rezervlerin kısa vadeli dış borçları karşılama oranının düşüklüğü dikkate alınarak, rezerv biriktirme konusundaki başarı performansını sürdürülmesi ve 2006 yılı boyunca net uluslararası rezervlerin 8,5 milyar artırılması konusunda IMF uzmanlarca görüş birliğine varıldığı belirtilmiştir.

Türkiye'de YTL'ye olan güven ve finansal derinlikteki artışa bağlı olarak para talebinin hızlı biçimde arttığı bu nedenle 2005 sonu parasal taban artışına ilişkin hedefin revize edilerek %17 yükseltildiği ifade edilmiştir.

4-Finansal Sektör

Bankacılık sektörünün finansal kurumları iyileşmesine rağmen (sektörün net karlarının hızlı biçimde artmasına, donuk kredilerin payının azalmasına ve sermaye yeterlilik rasyosunun yükselmesine rağmen) kredi hacminin artış oranının yüksekliği potansiyel kırılganlık kaynağı olarak değerlendirilmiştir. 2005 yılının ilk altı ayı itibarıyla kredi hacminin %22 oranında arttığı belirtilmiş ve bu artışın bir yandan cari açığı artırıcı etki yaparken diğer yandan reel ve finansal aktif fiyatlarında şişkinliğe yol açtığı ve donuk kredileri artırıcı etki yaptığı görüşüne yer verilmiştir. Bunun yanı sıra en kötü senaryo çerçevesinde tahmin edilen muhtemel bir finansal krizin kredi hacmindeki artışın bir sonucu olarak ortaya çıkabileceği ifade edilmiştir. Kredi hacmindeki artışın yarattığı risk derecesinin tam olarak ölçülmesinin mümkün olmasından dolayı yapılan bazı çalışmaların kredi hacmindeki artışın %35'e ulaşmasının bir bankacılık krizi ile sonuçlandığını gösterdiğine yer verilmiş ve bu nedenle Avrupa Birliği'ne yeni katılan ülkelerin kredi hacmindeki artışını önlemek amacıyla aldıkları önlemlerin neler olduğunun son derece önem taşıdığı vurgulanmıştır. Bu önlemlerin mali önlemler, parasal önlemler ve denetim gözetleme önlemleri olmak üzere üç başlıkta ele alınabileceği ifade edilmiş ve Türkiye'ye bakıldığında kredi hacminin geliştirilmesinin azaltılması konusunda maliye ve para politikasının rolü ile yapılabileceklerin bu politikaların yürütülüş biçimi ve taahhütleri itibarıyla son derece önemli olduğu belirtilmiştir. Bu nedenle kredi hacmi artırmanın sınırlandırılmasında en önemli görevin BDDK'ya düşüğü söylenmiştir. Bankaların YTL fon kaynaklarının kısa vadeli olması ve dış kaynak kullanımının giderek artması bankalar arasında mevduat konusundaki rekabetin kar marjları üzerinde baskı yaratması nedeniyle IMF uzmanları iki noktayı özellikle çizmektedir: BDDK, bankaların kredi onaylama süreçlerini ve döviz operasyonlarıyla ilgili bilanço içi ve bilanço dışı işlemlerini yakından izlemelidir.

5-Yatırım Ortamı

Raporda yatırım ortamının iyileştirmesine yönelik olarak özellikle konusundaki başlıca dikkat çekilmekte ve doğrudan yatırımları artırıcı bir kaynak olarak "Yerli Olmayanlara Gayrimenkul Sat Alım Hakkında Düzenleyen Kanununun" değiştirilecek olması vurgulanmaktadır.

NİYET MEKTUBU

IMF İcra Direktörleri Kurulu 28 Temmuz'da Türkiye ile olan stand-by düzenlemesinin 3 ve 4'üncü gözden geçirmelerini onaylayarak, 1.9 milyar dolar (1.3 milyar SDR) tutarındaki kredi dilimini serbest bırakmıştır.

Niyet mektubunda program kapsamında ekonomik performans güçlü bir seyir izlediği, enflasyon hedeflerinin üst üste dört yıl tutturulduğu, öngörülenin üzerinde gerçekleşen cari açığın petrol fiyatlamadan kaynaklandığı, ancak bu açığın önemli ölçüde artan dışardan yabancı yatırımlar da dahil olmak üzere rekor düzeyde sermaye girişi ile fazlasıyla finanse edildiği, kamu net borç stokunun zayıf bir şekilde düştüğü ve toplam kamu açığının GSMH'ye oranının % 2,5'in altına indiği vurgulanmıştır. Geçtiğimiz haftalarda küresel mali piyasalarda likiditenin önemli ölçüde daralması sonucu yaşanan dalgalanmadan görece yüksek çarpan Nisan ve Mayıs aylarındaki olumsuz enflasyon rakamlarından dolayı en çok Türkiye'nin etkilendiği belirtilerek, küresel likiditedeki bu değişimin kalıcı olduğu varsayımıyla hareket edilerek politikalarda gereken uyarılar yapılabileceği taahhüt edilmiştir. Bu kapsamda kamu harcamalarını kontrol eden önlemlerle mali pozisyonun güçlendirildiği ve Merkez Bankasının para politikasını sıkılaştırmak yönünde harekete geçtiği ifade edilmiştir. Program hedeflerinin güvence altına alınması için, politikaların daha da sıklaştırılması dahil olmak üzere gelecekte oluşabilecek piyasa dalgalanmalarına karşı gereken tedbirleri aktif ve esnek biçimde alma konusunda kararlı olduğu ifade edilmiştir. Mektupta, sürdürülmekte olan politikalar sonucunda program hedeflerinin pek çoğuna ulaşıldığı vurgulanarak, gözden geçirmelerin kriterlerin hangi aşamada olduğu ve önümüzdeki dönem için öngörülen reform ve uygulamaların bir takvim verilmiştir.

Para Politikası

- ▶ İşlenmemiş gıda, uluslararası emtia ve hizmet sektörü fiyatlarındaki artışlara ek olarak YTL'deki değer kaybına bağlı fiyat artışları neticesinde yıllık enflasyonun Haziran'da %10,12 ile %8,5'lik üst limitin üzerinde gerçekleştiği ve bunun sonucunda güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidildiği ifade edilmiştir. 400 baz puanlık faiz artırımına ek olarak piyasadaki fazla likiditenin likidite piyasası ile çekildiği belirtilirken gerektiğinde para politikasının daha da sıklaştırılabileceği ve bu amaçla mevcut araçlara ek olarak sterilizasyon işlemlerinin etkinliğini artıracak ilave araçların geliştirilmesinin planlandığı vurgulanmıştır.
- ▶ Uluslararası rezerv biriktirmenin Merkez Bankası'ndan önemli bir hedef olduğu ve uygun koşulların oluşması halinde Merkez Bankasının döviz alımlarına tekrar başlayacağı, ayrıca oluşabilecek para oynaklıklarına da müdahale edilebileceği belirtilmiştir.
- ▶ Program çerçevesinde performans kriteri niteliğinde olan net uluslararası rezervlerin seviyesine ilişkin belirlenmiş alt sınır 30 Haziran 2006 tarihi itibarıyla 19,9 milyar dolar olup gerçekleşen 30,7 milyar dolar olmuştur.

Kamu Maliyesi

- ▶ Programda öngörülen, sosyal güvenlik reformu, gelir vergisi reformunun uygulanması ve kurumlar vergisi gibi başlıca kamu maliyesi reformlarının tamamlanacağı Niyet Mektubu'nda vurgulanmıştır. Vergi reformu çerçevesinde gelir reformunun ikinci aşamasına ilişkin tasamın Eylül 2006 sonuna kadar TBMM'ye sunulması ve Aralık 2006 sonuna kadar da kabul edilmesi öngörülmüştür. Kamu gelirleri açısından herhangi bir tevkif ve vergi uygulamalarından kaçınılacağı özellikle belirtilmiştir. Tekstil sektöründe KDV indirimi yapmanın gerekçesi olarak, başlıca bulunan sektörün rahatlatılması belirtilmiştir. İleriye dönük olarak vergi gelirlerini azaltacak bir düzenlemenin uygulanmayacağına taahhüt edilmesi IMF'nin bu konudaki hassasiyetini göstermektedir. Vergi gelirlerinde herhangi bir düşüş yaşanması durumunda ek önlemlerin hayata geçirilebileceği de ayrıca belirtilmiştir.
- ▶ Niyet mektubunda vergi idaresini güçlendirmeye yönelik çalışmaların hızlandıracağı belirtilerek, bu amaçla Gelir İdaresi Başkanlığı'nın (GİB) işlevsel olarak yeniden yapılandırılmasının Temmuz ay sonuna kadar tamamlanması ve Gelir Politikalar Genel Müdürlüğü'nün, vergi analizlerinin gündelik sorumluluğunu üstlenecek yeterli sayıda teknik personelin atanması da dahil olmak üzere, tamamen operasyonel hale getirilmesi amacıyla Temmuz sonuna kadar gerekli adımların atacağı kaydedilmiştir.

- ▶ 2005 yılı sonundaki faiz dışı fazla hedeflerin altında kalmasının nedeni olarak sosyal güvenlik kuruluşlarının zayıf performansı ve KİT'lere yapılan transferler olarak gösterilmiştir. KİT'lerin zayıf performans ise özellikle TMO'nun öngörülenden fazla tahallümlerine bağlanmıştır. Merkezi Yönetim Bütçesinin 2006 yılının ilk beş aylık performansının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine rağmen IMF'in özellikle harcama kanadında tedbirlerin yoğunlaştırarak uygulanması talep ettiği görülmektedir. Bu çerçevede, dış harcamalarda 2 milyar YTL tasarruf sağlanması, Bütçe ödeneklerine 1.3 milyar YTL blokaj uygulanması sosyal güvenlik dışındaki harcamalara üstün getirilmesi planlanmaktadır. Buna göre sosyal güvenlik dışındaki harcamalar, 30 Eylül sonuna kadar 123.3 milyar YTL, yıl sonu itibarıyla 168.6 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.
- ▶ Niyet mektubunda, sosyal güvenlik reformunun, bu alandaki kontrol edilmesi ve maliye politikasının sürdürülebilirliğinin muhafaza edilmesi bakımından hayati öneme sahip olduğunu altı çizilerek, yeni sosyal sigorta parametrelerinin zamanında yerine getirilmesi için gerekli idari altyapı oluşturulmasını temin etmek amacıyla, üç sosyal güvenlik kuruluşunun birleştirilmesine yönelik kilometre taşları belirlendiği belirtilmiştir. Sağlık hizmetlerinin maliyet açısından daha etkin hale getirilmesi ve sosyal güvenlik ağının GSMH'nin %4,5'ini kapsamaması için aile hekimliği ve sevk sisteminin uygulamaya konulması katkı payı alınmaksızın sağlanan sağlık hizmetlerinin sadece gerçekten mali açıdan katkı payı ödeme gücü olmayanlar tarafından tutulması da dahil olmak üzere diğer reformlardaki ilerlemelerin hızlandırılması kaydedilen niyet mektubunda, tüm bunların, genel sağlık sigortasının uygulamaya konulacağı 2007 yılı başından önce yapılacağı belirtilmiştir. Mektupta, sosyal güvenlik gelirlerini artırmak amacıyla, sosyal güvenlik prim alacakları yeniden yapılandırılmasına ilişkin kanunun ve yeni sosyal güvenlik kurumunun prim tahsilat kapasitesini güçlendirmeye yönelik önlemlerin uygulanmasının yakından izleneceği vurgulanmıştır.

Mali Sektör

- ▶ Banka dışı kurumların denetiminin yakın zamanda BDDK'ya devredilmesi denetim faaliyetlerinin birleştirilmesi açısından bir ilerleme olarak nitelendirilmiştir ve finansal denetimin daha entegre bir yapıya kavuşturulması bir sonraki aşama olarak tanımlanmıştır. Bu entegrasyonun faydalarını değerlendirmesi için bir komisyon kurulmuş ve bu komisyonun 2007 yılından önce çalışmalarını tamamlayacağı belirtilmiştir.
- ▶ Kamu bankalarının özelleştirilmesi yönündeki hazırlıkların devam ettiği, yapılan çalışmalar doğrultusunda Halkbank'ın özelleştirilmesine ilişkin açıklamaların Temmuz sonuna kadar yapılacağı belirtilmiştir. Bu konuda Özelleştirme İdaresi tarafından 31 Temmuzda yapılan açıklamada "Banka'daki kamu hisselerinin özelleştirme kapsam ve programı alınmasına ve blok satış suretiyle özelleştirilmesine ilişkin Karar taslağı, Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun onayına sunulmuştur" açıklaması yapılmıştır.
- ▶ Kısa dönemde yasalaşması beklenen konut finansman sistemine ilişkin kanunun yürürlüğe girme tarihini takiben ilk altı ay boyunca sadece bankaların konut finansman kredisi kullanabileceği belirtilmiştir. Kredilerin denetimi için ikili bir yapı düzenlenmiş BDDK'nın denetimine tabi kurumların kredilerinin BDDK, mali olmayan şirketlerin sahip olduğu konut finansman şirketlerinin ve ipotek finansman kuruluşlarının kredilerinin de SPK tarafından denetlenmesine yer verilmiştir.
- ▶ TMSF'nin giderek mevduat sigortası kuruluşu olma olan asli fonksiyonuna daha fazla odaklanarak 2007 yılının sonuna kadar portföyünde yer alan şirketlerdeki paylarını ve henüz satılmayan bankaların riskli varlıklarını da dahil tüm varlıklarını satacağı, böylece Hazineyle olan borç ilişkisinin de çözüme kavuşacağı belirtilmiştir.

Yatırım Ortamı

- ▶ Yatırım ortamının düzeltilmesine yönelik kurumsal yönetime güçlendirecek yeni Türk Ticaret Kanununa ilişkin yasal düzenlemelerin TBMM'ye sunulduğu belirtilen Niyet Mektubu'nda yatırım önündeki engellerin kaldırılması ve lisanslama, tescil gibi işlemlerin hızlandırılması vurgulanmıştır. Bu durum son dönemde büyük oranda artıran yabancı yatırımları ve yurtiçi yatırımları teşvik edici bir gelişmedir.
- ▶ Niyet Mektubu'nda Özelleştirme İdaresi portföyündeki diğer kamu sermayeli kuruluşlarının da özelleştirme çalışmalarının devam edilmesi hedefleri belirtilirken elektrik dağıtım şirketlerinin özelleştirilmesine bu yıl içinde başlanacağı vurgulanmıştır.

IMF'ye Taahhüt Edilen Yapısal Ve Performans Kriterleri	Uygulama Takvimi
Harcama programla uyumlu hale getirilmesi amacıyla mali tedbirler alınması	İcra Direktörleri Kurulu toplantısından beş gün önce
Kurumlar Vergisi Kanunu'nun TBMM'de kabul edilmesi	İcra Direktörleri Kurulu toplantısından beş gün önce
Mali danışman firmaların Halk Bankası'nın özelleştirilmesinde nasıl ilerleneceğine ilişkin önerilerini tamamlaması	İcra Direktörleri Kurulu toplantısından beş gün önce
Kamu kesimi alacakları için yeni af getirilmemesi	Sürekli Performans Kriteri
Uzman pozisyonları ve atıl istihdamın giderilmesinde hedeflenen işlemlere yönelik Hazine onayına tabi sınırlı istisnalar hariç her bir işletmede şiften ayrılanların en fazla yüzde 10'u kadar yeni personel alınması yapılması	Sürekli Yapısal Kriter
Maktu vergilerin ve KDV fiyatlarının 2006 yılı program varsayımları ile uyumlu olması	Sürekli Yapısal Kriter
Gelir İdaresinin fonksiyonel yeniden yapılandırılmasının yerel vergi dairelerinin yeniden örgütlenmesini de içerecek şekilde tamamlanması	Yapısal Kriter, Temmuz 2006 sonu
Maliye Bakanlığı bünyesinde bir gelir politikası biriminin işlevsel hale getirilmesi	Yapısal kriter, Temmuz 2006 sonu
Gelir vergisi reformunun ikinci aşamasına ilişkin kanun tasarılarının TBMM'ye sunulması	Performans Kriteri, Eylül 2006 sonu
Gelir İdaresi bünyesinde büyük vergi mükellefleri biriminin kurulması	Yapısal Kriter, Aralık 2006 sonu
Gelir vergisi reformunun ikinci aşamasına ilişkin kanun tasarılarının TBMM'de kabul edilmesi	Performans Kriteri, Aralık 2006 sonu
Kamu bankalarına özgü imtiyaz ve yükümlülüklerin, kamu olarak kaldırılmasına yönelik takvimin kabul edilmesi	Yapısal Kriter, Temmuz 2006
Kamu bankalarının özelleştirilmesine ilişkin ayrıntılı takvim ve yöntemlerin açıklanması	Yapısal Kriter, Temmuz 2006
Bankacılık Kanunu'na ilişkin uygulama yönetmeliklerinin tamamlanması	Yapısal Kriter, Ağustos 2006 sonu

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	2006 HEDEF
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	430.511	487.202	107.193 (2006 I. Çeyrek)	536.259
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	300.6	361.5	80.4 (2006 I. Çeyrek)	364.9
Kişi Başına GSYİH (Dolar)	4.187	5.016		4.981
GSYİH Büyüme Oranı (%)	8,9	7,4	6,4 (2006 I. Çeyrek)	5,0
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değişim Oranı (%)	9,9	5,3	9,0 (Mayıs-2006)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81,5	80,3	83,2 (Haziran-2006)	
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	9,9 (Nisan-2006)	10,0
Fiyat Gelişmeleri				
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	11,69 (Temmuz 2006)	5,0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	14,34 (Temmuz 2006)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)				
M1	28.793	41.759	44.732 (21.07.2006)	
M2	108.539	153.146	17.602 (21.07.2006)	
M2Y	184.404	229.587	26.597 (21.07.2006)	
Emisyon	13.465	19.612	22.366 (03.08.2006)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	57.134 (28.07.2006)	
Döviz Kuru				
Dolar/YTL	1.3421	1.3430	1.4899 (04.08.2006)	
Euro/YTL	1.8268	1.5904	1.9059 (04.08.2006)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.7487	2.5676	2.9574 (04.08.2006)	
Euro/Dolar	1.3612	1.1842	1,2871 (04.08.2006)	
Dolar/Yen	102.68	117.88	114.73 (04.08.2006)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	147.1 (Temmuz.2006)	
Faiz Oranları				
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	17,50	
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	17,60 (07.08.2006)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)				
Cari İşlemler Ağı	-15.543	-22.852	-16.552 (Ocak - Mayıs)	-22.000
İthalat	97.540	116.048	65.196 (Ocak - Haziran)	124.400
İhracat	63.167	73.122	39.461 (Ocak - Haziran)	79.000
Dış Ticaret Ağı	-34.373	-42.926	-25.735 (Ocak - Haziran)	-45.400
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)				
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	84.021 (Ocak - Haziran)	163.041
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	81.599 (Ocak - Haziran)	172.244
Bütçe Ağı	-30.300	-9.743	2.423 (Ocak - Haziran)	9.203
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	25.298 (Ocak - Haziran)	37.057
Borç Stoku Göstergeleri				
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku (milyar YTL)	224.5	244.8	249.1 (Haziran-2006)	
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (milyar YTL)	92.0	86.8	102.8 (Haziran-2006)	
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5		
İMKB				
İMKB-100	24.971	39.777	36.159 (04.08.2006)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
(Milyon YTL)	2004	2005	Nis.06	May.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	413.215	444.226
Nakit Rezervler	32.867	46.751	37.826	41.059
Krediler	99.396	149.937	168.968	187.244
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	150.037	160.676
Mevduat	191.065	243.121	254.738	280.374
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	101.861	111.707
Özkaynaklar	45.975	53.733	56.616	52.145
Net Dönem Karı	6.337	5.711	3.502	4.204
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	66,3	66,7
Men. Değ. Port. / Mevduat	64,7	58,8	58,9	57,3
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	6,2	7,6
Aktif Karlılık	2,0	1,4	0,8	0,9
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	23,1	19,4

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	438,00	513,70	648,75	(04.08.2006)
Petrol (Varil) \$	40,40	58,70	75,46	(04.08.2006)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.077	(04.08.2006)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	11.221	(04.08.2006)
NIKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	15.499	(04.08.2006)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	5.723	(04.08.2006)
BOVESPA (BRİZYA)	29.196	31.916	37.847	(04.08.2006)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.683	(04.08.2006)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	4,909	(04.08.2006)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7,537	(07.08.2006)
Eurobond Spread'leri (Puan)				
Türkiye	270	214	246	(Temmuz 2006)
Arjantin	4.811	498	343	(Temmuz 2006)
Rusya	222	109	112	(Temmuz 2006)
Brezilya	421	285	222	(Temmuz 2006)
Meksika	168	123	120	(Temmuz 2006)

Ekonomik Araştırmalar Birimi

Hülya Yılmaz	Servis Yöneticisi	hulyayilmaz@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 84
Rukiye Alçkaya	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 yorumlanmamıştır.