

# EKONOMİK GÖRÜNÜM

## TEMMUZ 2006

### REEL SEKTÖR

#### ► 2006 Yılı I. Çeyrek GSYİH Sonuçları

Üretim Yöntemine Göre GSYİH Özet Sonuçları				
	Cari Fiyatlarla Milyon ABD Doları	Gelişme Hızı (%)	Sabit Fiyatlarla (YTL)	Gelişme Hızı (%)
2004-I	60.798	45,1	28.130.674	11,8
2004-II	65.820	26,3	32.935.469	14,4
2004-III	91.209	14,9	42.196.343	5,3
2004-IV	82.750	21,9	33.430.094	6,3
2004 Yıllık	300.578	24,6	136.692.580	8,9
2005-I	71.440	17,5	29.982.978	6,6
2005-II	80.758	22,7	34.747.900	5,5
2005-III	111.353	22,1	45.450.941	7,7
2005-IV	97.919	18,1	36.598.903	9,5
2005 Yıllık	361.470	20,3	146.780.723	7,4
2006-I	80.416	12,6	31.895.564	6,4

Kaynak : TÜİK

Türkiye, 2001 krizinin ardından 2002 yılından itibaren yakaladığı yüksek oranlı büyüme performansı ile 2005-2005 yılları arasındaki dört yıllık süreçte ortalama büyüme oranını %7,5'e yükseltmiştir. Yakalanan bu büyüme performansı 2006 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiş, sözkonusu dönemde GSYİH reel olarak %6,4; GSMH %6,3 oranında büyümüştür. Bu büyüme oranlarıyla 31,9 milyon YTL (80,4 milyar ABD doları) tutarında GSYİH elde edilmiştir.

2006 yılının ilk çeyreğinde beklentilerin üzerinde gerçekleşen büyüme oranlarına 2005 yılında yaşanan trendin devamıyla inşaat sektöründe yaşanan canlılık ve bu canlılığın da etkisiyle artan nihai tüketim harcamalarının önemli katkısı olmuştur. Sanayi sektöründe gerçekleşen büyüme performansının etkisiyle ticaret ve ulaştırma sektörlerinde yakalanan yüksek büyüme oranları da ilk çeyrek büyümesine katkıda

bulunmuştur.

#### Üretim Yönünden Değerlendirme

Sektörel Büyüme Hızları (%) (1987 Fiyatlarıyla)					
Sektörler	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2004 I. Dönem	2005 I. Dönem	2006 I. Dönem
Tarım	2,0	5,6	2,7	4,3	0,6
Sanayi	9,4	6,5	10,4	6,6	4,5
İnşaat	4,6	21,5	12,7	20,6	25,9
Ticaret	12,8	7,4	17,9	7,0	7,4
Ulaştırma ve Haberleşme	6,8	8,8	5,4	6,8	4,0
Mali Kuruluşlar	1,1	-0,2	0,6	0,7	-0,5
Konut sahipliği	1,8	1,5	1,8	1,3	2,0
Serbest Meslek ve Hizmetler	8,0	7,4	10,3	6,7	5,8
Devlet Hizmetleri	1,2	0,8	1,4	-0,3	1,6
Kar Amacı Olmayan Kuruluşlar	0,2	-0,2	0,9	-1,3	1,0
İthalat Vergisi	26,2	12,2	38,1	8,7	14,7
GSYİH	8,9	7,4	11,8	6,6	6,4
GSMH	9,9	7,6	13,9	7,5	6,3

Kaynak : TÜİK

2005 yılının son çeyreği itibarıyla üretim yönünden yapılan değerlendirmede, mali kuruluşlar sektöründeki %0,5'lik daralma haricinde diğer sektörlerde büyüme gerçekleştiği görülmektedir. Sektörler arasında en yüksek büyüme oranının %25,9 ile inşaat sektöründe gerçekleşmesi, inşaatın GSYİH içerisinde %4,4 gibi düşük bir oranda payı olmasına rağmen canlılık sağladığı birçok alt sektör ve istihdama katkısı nedeniyle önemlidir. İnşaat sektörünün büyümeye katkısı 1,1 puan olarak gerçekleşmiştir.

Yılın ilk üç aylık döneminde sanayi sektörü büyümesi %4,5 ile GSYİH büyümesinin gerisinde kalsa da, GSYİH içerisindeki payı nedeniyle büyümeye 1,5 puanla ticaret sektörünün ardından en fazla katkı sağlayan sektördür.

Sanayi sektöründe görece yüksek büyüme ve inşaat sektöründeki canlılık, ticaret ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinde de reel olarak sırasıyla %7,4 ve %4 oranlarında yüksek büyüme rakamlarının elde edilmesine imkan vermiştir. GSYİH içerisinde %23,9 ile sanayi sektörünün ardından en fazla paya sahip olan ve yüksek büyüme performansı yakalayan ticaret sektörü, GSYİH büyümesine 1,8 puanla en fazla katkıyı yapan sektör olmuştur.

Tarım sektöründe yılın ilk üç aylık döneminde %0,6 oranında büyüme gerçekleşmiş ve büyümeye katkısı hemen hemen olmamıştır. Tarım sektöründe bu denli düşük üretim artışı gerçekleşmesi dikkat çekici olup, veri toplamadaki eksiklikler nedeniyle, geçen yıl olduğu gibi bu yıl da önümüzdeki dönemlerde revizyon yapılması ve daha yüksek gerçek rakamların açıklanması sözkonusu olabilecektir.

Yılın ilk üç aylık döneminde konut sahipliği %2; serbest meslek ve hizmetler %5,8 oranında artarken, mali kuruluşlar sektörü %0,5 oranında küçülmüştür. Değerli YTL nedeniyle canlı iç talebin görece olarak ucuzlayan ithal mallara yönelmesi, sanayide kullanılan enerji ve ara malları nedeniyle yüksek gerçekleşen ithalat rakamları, ithalat vergilerinin %14,7 oranında büyümesine ve GSYİH büyümesine 1,3 puan katkı yapmasına neden olmuştur.

#### Harcamalar Yönünden Değerlendirme

Harcamalar Yönünden Değerlendirme (1987 Fiyatlarıyla)					
Harcama Bileşenlerinin Büyüme Oranları (%)					
Harcama Bileşenleri	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2004 I. Dönem	2005 I. Dönem	2006 I. Dönem
Özel Nihai Tüketim Harcamaları	10,1	8,8	12,4	4,1	8,4
Gıda ve İçki	2,8	8,2	5,3	3,3	6,5
Dayanıklı Tüketim Malları	29,7	15,0	48,0	3,2	13,5
Yarı Dayanıklı ve Dayanısız Tüketim Malları	18,8	12,9	8,2	9,0	12,8
Enerji, Ulaştırma, Haberleşme	0,3	-0,1	-3,7	0,5	2,5
Hizmetler	9,3	7,8	11,5	6,5	5,9
Konut Sahipliği	1,8	1,5	1,8	1,3	2,0
Devletin Nihai Tüketim Harcamaları	0,5	2,4	2,5	4,4	8,1
Gayrisafi Sabit Sermaye Oluşumu	32,4	24,0	57,6	10,3	30,5
Kamu Sektörü	-4,7	25,9	-5,9	30,7	34,6
Özel Sektör	45,5	23,6	65,5	8,8	30,2
Stok Değişimleri	14,7	-30,3	29,5	6,3	-43,9
Mal ve Hizmet İhracatı	12,5	8,5	10,9	14,0	3,5
Mal ve Hizmet İthalatı	24,7	11,5	31,3	10,6	8,2
GSYİH	8,9	7,4	11,8	6,6	6,4

Kaynak : TÜİK

2006 yılının ilk çeyreğinde GSYİH büyümesine en büyük katkı 7.8 puanla gayri safi sabit sermaye yatırımlarından gelmiştir. Sözkonusu dönemde özel sektör yatırım harcamaları %30,2'lik büyüme oranıyla GSYİH büyümesine 7.1 puan; kamu sektörü yatırım harcamaları ise %34,6'lık büyümeyle 0.7 puan katkı yapmıştır. Özel sektörün makine-teçhizat yatırımlarındaki büyüme %32,8 olarak gerçekleşirken, sözkonusu yatırımların büyümeye katkısı 5,7 puan olmuştur. Özel sektörün bina inşaatları ise %22,8 oranında artmış ve büyümeye 1,4 puan katkı yapmıştır. Yatırımlardaki artış trendi yatırımcıların ekonomik ortamdaki iyileşmenin süreceğine yönelik beklentilerinin sürmesiyle ve iç talepteki canlılıkla desteklenmiştir.

Harcamalar tarafında büyümeye 6.1 puan ile ikinci en büyük katkı %8,4 büyüyen özel nihai tüketim harcamalarından gelmiştir. Ekonomik ortamda yakalanan istikrar, tüketicilerin geleceğe yönelik beklentilerinin iyileşmesi, cazip banka kredileri sayesinde konut ve otomotiv gibi dayanıklı tüketim mallarına yönelik talebin çok güçlü olması, dayanıklı tüketim mallarının %13,5 büyüyerek GSYİH büyümesine 2.3 puan katkı yapmasını sağlamıştır. Yarı dayanıklı ve dayanısız tüketim malları büyümesi, %12,5; gıda ve içki harcamaları büyümesi %6,5 olmuştur.

Devletin nihai tüketim harcamaları %8,1 büyüyerek GSYİH büyümesine 0.5 puan katkı sağlamıştır. Devlet harcamalarının %65,5'lik bölümünü oluşturan maaş ve ücret harcamaları %1,6 oranında büyürken, diğer cari harcamaları %23,1 oranında büyümüştür.

2005 yılının ilk çeyreğinde GSYİH içinde %10 paya sahip olan stoklar 2006 yılının aynı döneminde gerilemiş ve GSYİH içerisindeki payı %5,3 olarak gerçekleşmiştir. Stoklardaki bu gerileme GSYİH büyümesini 4.6 puan daraltmıştır.

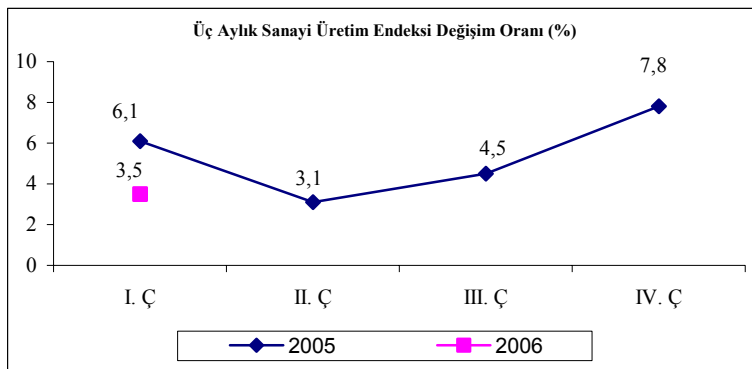
İhracat %3,5 oranında artarken, ithalat %8,2 oranında artmıştır. İthalat artış oranının ihracat artış oranından daha yüksek olması nedeniyle net ihracat GSYİH büyümesini 3 puan daraltmıştır. Türkiye'nin mallarını ihraç ettiği pazarların büyüme performansında bir gerileme olmamasına rağmen TL'nin aşırı değerli olması, işgücü ve enerji üzerindeki yüksek vergi yükü, Çin etkisi gibi nedenlerle net ihracatın GSYİH büyümesine katkısı negatif olmuştur.

2006 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen büyüme performansının ikinci çeyrekte de devam etmesi; ancak piyasalarda Mayıs ayında meydana gelen dalgalanmaların etkisiyle ortaya çıkan olumsuzlukların hissedilmesiyle birlikte yılın kalan kısmında sürdürülmesinin zorlaşması gündeme gelebilecektir. İkinci çeyrek büyüme rakamlarının göstergesi niteliğinde Nisan ve Mayıs ayına ilişkin açıklanan veriler, tüketim ve yatırımlarda büyümenin sürdüğünü ve beklentilerde önemli bir bozulma olmadığını göstermektedir. Piyasalardaki dalgalanmaların etkisinin sektörlere yansımalarının belli bir süre sonra ortaya çıkması ve Mayıs ayında dalgalanmaların uzun süreli olmayacağı ve döviz kurlarının piyasa dengelerini bozmayacak bir seviyede dengeye ulaşacağı yönündeki iyimser beklentiler, verilerin trendinde bir değişiklik olmamasını sağlamıştır. Ancak dalgalanmanın sürmesi ve döviz fiyatlarının denge seviyelerinin, dalgalanmanın ilk günlerine göre önemli oranda yükselmesi, gerek üretim gerekse tüketim kararlarının yeniden değerlendirilmesini ve trendde bir değişikliği ortaya çıkarabilecektir. Cazip koşulları nedeniyle yurtdışından ve yabancı para cinsinden kredi kullanarak üretim faaliyetlerini finanse eden özel sektörün borç yükünün artması, sektörü zora sokacak bir gelişmedir. Kurlardaki yükselişle birlikte ihracat imkanı artabilecek, ancak ithal ara malı kullanımının yaygın olması nedeniyle bazı sektörlerde ihracat artışı maliyetlerdeki artış nedeniyle arzu edilen düzeyde gerçekleşemeyecektir. Gelirlerindeki artıştan ziyade banka kredileri ile tüketim harcamalarını finanse eden tüketici kesiminin, son dalgalanmaların ardından gelen faiz artırımları sonucunda tüketimlerini kısımları ile iç talebin daralması beklenmektedir. 2005 yılından beri ticarete konu mal üreten sektörlerdeki katma değer artışının ve ihracat artışının değil de özel tüketim harcamaları artışının desteklediği büyüme rakamlarında yılın ikinci yarısında bir gerileme görülmesi şaşırtıcı olmayacaktır.

Dört yıldır ulaşılan başarılı büyüme performansının sürdürülmesi ve büyümenin istihdam yaratan bir yapıya kavuşturulması için sektörler bazında bazı düzenlemelerin yapılması sık sık dile getirilmektedir. Bir dönüşüm sürecinden geçen Türkiye ekonomisinin bu dönüşümü sağlıklı bir şekilde ve vakit kaybetmeden gerçekleştirmesi önemlidir. Yaşanan dalgalanmalar ekonominin bu dönüşüm sürecini zora sokmuş olsa da, reform çalışmalarının devamının ileriki dönemlerdeki büyüme performansı açısından önemi artmıştır.

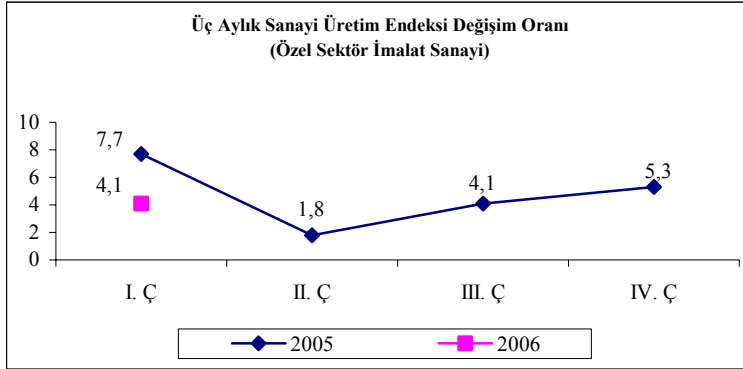
Yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik faaliyetlerin hızlandırılması, kayıtdışı ekonomik faaliyetlerin önlenmesi için daha etkin önlemlerin alınması, katma değeri yüksek ve ticarete konu mal üretiminin artırılarak ihracata dayalı bir büyüme modeline geçilmesi, Türkiye ekonomisinin sürekli büyümesini sağlayacaktır. İleriki sayfalarda kısa özetini yer alan 2007-2013 dönemini kapsayan 9. Kalkınma Planında ekonominin büyüme ve istihdam yaratma kapasitesini artıracak ve küresel rekabet ortamına uyumunu kolaylaştıracak önlemler ayrıntılı olarak incelenmiştir. Plan hedeflerinin gerçekleştirilmesi için gerekli adımların atılması ve çalışmaların hızlandırılması, Türkiye'nin son yıllarda %7'nin üzerine çıkardığı büyüme oranlarının sürdürülmesi; istihdam ve cari açık gibi kronik sorunlarının çözülmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

### ► 2006 Yılı İlk Çeyrek Sanayi Üretim Endeksi



Sanayi üretim endeksi (1997=100), yılın birinci üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %3,5 oranında artarak 124,5 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılının aynı döneminde üretim artışı, 2004 yılındaki hızlı yükselişin yarattığı baz etkisine rağmen bu yıl gerçekleşen performansın üzerinde %6,1 olmuştu. Sanayi üretim endeksinde %86,92

oranındaki payıyla endeksin seyrini belirleyen imalat sanayiinde %2,8'lik; madencilik sektöründe %4,1'lik; elektrik, gaz ve su sektörlerinde ise %8,5'lik üretim artışları gerçekleşmiştir.

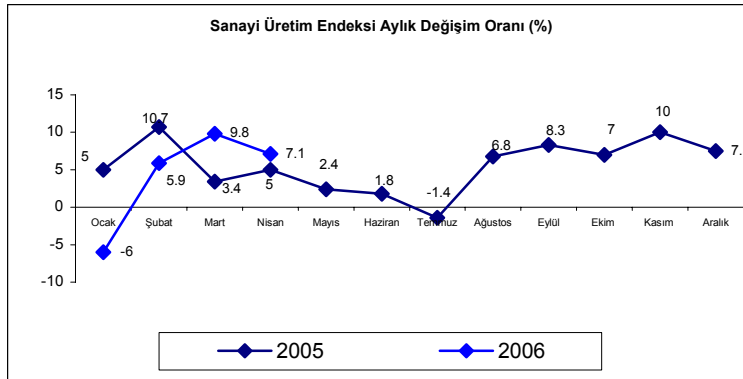


Yılın ilk üç aylık döneminde sanayi üretiminde geçen yılın aynı dönemine göre kaydedilen düşük performans, imalat sanayiinde de yaşanmıştır. 2005 yılının aynı döneminde %7,7 oranında üretim artışı kaydeden özel sektör imalat sanayii, 2006 yılının aynı döneminde %4,1 oranında üretim artışı gerçekleştirebilmiş, kamuda ise %4,8'lik üretim kaybı yaşanmıştır.

Geçen yılın aynı dönemine göre imalat sanayi alt sektörlerinden kimyada

%15,2'lik, makine teçhizatı %13,2'lik, taşıt araçlarında %11,8'lik, metalik olmayan diğer minerallerde %8,6'lik, deride %24,9'luk, gıdada %6,8'lik üretim artışları endeksin yükselişine katkı sağlamış; tekstilde %10,5'lik, giyimde %11,6'lık, kağıtta %25,9'luk, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünlerinde %10,4'lük ve plastik-kauçukta %5,7'lik üretim gerilemeleri endeksteki artışı sınırlandırmıştır.

#### ► Nisan Ayı Sanayi Üretim Endeksi



Aylık Sanayi Üretim Endeksi, 2006 yılı Nisan ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %7,1 artarak 137,5'e; imalat sanayi üretim endeksi ise %7,5 artarak 139'a yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede, bir yıllık dönemde sanayi üretim endeksinin %7,3, imalat sanayi üretim endeksinin ise %7,6 arttığı görülmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	NİSAN				OCAK-NİSAN			
	2006		2005		2006		2005	
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
Toplam Sanayi	137,5	7,1	128,4	5,0	127,7	4,4	122,3	5,8
Madencilik Sektörü	88,5	9,1	81,1	26,9	85,0	5,3	80,7	25,2
İmalat Sanayi Sektörü	139,0	7,5	129,3	4,1	127,0	4,1	122,0	5,1
Elektrik, Gaz ve Su Sektörü	151,1	2,6	147,2	7,9	161,5	7,1	150,8	6,2

Kaynak : TÜİK

Sanayi üretim endeksinde iktisadi faaliyet kolları itibarıyla bakıldığında, endekste %86,92 ile en fazla ağırlığı olan imalat sanayi sektöründe %7,5; endeksteki ağırlığı %4,89 olan madencilik sektöründe %9,1; endeksteki ağırlığı %8,19 olan elektrik, gaz ve su sektöründe ise %2,6 oranında üretim artışı olduğu görülmektedir.

2006 yılı Ocak ayında %6 gerileyen sanayi üretim endeksi Şubatta %5,9 artarak toparlanmış, Mart döneminde beklentilerin üzerinde %9,8 artış göstermiş; Nisan ayında %7,1 artmıştır. Endeksteki artışın Mart ayında gerçekleşen artıştan daha düşük gerçekleşmesinde, Nisan ayı ihracatının Mart ayı ihracatından düşük gerçekleşmesinin etkisi olduğu düşünülmektedir.

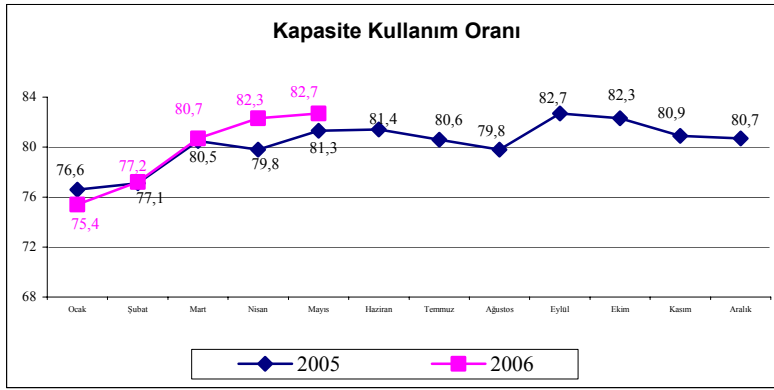
Nisan ayında endeksteki bu yükselişe birlikte 17 sektörde üretim artışı yaşanmış, 5 sektörde üretim azalmıştır. Nisan ayında endeksteki yükselişe gıdada %12,9; kimyada %15,5; metal eşyada %11,5; ana metal sanayiinde

%10,8; makine teçhizatı %29,9; metalik olmayan diğer mineral ürünlerde %18,2; kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünlerinde %7,2 olarak gerçekleşen üretim artışları önemli katkılar sağlamıştır. Bunların yanında endeksteği ağırlığı düşük de olsa %156,2 oranında üretim artışı sağlayan büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri sektörü, %42,3 üretim artışı yaşanan tıbbi, hassas ve optik aletler sektörü ile üretimi %79,3 oranında artan diğer ulaşım araçları da endeksteği yükselişe katkı sağlayan sektörler olmuştur. Kağıt ve kağıt ürünlerindeki %23,4'lük; derideki %8,9'lük; plastik-kauçuk ürünlerdeki %8,7'lik; giyimdeki %5,5'lik ve radyo, TV, haberleşme teçhizatı ve cihazlarında %20,5'lik üretim azalışları ise endeksteği artışı sınırlandıran faktörlerdir.

2005 yılının ilk dört aylık döneminde %5,8 oranında gerçekleşen sanayi üretim endeksi artışı 2006 yılının ilk dört aylık döneminde, Ocak ayındaki gerilemenin etkisiyle %4,4 olarak gerçekleşmiştir. Sanayi üretim endeksinin ilk dört aylık performansını makine-teçhizat, kimya, metalik olmayan diğer mineral maddeler, motorlu kara taşıtları ve deri sektörlerindeki yüksek üretim artışları olumlu yönde etkilerken, tekstil, giyim, kağıt, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, plastik-kauçuk ile radyo, TV, haberleşme cihazları sektörlerindeki üretim gerilemeleri olumsuz etkilemiştir.

Sanayi üretim endeksindeki artışın 2005 yılında olduğu gibi inşaat faaliyetlerindeki canlılığın katkısıyla yükselmeye devam ettiği görülmektedir. Yurtiçi talebin, kolay finansman olanaklarıyla canlılığını sürdürmesi de sanayi üretim endeksindeki artışa katkıda bulunmuştur.

#### ► Mayıs Ayı Kapasite Kullanım Oranları



2005 yılı Mayıs ayında %81,3 olarak gerçekleşen üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Mayıs 2006 döneminde kamu sektöründe %90,4; özel sektörde %81,4 olmak üzere toplam %82,7 olarak gerçekleşmiştir.

2006 Mayıs 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, plastik-kauçuk, büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri, radyo, TV, haberleşme cihazları ve mobilya sektörlerinin kapasite kullanım oranları düşerken; gıda, tütün, deri, ağaç ve mantar ürünleri, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, kimya, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal sanayi, metal eşya, makine-teçhizat, elektrikli makine ve cihaz, tıbbi, optik aletler, taşıt araçları ve diğer ulaşım araçları sektörlerinin kapasite kullanım oranları yükselmiştir. 2006 Nisan ayında on dört sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, sekiz sektörde %80'in altına düşmüştür.

Mayıs ayında kapasite kullanım oranlarının yüksek bir seviyede gerçekleşmesi, Mayıs ayı sanayi üretim endeksinin geçen yılın aynı dönemine göre yüksek bir seviyede olacağına işaret etmektedir.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)	Mayıs Ayı	
	2006	2005
İç Pazarda Talep Yetersizliği	45,4	52,7
Dış Pazarda Talep Yetersizliği	21,7	19,7
Mali İmkansızlık	3,6	3,1
Yerli Mallarda Hammadde Yetersizliği	4,9	3,8
İthal Mallarda Hammadde Yetersizliği	3,4	2,2
İşçilerle İlgili Meseleler	1,9	1,9
Enerji Yetersizliği	1	0,7
Diğer Nedenler	18,1	15,8

**KAYNAK: TÜİK**

2006 yılı Mayıs ayında geçen yılın aynı ayına göre tam kapasite ile çalışmama nedenlerinden iç pazarda talep yetersizliğinin etkisi azalmış, dış pazarda talep yetersizliği ile yerli mallarda ve ithal mallarda hammadde yetersizliğinin payı artarken, diğer nedenlerde fazla değişiklik olmamıştır.

İşyerlerinin Mevcut ve Beklenen Durumu (Mayıs 2006)		
Konusu	Mevcut Durum (%)	Beklenen Durum (%)
Üretim Miktarı	3.6	1.7
Yurtiçi Satışlar	5.8	2.9
Satış Fiyatları	2.6	0.9
Hammadde Fiyatları	3.6	1.3

**KAYNAK: TÜİK**

Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın etkisiyle beklentilerde bir bozulma olduğu dikkat çekmektedir. “İmalat Sanayiinde Eğilimler Anketi”ne katılan işyerleri 2006 yılı Haziran ayında, üretim miktarının, yurt içi satışların, satış fiyatlarının ve hammadde fiyatlarının Haziran ayında Mayıs ayına göre önemli oranda azalmasını beklediklerini belirtmişlerdir.

### ► İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu					
	2004 Yıllık	2005 Yıllık	2005 Mart	2006 Mart	2005 Mart 2006 Mart Değişim Oranı (%)
<b>Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)</b>	70.556	71.611	71.294	72.323	1,4
<b>15 ve Daha Yukarı Yaştaki Nüfus (000)</b>	49.906	50.826	50.530	51.408	1,7
<b>İşgücü (000)</b>	24.289	24.565	23.784	23.883	0,4
<b>İstihdam (000)</b>	21.791	22.046	21.190	21.272	0,4
<b>Eksik İstihdam (000)</b>	995	834	785	928	18,2
<b>İşsiz (000)</b>	2.498	2.520	2.594	2.611	0,7
<b>İşgücüne Katılma Oranı(%)</b>	48,7	48,3	47,1	46,5	-1,3
<b>İstihdam Oranı (%)</b>	43,7	43,4	41,9	41,4	-1,2
<b>İşsizlik Oranı(%)</b>	10,3	10,3	10,9	10,9	0,0
<b>Eksik İstihdam Oranı(%)</b>	4,1	3,3	3,3	3,9	18,2
<b>İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)</b>	25.616	26.260	26.746	27.526	2,9

**Kaynak : TÜİK**

TÜİK tarafından (hareketli üçer aylık dönemler esas alınarak) her ay açıklanan işgücü istatistiklerinin “2006 yılı Şubat, Mart ve Nisan ayı verilerinden oluşturulan ve Mart ayı olarak açıklanan” sonuçlarına göre, sözkonusu dönemde işsizlik oranı geçen yıl olduğu gibi bu yıl da %10,9 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yönteme göre hesaplanan Şubat ayı işsizlik rakamı %11,9 iken, bir aylık dönemde işsizlik oranlarında bir puanlık düşüş mevsimsel etkilerden kaynaklanmıştır. Son bir yıllık dönemde kurumsal olmayan sivil nüfus 1 milyon 29 bin kişi

artarken; işgücü 99 bin kişi, istihdam 82 bin kişi; işsiz sayısı 17 bin artmıştır. Nüfus artışının fazla olması ve tarım sektöründeki istihdam daralması nedeniyle, istihdamdaki artışa rağmen işsizlik oranında düşüş olmamıştır.

Çalışan nüfusun %26’sı tarım; %19,8’i sanayi; %5’i inşaat ve %49,2’si hizmetler sektöründe istihdam edilmektedir. Bir önceki yıla göre tarım sektörü istihdamının toplam istihdamdaki payı 4,3 puan azalırken; hizmetler sektörü istihdamının toplam istihdamdaki payı 3,6 puan artmıştır.

**Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı büyüme oranı tahminimizi %5,2 olarak revize ediyoruz.**



**2007-2013 DÖNEMİNİ KAPSAYAN 9. KALKINMA PLANI**

Dünyada değişen koşulların etkisiyle bir dönüşüm sürecinden geçen Türkiye ekonomisinin, yeni koşullara uyum sağlayarak sürdürülebilir bir büyüme sürecinde yol almasına imkan verecek tedbirler ve küresel ortamda rekabet edebilmesinin kolaylaştırılmasına ve mevcut aksaklıkların giderilmesine yönelik alınacak önlemler, planın önceliklerini oluşturmaktadır. Planın vizyonu, “**istikrar içinde büyüyen, gelirini daha adil paylaşan, küresel rekabet gücüne sahip, bilgi toplumuna dönüşen ve AB’ye üyelik için uyum sürecini tamamlamış bir Türkiye**” olarak belirlenmiştir. Bu temel vizyona ulaşılırken; ekonomik, sosyal ve kültürel alanlara bütüncül bir yaklaşımla insan odaklı bir gelişme ve yönetim anlayışı, rekabetçi bir piyasa oluşturulması, devletin mal ve hizmet üretiminden çekilerek politika oluşturma, düzenleme ve denetleme işlevlerinin güçlendirilmesi, kamusal hizmet sunumunda şeffaflık, hesap verebilirlik, katılımcılık ve verimliliğin esas alınması amaçlanmıştır.

Programda küresel rekabet ortamında ihracata yönelik üretimle sürdürülebilir büyümenin sağlanması için ekonomik ve sosyal gelişme eksenleri olarak “**rekabet gücünün artırılması, istihdamın artırılması, beşeri gelişme ve sosyal dayanışmanın artırılması, bölgesel gelişmenin sağlanması, kamu hizmetlerinde kalite ve etkinliğin sağlanması**” ana başlıklar halinde sıralanmış olup, her bir başlıktaki amaca ulaşmak için yapılması gerekenler ayrıntılı olarak incelenmiştir.

**1.Rekabet Gücünün Artırılması**

Ekonominin yüksek teknolojik kabiliyete ve nitelikli işgücüne sahip, değişen şartlara hızla uyum sağlayan, ulusal ve uluslararası pazarlarda rekabet gücü olan, istikrarlı ve verimlilik düzeyi yüksek bir yapıya kavuşturulması temel amaçtır. Bu amaca ulaşılması için;

- makroekonomik istikrarın kalıcı hale getirilmesi,
- iş ortamının iyileştirilmesi,
- ekonomide kayıtdışılığın azaltılması,
- finansal sistemin geliştirilmesi,
- enerji ve ulaştırma altyapısının geliştirilmesi,
- çevrenin korunması ve kentsel altyapının iyileştirilmesi,
- ar-ge ve yenilikçiliğin geliştirilmesi,
- bilgi ve iletişim teknolojilerinin yaygınlaştırılması,
- tarımsal yapının etkinleştirilmesi,
- sanayi ve hizmetlerde yüksek katma değerli üretim yapısına geçişin sağlanması

konularında gerekli düzenlemelerin yapılması planlanmaktadır.

**Sanayi ve Hizmetlerde Yüksek Katma Değerli Üretim Yapısına Geçişin Sağlanması****Sanayi**

Dünya ihracatından daha fazla pay alınması için yüksek katma değerli mal üretiminin ve ekonominin rekabet gücünün artırılması; imalat sanayiinin dışa dönük bir yapı içinde ekonomik büyümeyi sürükleyen temel sektör olması hedeflenmektedir. Bu hedefe ulaşmak için rekabet ortamının iyileştirilmesine yönelik ve sektörel bazda bazı düzenlemeler yapılması planlanmaktadır. Sektörel bazda yapılması planlananlardan bazıları şunlardır:

- Geleneksel sektörlerde katma değeri yüksek ürün ve faaliyetlere ağırlık verilerek uluslararası rekabete uyum sağlayacak yapıya dönüşümün desteklenmesi,
- Tekstil, hazır giyim, deri sektörlerinde ileri teknoloji, çok fonksiyonlu ürünler geliştirilerek ar-ge çalışmaları ile tekstil, hazır giyim, deri, seramik, cam, mobilya, kuyumculuk gibi sektörlerin tüketime yönelik ürünlerinde özgün tasarım faaliyetlerin özendirilmesi,
- Demir-çelik sektöründe kaliteli ve katma değeri yüksek ürünlerin geliştirilmesine ve çevrenin korunmasına yönelik ar-ge çalışmalarının desteklenmesi,
- Türkiye'nin orta ve ileri teknoloji seviyesindeki otomotiv, beyaz eşya, makine ve elektronik sektörlerinde önemli üretim merkezlerinden biri olması amacıyla, bu sektörlerin rekabet gücünün artırılması için gerekli altyapının oluşturulması,
- AB'nin rekabet gücünü yitirmekte ve diğer ülkelere kaydırma eğiliminde olduğu alanlarda işbirliği ve gelişme alanlarının değerlendirilmesi,
- Yenilenecek “İhracat Stratejik Planı”nda orta ve ileri teknoloji ürünlerinin ihracatının artırılmasına yönelik tedbirler geliştirilmesi.

**Hizmetler**

Ekonomideki ağırlığı giderek artan ve ekonominin itici gücü olan hizmetler alanında rekabet ortamının geliştirilmesi, hizmet ihracatının teşvik edilmesi, Türkiye'nin turizm, inşaat, mühendislik, mimarlık, teknik müşavirlik, müteahhitlik, ticaret ve bilgi teknolojileri hizmetlerinde daha etkin olması için gerekli altyapının oluşturulması ve eksiklerin giderilmesi planlanmaktadır.

**2.İstihdamın Artırılması**

İstihdam odaklı sürdürülebilir bir büyüme çerçevesinde, rekabetçi bir ekonomi ve bilgi toplumunun gerektirdiği doğrultuda nitelikli insan kaynaklarının yetiştirilmesi, istihdam imkanlarının geliştirilmesi, işsizliğin azaltılması ve işgücü piyasasının etkinleştirilmesi, tarım sektöründeki çözümler ile bu sektörden gelen işgücünün tarım dışı sektörlerle kazandırılması konusuna ağırlık verilmesi, istihdamın artırılmasında önem taşıyan girişimciliğin geliştirilmesi ve teşvik edilmesi amaçlanmaktadır. Bu amaca ulaşmak için;

- **İşgücü piyasasının geliştirilmesi,**
- **Eğitimin işgücü talebine duyarlılığının artırılması,**
- **Aktif işgücü politikalarının geliştirilmesi**

konularında gerekli düzenlemelerin yapılması planlanmaktadır.

**3. Beşeri Gelişme ve Sosyal Dayanışmanın Güçlendirilmesi**

Toplumun tüm kesimlerinin kamu hizmetlerinden yeterince faydalanmasını sağlayarak yaşam düzeyinin ve refahın artırılması amaçtır. Bu amaca ulaşmak için;

- **Eğitim sisteminin geliştirilmesi,**
- **Sağlık sisteminin etkinleştirilmesi,**
- **Gelir dağılımının iyileştirilmesi, sosyal içerme ve yoksullukla mücadele,**
- **Sosyal güvenlik sisteminin etkinliğinin artırılması,**
- **Kültürün korunması, geliştirilmesi ve toplumsal diyalogun güçlendirilmesi**

konularında gerekli düzenlemelerin yapılması planlanmaktadır.

**4. Bölgesel gelişmenin sağlanması için;**

Bölgelerin verimliliği artırılmak suretiyle üretim ve istihdama katkılarının artırılması ve bölgeler ve kırsal-kent arası gelişmişlik farklarının azaltılması amaçlanmaktadır. Bu amaca ulaşmak için;

- **Bölgesel gelişme politikasının merkezi düzeyde etkinleştirilmesi,**
- **Yerel dinamiklere ve içsel potansiyele dayalı gelişmenin sağlanması,**
- **Yerel düzeyde kurumsal kapasitenin artırılması,**
- **Kırsal kesimde kalkınmanın sağlanması**

konularında gerekli düzenlemelerin yapılması planlanmaktadır.

**5. Kamu hizmetlerinde kalite ve etkinliğin artırılması için;**

Kalite ve etkinliği artırmak için kamu kurum ve kuruluşlarının görev, yetki ve işlevleri yeniden gözden geçirilerek politika oluşturma ve uygulama kapasitelerinin artırılması, insan kaynaklarının geliştirilmesi, adalet ve güvenlik hizmetlerinin etkili bir biçimde sunulması amaçlanmaktadır. Bu amaca ulaşmak için;

- **Kurumlar arası yetki ve sorumlulukların rasyonelleştirilmesi,**
- **Politika oluşturma ve uygulama kapasitesinin artırılması,**
- **Kamu kesiminde insan kaynaklarının geliştirilmesi,**
- **E-devlet uygulamalarının yaygınlaştırılması ve etkinleştirilmesi,**
- **Adalet sisteminin iyileştirilmesi,**
- **Güvenlik hizmetlerinin etkinleştirilmesi**

konularında gerekli düzenlemelerin yapılması planlanmaktadır.

***Bu hedefler doğrultusunda, Plan döneminde Türkiye ekonomisinin yıllık ortalama %7 oranında büyümesi; 2013 yılında GSYİH'nin yaklaşık 800 milyar dolara; kişi başına gelirin 10.100 dolara çıkması; işsizlik oranının ise %7,7'ye gerilemesi öngörülmüştür.***



## PARA POLİTİKASI ANALİZİ

### ► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)						
	% Değişim		22.06.2006	24.05.2006	30.12.2005	31.12.2004
	(3-2)	(3-1)	(3)	(2)	(1)	
<b>Toplam Bilanço Büy.</b>	3	24	111.80	108.48	90.07	74.67
<b>Dış Varlıklar</b>	6	42	102.45	96.24	72.34	53.59
<b>İç Varlıklar</b>	-24	-47	9.35	12.25	17.73	21.08
Değerleme Hesabı	78	-435	-6.73	-3.79	2.01	2.03
<b>Toplam Döviz Yük.</b>	8	20	61.91	57.23	51.52	49.93
<b>Merkez Bankası Parası</b>	-3	29	49.89	51.25	38.55	24.74
Rezerv Para	-7	0.5	32.85	35.21	32.7	20.33
Emisyon	4	18	23.20	22.26	19.61	13.47
Bankalar Mevduatı	-25	-26	9.57	12.81	12.90	6.72
APİ	1	215	15.71	15.51	4.98	3.62
Kamunun YTL Mevduatı	149	53	1.33	0.53	0.87	0.79
<b>Dış Varlık - Top. Döv. Yük.</b>	-	-	40.54	39.01	20.82	3.66
<b>Dış Varlık / Top. Döv. Yük.</b>	-	-	1,65	1,68	1,40	1,07
<b>Dış Varlıklar / Top. Bil. Büy.</b>	-	-	0,92	0,89	0,80	0,72
<b>Toplam Döv. Yük. / Top. Bil. Büy.</b>	-	-	0,55	0,53	0,57	0,67
<b>Dış Varlık / Emisyon</b>	-	-	4,42	4,32	3,69	3,98
<b>İç Varlık / Dış Varlık</b>	-	-	0,09	0,13	0,25	0,39
<b>Emisyon / Top. Bilanço</b>	-	-	0,21	0,21	0,22	0,18

Kaynak:TCMB

Bir önceki ay olduğu gibi Haziran ayında da TCMB Bilançosu büyük ölçüde döviz kurlarındaki hareketler çerçevesinde şekillenmiştir.

25.05.06 - 22.06.06 tarihleri arasında TCMB'nin toplam bilanço büyüklüğü %3 artarak 111.80 milyar YTL düzeyine ulaşmıştır. Toplam bilanço büyüklüğündeki artış oranı 2005 yılı sonuna göre ise %24 olarak gerçekleşmiştir. Yukarıdaki tablodan görüldüğü gibi söz konusu artış dış varlıklardaki artıştan kaynaklanmıştır. Dış varlıklar bir önceki aya göre %6, yıl sonuna göre %42 artarak 102.45 milyar YTL olmuştur. Ancak son dönemde görülen artış kurlardaki yükselişten kaynaklanmakta olup dış varlıklar dolar cinsinden ölçüldüğünde bir önceki aya göre artış değil azalış söz konusudur. 24.06.2006 tarihinde dış varlıklar yaklaşık 63 milyar dolarken 22.06.06 tarihinde 60 milyar dolara gerilemiştir.

İncelenilen dönemde iç varlıklar, değerlendirme hesabının etkisiyle, %24 gerilemiş ve 22 Haziran tarihi itibarıyla 9.35 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde döviz kurlarındaki artışın devam etmesi nedeniyle değerlendirme hesabının negatif bakiyesi %78 artmış ve -6.73 milyar YTL olmuştur.

Son bir aylık dönemde Bilanço'nun pasif kısmını oluşturan toplam döviz yükümlülükleri ve merkez bankası parasında da (MBP) önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Söz konusu dönemde toplam döviz yükümlülükleri kurlardaki artışa paralel olarak YTL cinsinden %8 artarak 61.91 milyar YTL'ye ulaşmıştır. MBP'de ise %3'lük bir gerileme ortaya çıkmıştır. TCMB 13 ve 23 Haziran tarihlerinde döviz piyasalarına doğrudan satım yönünde müdahalede bulunmuştur. Bu müdahalelerde 2 milyar doların üzerinde döviz satışı gerçekleştirildiği tahmin edilmektedir. Bu işlemlerin sonucunda aynı miktarda YTL piyasadan çekilmiş bu da merkez bankası parasını azaltıcı etki yapmıştır. Ancak yukarıdaki Tablo 22 Haziran sonrası verileri kapsamadığı için Tablo sadece 13 Haziran'daki müdahalenin etkilerini içermektedir. Bu dönemde MBP'de meydana gelen azalış, bankalar mevduatındaki azalıştan kaynaklanmakta olup söz konusu rakam yürürlükteki zorunlu karşılık uygulaması nedeniyle oldukça dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu uygulamada bankaların YTL hesaplarının zorunlu karşılıklarının tamamını iki haftalık ortalama olarak tutmakta olması bu hesaplarda önemli miktarda dalgalanmaya neden olmaktadır.

Tablonun alt bölümünde yer alan ve Bilanço kalemlerinden hareketle hesaplanan oranlar incelendiğinde Bilanço içinde dış varlık ve yükümlülüklerin belirleyiciliği dikkat çekmektedir. 25.05-22.06 tarihleri arasında TCMB'nin döviz pozisyonu döviz kurlarındaki artışa paralel olarak yükselmiş ve 40.54 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Tablodan dış varlık ve yükümlülüklerin toplam bilanço büyüklüğüne oranına bakıldığında 22 Haziran tarihi itibarıyla TCMB Analitik Bilançosunun aktifinin %92'si ve pasifinin %55'inin döviz cinsinden varlık ve yükümlülüklerden oluştuğu görülmektedir. Bu dönemde toplam bilanço büyüklüğünün yanı sıra emisyonun da artmasıyla emisyon hacminin toplam bilanço içerisindeki payı bir önceki döneme göre değişmemiştir.

► **Parasal Büyüklükler**

Parasal Göstergeler (milyar YTL)							
	02.06.2006	12.05.2006	2005	2004	% Değişim		
	(4)	(3)	(2)	(1)	(4)-(3)	(3)-(2)	(2)-(1)
<b>M1</b>	44.7	41.8	41.8	28.8	6,9	0,0	45,1
<b>M2</b>	175.0	169.6	153.1	108.5	3,2	10,8	41,1
<b>M2Y</b>	268.1	248.2	229.6	184.5	8,0	8,1	24,4
<b>Parasal Taban</b>	45.9	49.7	37.7	23.9	-7,7	31,8	57,7
<b>MBP</b>	50.7	51.2	38.6	24.7	-0.8	32.7	55.8
<b>DTH/M2Y</b>	0,35	0,32	0,33	0,41	-	-	-
<b>M2/Parasal Taban</b>	3,81	3,41	4,06	4,54	-	-	-

Kaynak:TCMB

12.05-02.06.2006 tarihleri arasındaki üç haftalık sürede para arzının M1, M2 ve M2Y tanımlarında sırasıyla %6,9, %3,2 ve %8 artış gerçekleşmiştir. En yüksek oranlı artışın M2Y'de gerçekleşmesi bu tanımın döviz tevdiat hesaplarını içermesinden kaynaklanmaktadır. Bu hesaplar döviz cinsinden önemli bir değişim göstermemiş ancak kurdaki artış nedeniyle YTL cinsinden önemli oranda artmıştır. Aynı nedenle, para ikamesinin derecesini temsil eden döviz tevdiat hesaplarının M2Y'ye oranı da bir önceki döneme göre dikkat çekici oranda artış göstermiş ve 2 Haziran tarihi itibarıyla 0,35 olarak gerçekleşmiştir. Ancak bu yükseliş karar birimlerinin tutumlarındaki bir değişimden değil kurlardaki hareketten kaynaklanmaktadır. Bu tür parasal göstergelerin kısa dönemli hareketlerini yorumlarken dikkatli olmak gerekmektedir. Ekonomideki davranış kalıpları hakkında bilgi içeren bu tarz göstergelerin orta ve uzun vadeli seyri daha sağlıklı bilgiler vermektedir.

İncelenilen dönemde parasal tabanda görülen %7,7'lik azalış dikkat çekicidir. Parasal taban bu dönemde yaklaşık 3.8 milyar YTL gerilemiş ve 2 Haziran tarihi itibarıyla 45.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu değişim bu iki tarih noktasında APİ'den borçlar kaleminde görülen farklılıktan kaynaklanmaktadır. APİ'den borçlar kalemi bu iki tarih arasında yaklaşık 5.3 milyar YTL azalmış bu miktarın 1.5 milyar YTL'si bankalar mevduatına dönüşmüş ve böylece (5.3-1.5=3.8) parasal taban 3.8 milyar YTL azalmıştır. APİ'den borçlar kalemi piyasadaki fazla rezervin bir göstergesi olup bu rezerv TCMB tarafından günlük işlemlerle çekilmektedir. Söz konusu rezervin günlük işlemlere konu olması onu oldukça likit hale getirmektedir. Bu rezerv yüksek likiditesi nedeniyle günlük olarak yüksek oranlı dalgalanma göstermektedir. Dalgalanmalar temelde iki nedenden kaynaklanmaktadır. Bankalar zorunlu karşılık uygulaması nedeniyle oluşan yükümlülüklerini ortalama olarak yerine getirmek durumunda olduklarından, APİ'ye konu olan rezervin bir kısmı zaman zaman bankalar mevduatına dönüşmektedir. Bu durum APİ'nin dalgalanmasına neden olsa da bankalar mevduatı parasal tabanın<sup>1</sup> bir bileşeni olduğundan parasal taban bu işlemlerden etkilenmemektedir. APİ'nin dalgalanmasındaki ikinci unsur ise söz konusu likiditenin kamu hesaplarına geçmesi şeklinde olmaktadır. Bu işlemler ise parasal tabanın günlük periyotta yüksek oranlı dalgalanmasına neden olmaktadır. Buna karşın MBP parasal tabana ek olarak Kamu'nun TCMB'deki mevduatını da içerdiği için günlük periyotlarda parasal tabana göre daha istikrarlı bir seyir izlemektedir. Yukarıdaki Tablodan da görüldüğü gibi parasal tabanın son üç haftalık dönemde %7,7 azalmasına rağmen MBP %0,8 azalmıştır.

<sup>1</sup> Parasal Taban=Rezerv Para + APİ'den Borçlar

► **TCMB Faiz Kararı**

TCMB O/N Faiz Oranları	TCMB O/N Faiz Oranları	
	Borç Alma	Borç Verme
10.05.2005	14,50	18,50
09.06.2005	14,25	18,25
11.10.2005	14,00	18,00
09.11.2005	13,75	17,75
09.12.2005	13,50	17,50
02.01.2006	13,50	16,50*
28.04.2006	13,25	16,25
<b>08.06.2006</b>	<b>15,00</b>	<b>18,00</b>
<b>26.06.2006</b>	<b>17,25</b>	<b>20,25</b>
<b>28.06.2006</b>	<b>17,25</b>	<b>22,25*</b>

\*Teknik Düzenleme

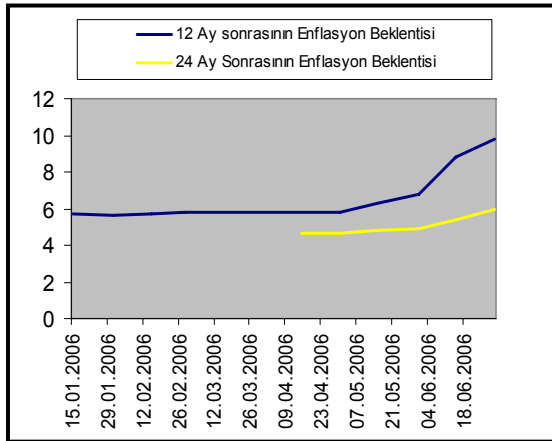
Kaynak: TCMB

Para Politikası Kurulu Haziran ayında normal takviminin dışına çıkarak üç defa toplanmıştır. Kurul döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar ve Nisan ayının ardından Mayıs ayı enflasyon rakamlarının da beklentilerin çok üzerinde gelmesi nedeniyle gelişmeleri değerlendirmek ve olası önlemleri tartışmak için 7 Haziran tarihinde olağanüstü toplanma kararı almıştır. Yapılan toplantıda politika faizleri 175 baz puan artırılmıştır. Alınan kararının ardından yapılan açıklamada, gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalarında yaşanan dalgalanmalarda, artan enflasyonist baskılar nedeniyle gelişmiş ülkelerin para politikalarını sıkma eğilimine girebileceği beklentisinin etkili olduğu belirtilmiştir. Bu durumun cari açığın yükselme eğiliminde olduğu bir döneme denk gelmesi ve yurtiçindeki diğer belirsizlik algılamaları nedeniyle Türkiye'nin bu gelişmelerden görece olarak daha fazla etkilendiği vurgulanmıştır.

Alınan bu faiz kararı olumlu olarak algılsa da TCMB, gerek faiz artırımının düzeyi gerekse zamanlaması bakımından eleştirilere konu olmuştur. Bunun yanı sıra tek başına faiz artırımı kararının yeterli olmayacağı TCMB'nin ek önlemler alması gerektiği ve Hükümetin gerek açıklamalarıyla gerekse uygulamaya koyacağı önlemlerle TCMB'ye destek olması gerektiği tartışılmaya başlanmıştır. Bu tartışmalar yapılırken TCMB tarafından büyük ölçüde dışsal şoklar nedeniyle 2006 yılı hedeflerinin tutturulamayacağı, ancak orta vadeli enflasyon hedeflerinin hala ulaşılabilir olduğu ve bu hedeflere ulaşmak için gereken politika tepkisinin verileceği vurgulanmıştır.

Ayın yirmisinde Haziran ayı olağan toplantısını yapan Merkez Bankası iki toplantı arasında yeni veri açıklanmadığı bu nedenle politika öngörüsünün bir önceki toplantıya göre değişmediği gerekçesiyle faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir. Ancak toplantıdan iki gün sonra, hükümet tarafından yabancılara stopaj uygulamasının kaldırılması kararının alınmasına rağmen, 22 Haziran tarihinde döviz kurlarında yukarı doğru şiddetli bir hareket yaşanmış ve TCMB 23 Haziranda piyasalara müdahale etmek durumunda kalmıştır. TCMB'nin 2 milyar dolara yakın döviz sattığı müdahalenin kurdaki yükselmeyi engelleyememesi üzerine Para Politikası Kurulu 25 Haziran'da olağanüstü toplantı kararı almıştır.

25 Haziran'da yapılan toplantıda politika faizlerinin 225 baz puan artırılmasına, YTL likiditesini azaltmak için depo alım ihalelerine başlanmasına karar verilmiş ve döviz likiditesindeki daralma nedeniyle, Merkez Bankası'nın elindeki araçlar ve mekanizmalar yoluyla döviz likiditesinin sağlanması yolunda, Merkez Bankası idare merkezinin döviz piyasalarına etkili bir şekilde müdahalesine Kurul'un tam destek verdiği açıklanmıştır. Bunun yanı sıra 28 Haziran tarihinde de borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki farka yönelik teknik bir düzenleme yapılmış, bu düzenlemeyle borçlanma faizi %17,25'te sabit tutulurken borç verme faiz oranı %22,25'e çıkarılmıştır.



Toplantının ardından yapılan açıklamada “Öte yandan, orta vadeli enflasyon beklentilerini düzeltmek amacıyla Para Politikası Kurulu politika faizlerini gözden geçirmiş ve güçlü bir parasal sıkılaştırmaya daha gidilmesine karar vermiştir” ifadesine yer verilmiştir. Para politikası kararlarının enflasyon üzerindeki etkileri belli bir gecikme ile ortaya çıktığı için TCMB böyle bir ifade kullanmış ve ekonomideki kısa vadeli dalgalanmalara yönelik olarak ekonomik aktivite ve beklentiler üzerinde direkt etkiler doğurabilecek ek önlemlerin uygulamaya konulmasına karar verilmiştir. Bu doğrultuda 27 Haziran'da YTL depo alım ve döviz satım ihalelerine başlanmış, bunlara ek olarak döviz piyasalarına doğrudan satım yönünde müdahalede de bulunulmuştur. Önlemlerin uygulamaya konulduğu ilk hafta TCMB

depo alımları, döviz satım ihaleleri ve doğrudan müdahalelerle piyasadan 5 milyar YTL'nin üzerinde likidite çekmiştir. 20 ve 25 Haziran tarihlerinde yapılan PPK Değerlendirmeleri Özeti'nde 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin

enflasyon beklentilerinin bozulma eğilimi göstermesi dikkat çekici bir gelişme olarak nitelendirilmiştir. Orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflerle uyumluluğunun enflasyon hedeflemesi rejiminin temelini oluşturduğu düşünüldüğünde, bu değerlendirmenin alınan faiz kararlarında önemli etkisi olduğu düşünülmektedir.

Uygulamaya konulan politika önlemleri ve TCMB'nin kararlı duruşu sayesinde piyasalarda görece bir iyileşme olmuş ve Haziran ayı enflasyon rakamlarının beklentilerin oldukça altında çıkması da görünüme pozitif katkı sağlamıştır. Ancak bu süreç TCMB'nin kredibilitesi açısından belli bazı olumsuzluklar yaratmıştır. Daha önceki dönemlerde de TCMB'nin politika uygulamaları sık sık eleştirilere konu olmuştur. Ancak bu eleştiriler genelde para politikası uygulamalarına yönelik olmuştur. Son dönemde, Merkez Bankası başkanlığı seçimi ile başlayan bağımsızlık tartışmaları başkan yardımcılığına yapılan atamalarla devam etmiştir. Bunun yanı sıra Merkez Bankası'nın 28 Mayıs ve 20 Haziran'da yaptığı toplantılarda piyasalarda oluşacak dalgalanmaları öngörememesi ve bu toplantıların ardından olağanüstü toplanarak radikal politika kararları alması TCMB'nin teknik yetersizliğinin tartışılmaya başlanmasına neden olmuştur. Bu tartışmalar Merkez Bankası açısından son dönemdeki en olumsuz unsur olarak dikkat çekmektedir. TCMB'nin para politikası kararlarını alırken kullandığı veri seti, ekonometrik modeller ve iletişim politikası bu tartışmalara konu olmuştur. Bu tartışmalara yönelik olarak TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz, bankanın teknik yeterliliğine ilişkin olumlu açıklamalarda bulunmuştur. İletişim politikasının iyileştirilmesine yönelik olarak ise enflasyon rakamları açıklandıktan sonra iki gün içinde enflasyon değerlendirilmesi yayımlanması kararı alınmış ve bunlardan ilki 4 Temmuz tarihinde yayımlanmıştır. Ayrıca önümüzdeki dönemde ay sonlarına denk gelen PPK toplantı tarihlerinde enflasyon rakamlarının açıklandığı günler dikkate alınarak bir düzenlemeye gidilebileceği de belirtilmiştir.

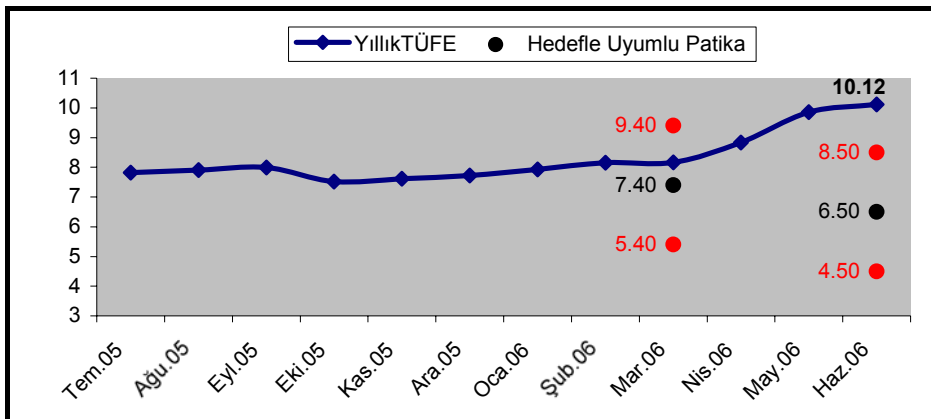
#### ► Haziran Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE Haziran.2006	ÜFE Haziran.2006
Bir önceki aya göre	0,34	4,02
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	4,88	11,68
Bir önceki yılın aynı ayına göre	10,12	12,52
On iki aylık ortalamalara göre	8,32	4,97

Kaynak:TÜİK

2006 yılı Haziran ayında TÜFE'de bir önceki aya göre %0,34, bir önceki yılın Aralık ayına göre %4,88, bir önceki yılın aynı ayına göre %10,12 ve on iki aylık ortalamalara göre %8,31 artış gerçekleşmiştir. ÜFE'de ise bir önceki aya göre %4,02, bir önceki yılın Aralık ayına göre %11,68, bir önceki yılın aynı ayına göre %12,52 ve on iki aylık ortalamalara göre %4,97 artış gerçekleşmiştir.

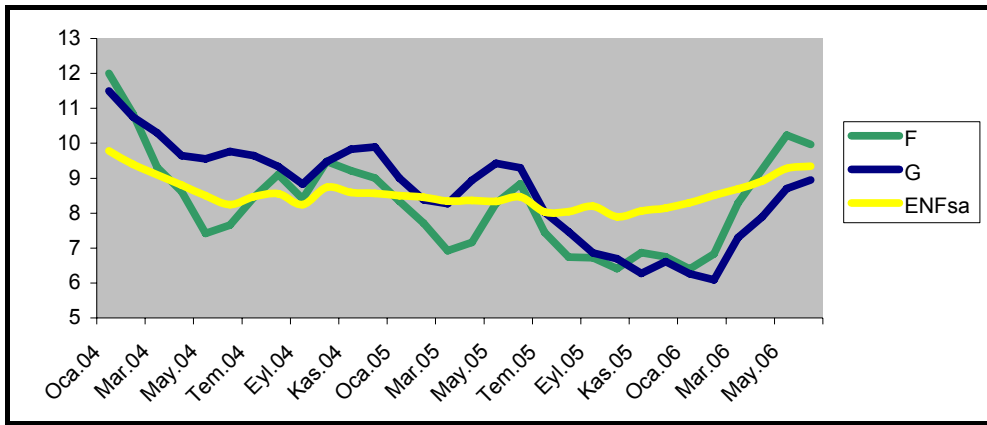
TÜFE'deki artış ana harcama grupları itibariyle incelendiğinde gıda ve alkolsüz içecekler, konut ve ulaştırma ana harcama gruplarındaki fiyat gelişmelerinin TÜFE'deki artışta belirleyici olduğu görülmektedir. Gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubu endeksindeki %2,72'lik gerileme TÜFE'nin Haziran ayındaki artışını sınırlayan en önemli etken olmuştur. Bu ana harcama grubu endeksi içindeki ağırlığı %27,68 olduğu için 0,34'lük aylık artışa yaklaşık -0,75 puan katkıda bulunmuştur. Endeksin artmasında etkili olan konut ve ulaştırma ana harcama grubu fiyat artışları ise endekste ki aylık artışa sırasıyla yaklaşık 0,16 ve 0,10 puan katkıda bulunmuştur.



Haziran ayında TÜFE'deki artış %0,34 ile %1,50'lere yaklaşan piyasa beklentilerinin altında kalmasına rağmen geçen yılın aynı ayındaki %0,10'luk değer üzerinde olduğu için 2005'in sonundan itibaren yıllık enflasyonda

görülen yükseliş Haziran ayında da devam etmiştir. Böylece yıllık enflasyon Haziran ayında %10,12 ile TCMB'nin belirlemiş olduğu hedef patikanın dışına çıkmıştır. Bu nedenle TCMB enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde bu durumun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri düzenli olarak yayımladığı raporlardan ayrı bir rapor halinde hükümete sunacak ve bu raporu kamuoyuyla paylaşacaktır. Ayrıca bu durum program şartlılığının ihlali anlamına geldiği için program esasları dahilinde alınması gereken önlemler IMF'ye açıklanacaktır.

Enflasyonun ana eğilimini genel TÜFE endeksinden daha iyi yansıttığı düşünülen özel kapsamlı TÜFE göstergeleri incelendiğinde bu endekslerde son dönemde görülen artış eğiliminin Haziran ayında da devam ettiği söylenebilmektedir. Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden F<sup>2</sup> ve G<sup>3</sup> endekslerinde Mayıs ayında bir önceki aya göre, sırasıyla, %0,22'lik bir azalış ve %1,07'lik artış yaşanmıştır. Aynı endekslerdeki yıllık artış oranı ise %9,97 ve %8,95 olarak gerçekleşmiştir. F endeksi G endeksinden farklı olarak Haziran ayında mevsimsel olarak fiyatları gerileyen işlenmemiş gıda ürünlerini de içerdiğinden bu endekste gerileme gözlenirken G endeksi artış göstermiştir. Dolayısıyla G endeksinin F endeksine göre, Haziran ayında, enflasyonun genel eğilimi hakkında daha anlamlı bilgi verdiğini söyleyebiliriz. Bu çıkarım mevsimsel olarak düzeltilmiş<sup>4</sup> endeks verisinden elde edilen yıllık enflasyonun Haziran ayında artış göstermesi tarafından da desteklenmektedir. Bu gelişmeler F, G ve mevsimsel olarak düzeltilmiş TÜFE endeksindeki yıllık artışların verildiği aşağıdaki Grafikten de görülmektedir.



Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre % değişim
GENEL	100	4,02
Tarım	19,78	-0,25
Sanayi	80,22	5,08
Madencilik	1,47	5,13
İmalat	73,98	5,37
Elektrik, gaz ve su	4,77	0,91

Kaynak: DİE

Haziran ayında ÜFE'de meydana gelen artış alt sektörler itibariyle incelendiğinde endekste artışın neredeyse tamamının imalat sanayiinden kaynaklandığı görülmektedir. İmalat sanayi fiyat endeksi Haziran ayında bir önceki aya göre %5,08 artarak genel endekste artışa yaklaşık 4 puan katkıda bulunmuştur. İmalat sanayi alt sektörlerindeki fiyat gelişmeleri incelendiğinde ise kok kömürü, rafine edilmiş petrol ürünleri ve ana metal sanayi gibi döviz kurlarındaki gelişmelere oldukça duyarlı olan

sektörlerdeki yüksek oranlı fiyat artışlarının endekste artışta belirleyici olduğu görülmektedir. Söz konusu iki sektörün Haziran ayında genel endekste meydana gelen artışa katkısı yaklaşık 2,1 puan olmuştur. Bu iki sektördeki fiyat artışlarının ÜFE'deki %12,52'lik yıllık değişime yaklaşık katkıları da toplam 7,5 puan olmuştur. Bunun yanı sıra görece olarak ithal girdi kullanım oranının düşük olduğu tekstil ürünleri imalatında Haziran ayında görülen %6,6'lık ortalama fiyat artışı da dikkat çekicidir. Bu sektörün ÜFE içerisindeki payı dikkate alındığında sektördeki fiyat artışlarının ÜFE'deki aylık artışa yaklaşık 0,6 puan katkıda bulunduğu görülmektedir. Haziran ayında tarım sektöründeki fiyat gelişmeleri ise ÜFE'yi azaltıcı etki yapmıştır. Bu dönemde tarım sektörü fiyat endeksindeki %0,25'lik azalma aylık ÜFE artışını yaklaşık 0,05 puan sınırlamıştır. Son dönemde döviz kurlarında görülen artışların enflasyona yansımalarının Haziran ayında Mayıs ayına göre daha belirgin olacağı görüşü gerek resmi gerekse özel kuruluşlar tarafından dile getirilmiştir. Haziran ayı rakamlarına

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

<sup>3</sup> F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE

<sup>4</sup> Mevsimsel düzeltme yapılırken Tramo-Seat kullanılmıştır.

bakıldığında bu öngörünün TÜFE açısından gerçekleşmediği ancak kurlardaki artışların ÜFE'ye yansımalarının oldukça şiddetli olduğu görülmektedir. Ekonomide yaşanan dalgalanmalara paralel olarak tüketici beklentilerinin kötüleşmesi nedeniyle daralan talep, maliyet artışlarının tüketici fiyatlarına yansıtılmasını engellemiştir. ÜFE ile TÜFE arasındaki bu yansımaların henüz ortaya çıkmamasının diğer bir muhtemel nedeni ise fiyat belirleme kararlarının piyasalardaki dalgalanmaların durulmasından sonraya bırakılması olarak düşünülebilir. Bu açıdan bakıldığında önümüzdeki birkaç ayın verileri enflasyon gelişmeleri açısından oldukça önem kazanmaktadır. 2005 yılı Temmuz ayında TÜFE'deki değişimin  $-0,57\%$  olduğu dikkate alındığında önümüzdeki ay yıllık enflasyondaki artışın hızlanabileceği düşünülebilir.

*VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yıl sonu enflasyon tahminimizi %10 olarak koruyoruz.*



## KAMU MALİYESİ

### ► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri								
Milyon YTL	Mayıs			Ocak-Mayıs			Hedef	Ocak - Mayıs 2006/ Bütçe Hedefi (%)
	2005	2006	Reel Değ. (%)	2005	2006	Reel Değ. (%)		
<b>BÜTÇE GELİRLERİ*</b>	-	<b>18.347</b>	-	-	<b>68.837</b>	-	<b>160.326</b>	<b>42,9</b>
GENEL BÜTÇE GELİRLERİ	<b>15.141</b>	<b>17.385</b>	<b>4.5</b>	<b>55.565</b>	<b>67.041</b>	<b>9.8</b>	<b>156.213</b>	<b>42,9</b>
VERGİ GELİRLERİ	11.339	14.008	12.5	45.569	54.851	9.6	132.199	41,5
DİĞER GELİRLER	3.803	4.339	-19.2	9.995	13.986	11,0	21.372	57,0
<b>BÜTÇE HARCAMALARI</b>	<b>12.995</b>	<b>14.016</b>	<b>-1.8</b>	<b>58.505</b>	<b>68.533</b>	<b>6.6</b>	<b>174.322</b>	<b>39,3</b>
FAİZ DIŞI HARC.	8.770	9.346	-3,0	38.099	48.470	15,8	128.062	37,8
PERSONEL VE SGKSP	2.707	3.577	20,3	13.635	17.364	15,9	40.995	42,4
MAL VE HİZMET AL.	942	1.413	36,6	2.897	5.292	66,2	17.721	29,9
SOSYAL GÜV.	1.878	827	-59,9	9.680	9.254	-13	19.537	47,4
FAİZ HARCAMALARI	4.225	4.670	0,6	20.406	20.063	-10,5	46.260	43,6
BÜTÇE DENGESİ	<b>2.146</b>	<b>4.332</b>	<b>83,7</b>	<b>-2.941</b>	<b>304</b>	-	<b>-13.996</b>	-
<b>FAİZ DIŞI DENGE</b>	<b>6.371</b>	<b>9.001</b>	<b>28,6</b>	<b>17.466</b>	<b>20.367</b>	<b>6,1</b>	<b>32.264</b>	<b>63,1</b>

Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI

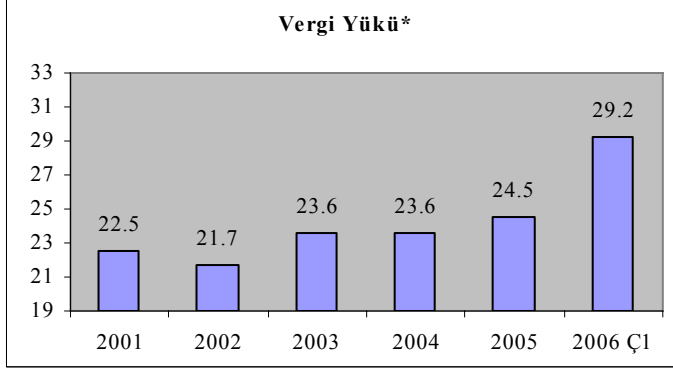
\*2005 yılı için sadece genel bütçe gelirleri değerlendirilmiştir.

2006 yılı Mayıs ayında bütçe gelirleri 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %4.5 artarak 18.3 milyar YTL'ye yükselmiştir. Gelirlerin 14 milyar dolarlık bölümünü vergi gelirleri 4.3 milyar YTL'lik bölümünü ise vergi dışı gelirler oluşturmuştur. Mayıs ayında TBMM genel kurulunda, kurumlar vergisi oranının %20'ye indirilmesine ilişkin yasanın ilk geçici vergi dönemine yetişmemesi dolayısıyla %30 oranından tahsil edilen kurumlar vergisinden 3 milyar YTL gelir elde edilmiştir. 3 milyar YTL'lik kurumlar vergisi gelirininin 2.7 milyar YTL'lik bölümü geçici vergiden oluşmaktadır. Faiz gelirlerinden kesilen %15'lik stopajı da içeren gelir vergisi tevkifatı ile 2.4 milyar YTL kaynak sağlanmıştır. 2005 yılında 1.9 milyar YTL kar elde eden Ziraat Bankası'nın Mayıs ayında Hazine'ye yaklaşık 1 milyar YTL kaynak aktarması bütçe fazlasının oluşmasındaki bir diğer önemli etken olmuştur.

Faiz dışı harcamalarda yaşanan yavaşlamayla birlikte 2006 yılı Mayıs ayında Merkezi Yönetim Bütçe harcamaları 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %1.8 gerileyerek 14 milyar YTL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk dört ayında ortalama olarak 600 milyon YTL düzeyinde gerçekleşen Bağ-Kur'a yapılan transferlerin Mayıs ayında bütçede görünmemesi sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin düşük gerçekleşmesini sağlamıştır. 2006 yılının ilk dört ayında gerileme eğilimi gösteren faiz harcamaları Mayıs ayında %0,6'lık reel artışla 4.7 milyar YTL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Piyasalarda yaşanan dalgalanmalarla birlikte Hazine'nin borçlanma faizleri Haziran ayında yükselmiştir. Mayıs ayında düşük miktarda borçlanmanın etkisiyle %14,98 seviyesinde bulunan iskontolu ihalelerde oluşan ortalama faiz oranı Haziran ayında %18,11 seviyesinde gerçekleşmiştir. Hazine'nin uzun vadeli borçlanma gerçekleştirilmesiyle, faizlerdeki artışın bütçe üzerindeki etkilerininin 2007 yılından itibaren görülmesi beklenmektedir.

2006 yılının ilk beş aylık dönemi itibariyle bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %9.8 artarak 68.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Ocak – Mayıs döneminde 2006 yılı için belirlenen hedefin %42,9'luk bölümü tahsil edilmiştir. Gerek vergi gelirlerinin, gerekse vergi dışı gelirlerin artış oranları enflasyon oranının üzerinde seyretmektedir. Bu iki gelir kalemindeki reel artışlar sırasıyla %9,6 ve %11 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının ilk beş aylık bölümünde geçici kurumlar vergisi yoluyla 6 milyar YTL gelir elde edilmiştir. Ancak son dönemde yaşanan dalgalanmanın ekonomide bir yavaşlamaya yol açması durumunda şirket karlarının azalacak olması ve kurumlar vergisi oranının düşürülmesi nedeniyle vergi gelirlerinde bir kayıp söz konusu olabilecektir.

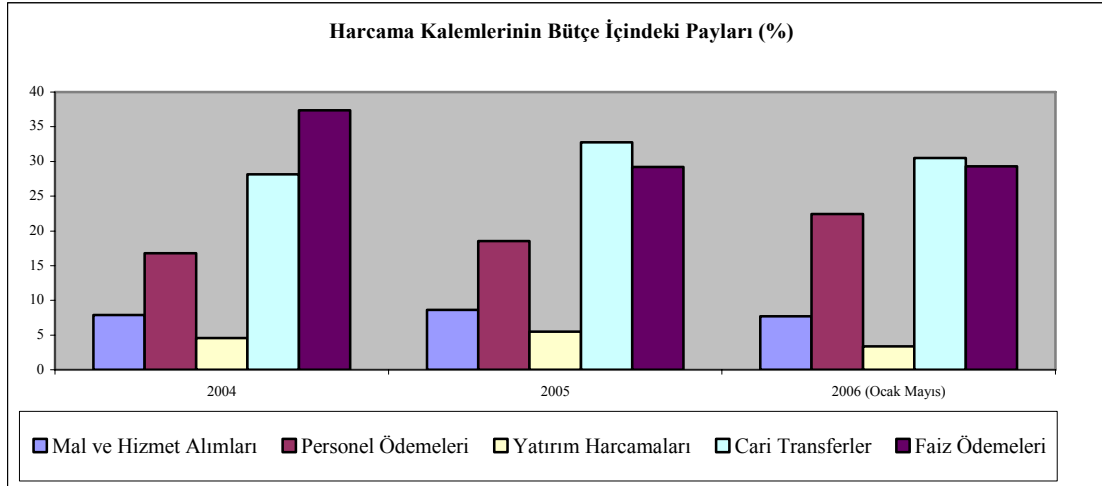


\* Vergi Gelirleri / GSMH

Son yıllarda özellikle dolaylı vergilerdeki yüksek oranlı artışların etkisiyle vergi yükünde önemli artışlar göze çarpmaktadır. 2002 yılında vergi gelirlerinin GSMH'ya oranı %21,7 olarak gerçekleşirken bu oran 2005 yılında %24,5'e yükselmiştir. 2006 yılının ilk çeyreğinde ise vergi yükü %29,2 olarak gerçekleşmiştir.

Merkezi Yönetim Bütçe harcamalarına Ocak – Mayıs dönemi itibariyle bakıldığında, faiz harcamaları gerilerken faiz dışı harcamaların yüksek oranda arttığı görülmektedir. 2006 yılının ilk beş aylık döneminde bütçe harcamaları bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %6.6 artış göstererek 68.5 milyar YTL'ye yükselmiş ve yıl sonu ödeneğinin %39,3'lük bölümü kullanılmıştır. 2005 yılında Mayıs ayı sonunda ödeneğin %37,5'i kullanıldığı dikkate alınırsa 2006 yılının aynı döneminde harcamalarda daha iyi performans gösterildiği dikkat çekmektedir.

Bütçe gelirlerinin arttığı ve faiz dışı ödemelerin gerilediği bir ortamda bütçe dengesini olumsuz etkileyen en önemli etken faiz dışı harcamalarda yaşanan artış olmuştur. Ocak – Mayıs döneminde faiz dışı harcamalar 2005 yılının aynı dönemine göre %15,8 reel artış göstererek 48.5 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Mal ve hizmet alımlarının ilk beş aylık dönemde reel olarak %66,2 artmış olmasına rağmen yıl sonu ödeneğinin %29,9'luk bölümü kullanılmıştır. Sağlık harcamaları ve tarımsal destekleme ödemelerinde ise yıl sonu ödeneklerinin sırasıyla %59,7 ve %61,1'i kullanılmış olması, bu harcama kalemlerinde önümüzdeki dönemde ek ödenek sorunu yaratabilecektir. Özellikle ürün destekleme ödemelerinde başlangıç ödeneği Mayıs ayı itibariyle aşılmıştır.



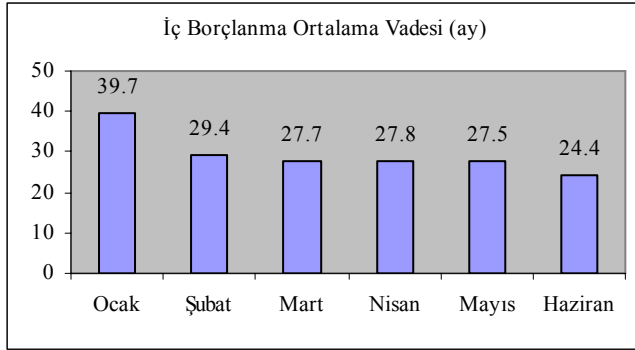
Son dönemde bütçede yaşanan olumlu gelişmelere karşın, faiz ödemeleri ve cari transfer harcamaları gibi bütçe esnekliğini düşüren harcama kalemlerinin payının yüksek olması dikkat çekmektedir. 2004 yılından itibaren bütçe harcamalarının ortalama olarak %62'lik bölümü faiz ve transfer harcamalarında kullanılmaktadır. Aynı dönemde yatırım harcamaları ise toplam harcamaların ancak %4,5'lik bölümünü oluşturmaktadır. Özellikle sosyal güvenlik alanında sürdürülen reform çalışmalarının diğer alanlarda da yapılmasıyla bütçe esnekliğini düşüren harcamalar azaltılarak daha etkin bir bütçe politikası hayata geçirilebilecektir.

Geçici vergilerin tahsil edildiği ve tarihsel olarak vergi gelirlerinin yüksek seviyelerde gerçekleştiği Mayıs ayında 4.3 milyar YTL bütçe fazlası verilmiştir. Mayıs ayındaki bütçe performansında vergi gelirlerinin yüksek

olması ve faiz dışı harcamaların görece düşük kalması etkili olmuştur. Merkezi Yönetim Bütçesi, 2005 yılının Ocak – Mayıs döneminde 2.9 milyar YTL açık verirken 2006 yılının aynı döneminde 304 milyon YTL fazla gerçekleşmiştir. Mayıs ayındaki 9 milyar YTL’lik yüksek faiz dışı fazla sonucunda beş aylık faiz dışı fazla 20.4 milyar YTL seviyesine ulaşmıştır. Mayıs ayı sonu itibarıyla 2006 yılı sonu faiz dışı fazla hedefinin %63,1’lik bölümüne ulaşılmıştır. Bu oran 2005 yılının aynı döneminde %49 olarak gerçekleşmiştir.

#### ► Kamu Kesimi Toplam Borçlanması

Hazine Müsteşarlığı Haziran ayında 4.4 milyar YTL’si piyasalardan 572 milyon YTL’si ise kamudan olmak üzere toplam 5.1 milyar YTL borçlanma gerçekleştirmiştir. 2005 ve 2006 yıllarının aylık bazda en düşük borçlanmasının gerçekleştirildiği Haziran ayında iskontolu ihalelerde oluşan ortalama bileşik faiz Mayıs ayına göre 3.13 puan yükselerek %18.11 seviyesine yükselmiştir.



Mayıs ayında borçlanma faizlerindeki yükselmeye birlikte iç borçlanmanın vadesi de kısalmıştır. Mayıs ayında 27.5 ay olan iç borçlanmanın ortalama vadesi Haziran ayında 24.4 aya gerilemiştir. 2006 yılının ilk yarısı itibarıyla iç borçlanmanın ortalama vadesi ise 30.2 ay olarak gerçekleşmiştir.

2006 Yılı Finansman Durumu			
Milyar YTL	Ocak - Haziran 2006	2006 Program	Gerçekleşme Oranı (%)
<b>Ödemeler</b>	86.6	168.4	51,4
İç Borç	75.1	144.5	52,0
Dış Borç	11.5	23.8	48,3
<b>Finansman</b>	86.6	168.4	51,4
Borçlanma	59.6	128.1	46,5
İç Borç	53.1	111.4	47,7
İç Borç Çevirme Oranı (%)	70,7	77,1	-
Dış Borç	6.6	16.7	39,5
Diğer Finansman	28.7	40.2	71,4
Faiz Dışı Fazla	20.1	30.2	66,6
Özelleştirme	8.5	7.0	121,4
TMSF	0.0	2.5	-
Kasa - Banka	-1.8	0.0	-
Garantili Borç Geri Dönüşü	0.1	0.6	16,7

2006 yılı Ocak – Haziran dönemi itibarıyla finansman durumuna bakıldığında borç dışı finansman kaynaklarının artış eğilimi görülmektedir. 2006 yılı için 40.2 milyar YTL olarak planlanan borç dışı finansman kalemlerinden ilk altı ay itibarıyla 28.7 milyar YTL kaynak elde edilmiş ve yılın tümü için hedeflenen tutarın %71,4’lük bölümüne ulaşılmıştır. Haziran ayı itibarıyla, faiz dışı fazlanın yıl sonu hedefine yaklaşması ve özelleştirme gelirlerinin ise yıl sonu hedeflerinin üzerine çıkması sebebiyle borç dışı finansman beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak borç dışı finansman kaynaklarının yaklaşık %30’luk bölümünü oluşturan özelleştirme gelirlerinin geçici nitelikte olduğu unutulmamalıdır.

Ocak - Haziran dönemi itibarıyla, Hazine 75.1 milyar YTL iç borç servisi gerçekleştirirken 53.1 milyar YTL iç borçlanmaya gitmiştir. Bunun sonucunda yılın ilk altı ayında iç borç çevirme oranı %70,7 olarak gerçekleşmiştir.

Yılın ilk yarısındaki performansa bakıldığında, 2006 yılı için %77.1 olarak hedeflenen iç borç çevirme oranı rakamına ulaşabileceği görülmektedir.

<b>Temmuz Ayı Finansman Programı (milyar YTL)</b>	
<b>Ödemeler</b>	<b>15.9</b>
İç Borç	14.4
Dış Borç	1.4
<b>Finansman</b>	<b>15.9</b>
Piyasadan İhale Yoluyla Borçlanma	8.1
Diğer Finansman	7.7
Faiz Dışı Fazla	2.1
Kamuya satışlar	2.0
Dış Borçlanma	3.9
Kasa - Banka	-0.4

Hazine Müsteşarlığı Temmuz ayında iç ve dış borç ödemelerinden kaynaklanan 15.9 milyar YTL'lik finansman ihtiyacının 8.1 milyar YTL'lik bölümünü piyasalardan borçlanarak karşılamayı öngörmektedir. Borçlanma dışı kaynaklardan elde edilmesi öngörülen tutar ise 7.7 milyar YTL'dir. Temmuz ayında sonuçlandırılması beklenen IMF stand-by düzenlemesinin 3. ve 4. gözden geçirmeleri kapsamında sağlanması öngörülen IMF kredisi ve Dünya Bankası'ndan alınacak Kamu Sektörü Kalkınma Kredisini içeren dış borçlanma kaleminden 3.9 milyar YTL kaynak elde edilmesi beklenmektedir. Ayrıca Hazine kamuya satışlardan 2 milyar YTL, faiz dışı fazla yoluyla da 2.1 milyar YTL kaynak sağlamayı öngörmektedir.

### ► Borç Stoku

#### Merkezi Yönetim Borç Stoku

<b>Merkezi Yönetim Borç Stoku</b>			
Milyar YTL	2005 Yıl Sonu	Nisan 2006	Mayıs 2006
<b>Toplam Borç Stoku</b>	<b>331.5</b>	<b>333.0</b>	<b>350.2</b>
İç Borç Stoku	244.8	246.7	250.7
Dış Borç Stoku	86.7	86.3	99.4
Tahvil / Dış Borç Stoku (%)	48,8	51,7	53,0

KAYNAK :HAZİNE

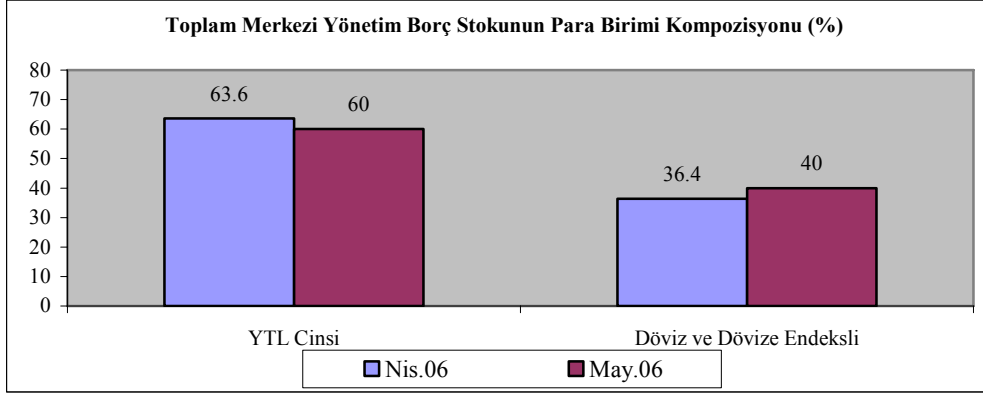
Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre Mayıs ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku Nisan ayına göre 17.2 milyar YTL artarak 350.2 milyar YTL (227.8 milyar Dolar) olarak gerçekleşmiştir. Döviz kurlarında artışın yaşandığı Mayıs ayında borç stokundaki artışın 4 milyar YTL'lik bölümü iç borç stokundaki artıştan kaynaklanırken, 13 milyar YTL'lik bölümü dış borç stokundaki artıştan kaynaklanmıştır.

#### Kur Hareketlerinin Merkezi Yönetim Borç Stokuna Etkisi

	Milyar Dolar		Milyar YTL		Kur Etkisi (Milyon YTL)
	Nisan 06	Mayıs 06	Nisan 06	Mayıs 06	
<b>Toplam Döviz Cinsi Borç Stoku</b>	<b>92.2</b>	<b>91.0</b>	<b>121.2</b>	<b>139.9</b>	<b>18.7</b>
İç Borç Stoku	26.5	26.3	34.9	40.5	5.6
Dış Borç	65.7	64.7	86.4	99.4	13.1

	01.05.2006	31.05.2006	Artış Oranı (%)
Dolar Kuru	1,3155	1,5368	16,8

Dolar kurunun %16,8 oranında artış gösterdiği Mayıs ayında kur etkisi nedeniyle merkezi yönetim borç stokunda 18.7 milyar YTL'lik artış yaşanmıştır. Nisan ayı sonunda 92.2 milyar dolar seviyesinde bulunan döviz cinsi borç stoku Mayıs ayı sonunda 91 milyar dolara gerilemesine karşın kurlardaki yükselmeye YTL cinsinden değeri 121.2 milyar YTL'den 139.9 milyar YTL'ye yükselmiştir. Kur etkisi ile iç borç stoku 5.6 milyar YTL artarken dış borç stoku ise 13.1 milyar dolar artış göstermiştir.



Kurlarda yaşanan gelişmeler sonucunda YTL cinsinden değeri artan döviz cinsi ve dövizle endeksli borç stokunun toplam içindeki payı Mayıs ayında 3,6 puan artış göstermiştir. 2006 yılı Nisan ayında döviz ve dövizle endeksli borç stoku toplam borç stokunun %36,4'ünü oluştururken Mayıs ayı sonu itibarıyla bu oran %40'a yükselmiştir.

#### Merkezi Yönetim İç Borç Stoku

Mayıs ayında iç borç stoku 4.1 milyar YTL artarak 250.7 milyar YTL'ye (163.1 milyar Dolar) yükselmiştir. 2006 yılının başından itibaren ise iç borç stokunun artışı 6 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. İç borç stokunun %83,9'luk bölümünü YTL cinsi borçların oluşturması nedeniyle dolar bazında iç borç stoku Nisan ayına göre 24.3 milyar dolar, 2005 yılı sonuna göre ise 19.3 milyar dolar gerilemiştir. İç borç stoku içinde piyasaya olan borçların payı %69,7 olarak gerçekleşmiştir.

Toplam İç Borç Stokunun Faiz Yapısı			
(%)	2005	Nisan 2006	Mayıs 2006
<b>Sabit Faizli</b>	45,4	47,1	45,4
<b>Değişken Faizli</b>	54,6	52,9	54,6

Kaynak:HAZİNE

Hazine'nin Mayıs ayında yoğun olarak değişken faizli borçlanma gerçekleştirmesi sonucunda iç borç stoku içinde değişken faizli olanların payında bir artış yaşanmıştır. Nisan ayında iç borç stokunun %52,9'luk bölümünü değişken faizli kağıtlar oluştururken Mayıs ayında bu oranda 1.7 puanlık artış yaşanmıştır. Uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmaların yurtdışı faiz oranlarını yükseltmesi nedeniyle değişken faizli borç stokunun payının artması borç dinamiğini olumsuz yönde etkilemektedir.

#### Dış Borç Stoku

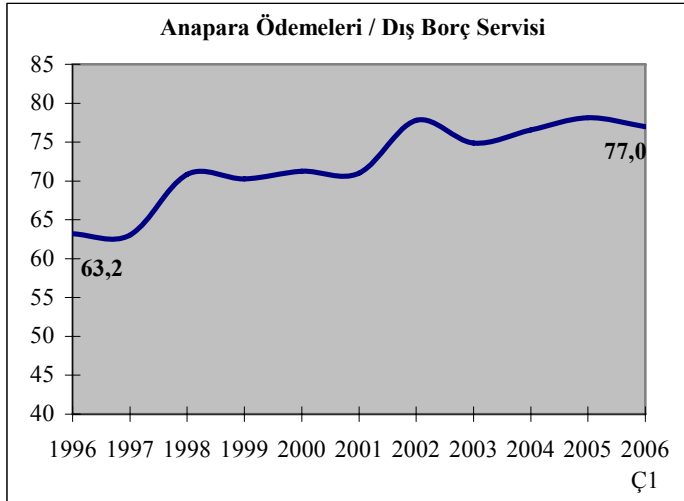
Dış Borç Stoku			
(Milyon \$)	2004	2005	2006 Ç1
<b>Toplam Dış Borç Stoku</b>	<b>162.261</b>	<b>170.594</b>	<b>185.019</b>
Kısa Vade	32.569	38.218	41.210
Kamu	0	0	0
TCMB	3.287	3.110	2.875
Özel	29.282	30.227	32.035
Orta-Uzun Vade	129.692	132.376	143.809

Hazine tarafından açıklanan verilere göre Türkiye'nin dış borç stoku 2006 yılının ilk üç ayında 14.4 milyar dolar artarak 185 milyar dolara yükselmiştir. Yüksek düzeydeki cari işlemler açığı ve TÜPRAŞ ve Erdemir özelleştirmeleri nedeniyle Koç ve OYAK gruplarının dış borçlanma gerçekleştirmesi dış borç stokunun yüksek oranda artışına neden olmuştur.

Dış Borç Stokunun Vade ve Borçlular Açısından Kompozisyonu (%)			
	2004	2005	2006 Ç1
<b>Toplam</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Kısa Vade	20,1	22,4	22,3
Orta-Uzun Vade	79,9	77,6	77,7
Kamu	45,5	39,9	37,3
TCMB	13,2	9,0	8,4
Özel	41,3	51,0	54,3

2006 yılının ilk çeyreği itibariyle kısa vadeli borç stoku 3 milyar dolar artarak 41 milyar dolara yükselmiştir. 3 milyar dolarlık artışın 1.8 milyar dolarlık kısmı özel sektörün kısa vadeli borç stokundaki artışından kaynaklanmıştır.

Kamuya ait dış borç stokunun toplam dış borç stoku içindeki payının gerileme eğilimi 2006 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir. 2004 yılında toplam borç stokunun %45,5'i kamuya ait iken bu oran 2006 Mart ayı itibariyle %37,3'e gerilemiştir. Özel sektörün dış kaynak kullanımının artmasıyla özel sektöre ait dış borç stokunun toplam içindeki payı 2006 yılını ilk çeyreğinde 3.3 puan artarak %54,3'e ulaşmıştır. Bu açıdan bakıldığında uluslararası borçlanma olanaklarından kamu kesiminden çok özel sektörün yararlandığı görülmektedir. Kamu kesimi dış borçlanmayı uluslararası piyasalarda bir çok aktörün bulunduğu tahvil piyasalarını kullanarak yaparken, özel sektör sınırlı sayıda yabancı bankalardan sağlamaktadır. Bu açıdan bakıldığında yabancıların Türkiye'ye yönelik risk algılamalardaki bir değişikliğin, yurtdışı kaynak kullanımında reel sektörü daha olumsuz etkileyeceği görülmektedir.



Dış borç servisinin anapara ve faiz ödemeleri bileşimleri yıllar itibariyle değişim göstermektedir. 1996 yılında toplam dış borç servisinin %63,2'sini anapara ödemeleri oluştururken 2006 yılının ilk çeyreği itibariyle bu oran %77'ye yükselmiştir. 2001 yılındaki ekonomik krizin ardından uygulanan politikalarla makroekonomik göstergelerin iyileşmesi Türkiye'nin kredibilitesini artırmış ve yurtdışı piyasalardan daha uygun şartlarda borçlanmasını sağlamıştır. Bununla birlikte faiz ödemelerinin dış borç servisi içindeki payı gerilemiştir.

(%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 Ç1
<b>Kısa Vadeli Dış Borç Stoku / İhracat</b>	101,9	52,3	45,5	48,7	51,6	52,0	55,2
<b>TCMB Rezervler (net) / Kısa Vadeli Borçlar</b>	81,8	120,7	170,9	152,8	115,6	137,2	133,1

2006 yılının ilk çeyreğinde dış borç stokundaki artış kısa vadeli borç stokuna ilişkin rasyolarda bir miktar bozulmaya neden olmuştur. 2000 yılında ihracat kısa vadeli borç stokuna eşit iken 2005 yılında kısa vadeli borç stoku ihracatın gelirlerinin %52'sine kadar gerilemiştir. 2006 yılının ilk çeyreğinde ise ihracattaki yavaşlamayla birlikte bu oran %55,2'ye yükselmiştir. Borç dinamikleri dikkate alındığında dış ticaret dengesinin dış borç stokunun azaltılması üzerindeki etkileri önem kazanmaktadır. Son dönemde Merkez Bankası rezervlerinin kısa vadeli borç stokuna oranında da düşüş dikkat çekmektedir. Söz konusu rasyo 2005 yılında %137,2 iken 2006 yılı Mart ayı sonu itibariyle %133,1'e gerilemiştir.



## ÖDEMELER DENGESİ

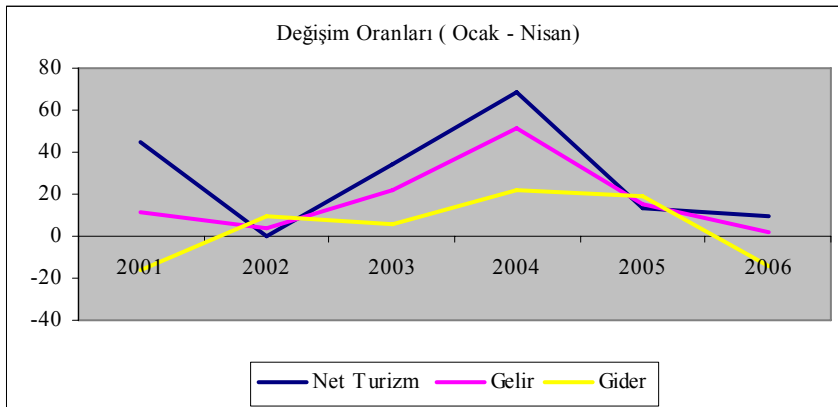
Ödemeler Dengesi	Nisan			Ocak-Nisan		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
(Milyon \$)						
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	<b>-2.539</b>	<b>-4.122</b>	<b>62,3</b>	<b>-8.734</b>	<b>-12.519</b>	<b>43,3</b>
Dış Ticaret Dengesi	-2.561	-4.276	67,0	-8.796	-12.756	45,0
İthalat	-9.018	-10.391	15,2	-33.207	-38.250	15,2
İhracat	6.457	6.115	-5,3	24.411	25.494	4,4
Hizmetler Dengesi	547	509	-6,9	1.742	1.661	-4,6
Turizm	674	741	9,9	1.990	2.175	9,3
Yatırım Geliri Dengesi	-602	-427	-29,1	-2.004	-1.815	-9,4
Cari Transferler	77	72	-6,5	324	391	20,7
<b>Finans Hesabı</b>	<b>1.850</b>	<b>3.583</b>	<b>93,7</b>	<b>11.836</b>	<b>21.570</b>	<b>82,2</b>
Doğrudan Yatırımlar	72	390	441,7	682	1.627	138,6
Portföy Yatırımları	-125	-585	368,0	3.671	2.993	-18,5
Diğer Yatırımlar	1.903	3.778	98,5	7.483	16.950	126,5
Net Hata Noksan	945	1.087	15,0	574	395	-31,2
<b>Rezerv Varlıklar</b>	<b>607</b>	<b>-548</b>	<b>-190,3</b>	<b>-3.676</b>	<b>-9.446</b>	<b>157,0</b>
Resmi Rezervler	766	-392	-151,2	-2.509	-7.500	198,9

Kaynak: TCMB

Nisan ayı itibariyle aylık bazda verilen en yüksek dış ticaret açığının ardından cari işlemler açığı rekor bir düzeye yükselerek, 2005 yılının aynı ayına göre %62,3 artmış ve 4.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Nisan ayındaki yüksek açığın etkisiyle 2005 yılı Ocak – Nisan döneminde 8.7 milyar dolar olarak gerçekleşen cari işlemler açığı 2006 yılının aynı döneminde %43,3 artarak 12.5 milyar dolara yükselmiştir. Nisan ayı sonu itibariyle 12 aylık cari işlemler açığı ise 26.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmayla birlikte döviz kurlarının yükselmesinin önümüzdeki dönemde ihracatı artırıcı ve ithalatı azaltıcı etkide bulunması beklenmektedir. Dış ticaret açığının daralması, cari işlemler açığını da daraltıcı etki yaratacaktır.

Ödemeler bilançosunda yer aldığı şekliyle dış ticaret açığı yılın ilk dört aylık bölümünde %45 oranında artarak 12.7 milyar dolara yükselmiştir. Nisan ayında ihracattaki gerilemeyle birlikte ithalattaki yüksek artışın devam etmesi sonucunda dış ticaret açığı rekor düzeye ulaşmıştır. Ocak – Nisan dönemleri karşılaştırıldığında 2005 yılına göre cari işlemler açığındaki 3.8 milyar dolarlık artışın büyük bir bölümü dış ticaret dengesindeki bozulmadan kaynaklanmaktadır.

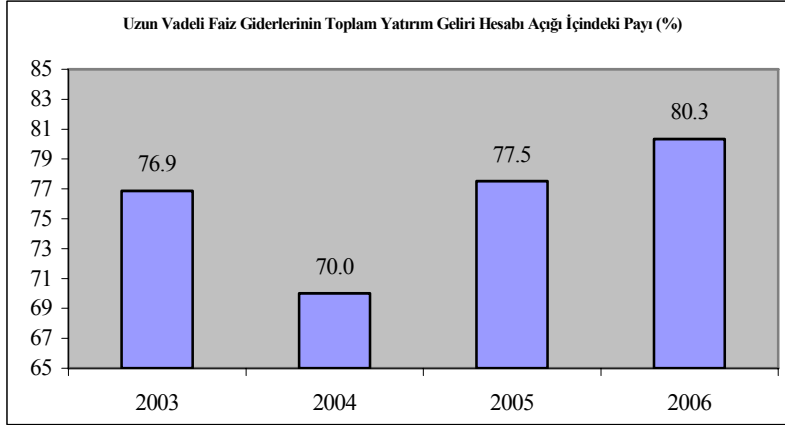
Cari açığı son dönemde yüksek seyretmesinin bir diğer nedeni de hizmetler dengesi yoluyla sağlanan döviz girişinin gerilemesidir. 2005 yılının Ocak-Nisan döneminde 1,742 milyon dolar fazla veren hizmetler dengesi hesabı 2006 yılının aynı döneminde 1,661 milyon dolar fazla vermiştir.



Hizmetler hesabının en önemli kalemi olan turizm gelirleri Nisan ayında 2005 yılının aynı ayına göre %9,9'luk artış göstermiş, yılın ilk dört aylık dönemindeki artış oranı ise %9,3 olarak gerçekleşmiştir. Yandaki grafikten de görüldüğü gibi 2006 yılından itibaren turizm giderlerindeki azalma dikkat çekmektedir. Ocak – Nisan döneminde

turizm gelirleri %2,1'lik sınırlı bir artış göstermesine rağmen turizm giderlerinin azalmasıyla net turizm gelirleri artmıştır.

2006 yılının dört aylık döneminde yatırım geliri hesabındaki açık bir önceki yılın aynı dönemine göre %9,4 azalarak 1.8 milyar dolara gerilemiştir. Bu dönemde doğrudan ve portföy yatırımları yoluyla net çıkışlar 2005 yılının aynı dönemine göre azalırken faizlerden oluşan diğer yatırımlarda gerçekleşen net çıkış ise artmıştır.



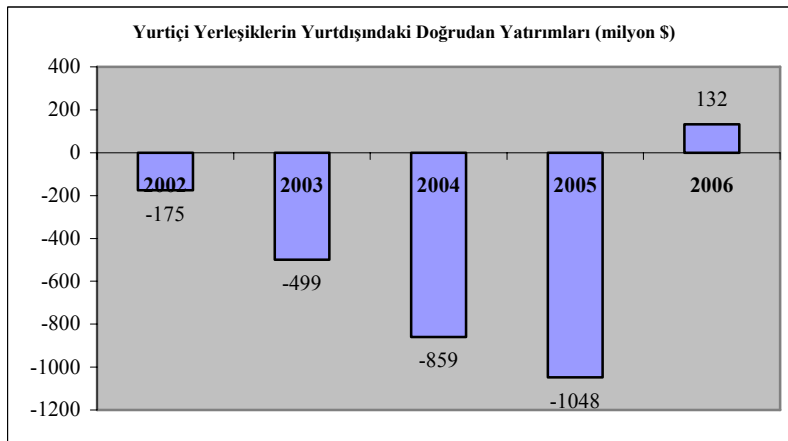
Reel sektörün ve bankaların uzun vadeli kredi kullanımlarının artmasıyla birlikte kredilere ilişkin faiz ödemelerinde artış dikkat çekmektedir. 2003 yılında yatırım geliri hesabındaki açığın %76,9'u uzun vadeli kredi faiz ödemelerinden oluşurken bu oran 2004 yılında %70'e kadar düşmüş, 2006 yılının ilk dört ayı itibariyle ise %80,3'e yükselmiştir.

#### ► Sermaye ve Finans Hesapları

Mart ayında uluslararası likidite koşullarında yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle net sermaye girişinde yaşanan gerilemenin ardından Nisan ayında sermaye girişi tekrar artış göstermiştir. Sermaye girişi 2005 yılının aynı ayına göre %93,7 oranında artış göstererek 3.6 milyar dolara ulaşmıştır. Bu sermaye girişinin 390 milyon doları doğrudan yatırımlar, 3.8 milyar dolarlık bölümü ise diğer yatırımlar yoluyla gerçekleşirken portföy yatırımlarında 585 milyon dolarlık döviz çıkışı yaşanmıştır. Nisan ayındaki doğrudan yatırımların 160 milyon dolarlık bölümü yabancıların gayrimenkul alımlarından kaynaklanmıştır. Portföy yatırımlarındaki döviz çıkışının kaynağını, kamu kesiminin yurtdışı piyasalarda ihraç ettiği tahvillerle ilgili olarak 647 milyon dolarlık anapara geri ödemesi oluşturmuştur. Yabancı yatırımcılar, hisse senedi piyasasında net satış gerçekleştirdikleri Mart ayının ardından, Nisan ayında 223 milyon dolarlık alım yapmışlardır.

Sermaye ve finans hesaplarında Ocak – Nisan dönemi itibariyle 21.6 milyar dolarlık sermaye girişi yaşanmıştır. 2005 yılının aynı dönemine göre %82,2 artış gösteren sermaye girişinin 1.6 milyar dolarlık bölümünü doğrudan yatırımlar, 3 milyar dolarlık bölümünü portföy yatırımları kalan 16.9 milyar dolarını ise diğer yatırımlar kalemi oluşturmuştur.

2006 yılının ilk dört ayı itibariyle yabancıların yurtiçinde yaptıkları doğrudan yatırımlar, geçen yılın aynı dönemine göre %66,5 artarak 1.5 milyar dolara ulaşmıştır. Yabancıların gayrimenkul alımları ise 2005 yılının aynı dönemine göre %129,5 artarak 966 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.



Yabancıların yurtiçinde doğrudan yatırımlarının artmasının yanında yurtiçi yerleşiklerin diğer ülkelerde yaptıkları doğrudan yatırımları 2006 yılının ilk dört ayında 132 milyon dolar azaltmış olmaları dikkat çekmektedir.

2006 yılı ilk dört ayda portföy yatırımları yoluyla sermaye girişi geçen yılın aynı dönemine göre %18,5 gerilemiştir. Ocak – Nisan dönemleri itibariyle yabancıların hisse senedi piyasalarındaki net alımları 2005 yılına göre 1.3 milyar dolar azalarak 864 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Büyük ölçüde yurtdışı piyasalardan kaynaklanan dalgalanma nedeniyle BDDK ve Merkezi Kayıt Kuruluşu'ndan edinilen verilere göre Mayıs ayında portföy yatırımlarından 4.2 milyar dolarlık çıkış yaşanmıştır. Dalgalanmanın devam etmesi halinde portföy yatırımlarındaki gerilemenin önümüzdeki aylarda da devam etmesi ancak doğrudan yatırımlar kalemiyle giren sermayenin bu olumsuz etkiyi sınırlı tutması beklenmektedir.

2006 yılı Ocak – Nisan döneminde diğer yatırımlar kanalıyla 16.9 milyar dolarlık sermaye girişi yaşanmıştır. Kamu kesimi bu dönemde 1.9 milyar dolarlık IMF kredisi, 517 milyon dolar da uzun vadeli kredi geri ödemesi gerçekleştirmiştir. Bankaların yurtdışı muhabirlerindeki döviz varlıkları 2.3 milyar dolar gerilemiştir.

<b>Yurtdışı Kredi Kullanımı</b>			
(Milyar \$)	<b>Ocak - Nisan</b>		
	<b>2005</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Bankalar</b>	<b>9.1</b>	<b>1.3</b>	<b>3.1</b>
Uzun Vadeli	6.4	0.2	1.8
<b>Reel Sektör</b>	<b>13.5</b>	<b>1.3</b>	<b>9.3</b>
Uzun Vadeli	9.7	1.3	9.3

*Kaynak:TCMB*

Bankalar ve reel sektör kuruluşlarının yurtdışı piyasalardan sağladıkları krediler 2006 yılının ilk dört ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre büyük artış göstermiştir. Reel sektörün tamamı uzun vadeli kredilerden oluşan dış kaynak kullanımı, yılın ilk dört ayında 2005 yılının aynı dönemine göre 8.8 milyar dolar artarak 9.3 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde bankaların kullandığı krediler ise 3.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

<b>Finansman Yapısı</b>				
Milyar dolar	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>Ocak Nisan 2006</b>
Cari Açık	-8.036	-15.604	-23.091	-12.519
Döviz Açığı	-3.095	-13.336	-20.645	-12.124
Dış Kaynak Kullanımı	7.142	14.160	38.492	19.624
Borç Yaratıcı Finansman	4.876	10.597	23.872	17.110
Kamu	1.315	3.045	1.010	-141
Bankalar	2.085	574	8.554	6.903
Reel Sektör	1.476	6.978	14.308	10.348
Borç Dışı Finansman	2.266	3.563	14.620	2.514
Sıcak Para	10.258	14.905	18.586	5.333
Borç Dışı Finansman / Toplam Finansman (%)	31,7	25,2	38,0	14,7

Cari işlemler açığının finansman yapısına bakıldığında borç dışı finansman kalemlerinin toplam finansman içindeki payının gerilediği görülmektedir. Ocak – Nisan dönemleri karşılaştırıldığında 2003 yılında toplam finansmanın %31,7'si borç dışı kaynaklarla karşılanırken, bu oran doğrudan yatırımların rekor düzeyde gerçekleştiği 2005 yılında %38'e yükselmiştir. 2006 yılının ilk dört ayında reel sektörün ve bankaların yurtdışından yüksek miktarda borçlanma gerçekleştirmelerinin etkisiyle borç dışı finansman kalemlerinin toplam içindeki payı %14,7'ye gerilemiştir. Bu gelişmelere paralel olarak borç yaratan finansman kaynakları ağırlıklı olarak bankalar ve reel sektör tarafından sağlanmıştır.

<b>Sıcak Paranın Kaynaklarının Dağılımı (%)</b>		
	<b>Yurtiçi Kaynaklı<sup>1</sup></b>	<b>Yurtdışı Kaynaklı<sup>2</sup></b>
<b>2003</b>	33,0	67,0
<b>2004</b>	55,7	44,3
<b>2005</b>	69,3	30,7
<b>2006 Ocak - Nisan</b>	73,2	26,8

<sup>1</sup> Yurtiçi Kaynaklı Sıcak Para = Bankaların Kısa vadeli Kredileri + Reel Sektörün Kısa Vadeli Kredileri + Net Hata Noksan

<sup>2</sup> Yabancı Kaynaklı Sıcak Para = Yabancıların DİBS alımları + Banka Mevduatları

2006 yılının ilk dört ayında 5 milyar dolar olarak gerçekleşen sıcak paranın kaynaklarına bakıldığında yurtiçi yurtiçi yerleşiklere ait olanların payında önemli bir artış görülmektedir. 2003 yılının Ocak – Nisan döneminde sıcak para olarak ifade edilen sermaye girişinin %33'lük bölümü yurtiçi kaynaklı iken bu oran 2006 yılının aynı döneminde %73,2'ye yükselmiştir. Bu açıdan bakıldığında yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım kararlarında daha uzun vadeli bir bakış açısına sahip oldukları görülmektedir.

**Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı cari işlemler açığı tahminimizi 24.5 milyar dolar olarak revize ediyoruz.**

## DIŞ TİCARET

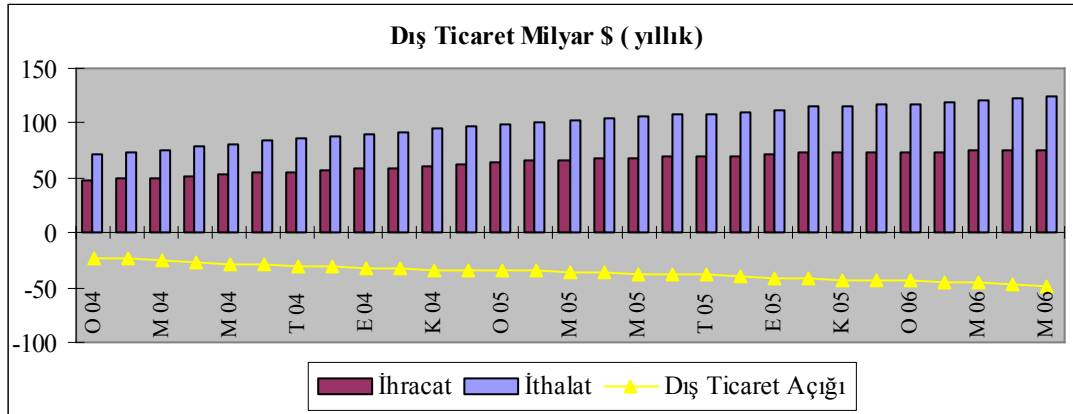
Dış Ticaret						
Milyon \$	Mayıs			Ocak – Mayıs		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
<b>İhracat</b>	5.977	6.838	14,4	29.346	31.702	8,0
<b>İthalat</b>	9.812	12.206	24,4	45.147	53.288	18,0
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	-3.834	-5.368	40,0	-15.800	-21.586	36,6
<b>Karşılama Oranı (%)</b>	60,9	56,0		65,0	59,5	

Kaynak: TÜİK

YTL'nin %16,8 değer kaybettiği Mayıs ayında ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre %14,4 artarak 6.8 milyar dolar, ithalat ise %24,4 oranında artarak 12.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Mayıs ayında dış ticaret açığı %40 oranında artarak 5.4 milyar dolara yükselmiştir. Mayıs ayında gerek ithalatta, gerekse dış ticaret açığında şimdiye kadarki en yüksek tutarlara ulaşılmıştır.

Nisan ayında %52,5 olarak gerçekleşerek tarihsel olarak en düşük seviyelerinden birine gerileyen ihracatın ithalatı karşılama oranı Mayıs ayında ihracatta yaşanan artışın etkisiyle %56'ya yükselmiştir.

Yılın ilk beş ayında ihracatın artış oranı 2005 yılının aynı dönemine göre %8 olarak gerçekleşirken, ithalatın artış oranı %18 olarak gerçekleşmiştir. Ocak – Mayıs döneminde ihracat 31.7 milyar dolar, ithalat 53.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılı Ocak – Mayıs döneminde 15.8 milyar dolar olarak gerçekleşen dış ticaret açığı, 2006 yılının aynı döneminde %36,6 artarak 21.6 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Aynı dönemde ihracatın ithalatı karşılama oranı 2005 yılının aynı dönemine göre 5.5 puan düşerek %59,5'e gerilemiştir.



Mayıs ayı sonu itibariyle yıllık ihracat 75.8 milyar dolar, ithalat ise 124.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılı Mayıs ayı sonunda 37.1 milyar dolar olan yıllık dış ticaret açığı 2006 yılının aynı döneminde 49.1 milyar dolara yükselmiştir.

#### ► İhracat

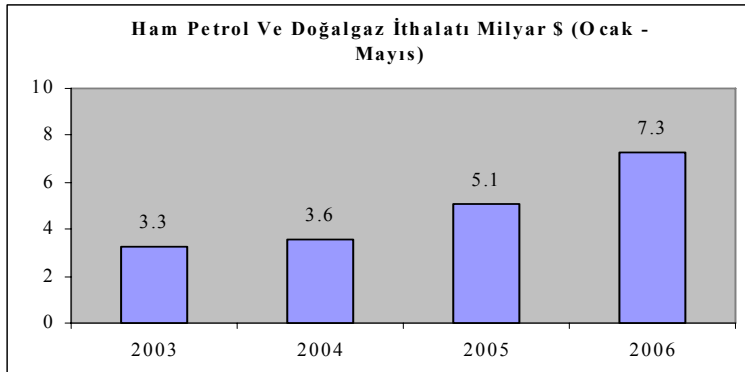
2006 yılı Ocak - Mayıs ayında imalat sanayii ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine göre %7,4 artış göstermiştir. Alt kalemler itibariyle bakıldığında, Nisan ayında gerileyen demir-çelik ihracatı Mayıs ayında %4,2 artış göstermiştir. Uzun süredir yavaşlama eğilimi gösteren tekstil sektörü ihracatında Mayıs ayındaki artış dikkat çekmektedir. Örme giyim eşyası ihracatı %10,2 artarak 500 milyon dolara ulaşmıştır. Mayıs ayında kara taşıtları, makineler ve mekanik cihazlar ve elektrikli makineler en yüksek ihracat artışlarının yaşandığı kalemler olmuştur. Bu sektörlerin ihracatları sırasıyla %24,1, %24,9 ve %32 artış göstermiştir. İhracata ülke grupları itibariyle bakıldığında Ocak – Mayıs dönemi itibariyle AB ülkelerine yapılan ihracatın geçen yılın aynı dönemine göre %8,3'lük artış gösterdiği görülmektedir.

#### ► İthalat

İthalat						
Milyon \$	Mayıs			Ocak – Mayıs		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
<b>Yatırım Malları</b>	1.782	1.906	7,0	7.486	8.709	16,5
<b>Ara Malları</b>	6.870	8.748	27,3	32.668	37.822	15,8
<b>Tüketim Malları</b>	1.143	1.502	31,4	4.903	6.578	34,2

*Kaynak: TÜİK*

Mayıs ayında ara malları ve tüketim malları ithalatı bir önceki yılın aynı ayına göre sırasıyla %27,3 ve %31,4 artış göstermiştir. Aramalı ve tüketim malları ithalatında görülen yüksek oranlı artışlara karşın sermaye malları ithalatının artış oranı %7 gibi düşük bir seviyede kalmıştır. Kurlarda meydana gelen değişimin önümüzdeki aylarda bu iki mal grubundaki ithalatı önemli ölçüde kısarak dış ticaret açığını azaltıcı etkilerde bulunması beklenmektedir.



Petrol fiyatlarındaki artışın dış ticaret ve cari işlemler dengesi üzerindeki bozucu etkisi devam etmektedir. Ocak – Mayıs dönemleri itibariyle 2006 yılındaki 11.1 milyar dolarlık ithalat artışının %19,8'lik bölümü ham petrol ve doğalgaz ithalatındaki artıştan kaynaklanmıştır. 2006 yılının ilk beş ayında ham petrol ve doğalgaz ithalatı 2005 yılının aynı dönemine göre %43,1 artarak 7.3 milyar dolara ulaşmıştır.

Mayıs ayında dış ticaret açığının rekor düzeyde gerçekleşmesi, yurtiçi piyasalardaki dalgalanmaların ardından kurlarda ve faiz oranlarında ortaya çıkan gelişmelerin dış ticaret açığını önümüzdeki aylarda daraltacağı beklentisi nedeniyle büyük bir risk olarak algılanmamaktadır. Türkiye İhracatçılar Meclisi'nin yayınladığı verilere göre ihracat Haziran ayında %28.4 artarak 7.7 milyar dolar gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Bu veri, ihracatta öngörülen hızlanmanın Haziran ayından itibaren başlayacağı sinyallerini vermektedir.

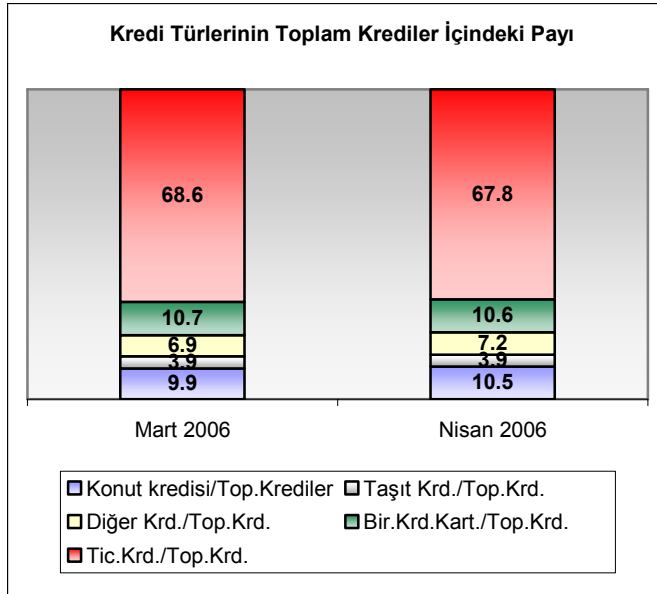
**Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı ihracat tahminimiz 78.2 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 134.6 milyar dolardır.**

## BANKACILIK SEKTÖRÜ

(Milyon) YTL	Değişim %				
	Ara.05 (1)	Mar.06 (2)	Nis.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	44.845	37.826	-19,1	-15,7
Men.Değ.Port.	143.016	148.347	150.037	5,0	1,1
Krediler	149.937	164.300	168.968	12,7	2,8
Duran Aktifler	21.015	21.004	22.363	6,4	6,5
Diğer Aktifler	36.243	33.970	34.021	-6,1	0,1
<b>Top.Aktif</b>	<b>396.962</b>	<b>412.466</b>	<b>413.215</b>	<b>4,1</b>	<b>0,2</b>
Mevduat	243.121	254.734	254.738	4,8	0,0
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	102.059	101.861	1,8	-0,2
Özkaynaklar	53.733	55.673	56.616	5,4	1,7
<b>Toplam Pasif</b>	<b>396.962</b>	<b>412.466</b>	<b>413.215</b>	<b>4,1</b>	<b>0,2</b>
<i>Kaynak: BDDK</i>					

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri son bir ayda %0,2 oranında artarak Nisan ayı itibariyle 413.215 milyon YTL olmuştur. Bu düşük oranlı artışta, krediler kalemindeki %2,8 ve menkul değerler cüzdanındaki %1,1'lik artışa rağmen nakit rezervler kalemindeki %15,7 oranındaki gerileme etkili olmuştur. Bu gerilemeye bağlı olarak nakit rezervlerin toplam aktifler içindeki payı %10,9'dan %9,2'ye gerilerken, kredilerin payı %39,8'den %40,9'a çıkmıştır.

Menkul değerler portföyü son bir ayda %1,1 artarken sektörün toplam aktif büyüklüğündeki artışın görece üstünde gerçekleşmesi nedeniyle menkul değerler portföyünün toplam aktifler içindeki payı %36'dan %36,3'e yükselmiştir.

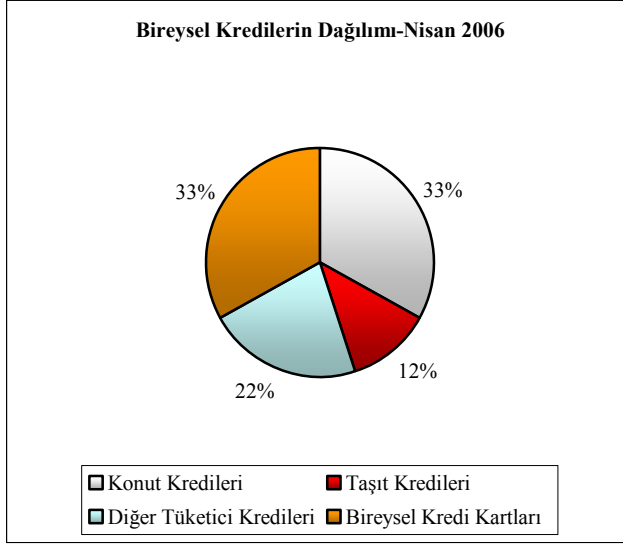


Bankacılık sektörü kredi hacmi Nisan ayı itibariyle %2,8 artarak 168.968 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Sektörün kredi hacmindeki artışın, aktif büyüklüğündeki artışın görece üstünde kalması kredilerin toplam aktif içindeki payını artırmaya devam etmiştir. Banka grupları itibariyle kredi hacmindeki artışları incelediğimizde bütün banka gruplarında artışlar yaşanmaya devam ederken en büyük artışın yabancı sermayeli mevduat, kalkınma ve yatırım bankalarında yaşandığı görülmüştür. Kredi türlerinin toplam krediler içindeki paylarına bakıldığında son bir aylık dönemde konut kredilerindeki artışa bağlı olarak bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payı artmaya devam ederken, ticari kredilerin payı azalmıştır.

Ancak Mayıs ayı itibariyle başlayan piyasalardaki dalgalanma sonrası kur ve faiz oranlarındaki artışlar, sektörün bilançosunda gerek vade yapısı gerek para birimi ve faiz oranları itibariyle bir takım düzenlemeler yapmasını gerektirmiştir. Bu durum, sektörde kredi faiz oranlarının yükselmesine ve vadelerin kısalmasına neden olurken, yeni faiz seviyesinin, tüketici kredilerinin ve özellikle son bir yıllık dönemde büyük ölçüde artan konut kredilerinin artış hızını yavaşlatması beklenmektedir. Kredi hacminin yavaşlamasına neden olan diğer faktörlerin ise hem bankaların yurtdışı borçlanma imkanlarının azalacak olması, hem de faizlerdeki artış sonucu yatırım ve tüketim talebinde ortaya çıkacak gerileme olacağı düşünülmektedir.



## Bireysel kredilerin dağılımı;

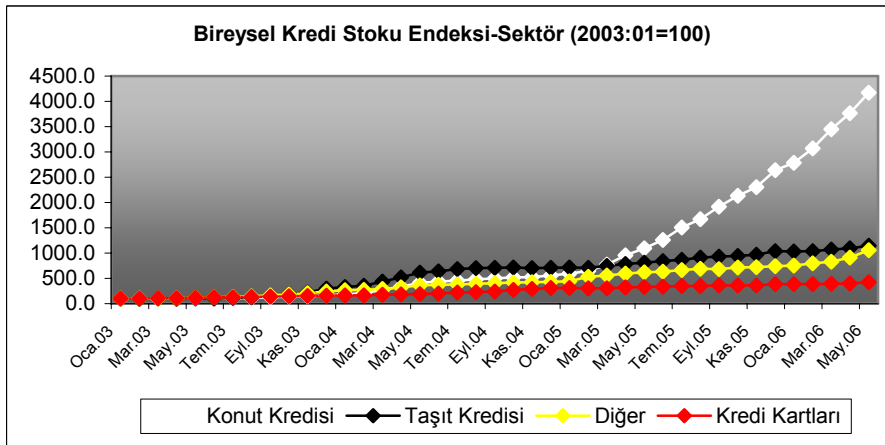


Nisan 2006 itibariyle bireysel kredilerin kendi içinde dağılımı incelendiğinde; bankacılık sektöründe artan rekabet sonucunda faiz oranlarının hızla gerilemesinden kaynaklanan konut kredilerindeki artışa bağlı olarak konut kredilerinin bireysel krediler içindeki payının artarak kredi kartlarının payını yakaladığı görülmektedir. Bireysel kredilerin paylarında 2005 yılından bu yana çarpıcı gelişmeler gözlenmiştir. 2004 yılı sonunda konut kredilerinin toplam bireysel krediler içindeki payı %9,9, taşıt kredilerinin payı %15,9, kredi kartlarının payı ise %51,9 ile oldukça yüksek iken, 2005 yılı sonunda konut kredilerinin payı %27'ye çıkmış, taşıt kredilerinin payı %13,5'e, kredi kartlarının payı ise %37,3'e gerilemiştir. 2006 yılının Nisan ayı itibariyle bu eğilim devam etmiş, konut kredilerinin payı artarken, taşıt ve kredi kartlarının

bireysel krediler içindeki payı gerilemiştir. Ancak son yıllarda görülen hızlı artışa rağmen konut kredilerinin gerek toplam krediler gerekse de GSMH içerisindeki payları seçilmiş AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında AB ortalamasının altında seyrettiği görülmektedir.

	Konut Kredileri/Toplam Krediler (%)	Konut Kredileri/GSMH (%)
ÇEK Cumhuriyeti	20,5	8,0
Yunanistan	25,8	19,7
Letonya	21,1	11,9
Macaristan	21,1	10,2
AB-25	33,6	39,8
Türkiye	8,3	2,5

(TCMB Finansal İstikrar Raporu)



Bireysel kredilerin dağılımında yaşanan bu değişikliği bireysel kredi stoku endeksi vasıtasıyla da görebiliriz. Bu endekste de konut kredilerinde 2005 yılında yaşanan hızlı artış oranları dikkati çekmektedir. 2003:01=100 bazlı endekste; 2003 yılından bu yana konut kredilerinde %3663, taşıt kredilerinde %998, kredi kartlarında ise %301 oranında artışlar yaşanmıştır.

Kredi hacmi artmaya devam ederken takipteki alacaklar da son bir aylık dönemde %0,4 oranında artmıştır. Ancak takipteki alacaklar kalemindeki artışın kredi hacmindeki artışın gerisinde kalması kredilerin takibe dönüşüm oranını düşürmeye devam etmektedir. Mart ayı itibariyle %4,7 olan takibe dönüşüm oranı nisan ayında %4,6'ya gerilemiştir. Takipteki kredilerin dönüşüm oranlarının azalması, bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payının artması sonucu kredilerin tabana yayılması ve bireysel kredilerde teminat kalitesinin yüksek olması kredi riskini sınırlandıran faktörler olarak sıralanabilir. Ancak toplam krediler içerisinde payı giderek artan bireysel kredilerin tüketim harcamalarını artırması, enflasyonla mücadelede bu kredilerin yakından izlenmesini gerektirmektedir.

#### TCMB Finansal İstikrar Raporu'na göre kredi riskini sınırlandıran faktörler;

**Toplam krediler içinde hanehalkı kredilerinin payının artması,  
Bireysel kredi artışına bağlı olarak küçük tutarlı kredilerin toplam krediler içindeki payının artması,  
Bankalar tarafından kullanılan kredilerin TP lehine gelişimi,  
Kullanılan kredilerde değişken faizli kredilerin payının artması, (Değişken faizli konut kredisini hayata geçirecek olan İpotekli Konut Finansmanı sistemi ile bu tip kredilerin payının daha da artması beklenmektedir.)  
Takipteki alacaklara yüksek oranda karşılık ayrılması,  
Uzun vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payının artması altında kredi riskini artırmakla birlikte, bireysel kredilerin anapara ve faiz ödemelerinin aylık taksitler halinde tahsil edilmesinin bu kredilerin ortalama vadesini aşağıya çekmesi.**

Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.05	Mart.06	Nisan 06
<b>Konut</b>	0,13	0,1	0,1
<b>Taşıt</b>	1,2	1,5	1,5
<b>Bireysel Kredi kartları</b>	7,8	8,9	8,8
<b>Ticari Krediler</b>	5,7	5,4	5,1
Kaynak: BDDK			

Nisan ayı itibariyle kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde; konut ve taşıt kredilerinde bir değişim olmazken, bireysel kredi kartları ve ticari kredilerin takibe dönüşüm oranlarında düşüşler ortaya çıkmıştır.

**Kredilerin takibe dönüşüm oranı seçilmiş bazı ülkelere göre daha düşük olmakla birlikte, Avrupa'daki gelişen diğer ekonomilere kıyasla daha yüksek seviyelerde gerçekleştiği görülmektedir.**

#### Kredilerin Takibe Dönüşüm Oranı (%)

<b>Arjantin</b>	<b>7</b>
<b>Brezilya</b>	<b>4</b>
<b>Çek Cumhuriyeti</b>	<b>4</b>
<b>Macaristan</b>	<b>2</b>
<b>Letonya</b>	<b>1</b>
<b>Bulgaristan</b>	<b>8</b>
<b>Türkiye</b>	<b>4,6</b>

(TCMB Finansal İstikrar Raporu)

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

En çok Pay alan 5 Sektör % Pay		Tk.b.Dön.Orn.			
Mar.06		Nis.06			
		Mar.06	Nis.06		
Top.Tic.ve Kom.	10	Top.Tic.ve Kom.	9,2	4,5	4,4
Tekstil San	7,0	Tekstil San	7,7	15,6	14,0
İnşaat	6,0	Finansal Aracılık	6,4	0,4	0,3
Finansal Aracılık	5,3	İnşaat	6,0	5,4	5,2
Metal Ana San.	5,1	Metal Ana San.	5,3	3,9	3,6
	33,4		34,6		

Kaynak: BDDK

Mart ayı itibariyle ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektörün ticari krediler içindeki payı bir önceki aya göre artarak %33,4'ten %34,6'ya çıkmıştır. En büyük artış finansal aracılık ve tekstil sektöründe gerçekleşirken, bunu metal ana sanayii izlemiştir. İnşaat sektöründe bir değişme yaşanmazken toptan ticaret ve komisyonculuk sektörünün ticari kredilerden aldığı pay gerilemiştir. Bu sektörler itibariyle kredilerin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde; kredi hacmindeki artışa rağmen tüm sektörler itibariyle takibe dönüşüm oranları azalmıştır.

#### ► Pasif Yapısı:

Bankacılık sektörünün Nisan ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde %86,3'ünün yabancı kaynaklardan %13,7'sinin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Son bir aylık dönemde en büyük artış %1,7 ile özkaynaklarda yaşanırken, mevduat hacmi neredeyse hiç değişmemiş, mevduat dışı kaynaklar ise %0,2 oranında gerilemiştir.

Sektörün bilanço büyüklüğü %0,2 artarken mevduat hacminin aynı kalması, mevduatın fon kaynakları içindeki payının %61,8'den %61,6'ya gerilemesine neden olmuştur. Mevduatın payının artmamasında kamu bankaları mevduat hacmindeki %2,5'lik gerileme etkili olmuştur. Kamu bankaları mevduat hacmindeki gerilemeye karşın özel sermayeli bankaların mevduat hacmi %1,5, yabancı sermayeli bankaların mevduat hacmi %3 artmıştır. Mevduatın para cinsi kompozisyonuna bakıldığında ise Nisan ayı itibariyle de TP lehine dönüşümün devam ettiği görülmektedir. Mart ayında %65,1 olan TP mevduatın toplam mevduat içindeki payı Nisan ayı itibariyle %65,7'ye yükselmiştir. Son bir aylık dönemde mevduatın kısa vadede yoğunlaşma oranı artarak vadesiz, 1 ay ve 1-3 ay arası mevduatın toplam mevduat içindeki payı %84,4'ten %84,7'ye çıkmıştır. Sektörün aracılık işlevi göstergelerinden biri olan mevduatın krediye dönüşüm oranı ise kredi hacmi artarken mevduatın artmamasına bağlı olarak %64,5'ten %66,3'e yükselmiştir. Mevduatın krediye dönüşüm oranları banka grupları itibariyle incelendiğinde kamu sermayeli bankalarda %34,6, özel sermayeli mevduat bankalarında %79,8 ve yabancı sermayeli mevduat bankalarında %107,7 olarak gerçekleşmiştir. Mevduatın menkul değerlere dönüşüm oranı ise artarak %58,2'den %58,9'a çıkmıştır.

**Türk bankacılık sektörü mevduat bankacılığı ağırlıklı bir yapıya sahip olup, 47 bankanın 34'ü mevduat bankasıdır ve mevduat bankalarının payı %95 seviyesindedir. Buna rağmen mevduatın GSYİH içindeki payı AB ortalamasının oldukça gerisinde kalmıştır.**

	Mevduat/GSYİH (%)
AB-15 Ortalama	99
AB-25 Ortalama	96
Türkiye	52

(TCMB Finansal İstikrar Raporu)

Sektörün mevduat dışı kaynakları son bir aylık dönemde bankalara borçlar kalemindeki %1,4'lük azalma neticesinde %0,2 oranında gerilemiştir. Sektörün yabancı fon kaynakları içinde mevduattan sonra en büyük pay olan bankalara borçlar kaleminin payı son bir aylık dönemde yaşanan gerilemeye bağlı olarak %14,3'den %14'e düşmüştür.

Yurt Dışı Bankalara Borçlar (Milyon) YTL				Değişim %	
	Ara.05 (1)	Mar.06 (2)	Nis.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
<b>Sektör</b>	<b>42.061</b>	<b>50.472</b>	<b>50.792</b>	20,8	0,6
Kamu Sermayeli Bankalar	3.866	6.000	6.073	57,1	1,2
Özel Sermayeli Bankalar	32.280	35.662	34.020	5,4	-4,6
Yabancı Sermayeli Bankalar	2.924	5.080	6.734	130	32,6
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	2.991	3.730	3.965	32,6	6,3

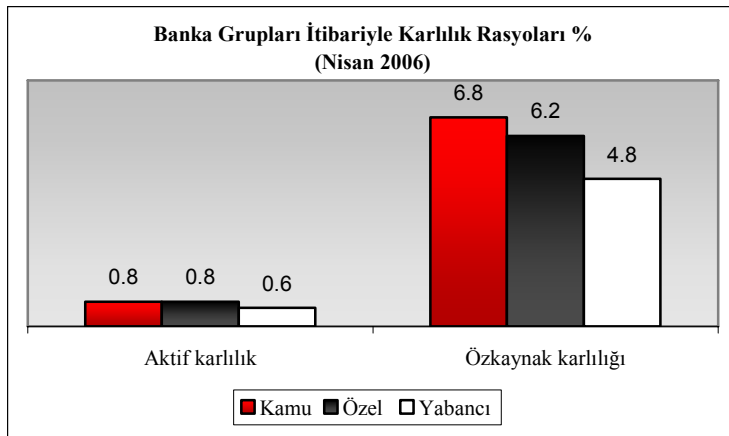
*Kaynak: BDDK*

Bankalar uygun vade yapısı ve faiz oranları nedeniyle yurt dışından borçlanmayı daha çok tercih etmektedirler. Nisan ayı itibariyle bankalara borçlar kaleminin %87'sini yurt dışı bankalara olan borçlar oluşturmaktadır. Son bir aylık dönemde yabancı sermayeli bankaların yurt dışı kaynakları %32,6 artarken, bunu sırasıyla kalkınma ve yatırım bankaları ve kamu sermayeli bankalar takip etmiştir. Özel sermayeli bankaların yurt dışı bankalara olan borçları ise %4,6 oranında gerilemiştir.

Sektör özkaynakları net dönem karında gerçekleşen %30'luk artışın etkisiyle son bir aylık dönemde %1,7 artarak 56.616 milyon YTL'ye çıkmıştır. Bu artışa bağlı olarak özkaynakların fon kaynakları içindeki payı %13,5'ten %13,7'ye çıkmıştır.

Sektörün net dönem karı Nisan ayında geçen yılın aynı dönemine göre %21,6, bir önceki aya göre ise %30 oranında artarak 2.689 milyon YTL'den 3.502 milyon YTL'ye çıkmıştır. Son bir aylık dönemde net dönem karındaki artışta kredi hacminin genişlemesine paralel olarak kredilerden alınan faizlerin %34,2 ve menkul değerlerden alınan faizlerin ise %31 oranında artması etkili olmuştur. Bu artışla birlikte kredilerden alınan faizlerin faiz gelirleri içindeki payı %49,8'den %50,4'e yükselmiştir. Toplam faiz gelirleri bir önceki aya göre %32,7 artarken faiz giderleri %33,8 oranında artmıştır. Faiz giderlerinde ise en büyük artış %35,6 ile bankalara verilen faizlerde meydana gelmiştir. Bunu %34,1'lik artışla mevduata verilen faizler izlemiştir. Sektör gelirlerindeki bir önceki aya göre en büyük artış %34,6 ile yine faiz dışı gelirlerde ortaya çıkmıştır. Faiz dışı gelirlerde %33,5 artan bankacılık hizmet gelirleri birinci sırada yer alırken bunu %30'luk artışla kredilerden alınan ücret ve komisyonlar izlemiştir. Sektörün faiz dışı giderleri ise bir önceki aya göre %41,4 artmıştır.

2006 yılı Nisan ayı itibariyle sektör aktif karlılığı karlılıktaki artışa bağlı olarak %0,6'dan %0,8'e; özkaynak karlılığı ise %4,8'den %6,2'ye yükselmiştir.



Karlılık rasyoları banka grupları itibariyle değerlendirildiğinde bu rasyonun en yüksek kamu sermayeli bankalarda gerçekleşirken, en düşük yabancı sermayeli bankalarda gerçekleştiği görülmüştür. Yabancı sermayeli bankalarda karlılık rasyoları sektör ortalamasının altında kalmıştır.

► **Krizlerin Ardından Türk Bankacılık Sektörüne İlişkin Genel Bir Değerlendirme**

2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat ayında yaşanan krizler bankacılık sektörünü farklı kanallardan ve önemli ölçüde etkilemiştir. Krizler sonucu önemli oranda yükselen faiz oranları, vade uyumsuzluğu olan bankaların fonlama zararlarını artırırken, portföylerinde bulundurdukları menkul kıymetlerin de değer yitirmesine yol açmıştır. 2001 yılı Şubat ayında dalgalı kur sistemine geçilmesinin ardından Türk Lirasının yabancı paralar karşısında hızla değer kaybetmesine bağlı olarak, yüksek açık pozisyonla çalışan bankalar önemli boyutta kambiyo zararı ile karşı karşıya kalmıştır. Diğer yandan, ekonomik aktivitenin keskin biçimde daralması, takipteki alacakların yükselmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda bankacılık sektörünün içinde bulunduğu sorunlar daha da ağırlaşmış ve yeni sorunlar ortaya çıkmıştır. Kasım krizi sonrasında likidite ve faiz riski nedeniyle ciddi sorunlar yaşayan bankacılık sektörü, Şubat krizi sonrasında ilave olarak kur riskinden kaynaklanan kayıplarla karşı karşıya kalmıştır. Kur rejiminin terkedilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığını ortadan kaldırmak ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak amacıyla hükümet tarafından ‘Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’ uygulamaya konulmuştur. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması bu programın ana unsurlarından birisini oluşturmuştur. Yaşanan krizler, bankacılık sektöründeki yapısal sorunların çözümüne yönelik kapsamlı bir programın gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu çerçevede hazırlanan ‘Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı’, 15 Mayıs 2001’de uygulamaya konulmuştur.

Uygulamaya konulan bu programla ve sağlanan makroekonomik istikrarla birlikte Türk bankacılık sektörü çok daha sağlam ve rekabet edebilir bir yapıya kavuşmuştur. Enflasyonda ve faiz oranlarında yaşanan düşüş, iç talepte meydana gelen canlanma, finans sektörünü geliştirmeye yönelik açılımlar, yeni yasal düzenlemeler ve finansal kuruluşlardaki risk odaklı yönetim eğilimi, finansal kuruluşların yakın gözetim ve denetimi sektörün karlılığını artırarak istikrarlı gelişmesine ve büyümesine katkıda bulunmuştur.

**Yeniden Yapılandırma Programı Kapsamında Gerçekleştirilen Yasal ve Kurumsal Düzenlemeler**

- 4389 ve bununla değişik 4491 ve 4672 sayılı Bankalar Kanunu ile Türk Bankacılık Sistemi uluslararası standartlarda yasal bir çerçeveye sahip olmuştur.
- Sektörün gözetim ve denetim çerçevesini güçlendirmek amacıyla BDDK oluşturulmuş ve sektörün daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşturulması sağlanmıştır.
- Kamu bankaları finansal ve operasyonel açıdan yeniden yapılandırılmıştır.
- TMSF bünyesindeki bankalar satış – birleşme ve devir yoluyla çözüme kavuşturulmaya çalışılmıştır.
- Özel bankalar daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmuştur.
- Reel sektörün finansal kesime borçlarının yeniden yapılandırılması için ‘İstanbul Yaklaşımı’ oluşturulmuştur.
- Risk yönetiminin güçlendirilmesi amacıyla BASEL II’ye geçiş süreci devreye girmiş ve bunun için gerekli çalışmalar yapılmaya başlanmıştır.
- Risk ile getiri arasındaki bağlantıyı kopararak gerek mevduat sahibinin gerekse de banka sahibinin maksimum risk almasına yol açtığı gerekçesiyle tam mevduat güvencesine sınırlama getirilmiş ve mevduat garantisi 50.000 YTL’ye düşürülmüştür.
- Sektörün kaynak maliyetini azaltmak amacıyla ve AB ile uyum çerçevesinde dispoñibilite oranı kaldırılmıştır.
- Türk parası ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerin tabi olduğu zorunlu karşılık oranlarında YTL yükümlülükler için yüzde 6 ve yabancı para yükümlülükler için yüzde 11 faiz ödemesi uygulaması başlamıştır.
- YTL zorunlu karşılıkların tamamı serbest mevduatlarda iki haftalık ortalama olarak tesis edilmeye başlanmıştır. Böylece, geçici likidite sıkışıklığında, bankaların zorunlu karşılıklarını daha esnek kullanmaları sağlanarak faizlerde görülebilecek dalgalanmaların azaltılmasına imkan tanınmıştır.
- Kredi kartı faizlerinin belirlenmesinde keyfiliği önlemek amacıyla faiz oranlarında azami, asgari ve gecikme faiz oranları TCMB tarafından üçer aylık sürelerle belirlenmeye başlanmıştır.

**Bu Düzenlemeler Paralelinde Sektörün Bilanço Kalemlerinde ve Rasyolarda Kaydedilen Gelişmeler**

Bankacılık Sektörü - Seçilmiş Rasyolar							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006-4
Kredi/Mevduat	54	30,5	35,5	42,6	52	61,7	66,3
Takipteki alacaklar/Top.Krd.	12,4	41,4	21,3	13	6,4	5	4,6
Men.Kıy.Port./Mev.	20,4	15,3	62,4	68,8	64,7	58,8	58,9
Özkaynaklar/Top.Pasif	7,2	8,9	15,6	14,3	14,7	13,5	13,7
TP Mev./Top.Mev.	52,4	40,7	42,7	51,4	55,3	63,7	65,7
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	9,3	20,8	26,1	30,9	28,2	24,2	23,1
Özkaynak karlılığı	-38	-80	11,2	16	13,8	11,8	6,2
Aktif karlılık	-2,7	-7	1,4	2,3	2	1,4	0,8
<b>Toplam Aktif/GSMH</b>	<b>83</b>	<b>96</b>	<b>77,3</b>	<b>70</b>	<b>71,5</b>	<b>82</b>	

Kaynak: BDDK

- Makro ekonominin istikrara kavuşmasıyla birlikte bankacılık sektörünün aktif dağılımı yeniden şekillenmiş ve sürdürülmekte olan mali disipline bağlı olarak kamunun piyasalardan daha az fon talep etmesi sonucunda bankacılık sektörü aracılık fonksiyonunu daha iyi yerine getirir hale gelmiştir. 2001 yılında %30,5 olan mevduatın krediye dönüşüm oranı 2006 yılı Nisan ayı itibarıyla %66,3'e yükselmiştir. 2002 yılında %62,4 olan mevduatın menkul kıymetler portföyüne dönüşüm oranı ise %58,9'a düşmüştür. Ancak mevduatın menkul değerlere dönüşüm oranı hala çok yüksektir.
- Sektörün aktif kalitesi yükselmiştir. 2001 yılında %41,4'e kadar çıkan takipteki alacakların toplam krediler içindeki payı 2006 yılı nisan ayı itibarıyla %4,6'ya kadar düşmüştür. Ayrıca 2001 yılında %12,7 olan ve aktiflerin donuklaşma düzeyini gösteren duran varlıkların toplam aktifler içindeki payı 2006 yılı Nisan ayı itibarıyla %5,4'e kadar gerilemiştir.
- 2004 yılından itibaren sağlanan makroekonomik istikrar ve AB ile gerçekleşen müzakere süreci ile Türkiye'nin uluslararası alanda kredibilitesini artıran gelişmelerin sonucu olarak bankaların yurtdışından sağladığı sendikasyon ve sekürütizasyon kredileri sektörün mevduat dışı kaynaklarını artırmıştır. 2002 yılında %19,6 olan mevduat dışı kaynakların fon kaynakları içindeki payı 2006 yılı Nisan ayı itibarıyla %24,7'ye çıkmıştır.
- Sektörün özkaynak ve sermaye yapısı güçlenmiştir. 2000 yılında %7,2 olan özkaynakların bilanço büyüklüğü içindeki payı 2006 yılı Nisan ayı itibarıyla %13,7'ye yükselmiştir. 2000 yılında %9,3 olan sermaye yeterlilik rasyosu ise %23,1'e yükselmiştir.
- Sağlanan yüksek sermaye yeterlilik rasyosu sayesinde sektörün piyasa risklerine karşı kırılganlıkları azalmıştır. Sektörün SYR'si %8 olarak belirlenen yasal sermaye yeterlilik rasyosunun oldukça üzerinde gerçekleşmiştir.
- 2001 yılında -%80 olan özkaynak karlılığı 2005 yılı sonunda %11,8'e; -%7 olan aktif karlılığı ise %1,4'e yükselmiştir.
- 2003 yılında %70'e kadar düşen toplam aktiflerin GSMH içindeki payı ise 2005 yılı sonunda %82'ye kadar yükselmiştir.
- 2004 yılında %3,4 olan bankacılık sektöründeki yabancı payı, artan ekonomik ve siyasi istikrar ve AB süreci ile birlikte 2005 yılında %14'lere ulaşmıştır. 2006 yılının ilk yarısı itibarıyla bu oran %20'leri aşmış bulunmaktadır.



## ULUSLARARASI GELİŞMELER

### ► Dünya'daki ve Türkiye'deki Ekonomik Gelişmeler

#### **Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, Türkiye'de son dönemlerde yaşanan dalgalanmayı değerlendirdi**

Fitch tarafından yayınlanan “Türkiye'de Çalkantı” isimli raporda, makro ekonomik politikalarda daha fazla sapma olması veya piyasalarda daha büyük boyutta dalgalanmalar yaşanması durumunda Fitch'in, Türkiye'nin kredi notunu “olumlu”dan “durağan”a çekebileceği ifade edilmiştir. Raporda, 2006 yılında gelişen piyasalarda Türkiye'nin, 28 milyar dolar ile en fazla cari açık veren ülke olacağı tahmin edilmiştir. Türk Lirası'nda görülen değer kaybının, cari işlemler açığının 2007 yılında kapanmasına yardım edebileceği belirtilen raporda, Türkiye'nin kredi notunun uzun vadede yükselmesinin ise, kamu finansmanının güçlenmesine, yaşam standardının yükselmesine, ekonomik ve kurumsal reformlara, Avrupa Birliği'ne tam üyelik sürecinin sorunsuz olmasına bağlı olduğu belirtilmiştir. Raporun sonuç bölümünde, Türkiye'de piyasaların güveninin yeniden kazanılması, dalgalanmaların önlemesi, hükümetin mali disiplininin sürdürülmesi ve siyasi istikrarsızlıktan kaçınılması gerektiği vurgulanmıştır.

#### **S&P Türkiye'nin görünümünü “durağan”a düşürdü**

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poor's (S&P), Türkiye'nin temel ekonomik göstergelerinde iyileşme beklentilerinin değişmesi üzerine Türkiye'nin görünümünü değiştirdiğini açıklamıştır. Türkiye'nin uzun ve kısa vadeli kredi notunu değiştirmeyen kuruluş, görünümü ise ‘pozitif’ten ‘durağan’a düşürmüştür. S&P'den yapılan açıklamada, Merkez Bankası'nın faiz oranlarını 2.25 baz puan artırımının Türk parasının istikrara kavuşmasına yardımcı olduğu, ancak bunun iç talep ve kamu gelirleri bakımından olumsuz yan etkileri olacağı söylenmiştir.

#### **Dünya Bankası kriz beklemediğini açıkladı**

Dünya Bankası Türkiye Direktörü Andrew Vorkink, Türkiye'de kısa ve orta vadede kriz beklemediklerini söylemiştir. Vorkink, Merkez Bankası'nın faiz oranlarını yükselterek enflasyonu kontrol altında tutma kararlılığına ilişkin sinyaller verdiğini ifade etmiş ancak, Ocak-Mayıs dönemindeki enflasyonunun %5'e yaklaşması nedeniyle %5'lik yıllık enflasyon hedefinin yakalanmasının mümkün olmadığını belirtmiştir.

#### **The Guardian Gazetesi Türkiye'yi Avrupa'nın en hızlı büyüyen pazarı olarak nitelendirdi**

İngiltere'de yayınlanan gazetenin Türkiye ekinde, ekonomik istikrar, bankacılık sektörünün gelişmesi, turizmde ilerleme, enerji projeleri gibi birçok konu ele alınmıştır. Ekte Türkiye'nin AB'ye alınmamasının büyük bir hata olacağına altı çizilmiş; Türkiye büyüklüğünde bir ülkeyi AB'nin kaldıramayacağı inancının yanlış olduğu, AB müzakere sürecinde uygulanan ekonomik ve siyasi reformlarla gelişen Türkiye'nin canlı ve dinamik ekonomisi ile Avrupa için önemli bir pazar olduğu vurgulanmıştır. Ekte ayrıca Türkiye'nin jeopolitik konumu nedeniyle Avrupa'nın petrol ve gaz kaynaklarına ulaşmasında stratejik öneme sahip olduğu da belirtilmiştir.

#### **Bloomberg: Türkiye, dış borç ödememe riskinde Arjantin'e yaklaştı**

Bloomberg'de yer alan haberde, takas pazarındaki fiyatlar göz önünde bulundurulduğunda Türkiye'nin, dış borç ödemelerinde aksama yaşayabilecek ülkeler sıralamasında Arjantin'e yaklaştığı ifade edilmiştir. Habere göre, 2011 vadeli 10 milyon dolarlık dış borç senetlerinin sigorta maliyetleri, Mayıs ayı başından bu yana ikiye katlanarak 305 bin dolara çıkmış olup, sigorta maliyetindeki artış, 1 Mayıs'tan bu yana TL'de yaşanan %21'lik değer kaybı, enflasyondaki yükseliş ve Avrupa Birliği (AB) ile ilişkilerde yaşanan gerginliğin yatırımcılarda yarattığı endişeleri yansıtmaktadır. Haberde ayrıca Türkiye'nin sigorta rakamının, Ukrayna, Endonezya ve Peru'nun üzerinde olduğu belirtilmiştir.

#### **OECD'nin “2005 Yılında Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları” raporu yayınlandı**

OECD raporuna göre, Türkiye OECD ülkeleri arasında en fazla doğrudan yabancı sermaye yatırımı çeken ülkeler arasında yer almıştır. Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımı 2004 yılında 2,8 milyar dolar iken 2005 yılında %35 artarak 9,7 milyar dolara ulaşmıştır. Raporda geçen yıl en fazla doğrudan sermaye yatırımı çeken üye ülkenin 164,5 milyar dolar ile İngiltere olduğu ifade edilmiştir. OECD'ye göre, üye olmayan önemli ekonomilere giren doğrudan sermaye yatırımları ise şöyle olmuştur; Çin 72,4 milyar dolar, Brezilya 15,1 milyar dolar, Rusya 14,6 milyar dolar, Hindistan 6,6 milyar dolar, Arjantin 4,7 milyar dolar.

► **Türkiye- IMF ve AB İlişkileri**

Avrupa Birliği (AB) ve Türkiye arasındaki ilişkilerde en önemli karar organı olan Ortaklık Konseyi'nin ay içinde yapılan toplantısının ardından, AB Ortak Tutum Belgesi yayınlanmıştır. Belgede, özellikle, Türkiye'de reform sürecinin yavaşladığının altı çizilirken, vurgulanan diğer konular 'reformların yaşama geçirilmesi için daha fazla çaba gösterilmesi', sivillerin askerler üzerindeki kontrolünün artması ve Türkiye'nin komşuları Yunanistan ve Kıbrıs Rum kesimiyle daha iyi ilişkiler kurması olmuştur. Türkiye'de insan hakları ihlallerinin azaldığına dikkat çekilen belgede, reformların Kopenhag kriterleri uyarınca sürdürülmesi istenmiştir.

Öte yandan AB, Türkiye'nin Güney Kıbrıs'a limanlarını ve havaalanlarını açmayı reddetmesi nedeniyle, Hırvatistan ile gümrük birliğinde fiili müzakerelerin başlaması kararı alırken, Türkiye'yi beklemeye aldığını açıklamıştır. AB Haziran ayı başında farklı yetkililer tarafından yapılan açıklamalarla, Türkiye'nin gümrük birliği anlaşması çerçevesinde Güney Kıbrıs'a limanlarını açmaması durumunda, üyelik sürecinin yavaşlayabileceği yönünde uyarılarda bulunmuştur.

Genel olarak bakıldığında, AB dönem başkanlığını 1 Temmuz'da Avusturya'dan devralan Finlandiya'nın AB'nin genişlemesine karşı ılımlı bir tavır içinde olduğu bilinmektedir. Buna karşın Türkiye ve Kıbrıs konusunda AB'nin genel çizgisinden uzaklaşmayacağı tahmin edilmektedir.

► **Gelişmiş Ülkeler**

▪ **ABD**

5 Haziran'da IMF tarafından düzenlenen Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) Başkanlarının da katıldığı Uluslararası Para Konferansı'nda ABD Merkez Bankası (FED) Başkanı Ben Bernanke piyasaları önemli ölçüde etkileyen bir konuşma yapmış ve şu hususlara değinmiştir:

- ⇒ Son üç yıldır ABD ekonomisi sağlıklı bir şekilde büyümektedir. Verimlilik ve istihdamın artması ekonominin üretim kapasitesini artırmaktadır.
- ⇒ Yeni teknolojilerin kullanımının ve sermaye yatırımlarının yaygınlaşmasıyla ve işveren ve işgücünün enerjisinin artmasıyla birlikte verimlilik güçlü bir şekilde artmaktadır. Bu nedenle üretim kapasitesi önümüzdeki birkaç yılda güçlü büyümeyle uyumlu bir şekilde artacaktır.
- ⇒ 2006'nın ilk çeyreğinde yüksek bir büyüme kaydedilmiştir fakat, bundan sonrası için büyümenin hız kesmesi beklenmektedir.
- ⇒ Büyümenin yavaşlamasında, toplam harcamaların üçte ikisini oluşturan tüketici harcamalarının, hanehalkı reel gelirini ve tüketici davranışlarını olumsuz etkileyen enerji fiyatları nedeniyle son aylarda hız kesmesi ve emlak piyasasının soğuması rol oynamaktadır. Ayrıca, emlak piyasasındaki yavaşlama, evlerin değerinin önceki yıllarda olduğu gibi artmasına engel olacağı için hanehalkı harcamalarını azaltacaktır.
- ⇒ Ücretler son aylarda önceki yılların ortalamalarına göre azalması ve işsizlik sigortası başvurularının artması ekonomik büyümenin hız kaybedeceği tezini desteklemektedir.
- ⇒ Hanehalkı sektöründeki gevşeme işaretlerine rağmen diğer sektörlerdeki ivme artmaya devam etmektedir. Karlılık ve kapasite kullanımının yüksek, kredi koşullarının uygun olmasının etkisiyle şirket yatırımları artmaktadır.
- ⇒ Kısa vadede arzın kısıtlı olmasına karşılık global büyümenin etkisiyle talebin artmış olması emtia fiyatlarını yükseltmiştir. Bu durum global büyümeyi destekleyen faktörlerin etkisini azaltarak enflasyonist bir baskı oluşturmaktadır.
- ⇒ Global dengesizlikler FED açısından da endişe vericidir. ABD'de tasarrufların artması, cari fazla veren ülkelerde talebin artmış olması ve döviz kurlarının esnekliği sayesinde bu dengesizlikler zaman içinde azalacaktır.
- ⇒ Çekirdek tüketici fiyat enflasyonu, fiyat istikrarı ve uzun vadede büyümenin sağlanması amacıyla uyumlu olan seviyenin üst sınırına yaklaşmıştır. Bu, arzu edilmeyen bir gelişmedir.
- ⇒ Petrol fiyatlarındaki artış normal koşullarda çekirdek enflasyona pek fazla yansımazken, son zamanlarda çekirdek enflasyonun artmasında önemli ölçüde etkili olmuştur. Bu nedenle petrol fiyatlarının izleyen dönemlerde artması olasılığı çekirdek enflasyon açısından risk oluşturmaktadır.

- ⇒ FOMC üyeleri arasında enflasyonun düşük ve istikrarlı bir seviyede tutulması konusunda ortak bir kanı mevcuttur. Zira fiyat istikrarı, istihdam ve hasılda sürdürülebilir büyümenin ve istikrarlı bir ekonominin oluşması için gereklidir.

Bernanke ayrıca uzun dönemde enflasyon beklentisinin önemine de değinmiştir. Bu açıklamalar, Haziran ayındaki FOMC toplantısında FED'in faiz oranını 17. kez artırarak %5,25'e, yıl sonuna kadar ise en az %6'ya çıkaracağı ve 50'er puanlık artırımların yapılabileceği sonucunun çıkarılmasına neden olarak uzun süre gerek para piyasalarını gerekse sermaye piyasalarını etkilemiştir. Bu durum ise gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının faiz oranlarını artırmalarına yol açmıştır.

FED Başkanı Bernanke'nin yanısıra, FED'in Şube Başkanları'nın ve FOMC'de oy hakkı bulunan diğer FED yetkililerinin enflasyonla ilgili görüşlerini belirttikleri açıklamaları beklentilerin şekillendirilmesinde önemli bir referans olarak alınmıştır. FED Başkan Yardımcısı Donald Kohn'un ekonominin daha fazla büyümesine izin verilmesi halinde enflasyon artışının kaçınılmaz olduğunu belirttiği açıklaması genel olarak FED yetkililerinin görüşlerini yansıtır niteliktedir. St Louis Şubesi Başkanı William Poole ise enflasyonun beklentilerin üzerine çıkması durumunda, ekonomik büyümenin yavaşlamasının enflasyonu düşürmesini bekleyemeyeceklerini, bu nedenle faiz oranını bir miktar daha artırmaları gerektiğini belirtmiştir. Poole, faiz oranını gereğinden fazla artırmalarının bedelinin, gerektiği halde artırmamaları halinde ortaya çıkabilecek sonuçlardan daha katlanılabilir olduğunu ifade etmiştir. Kansas Şubesi Başkanı Thomas Hoenig ise para politikasının etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkması nedeniyle FED'in enflasyon konusunda tedbir almakta geç kaldığı iddialarını yalanlayan bir açıklamada bulunmuştur. FOMC üyesi Susan Bies de para politikasının etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkması hususuna değinerek, ekonominin ne yöne gideceğinin belirsiz olduğu bir geçiş süreci içinde bulduklarını ifade etmiştir. Bernanke ise yaptığı bir açıklamada petrol fiyatlarındaki artışın enflasyon üzerindeki etkisine değinerek, bu durumun kalıcı hale gelmemesi için gerekeni yapacaklarını belirtmiştir. FED yetkililerinin diğer açıklamaları genel olarak şu hususlara işaret etmektedir:

- ✓ FED faiz artırımı konusunda büyük hamleler yapmayacaktır.
- ✓ Enflasyon yurtiçi üretim faaliyetlerinden çok global üretimden etkilenmektedir.
- ✓ FED'in fiyat istikrarı konusundaki hassasiyetinin piyasalar tarafından sorgulanmaya başlanması tehlikeli sonuçlar doğuracaktır.
- ✓ Cari işlemler açığı kısa vadede sürdürülebilirdir, ancak uzun vadede döviz kurları, faiz oranı ve ekonomik büyüme üzerinde önemli etkileri olması olasıdır.
- ✓ Emlak piyasasında soğuma gözlenmekte, piyasada bir çöküş yaşanmasına ihtimal verilmemektedir.

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	2,4	2,7	4,2	3,5	5,6 (2006 Q1)
İşsizlik	5,8	5,6	5,5	5,07	4,6 (Mayıs 06)
Enflasyon (CPI)	1,6	2,3	2,7	3,4	4,2 (Mayıs 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*

Artık FED'in faiz politikasının seyrini tayin ederken her zamankinden daha çok dikkate alacağını belirttiği ABD ekonomisi verileri, bütün dünya tarafından daha yakından izlenmeye başlamıştır. Bu verilerden önde geleni olan üretici ve tüketici enflasyonu Bernanke'nin konuşmasını izleyen hafta ardarda yayınlanarak gerek Bernanke gerekse diğer FED yetkililerinin enflasyon artışına verdikleri önemi vurguladıkları açıklamalarını doğrularak faiz artırımının devam edeceği beklentisini güçlendirmiştir. Mayıs ayı Üretici Fiyat Endeksi (PPI) %0,2, çekirdek PPI ise beklentilerin biraz üzerine çıkarak %0,3 artmıştır. Tüketici Fiyat endeksi (CPI) ise beklentiler doğrultusunda %0,4 artarken, çekirdek CPI %0,2 artması beklenirken %0,3 artmıştır. Özellikle çekirdek CPI'daki bu artış FED'in faiz artırımı yapacağı beklentisini güçlendirmiştir. Nisan ayında yıllık bazda %2,3 artan çekirdek CPI, Mayıs ayında %2,4 artarak 2006 yılında ardarda üçüncü kez artış göstermiştir. FED'in üzerinde en çok durduğu enflasyon verisi olan çekirdek CPI'daki artışın başlıca kaynağı konut kiralarındaki artıştır.

Büyümenin ne yönde seyredeceğine dair işaretlerin alındığı verilerden biri olan sanayi üretim endeksinin Mayıs ayında %0,2 artması beklenirken %0,1 düşmüştür. Madencilik sektörü ve imalat sanayi düşüşte etkili olan başlıca sektörlerdir. Bu arada, yılda sekiz kez yayınlanan ve bölgesel bazda mevcut ekonomik durumla ilgili

bilgi içeren FED'in Beige Book adlı raporunda ekonomik büyümenin yavaşlamaya başladığına işaret edilmesi enflasyonla ilgili endişeleri bir ölçüde hafifletmiştir.

ABD dış ticaret açığı Mart ayında \$61,9 milyar düzeyinde iken Nisan ayında bir önceki aya göre %2,5 artarak \$63,4 milyara ulaşmıştır. Dış ticaret açığı \$65 milyar olan beklenti seviyesinin altında gerçekleşmiştir. Dış ticaret açığı büyüme açısından engelleyici bir faktör görünümünü sergilememektedir.

Dayanıklı mal siparişleri Mayıs ayında uçak siparişlerindeki büyük düşüş nedeniyle beklentilerin aksine %0,3 oranında düşmüştür. Ulaştırma sektörü dışındaki dayanıklı malların siparişinde ise Nisan ayındaki %1 gerilemenin ardından beklentilerin biraz üzerinde %0,7 oranında düşük bir artış gerçekleşmiştir. Açıklanan bu veriler ekonominin ilerleyen dönemlerde yavaşlama eğilimine gireceğini destekler niteliktedir.

FED'in Atlanta Şubesi Başkanı Jack Guynn'in çekirdek enflasyonun kabul edilebilir sınırın ötesinde olduğu yönündeki açıklaması FED'in 28-29 Haziran'daki toplantı sonrası faiz artırımı olasılığını güçlendirmiştir. Bu olasılığı destekleyen diğer faktörler ise ABD tüketici güveninin Mart ayından beri ilk kez yükselmesi ve Haziran ayı itibarıyla 82,4 puana ulaşması ve dayanıklı tüketim mallarına yönelik tüketim eğiliminin Nisan ayındaki %4,4'lük gerilemeden sonra Mayıs'ta %0,4 oranında artması olmuştur. Bu arada, IMF Başkanı Rodrigo Rato Madrid'de yapılan Afrika Finans Toplantısı'nda ABD'de uygulanmakta olan para politikasının ekonominin gidişatına uygun olduğunu ve ekonominin büyüme oranının yılın ikinci yarısında sürdürülebilir bir büyüme düzeyine gerileyerek yavaşlayacağını söylemiştir.

Emlak piyasasına yönelik önemli bir gösterge olan inşaatına yeni başlanan ev sayısı Mayıs ayına göre sürpriz bir şekilde %5 artmıştır. Yeni konut satışları ise %4,6 artmıştır. Ancak alınan inşaat izinlerinin düşmesi emlak piyasasının ileriye dönük olarak yavaşlayacağına işaret etmektedir.

Bu arada, Mayıs ayında 104,7'ye inmiş olan Conference Board Tüketici Güven Endeksi Haziran'da 105,7'ye çıkmıştır. Mevcut durum endeksi 134,1'den 132,7'ye düşerken beklenti endeksi 85,1'den 87,6'ya çıkmıştır. Tüketici Güven Endeksindeki yükselişin başlıca kaynağı orta vadeli beklentilerin olumlu yönde gelişmesi olup, kısa vadeli görünümle ilgili endişelerin mevcut olduğu görülmektedir. Michigan Üniversitesi tüketici güven endeksi ise Haziran ayında 79,1'den 84,9'a yükselmiştir. Öte yandan geçtiğimiz ay %5,3 olarak açıklanan 2006'nın ilk çeyreğine ilişkin GSYİH büyüme oranı ise %5,6'ya revize edilmiştir. Büyümenin yılın geri kalanında yavaşlaması beklenirken, ilk çeyrek rakamı ekonominin canlılığını göstermektedir.

Bir ay boyunca global faiz oranlarının seyri açısından dünya piyasalarının dikkatle takip ettiği ve ne yönde bir karar alınacağını öngörmeye çalıştığı Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantısı 28-29 Haziran tarihlerinde yapılmıştır. Toplantıda oybirliğiyle, FED gösterge faiz oranının beklentiler doğrultusunda 25 baz puan artırılarak %5,25'e çıkarılması kararı alınmıştır. Toplantı sonunda yayınlanan açıklamada, son dönemdeki göstergelerin yılın ilk yarısında hız kazanmış olan büyümenin, kısmen yavaşlamakta olan emlak piyasasının kısmen de faiz artırımlarının ve petrol fiyatlarındaki artışın gecikmeli etkilerini yansıtır şekilde ılımlı bir seyir izlemeye başladığı belirtilmiştir. Verimlilik artışlarının şimdiye kadar birim işgücü maliyetini düşük tuttuğu ve enflasyon beklentilerinin açıklanan çekirdek enflasyona yansıdığı belirtilmiş, buna karşılık yüksek düzeydeki kaynak kullanımının ve petrol ve diğer emtia fiyatlarının enflasyonist baskıların devam etmesine yol açması potansiyelini taşıdıkları ifade edilmiştir. Toplam talep artışının yavaşlamasının enflasyonist baskıları azaltmasına rağmen, çeşitli enflasyonist risklerin bulunduğu, bu nedenle para politikasında olası bir sıkılaştırmanın enflasyon ve büyümenin görünümündeki gelişimle ilgili alınacak bilgilere bağlı olacağı vurgulanmıştır. Bu açıklamalar piyasalara, Ağustos ayında FED'in para politikasını belirlerken ne yönde hareket edeceği konusunda merakla beklenen bilgiyi vermiş, iki yıldan bu yana süren faiz artırımlarına ara verileceği sonucu çıkarılmıştır.

ISM (Institute for Supply Management) tarafından her ay yapılan anketlere göre oluşturulan PMI bileşik endeksi Mayıs ayında 54,4 iken, Haziran ayında 55 olan beklenti düzeyinin altında inerek, 53,8 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan üretim endeksi 57,2'den 55,1'e düşmüş, istihdam endeksi ise 52,9'dan 48,7'ye düşmüştür. Bu iki endekste düşüş büyümenin yavaşlama eğiliminde olduğuna işaret etmektedir. Fakat yeni siparişler endeksinin 53,7'den 57,9'a çıkması Temmuz ayında üretimin artması olasılığını gündeme getirmiştir.

Görev süresi dolan John Snow yerine Başkan Bush tarafından aday gösterilen Goldman Sachs eski yöneticisi Hank Paulson'un Temmuz ayı itibarıyla görevine başlaması Haziran ayının önemli gelişmelerinden bir diğeridir. Son yıllarda Fed'in gölgesinde kaldığı söylenen Hazine Bakanlığı'nın, tecrübeli bir Wall Street yöneticisi olan Paulson yönetiminde daha aktif bir politika izleyebileceği görüşleri dile getirilmektedir. Paulson, görev

başlamadan önce Senato Finans Komitesi'nde yaptığı konuşmada Bush yönetimince yürürlüğe konulan vergi indirimlerinin kalıcı hale getirilmesi ve kesinlikle artırılmaması gerektiğini ifade etmiştir. Çin'i mali sistemle ilgili reformlarını artırması için teşvik etmeleri gerektiğine değinen Paulson'un Çin ile ilgili görüşlerinin para biriminden çok mali sistem üzerinde yoğunlaştığı dikkati çekmiştir.

▪ **Euro Bölgesi**

IMF'in, 7 Haziran'da Lüksemburg'da yapılan Euro Bölgesi Maliye Bakanları Toplantısı'nda sunduğu raporda "borçlanma maliyetlerinde sınırlı bir artışın makul görülebilir olduğu" ve "para politikasının daha fazla ve sürekli bir şekilde sıkılaştırılması için uygun koşulların bulunmadığı" belirtilmiştir. Bu açıklama Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz artırımı kararı alması beklenen toplantısından bir gün önce yapılması bakımından önem taşımaktadır. IMF raporunda Euro Bölgesi enflasyon oranının 2008'de ECB'nin fiyat istikrarı hedefiyle uyumlu olacak şekilde %2'nin altına düşmesinin beklendiği ve "Finansal piyasalardaki artan belirsizlik ve Euro'nun değer kazanması da faiz artırımı yapılırken dikkatli olmayı gerektirmektedir" denilmiştir. Bu arada ECB'nin gösterge faiz oranını 50 baz puan artırması beklenen toplantısı öncesinde AB Maliye Bakanları ECB'nin ekonomik büyümeyi göz ardı etmemesi gerektiği yönünde yorumlarda bulunmuşlardır.

Haziran ayında faiz artırımı kararı alması beklentisinin kuvvetlendiği bir ortamda ECB faiz oranını 25 baz puan artırarak %2,75'e çıkarmıştır. Böylece Aralık 2005'ten beri üçüncü kez faiz artırımına gidilmiştir. Beklentilerin altında kalan faiz artırımı kararının ardından açıklama yapan ECB Başkanı Jean Claude Trichet, faiz kararının fiyat istikrarına yönelik yukarı yönlü riskleri yansıttığını, para politikasının sürdürülebilir olduğunu, faiz oranının geçmişle karşılaştırıldığında halen düşük düzeylerde bulunduğunu, 2006 yılında ekonomik büyümenin potansiyel hasıla düzeyine yaklaşacağını ve bu nedenle enflasyonist baskıların yukarı yönlü bir seyir izleyeceğini ifade etmiştir. Trichet'nin bu ifadeleri faiz artırımlarının hız kazanabileceği şeklinde yorumlanırken, "para politikasındaki daralmanın kademeli olacağı" ifadesi faiz artırımı hızının artmasıyla ilgili beklentileri azaltmıştır. Trichet, fiyat istikrarı ve yüksek petrol fiyatları gibi enflasyonu etkileyebilecek gelişmeleri yakından izlemeye devam edeceklerini belirtirken, önceki toplantı sonrası kullandığı ve faiz artırımı sinyali olarak algılanan "enflasyon karşısında tetikte olmak" ifadesini kullanmamıştır. Trichet, piyasa beklentisi olan 50 puanlık faiz artırımının da toplantıda tartışıldığını, ancak ezici çoğunlukla reddedildiğini ifade etmiştir. Banka'nın, faiz oranını 50 baz puan yerine 25 baz puan artırırken Euro'nun aşırı değerlenmesini önlemek kaygısıyla hareket etmiş olması da olası görülmektedir. Trichet ayrıca, global piyasalarda Mayıs ayında başlayan dalgalanmalar konusunda, temkinli bir yaklaşımla "normal bir düzeltme hareketi" yorumunu yapmıştır.

22 Haziran'da yapılan ve faiz kararı alınmayacağı bilinen ECB toplantısında da bir konuşma yapan ECB Başkanı Trichet ekonomik büyüme sürerken enflasyon beklentilerinin yüksek kalacağını belirterek faiz artırımlarının süreceği yönünde sinyaller vermiştir. Büyümenin sürdürülebilir ve potansiyele yakın bir düzeyde seyrettiğini ve faiz artırımlarına rağmen borçlanma imkanlarının hala çok uygun olduğunu ve büyüme desteklediğini söylerken ECB olarak görevlerinin enflasyon beklentilerini düşük, büyüme ise yolunda tutmak olduğunu belirtmiştir. Bu kapsamdaki tehditleri ise kredi hacmindeki çok güçlü büyüme, yüksek petrol fiyatları ve yükselen ücretler olarak sıralamıştır.

Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	0,9	0,7	2,1	1,3	1,9 (2006 Q1)
İşsizlik	8,5	8,9	8,8	8,3	7,9 (Mayıs 06)
Enflasyon (HICP)	2,28	1,97	2,36	2,22	2,5 (Mayıs 06)
ECB Faiz Oranı	2,75	2	2	2,25	2,75 (Haziran 06)
M3 Para Arzı Artışı	6,9	7,1	6,6	7,4	8,9 (Mayıs 06)

*Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters*

Mayıs'ta %1,3 artmıştır. Çekirdek endekste düşüşün geçici olması muhtemeldir. Bu ay açıklanan bir diğer ekonomik veri olan Nisan ayı Euro Bölgesi Sanayi Üretimi %0,6 azalmıştır. Sanayi üretimi Şubat'ta değişim göstermemiş, Mart'ta ise %0,6 artmıştı. Nisan ayı verisiyle birlikte yıllık bazda sanayi üretimi Mart ayındaki %4,1 artış seviyesinden %1,9'a gerilemiştir.

Euro Bölgesi'nin en büyük ekonomisi olan Almanya'nın piyasalar tarafından önemli bir gösterge olarak alınan ZEW ve IFO endeksleri Haziran ayında şu şekilde gelişmişlerdir: Finans piyasasının ekonomiye güvenini



yansıtan ZEW endeksi ise Euro Bölgesi için Mayıs ayındaki seviyesi olan 47,7'den 37,3'e düşmüştür. ZEW mevcut durum endeksi ise 18,3'den 15,5'e çıkmıştır. ZEW endeksindeki düşüş yatırımcıların enflasyonun bütün dünyada artış trendine girmesi ve global faiz artırımlarıyla ilgili kaygılarını yansıtmaktadır. Bununla birlikte yatırımcılar 2006 yılında büyümenin artmasını beklerken, faiz artırımları, Euro'nun değer kazanması ve dünya genelinde büyümenin yavaşlaması dolayısıyla ihracatın azalmasını yanı sıra Almanya'da yurtiçi harcamaları azaltacak olan KDV artırımının etkisiyle 2007 yılında büyümenin yavaşlayacağını beklediklerini belirtmişlerdir. İş dünyası eğilim araştırması IFO endeksi ise, 105,7'den Haziran ayında beklenmedik bir artışla 106,8'e yükselmiştir. IFO'daki bu artış büyük ölçüde iş dünyasının mevcut durumundan kaynaklanmış, beklentilerde önemli bir olumlu gelişme olmamıştır. Yılın ikinci yarısında IFO endeksinin, Almanya'da gidilecek olan KDV artırımı ve global faiz artırımlarının etkileriyle düşmesi olası görülmektedir.

Bu arada, Euro Bölgesi PMI endeksi Mayıs ayındaki düzeyi olan 57'den 57,7'ye yükselerek, ECB'nin 31 Ağustos'ta alması beklenen faiz artırımı kararı öne alması beklentisinin gündeme gelmesine neden olmuştur. PMI endeksi böylece, Ağustos 2000'den beri en yüksek düzeyine ulaşarak rekor kırmıştır. PMI endeksindeki artış Almanya ve İtalya başta olmak üzere Bölge genelindeki iç talep ve üretim artışından kaynaklanmıştır.

Euro Bölgesi'nde Nisan ayında %8 olan işsizlik oranı Mayıs'ta %7,9'a gerilemiştir. İşsizlik oranı AB genelinde ise değişmeyerek %8,2'de kalmıştır. AB'de işsizlik oranı en düşük ülkeler %3,9 ile Danimarka ve Hollanda, %4,3 ile İrlanda, %4,7 ile Lüksemburg, %4,9 ile Estonya ve Avusturya olarak sıralanmıştır. Mayıs ayında AB'de en yüksek işsizlik oranları ise %16,4 ile Polonya, %15,5 Slovakya ve %9,6 ile Yunanistan'da kaydedilmiştir. İşsizlerin toplam sayısı ise 17,8 milyon düzeyine ulaşmıştır. AB'nin resmi istatistik kurumu olan Eurostat'a göre aynı dönemde AB'nin en önemli ekonomik rakiplerinden ABD'de işsizlik oranı %4,6 ve Japonya'da %4 seviyesinde bulunmaktadır.

#### ▪ Japonya

Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) 14-15 Haziran tarihlerinde yapılacak olan ve sıfır faiz politikasını devam ettirme kararı almasının beklendiği para politikası toplantısı öncesinde BoJ yetkilileri ekonominin istikrarlı bir şekilde toparlandığı görüşünü korudukları yönünde açıklamalarda bulunmuşlardır. Mayıs ayında yapılan toplantıdan beri açıklanan ekonomik verilerin "genişleme" kelimesini kullanmaya imkan verecek nitelikte olmadığı ifade edilmiştir. Nitekim BoJ'un para politikası toplantısından faiz oranını değiştirmeme kararı çıkmıştır.

Japonya'da geçtiğimiz ay %0,5 olarak açıklanan 2006'nın ilk çeyreği için GSYİH büyüme oranı, %0,8 olarak revize edilmiştir. Yıllık bazda %3,1 olan büyüme oranı BoJ tarafından %1,5 ile %2 aralığında tahmin edilen artış oranının bir hayli üzerindedir. Büyüme oranındaki artışta yatırım harcamalarının artması en büyük etken olup, özel sektör tüketim harcamalarında da bir artış gözlenmektedir. GSYİH'deki bu revizyonla birlikte 31 Mart'ta sona eren 2005 mali yılı büyüme oranı da %3,1'den %3,2'ye revize edilmiştir. Bu oran son 16 yılın en yüksek büyüme oranıdır.

20 Haziranda BoJ para politikası toplantı tutanakları yayınlanmıştır. Tutanaklarda dikkati çeken unsurlardan biri bazı Kurul üyelerinin "ekonomik aktivitenin hız kesmesi ve enflasyon oranının beklenenin altında gelmesi halinde bile, finansal sistemin istikrara kavuşmuş olması, üretim, istihdam ve borç yapısının güçlü olması nedeniyle ekonominin sürekli fiyat düşüşlerinin yaşandığı bir sürece girme ihtimalinin çok düşük olduğu" şeklindeki açıklamalarıdır. Tutanakların yayınlanmasının ardından BoJ Başkanı Fukui ekonomik koşulların gerekli kılması halinde para politikası kararlarının erken bir tarihte alınabileceği yönünde bir açıklama yapmıştır. Bu açıklama BoJ'un faiz oranını yakında artıracığı beklentisini güçlendirmiştir. Fukui açıklamasında, ekonomik verilere ve fiyat gelişmelerine dayanarak ekonomideki aşırı ısınmayı engelleyecek şekilde faiz oranlarını değiştirmenin ekonomik büyümenin daha uzun vadeli olmasını sağlayacağını ifade etmiştir. Fukui'nin bu kadar kesin konuşmasının nedeninin karıştığı mali skandal nedeniyle sarsılan itibarını düzeltme çabası olduğu söylenmektedir.

Mayıs ayında %1,4 artan sanayi üretimi Haziran'da %1 düşüş kaydetmiştir. Düşüşün ana kaynakları ulaştırma, bilişim ve elektronik eşya sektörleridir. Sanayi üretimindeki bu beklenmedik düşüşün geçici olduğu yorumlarının yapılmasına rağmen, Japon Yen'inin değer kazanmasının ve ABD'de büyümenin yavaşlaması ihtimallerinin sanayi üretimi açısından olumlu bir tablonun ortaya çıkmasına engel olabileceği düşünülmektedir.

Japonya cari işlemler fazlası Mayıs ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %35,2 artmıştır. Artış beklenenin altında gerçekleşmiş olsa da olumsuz olarak değerlendirilmekten uzaktır. Bu arada, çekirdek tüketici fiyatları yıllık bazda %0,6 artmıştır. Böylece enflasyon Ekim 2005'ten beri artışını sürdürmüştür. Şubat, Mart ve Nisan aylarında %4,1 olarak açıklanan işsizlik oranı ise Mayıs'ta %4'e düşmüştür.

BoJ tarafından üç ayda bir yapılan ve şirketler kesiminin ekonomiye güvenini yansıtan Tankan araştırmasının sonuçları Japon ekonomisinin canlanma sürecinin devam ettiğini göstermiştir. Buna göre imalat sanayiinin ve imalat sanayi dışındaki sektörlerin ekonomiye güveni yılın ikinci çeyreğinde büyük ölçüde artmış, istihdam piyasasındaki daralmanın devam edeceği beklentisi güçlenmiştir. Deflasyonist baskılar silinmeye devam ederken, 2006 mali yılında sermaye harcamalarının artacağı beklentisi güçlenmiştir. Tankan araştırması BoJ'un Temmuz'da faiz artırımına gideceği yönündeki beklentileri güçlendirmiştir.

Bu arada BoJ'un, Japonya'da Eylül ayında yapılacak olan seçimlerin ekonomi üzerindeki olası etkilerini dikkate alarak faiz artırımlarının zamanlamasını ayarlaması beklenmektedir. Hükümet yetkililerinin henüz faiz artırımına gitmemek görüşünde olduğu da dikkate alınması gereken bir diğer husustur. Nitekim Japonya Maliye Bakanı yaptığı bir açıklamada Japonya'da deflasyon sürecinin düzelmekte olduğunu, ancak henüz sona ermediğini belirtmiştir. Bakanlar Kurulu Sekreteri ise BoJ'un uygun para politikasıyla ekonomiye destek vermesi gerektiğini, bu politikanın sıfır faiz politikası olduğunu ifade etmiştir.

### ► Gelişmekte Olan Ülkeler

#### ▪ Çin

Çin Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Büyüme (%)</b>	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9	10,3 (1.Çeyrek)
<b>Enflasyon (%)</b>	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,4 (Mayıs)
<b>Cari Denge (Milyar \$)</b>	17,4	35,4	45,9	68,7	160,8	148,8 (2006 tahmin)
<b>İşsizlik (%)</b>	3,6	4,0	4,3	4,2	4,2	4,2 (2006 Q1)
<b>GSYİH (Milyar \$)</b>	1.324,8	1.453,8	1.641,0	1.931,6	2.224,9	541,3 (2006 Q1)
<b>Yabancı Para Rezervler (Altın hariç) (Milyar \$)</b>	215,6	291,1	408,2	614,5	821,5	925 (Mayıs)

*Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters*

Çin'in dış ticaret fazlası Mayıs ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %25 artarak 13 milyar dolara yükselmiştir. Dış ticaret fazlasının daha çok yapısal bir problem olduğuna işaret eden bazı analistler, sadece kur ayarlaması ile bu problemin çözülemeyeceğini, hükümetin iç tüketimi artırmak ve tasarruf eğilimini azaltmak gibi ayarlamalar yapması gerektiğini ifade etmektedir. Öte yandan, Çin'de emlak piyasasını soğutmaya yönelik önlemler belli bir aşama kaydetmekle birlikte emlak piyasasına para aktarılmaya devam edildiği görülmektedir. Çin emlak piyasasına olan ilgiyi azaltmak için kredili emlak alımlarında gerekli özkaynak miktarını %20'den %30'a çıkarmıştı.

Mayıs ayında M2 para arzı %19,1 artış kaydederek 2003 Aralık'tan bu yana en hızlı artışını gerçekleştirmiştir. Merkez Bankası'nın hedeflerinin üzerinde gerçekleşen bu artış banka kredilerindeki artıştan kaynaklanmış olup, aşırı para arzı ekonominin gidişatına yönelik endişeleri artırmaktadır.

Tüm bu gelişmeler doğrultusunda, Çin Merkez Bankası ay içinde yaptığı yazılı açıklamada, kredi büyümesini frenlemek için daha ileri adımlar atacağını bildirmiştir. Buna göre bankaları "kredilerdeki büyümeyi kontrol etmeye" çağıran Merkez Bankası "bankaların kredi yapılarını optimize etmelerini, orta ve uzun vadeli kredilerin payını kontrol etmelerini" istemiştir. Açıklamayla yetinmeyen Çin Merkez Bankası kredi ve yatırımlardaki büyümeyi kontrol altına almak amacıyla bankaların mevduat karşılık oranını da %7,5'den %8'e çıkartmıştır.

Buna ek olarak, Merkez Bankası 2006 yılının 1. çeyreği için yayımladığı "Para Politikası Raporu"nda, Yuan'ı istikrarda tutarken, aynı zamanda daha esnek hale getirmek amacıyla kur reformunu daha ileri götürme taahhüdünü yinelemiştir. Çin Merkez Bankası raporda likiditenin aşırı olması konusunda uyarı yapmış ve



politika yapıcıların enflasyon riskine karşı tetikte olması gerektiğini belirtmiştir. Bu arada Nisan ayında %1,2 olan tüketici fiyat endeksi Mayıs ayında %1,4'e yükselmiştir. Bu beklenmeyen artışın başlıca nedenleri gıda, ulaşım ve sağlık hizmetlerinin fiyatlarındaki artış olmuştur. Tüketici fiyat endeksindeki artışın gelecek aylarda da devam etmesi beklenmektedir.

Çin'de 2005 yılında gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım miktarı ise 72,4 milyar dolar olarak revize edilmiştir. Çin'de yabancı ortaklıklara karşı politik tepki olmasına karşın, yatırımların devam edeceği tahmin edilmektedir.

#### ■ Rusya

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Büyüme (%)</b>	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	5,5 (1.Çeyrek)
<b>Enflasyon (%)</b>	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,4 (Mayıs)
<b>Cari Denge (Milyar \$)</b>	33,8	29,1	35,4	59,9	84,2	29,5 (2006 Q1)
<b>İşsizlik (%)</b>	8,7	9,0	8,6	8,2	7,6	5,4 (Mayıs)
<b>GSYİH (Milyar \$)</b>	306,6	345,1	431,5	588,8	763,6	805,6 (2006 tahmin)
<b>Yabancı Para Rezervler (Altın hariç) (Milyar \$)</b>	35,5	44,1	73,2	120,8	175,9	247,0 (Haziran)

*Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters*

Rusya'nın Federal İstatistik Kurumu RosStat'tan yapılan açıklamalara göre, Rusya'da Mayıs ayı sanayi üretimi bir önceki aya göre %0,8 azalırken, geçen yılın aynı dönemine göre %10,6 artmıştır. Geçtiğimiz ay %7,9 olarak açıklanan 2006 yılının ilk çeyreğine ilişkin GSYİH büyüme oranı ise %5,5'e revize edilmiştir. Rusya Ekonomi Bakanı Rusya ekonomisinin 2006 yılı büyüme oranı tahminini %6,1'den %6,5'e çıkarmıştır. Öte yandan Nisan ayında %0,4 artış kaydeden tüketici fiyat endeksi, Mayıs ayında aylık bazda %0,5 artmıştır. Yıllık bazda bakıldığında ise, tüketici fiyat endeksindeki artışın Nisan ayında %9,8 iken, Mayıs ayında %9,4 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Rusya Merkez Bankası, artan petrol fiyatları nedeniyle yüksek seyretmekte olan yıllık enflasyon oranını düşürmek için Rubleyi % 0.5 oranında revalüe etmiştir. Mart ayında 12,01 milyar dolar olan Rusya'nın ticaret fazlası ise Nisan ayında 12,62 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Rusya'nın rezervleri son yıllarda hızla artan petrol ve doğal gaz fiyatları nedeniyle artış kaydetmeye devam etmektedir. Çin, Japonya ve Güney Kore'den sonra dünyanın en büyük dördüncü rezervine sahip olan Rusya Merkez Bankası'nın, altın ve yabancı para rezervleri Haziran ayında 247,0 milyar dolara ulaşmıştır. Financial Times'ta yer alan analize göre, Rusya Merkez Bankası, yabancı para rezervlerinin %50'sini dolar, %40'ını ise euro olarak değerlendirmektedir. Rusya'nın yabancı para rezervleri içinde dolar oranını azaltarak, önceden %25-30 oranında olduğu tahmin edilen euro cinsinden rezervler oranını %40'a çıkartması, dolardan kaçış olarak yorumlanmaktadır. Analizde, Rusya'nın yakın ilişkilerde bulunduğu Arap Emirlikleri, Kuveyt, Katar gibi Ortadoğu petrol ihracatçıların da rezervlerini dolar olarak tutmak istemedikleri ifade edilirken, Rusya'nın bu konuda öncülük yaptığı vurgulanmıştır. Petrol ihracatçısı ülkelerin dolardan kaçışının arkasındaki neden; toplam rezervleri 4.250 milyar dolar civarında olan merkez bankalarının doların aşırı değer kaybı durumunda olası zararları engellemek istemeleri olarak gösterilmektedir.

Öte yandan Rusya Paris Klübü'ne olan 22 milyar dolarlık borcunu zamanından önce ödeyeceğini açıklamıştır. Rusya borçlarını petrol gelirlerinin yaklaşık %90'ını ayırarak oluşturduğu istikrar fonunda biriken 71,8 milyar dolarlık kaynağı kullanarak ödeyecektir. Rusya'nın söz konusu borcu ödemesi sonucunda kamu borcunda önemli bir azalma meydana gelecektir.

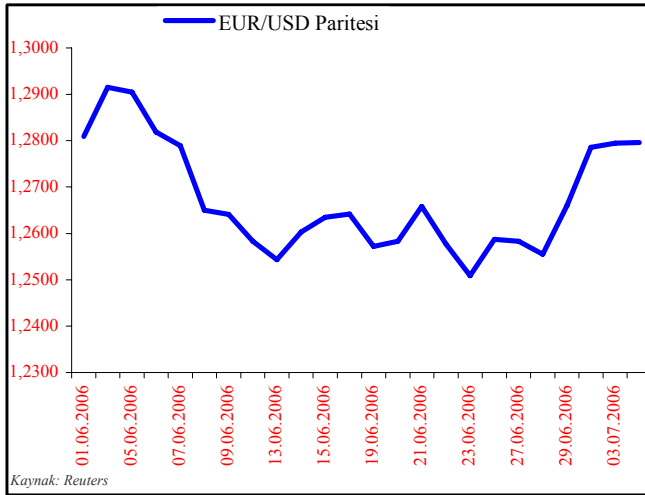
Genel olarak bakıldığında yapısal reformlarda yaşanan yavaşlama, devletin ekonomi üzerindeki kontrolünün artması, Batı ile olan politik ilişkilerde gerginlik yaşanmasına rağmen, yabancı yatırımcıların Rusya'ya olan ilgisinin devam ettiği görülmektedir. Çoğunlukla petrol ve gaz sektörüne yapılan yabancı doğrudan yatırımlar 2006 yılının ilk çeyreğinde geçen yıla göre iki kat artarak 3,8 milyar dolara ulaşmıştır. Orta vadede yabancı doğrudan yatırımların artarak devam etmesi, büyümede bir miktar gerileme yaşansa da, yüksek petrol fiyatlarının temel makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeyi desteklemesi beklenmektedir.

- **İran**

Batı ile İran arasında İran'ın nükleer programı konusunda yaşanan gerginliğin daha da artması durumunda, İran'ın petrol ihracını durdurabileceği beklentisi, bir yandan petrol fiyatlarını artırıcı etki yaparken bir yandan da emtia piyasalarını tedirgin etmeye devam etmektedir. İran'ın Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) içinde ikinci büyük petrol üreticisi konumunda olması arzın sürekliliği konusunda endişeleri artırmaktadır. Öte yandan nükleer anlaşmazlıkları çözmek için altı ülke (ABD, Çin, Rusya, İngiltere, Fransa ve Almanya) tarafından 6 Haziran'da İran'a sunulan öneriler paketi ile ilgili belirsizlik devam etmektedir. İran paket hakkında somut bir açıklama yapmazken, kesin cevabını 22 Ağustos'ta vereceğini açıklamıştır. İran'ın hem teşvik hem de yaptırımları içeren öneri paketini kabul etmesi konusunda Uluslararası Atom Kurulu (IEA) ve G-8 ülkeleri tarafından yapılan girişimler ise sonuçsuz kalmıştır. ABD ve diğer ülkelerin İran'ın 15-16 Temmuz'da yapılacak G-8 zirvesine kadar cevabını vermesini istemelerine karşın, İran'ın nükleer programıyla ilgili uluslararası kaygılar kısa zamanda giderilecek gibi gözükmemektedir. Öte yandan Temmuz ayında yapılacak G-8 toplantısı İran'a sunulan pakete verilen desteğin yinelenmesi ve bu konudaki kararlılığın gösterilmesi açısından önem taşımaktadır.

- ▶ **Uluslararası Piyasalar**

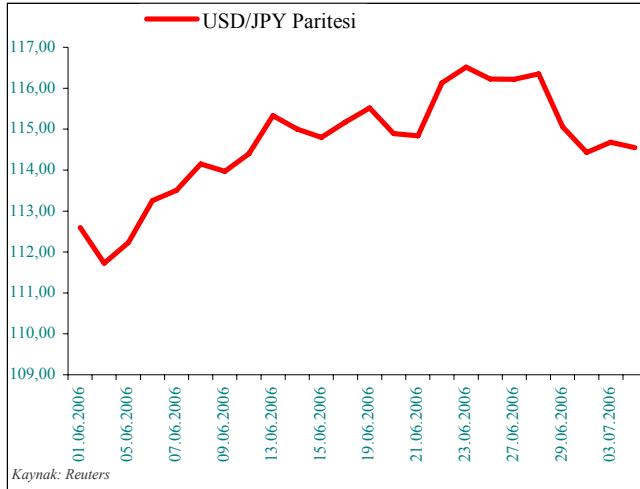
- **EUR/USD Paritesi**



Mayıs ayında 1,2585 – 1,2810 aralığında genel olarak bir çıkış trendi içinde seyreden EUR/USD paritesi, Haziran ayında nispeten dalgalı bir görünüm sergilemiştir. Mayıs ayı sonlarında 1,2920'lere kadar çıkmış olan parite, FED Başkanı Bernanke'nin IMF tarafından düzenlenen Uluslararası Para Konferansı'nda yaptığı konuşmada ekonominin yavaş bir büyüme hızı göstermeye başlaması halinde bile enflasyonun kontrol altında olduğundan emin olmaları gerektiği yönündeki ifadeleri ile 1,2810 düzeyine gerilemiştir. 8 Haziran'daki ECB toplantısında faiz oranını piyasalar tarafından beklendiği gibi 50 baz puan artırmak yerine 25 baz puan artırması hayal kırıklığı yaratmıştır. Ayrıca, toplantı sonrasında ECB Başkanı Trichet gelecek ay faiz artırımını yapıp

yapılmayacağı konusunda net bir açıklama yapmamıştır. Bu gelişmeler EUR'nun değer kaybederek, paritenin 1,2650 seviyelerine gerilemesine neden olmuştur. ABD dış ticaret açığının Nisan ayında beklenenin altında artması ve beklenenin üzerinde gerçekleşen çekirdek tüketici fiyat endeksindeki artışın etkisiyle dolar değer kazanmaya devam etmiştir. Bu arada piyasalar, FED'in bir sonraki Açık Piyasa Komitesi Toplantısı'nda alınacak kararlar hakkında ipuçları elde etmeye odaklanmıştır. Bu çerçevede FED yetkilileri tarafından yapılan açıklamalar paritenin yönünü bulmasında etkili olmuştur. Parite 1,2570'lere kadar gerilemiş, ekonomik verilerin yayınlanmasının oluşan tansiyonun kar realizasyonu olarak değerlendirilmiş, böylece parite 1,2505 – 1,2660 arasında dalgalanmıştır. Ay ortasından itibaren 28-29 Haziran'da yapılacak FED toplantısında 25 baz puanlık faiz artırım kararı alınması konusunda piyasada görüş birliği olduğu için gözler Ağustos ayındaki toplantıya çevrilmiş, bu toplantıda 25 puan yerine 50 puanlık artırım yapılması olasılığı değerlendirilmeye başlanmıştır. Ay sonuna doğru ECB yetkililerinin para politikasının daha da sıkılaştırılması gerektiği yönündeki ifadeleri EUR'a destek vermiş parite 1,2555 seviyesinden 1,2660'a kadar çıkmıştır. 29 Haziran'da açıklanan FED'in 25 baz puanlık faiz artırım kararının ardından yayınlanan bildiriye yer alan ifadelerin faiz artırımına ara verileceği şeklinde yorumlanması dolar satışlarını artırmış, beklentilerin yön değiştirmesine ve paritenin 1,2780'lere kadar çıkmasına neden olmuştur. Bu arada Haziran ayına ilişkin ABD PMI endeksinin 54,4'ten 53,8'e düşmesi, ekonomik büyümenin yavaşlaması sinyali olarak algılanırken, Euro Bölgesi Haziran ayı PMI endeksinin 57'den 57,7'ye çıkması ECB'nin faiz oranını Ağustos'taki toplantısında %3'e çıkarması ihtimalini güçlendirmiş, bu gelişmelerle parite 1,2820'lere yükselmiştir.

■ **USD/JPY Paritesi**

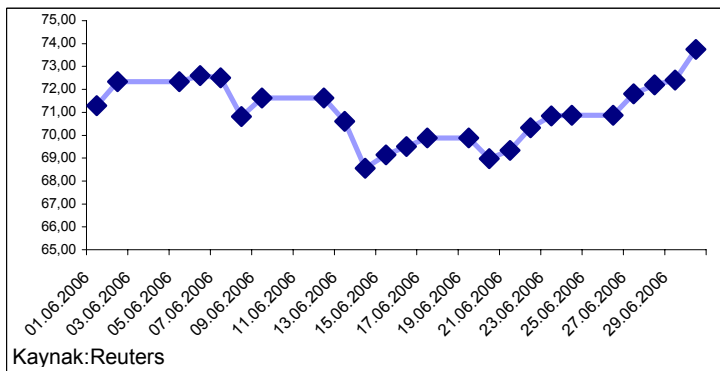


olan pariteyi 114,80'lere kadar geriletmiştir. Ancak BoJ Başkanı Fukui'nin, içeriden bilgi almak suçunu işlediği gerekçesiyle tutuklanan Yoshiaki Murakami tarafından yönetilen bir borsa fonuna yatırım yaptığının ortaya çıkmasıyla piyasalarda gerginlik artmıştır. Fukui konuyla ilgili olarak Parlamento Komisyonu'na açıklamada bulunmuş, başkanlıktan ayrılması yönündeki baskıların ortadan kalkması için özür dilemiştir. Faiz artırımıyla ilgili önemli bir eşikte bulunan Japonya'da, piyasaları tedirgin eden bu gelişme Yen'in değer kaybederek 114,80'lerden 116,50'ye kadar gerilemesine yol açmıştır. Daha sonra ABD ekonomisi yavaşlama sürecine girdiği için Ağustos ayında FED'in faiz artırımını yapmayacağı beklentisinin gündeme gelmesi Yen üzerindeki içsel baskıları azaltarak doların diğer para birimleri karşısında olduğu gibi Yen karşısında da değer kaybetmesine ve USD/JPY paritesinin 115 seviyesine gerilemesine neden olmuştur. BoJ tarafından üç ayda bir yapılan Takan araştırmasının sonuçlarının ekonomiye güvenin olumlu olduğunu göstermesi ise Yen'e destek vererek pariteyi 114,50 seviyesine çıkarmıştır.

► **Emtia Piyasası**

■ **Petrol**

**Grafik 1: Petrol Fiyatları (\$/varil)**

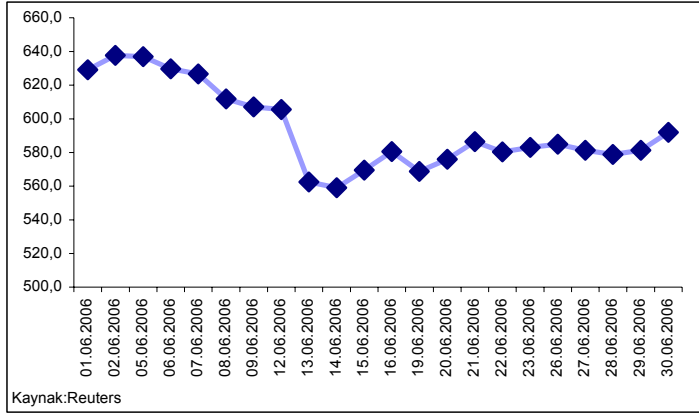


Haziran ayında petrol fiyatları dalgalı bir seyir izlemiştir. Ay başında Amerikan ham petrol fiyatlarında 68 dolara kadar gerileme yaşanmış, gerilemeyi sağlayan unsurlar ise; ABD'de yüksek açıklanan benzin stokları, dünyanın önde gelen ülkelerinin İran'ın nükleer çalışmaları konusunda yaşanan gerginliği gidermeyi amaçlayan bir öneri paketini İran'a sunmaları ve ABD'de yaklaşan fırtına sezonu öncesinde, fırtınanın Meksika

Körfezi'ndeki petrol platformlarına zarar vermeyeceği beklentisi olmuştur. İran'ın, batılı ülkelerin öneri paketine net bir cevap vermemesi ise fiyatların yeniden 70 doların üzerine çıkmasını sağlamıştır. Ay sonunda 72 dolara çıkan petrol fiyatlarındaki yükselişte, yaz sezonu ile birlikte artan talebin karşılanmasında zorlanacağı yönündeki endişeler etkili olmuştur. Önümüzdeki günlerde, İran'ın nükleer programının piyasalar üzerinde yarattığı tedirginliğin devam etmesi ve petrol fiyatlarının yaz aylarında, 68-72 dolar aralığında hareket etmesi beklenmektedir. Öte yandan enflasyon beklentisi ile yükselen kısa vadeli faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkilerinin belirgin hale gelme olasılığının emtia taleplerini sınırlaması da olası görülmektedir.

- **Altın**

**Grafik 2: Altın Fiyatları (\$/ons)**

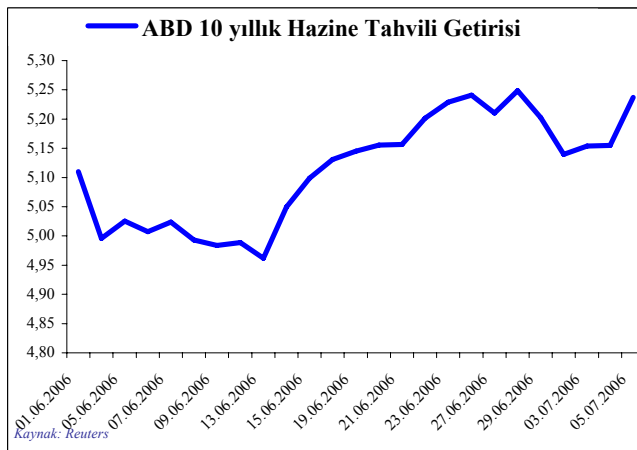


Mayıs ayı başında 736 ons/dolar seviyesine kadar yükselen altın fiyatları Haziran ayında gerilemiştir. Fiyatların gerilemesinde, doların değer kazanması ve petrol fiyatlarındaki düşüş rol oynamıştır. Altın fiyatları bu çerçevede Mart'ın sonlarından beri ilk defa ons başına 550 dolar seviyesinin altına inerken kıymetli maden fiyatları da değer kaybetmiştir. Son dönemde altın ve kıymetli madenlerin, ABD ekonomik verilerine ve Fed yetkililerinin açıklamalarına karşı duyarlılığının arttığı bilinmektedir. Bu bağlamda, beklentilerin altında açıklanan ABD dış ticaret açığı verisi ve sonrasında

doların euro karşısında değer kazanması, kıymetli metal fiyatları üzerindeki baskıyı artırmıştır. Bakır ve alüminyum fiyatlarında gerileme görülürken, Çin'in artan talebine karşın, üretimde istenilen artışın sağlanamaması çinko fiyatlarını yükseltmiştir. Kıymetli metaller içinde en fazla düşüş %10 ile gümüş fiyatlarında gerçekleşmiş olup, ons başına 9,92 \$'a inen gümüş fiyatları 13 Mart'tan beri en büyük düşüşü yaşamıştır.

Ay içinde altın fiyatlarında yaşanan sert düşüş doların değer kazanmasının yanında, resesyon endişesinden de kaynaklanmıştır. Önümüzdeki günlerde, altın fiyatlarının Fed'in faiz politikası ve doların yönüne göre hareket edeceği tahmin edilmekte olup altında yukarı yönlü aşırı bir artış beklenmemektedir. Ancak uzun vadede, doların değer kaybedeceğine ilişkin endişe, İran'la Batılı ülkeler arasında yaşanan gerginlik ve azalan küresel likiditenin borsaları olumsuz etkilemesi durumunda altının güvenilir bir yatırım aracı olarak algılanmaya devam etmesi muhtemel görünmektedir.

- **Uluslararası Menkul Kıymet Piyasaları**



Haziran ayının ilk yarısında FED yetkililerinin enflasyon beklentisi içinde oldukları ve FED'in enflasyona karşı gereken bütün önlemleri alacağı yönündeki açıklamaları FED göstere faizinin artırılmaya devam edeceği şeklinde algılanmış, ancak artışın agresif olacağına dair bir işaret gelmemesi nedeniyle ABD 10 yıllık hazine tahviline alış gelmiş, tahvilin getirisi %4,95'e kadar düşmüştür. Daha sonra piyasalarda açıklanan ekonomik verilerin seyri ve FED yetkililerinin enflasyona ilişkin endişelerini dile getirdikleri açıklamalarının artmasıyla piyasada faiz oranının yıl sonuna kadar %6'nın üzerine çıkarılabileceği yorumları yapılamaya başlanmış ve hazine tahvillerinin getirisi yükselişe geçerek, 14-28 Haziran tarihleri arasında %5,05'ten

%5,25'e kadar çıkmıştır. Ay sonundaki FED toplantısı sonrası yapılan açıklamadan FED'in faiz artırımına ara verebileceği sonucu çıkarılmış, bu durum ABD hazine tahvillerine bir miktar alış getirmiştir.

	26 Mayıs	30 Haziran	(%) Değişim
EMBI+	212	221	+9
Türkiye	228	294	+66
Brezilya	269	254	-15
Arjantin	360	385	+25
Meksika	145	138	-7
Rusya	117	122	+5
<i>Kaynak: SPK</i>			

Haziran ayı içinde FED, ECB ve BoJ cephesinde faiz artırımlarının devam edeceği beklentilerinin güç kazanmasıyla birlikte, global yatırımcıların risk alma isteğinin azalması sadece hisse senedi ya da vadeli emtia piyasalarını etkilememiş, aynı zamanda gelişmekte olan ülke eurobondlarına da yoğun satışların gelmesine sebep olmuştur. Haziran ayına satışlarla başlayan gelişmekte olan ülkelerin eurobondlarında ay ortasından itibaren ABD hazine tahvillerine satış gelmesiyle birlikte gelişmekte olan ülke eurobondlarında tekrar toparlanma süreci başlamış ve ay başında oldukça yükselen spreadler tekrar Mayıs sonundaki seviyelerine gerilemiştir. Gelişmiş ülkelerde uygulanan sıkı para politikasından ciddi bir şekilde etkilenen

gelişmekte olan ülke eurobond piyasasının önümüzdeki ay faiz oranını %0'dan %0,25'e çıkarması beklenen BOJ'un para politikası toplantısıyla ilgili beklentilerden, ECB'nin alması muhtemel görünen faiz artırımı kararından ve ABD ekonomik verilerinin etkisiyle hareket edecek olan tahvil faizlerinden etkilenerek hareket etmesi beklenmektedir.

#### ► Dünya Borsaları

Ülke	30.Mayıs	30 Haziran	(%) Değişim
NASDAQ (ABD)	2.179	2.172	-0,31
DOW JONES (ABD)	11.144	11.150	0,06
NIKKEI (JAPONYA)	15.859	15.505	-2,23
DAX (ALMANYA)	5.622	5.683	1,09
BOVESPA (BREZİLYA)	36.332	36.630	0,82
MERVAL (ARJANTİN)	1.654	1.711	3,45
MEKSİKA (IPC)	19.030	19.147	0,62
<i>Kaynak: Reuters</i>			

Haziran ayı bütün dünya borsaları için oldukça sert hareketlerin yaşandığı bir ay olmuştur. Global likidite şartlarındaki bozulma, risk alma isteğinin azalması, gelişmiş ülkelerin faiz artırımı trendlerine devam edeceği yönündeki beklentilere, kar realizasyonu amaçlı satışlar eklenince Haziran ayının ilk günlerinde hisse senedi piyasalarında yaşanan satışlar bütün dünya borsalarında sert düşürlere neden olmuştur.

Gelişmiş ülkelerdeki borsa endeksleri global faiz artırımlarının hız kazanması ihtimalinin çok güçlendiği Haziran ayının

ilk yarısında düşüş trendi sergilemiştir. Özellikle bütün dünyada faiz artırımlarına öncülük eden ABD Merkez Bankası'nın (FED) global büyümeyi olumsuz etkileyecek olan faiz artırımına devam etme sinyalleri vermesi dünya borsalarındaki düşürlere kaynaklık etmiştir. Ayın ikinci yarısına doğru ise FED yetkililerinin enflasyon beklentilerinin bir miktar gerilediğine ilişkin açıklamaları borsalardaki düşüş trendinin durmasını sağlamış, yatırımcıların düşük fiyatlardan kar amaçlı alımlar yapmaları endekslerin yükselmesine yol açmıştır. Ay sonunda yapılan FED toplantısının ardından faiz artırımlarına ara verilebileceği beklentisinin ve şirketlerden gelen kar açıklamalarının etkisiyle gelişmiş ülke endeksleri yükseliş trendine girmiştir. Ay içinde özellikle Tokyo Borsası'nı olumsuz etkileyen iki gelişme yaşanmıştır. Bunlardan ilki BoJ Başkanı Fukui'nin "insider trading" suçundan tutuklanan Murakami'nin sahip olduğu fonlardan birinin hisselerine sahip olduğunun ortaya çıkmasıdır. Diğer gelişme ise Kuzey Kore'nin uzun menzilli füze denemesi yaptığı haberleridir. Ancak genel olarak borsalarda Haziran ayının gündemini faiz artırımı beklentileri oluşturmuştur.

Haziran'ın ilk yarısında gelişmekte olan ülke borsalarında da hızlı düşürlere yaşanmıştır. Fakat ay ortasından itibaren Amerika ve Japonya'dan gelen açıklamaların da etkisiyle tekrar toparlanma eğilimine giren gelişmekte olan ülke borsaları, ay sonuna doğru Fitch'in Brezilya'nın uzun dönem yabancı para cinsinden kredi notunu (BB-)den (BB)'ye yükseltmesi ile hemen hemen Haziran ayı başındaki seviyelere ulaşmışlardır. Temmuz ortasında yapılacak olan Japonya Merkez Bankası'nın faiz toplantısından gelecek açıklamalar finansal piyasalardaki nakit akımlarının yönünde belirleyici olacaktır. Özellikle deflasyon sürecinden çıkmak için 6 yıldır sifıra yakın (%0,01) faiz uygulayan BOJ'un olası %0,10-0,25'lik faiz artırımı Japonya kaynaklı fon arzının iyice daralmasına yol açabileceği gibi başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere hisse senedi, eurobond ve vadeli emtia piyasalarında tekrar satışlar yaşanmasına neden olması da muhtemeldir. Ayrıca Temmuz'da ECB'nin yapacağı toplantıda Ağustos ayında faiz artırımına gideceği yönünde sinyaller vermesi ve Ağustos'ta 25 yerine 50 puanlık faiz artırımı yapması ihtimali de borsalar tarafından yakından izlenecektir.



**Brezilya-Türkiye Enflasyon Hedeflemesi Rejimi: Farklılıkları, Ortak Yanları ve Brezilya Uygulamasından Çıkarılacak Dersler**
**Brezilya Temel Ekonomik Göstergeleri**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Büyüme</b>	0.8	4.4	1.3	1.9	0.5	4.9	2.3	2.8 (1.Çeyrek- Yıllık)
<b>Enflasyon</b>	8.9	6.0	7.7	12.5	9.3	7.6	5.7	4.23 (Mayıs-Yıllık)
<b>İşsizlik</b>	-	-	10.6	10.5	10.9	9.6	8.3	10.2 (Mayıs)
<b>Cari Denge (Milyar \$)</b>	-25.3	-24.2	-23.2	-7.6	4.2	11.7	14.2	12.73 (Mayıs-Yıllık)
<b>Cari Denge / GSYİH</b>	-4.72	-4.02	-4.55	-1.66	0.82	1.94	1.79	1.51 (Mayıs)
<b>Faiz Dışı Fazla / GSYİH</b>	3.2	3.5	3.6	3.9	4.3	4.6	5	
<b>Dolar / Real (Ortalama)</b>	1.8514	1.8348	2.3532	2.9983	3.0600	2.9171	2.4125	2.1827 (Mayıs)
<b>Kamu Net Borç Stoku / GSYİH</b>	48.68	48.78	52.63	55.5	57.18	51.67	51.49	51.04 (Nisan)

**Kaynak: Brezilya Merkez Bankası**

Gerek uygulamada gerekse teorik çalışmalarda Türkiye ve Brezilya ekonomileri pek çok açıdan karşılaştırılmakta, uluslararası kuruluşlar ve yatırımcılar için bu ülkelerdeki gelişmeler sık sık birbirleri için referans noktası oluşturmaktadır. Türkiye'nin 2006 yılı başında uygulamaya koyduğu enflasyon hedeflemesi rejimini Brezilya'nın 1999 yılından itibaren uyguluyor olması Brezilya'nın edindiği deneyimleri Türkiye açısından önemli hale getirmiş ve iki ülke arasındaki karşılaştırmaların ortak zeminini genişletmiştir.

Brezilya enflasyon hedeflemesi rejimine Temmuz 1999'da geçmiştir. Hedefler 1999 yılı için %8, 2000 yılı için %6 ve 2001 yılı için %4 olarak belirlenmiş ve bu hedefler etrafında tolerans aralığı olarak adlandırılan  $\pm 2$  puanlık bant tanımlanmıştır. 1999 yılında enflasyon %8,9 olarak hedefin üstünde ancak tolerans aralığının içinde gerçekleşmiş, 2000 yılında da %6 oranında gerçekleşerek 2000 yılı hedefi tam olarak tutturulmuştur. 1999 yılındaki %35'in üzerindeki devalüasyon, enflasyon beklentilerinin hedeflerin üzerinde olması ve fiyatları yönetilen ürünlerdeki yüksek oranlı fiyat artışlarına rağmen hedeflere ulaşılması ise dikkat çekici bir gelişmedir. Enflasyon hedefleri iki yıllık olarak belirlendiği için 2000 ve 2001 yıllarında sırasıyla 2002 ve 2003 yıllarının enflasyon hedefleri belirlenmiştir. Hedefler 2002 için %3,5 ve 2003 için %3,25 olarak açıklanmıştır.

Enflasyon hedeflemesinin ilk iki yılında sağlanan bu başarının altında yatan temel faktörler hedeflerle uyumlu maliye politikası, merkez bankasının hedeflerle ilgili güçlü taahhütleri ve politikası, devalüasyonun Borç/GSYİH oranını arttırmasına rağmen ekonomide para birimi uyumsuzluğu yaratmamış olması, hedeflemeye geçmeden önceki düşük enflasyon düzeyi ve dalgalı döviz kurundan önce döviz kurunun aşırı değerli olması nedeniyle devalüasyonun büyük ölçüde beklentiler dahilinde gerçekleşmesi olarak sıralanmaktadır.

Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesine geçiş ve sürecin başlarındaki ekonomik gelişmeler değerlendirildiğinde Türkiye ve Brezilya arasındaki benzerliklerin yanı sıra ciddi farklılıklar da dikkat çekmektedir.

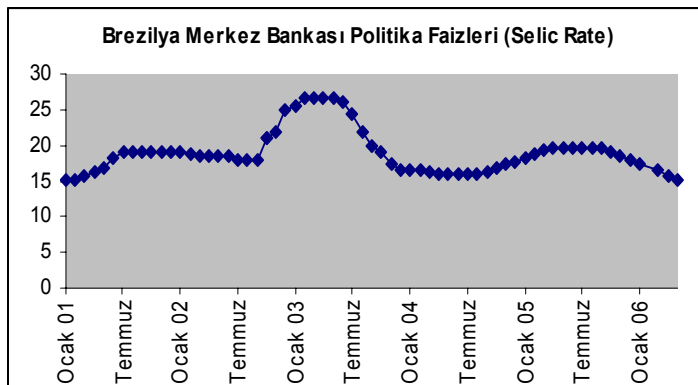
Brezilya döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı kur rejimini 1999 yılının başında bırakmış ve %40 dolayında devalüasyon yaşamıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimine serbest kur rejimine geçildikten altı ay sonra Temmuz 1999 itibarıyla geçmiştir. Türkiye'de de 1999 yılı sonunda uygulamaya konulan programla birlikte nominal döviz kuru nominal çapa olarak kullanılmaya başlanmış, ancak uygulamaya 2001 yılı Şubat ayında son verilmek durumunda kalmıştır. Bu gelişmeyle birlikte 2001 yılında 2000 yılına kıyasla ortalama olarak %45 dolayında devalüasyon yaşanmış ve bir program dahilinde dalgalı kur rejimine geçiş 2002 yılı Mayıs ayında gerçekleşmiştir. Ancak Türkiye'de Brezilya'nın aksine enflasyon hedeflemesine geçiş belli bir süreç dahilinde olmuştur. Bu süreç enflasyon hedeflemesi rejimine uyumun sağlandığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimi olarak adlandırılmıştır. Böyle bir süreç öngörülmesinin oldukça yerinde bir karar olarak nitelendirilmesinde ise teknik ve kurumsal alt yapının hazırlanması, ekonomideki güven ortamının yeniden tesis edilmesi gibi unsurların yanı sıra iki ülke arasındaki çok temel yapısal bir farklılık önemli bir oynamaktadır. Tarihsel olarak dolarizasyon (para ikamesi) ve bu sürecin enflasyonla mücadelede yarattığı sıkıntıların Türkiye'deki kadar şiddetli yaşanmamış olması Brezilya'da enflasyon hedeflemesi rejimine geçişi kolaylaştırmıştır. Bu davranışsal farklılık Brezilya'da döviz kuru ve enflasyon arasındaki geçişkenliğin (pass-through effect) Türkiye'ye göre daha az olmasına olanak sağlamıştır. Bu nedenle Türkiye'de dalgalı döviz kuruna uyumun arttığı, kur ve enflasyon arasında geçişkenliğin azaldığı bir sürece ihtiyaç duyulmuştur.

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş öncesi iki ülkede de cari açığın giderek kötüleşmiş olması ortak bir nokta olarak görünse de önemli bir farklılık dikkat çekmektedir. Brezilya’da enflasyon hedeflemesine geçmeden önce kur sıçrama yapmış ve bu durum cari dengenin iyileşmesinde belirgin bir katkı sağlamıştır. Tablodan da görüldüğü gibi Brezilya’nın cari dengesinde 1999 yılından sonra belirgin bir düzelme söz konusudur. Sadece 2001 yılında döviz kurlarında sıçrama nedeniyle cari açığın GSYİH’ya oranında bir önceki yıla göre bir artış görülmüş, onun dışında cari açık azalmış ve 2003 yılından itibaren de Brezilya cari fazla vermeye başlamıştır. Bu süreçte serbest döviz kuruna geçişin yanı sıra uluslararası görelî fiyatların Brezilya lehine dönmelerinin de büyük etkisi olmuştur. Türkiye’de ise 2001 yılında yaşanan devalüasyondan sonra cari fazla verilmiş ancak daha sonra cari dengede sürekli bir kötüleşme görülmüştür. Bunun sonucunda Türkiye enflasyon hedeflemesi rejimine, Brezilya’nın aksine, aşırı değerlenmiş kur ve bozulmakta olan dış denge ile geçmiştir.

Brezilyada enflasyon olumsuz dış konjonktürün etkisiyle 2001’de %7,7 ile %4’lük hedefin üzerinde ve  $\pm 2$ ’lik bandın dışında gerçekleşmiştir. Sermaye girişlerinin aniden azalması, döviz kurundaki artışların devam etmesi ve seçimler sonrasında kurulan yeni hükümetin politikalarına ilişkin soru işaretlerinin etkisiyle 2002 yılında enflasyon %12,5 ve hedeften sapma 9,5 puan olmuştur. 2003 yılına ilişkin konulan %3,25’lik hedef 2001 yılında %8,5 olarak revize edilmiş gerçekleşme ise %9,3 olmuştur. 2004 ve 2005 yıllarında da enflasyon sırasıyla %7,6 ve %5,7 olarak gerçekleşmiştir. Böylece enflasyon 2004 yılında %5,5’lik hedefin ve  $\pm 2$ ’lik bandın 0,1 puan üzerinde 2005 yılında ise %4,5’luk hedefin üzerinde ancak  $\pm 2$ ’lik bandın içinde kalmıştır. Ayrıca 2004 ve 2005 yıllarında büyümede de görelî bir düzelme yaşanmıştır.

Görüldüğü gibi Brezilya’da 2001 ve 2002’de olumsuz dış şokların ve yurtiçi faktörlerin etkisiyle enflasyon hedeflerinden sapma görülmüş, ancak orta vadede enflasyon gerçekleştirmeleri hedefle uyumlu hale gelmiştir. Bu süreçte merkez bankası kredibilitésinin yeniden sağlanması ve mali disiplinden taviz verilmemesi orta vadeli beklentilerin hedefle uyumlu seyretmesini sağlamıştır.

Döviz kurlarında ani sıçramaların yaşandığı dönemlerde kur, beklentiler, borç ve faiz dinamikleri ile bu süreçte alınan politika kararlarının süreci etkileyebilme gücü enflasyon hedeflemesi rejimi açısından önem kazanmaktadır. Döviz kurlarının ani değer kaybı enflasyon beklentilerinin, döviz kurlarının ve borç stokunun GSYİH’ye oranının artmasına neden olmakta (döviz endeksli borçlar ve borçlanma maliyetinin artması nedeniyle) ve bu koşullarda mali disiplin sağlamadığı veya bu konuda şüphelerin olduğu durumlarda enflasyon hedeflemesi politikası etkin olmayıp ekonomi istikrarsız bir süreçte girebilmektedir. Döviz kurlarının, faizlerin, borç yükünün ve borçlanma maliyetinin ve enflasyon beklentilerinin arttığı bir ortamda mali disiplinin sağlanamaması durumunda borcun çevrilebilirliği konusunda endişeler ortaya çıkmakta, bu da faiz ve enflasyon beklentilerini artırıp sürecin dinamik olarak tutarsız olmasına yol açabilmektedir. Bu süreçte merkez bankasının kredibilitésinin azalması ve bağımsızlığı konusunda şüphelerin kamu borçlarının parasallaşması gibi olumsuz beklentileri oluşturması ve bu tartışmaların istikrarsızlığı beslemesi söz konusu olabilmektedir. İstikrarsız bu süreç içerisinde merkez bankasının enflasyon hedeflerine ulaşma çabası içinde faiz oranlarını arttırması borçlanma maliyetlerini arttıracığından etkin olmayacaktır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı maliye politikasıyla yakından ilişkili olmaktadır.



Tablo’dan da görüldüğü gibi Brezilya’da 2001, 2002 ve 2003 yılında döviz kurunda ve borçlanma maliyetlerinde görülen artışlar döviz endeksli ve değişken faizli borçların artması nedeniyle kamu net borç stokunun GSYİH’ya oranını arttırmıştır (2001’de %52,63, 2002’de %55,5 ve 2003’de 57,18). Bu süreçte merkez bankası politika faizlerini yükseltmenin yanı sıra etkin bir iletişim politikasıyla döviz kurundaki sıçrayışın nedenlerini, enflasyona etkilerini, hedeflerdeki revizyonu ve yapılacakları açıklamıştır. Brezilya Merkez Bankası 2001 yılının 2.

çeyreğinden itibaren faiz artırımlarına başlamış, peş peşe dört toplantıda politika faizlerini 225 baz puan artırarak %15,25’ten %19’a çıkartmıştır. Enflasyon beklentilerinin kötüleşmesi ve yurtdışı olumsuz koşulların etkisiyle 2002 yılının son çeyreğinde ikinci bir faiz artırım sürecine girilmiş ve beş toplantıda faiz oranları 850 baz puan



artırılarak %18'den %26,50'ye çıkarılmıştır. Bu süreçte önemli olan nokta para politikasının sıkılaştırılmasının yanı sıra mali disiplinden de taviz verilmemesi sayesinde faiz dışı fazla hedeflerinin tutturulmasıdır. Tablodan da görüldüğü gibi faiz dışı fazlanın GSYİH'ye oranında sürekli bir artış sağlanmıştır. Neticede dış kaynaklı enflasyon şoklarından sonra sıkı para politikası ve kararlı maliye politikası sayesinde enflasyon beklentileri ve gerçekleştirmeleri hedef patikayla uyumlu hale gelmiştir.

Son dönemde global piyasalarda yaşanan gelişmeler Brezilya'yı da etkilemiş ancak döviz kurlarındaki hareket Türkiye'deki gibi olmamıştır. Dolar/Real kuru 2004 yılı ortalarındaki 3,1'li seviyelerinden 2006 yılı başında 2,2'lerin altına düşmüş, son aylarda ise düşüş eğilimi son bulmuş ve bu düzeyde dalgalanmalar göstermiştir. Enflasyon hedeflerine ulaşılmasında önemli katkısı olan kurdaki bu hareket önümüzdeki dönem için kaygı verici gibi gözükse de yıl sonu enflasyon beklentisinin %4,22 ile yıl sonu hedefi olan %4,5'in hala altında seyretmesi, merkez bankasının son toplantıda faizleri %15,75'ten %15,25'e indirmesine rağmen reel faizlerin %11 gibi yüksek bir düzeyde bulunması ve yakın zamanda seçimler olmasına karşın bunun bir risk unsuru olarak görülmemesi beklentileri pozitifçe çeviren belli başlı unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Brezilya Merkez Bankası tarafından yapılan açıklamada 2006 yılı için cari fazla beklentisinin 8.5 milyar dolardan 8.1 milyar dolara revize edildiği, 18 milyar dolarlık doğrudan yabancı sermaye girişine öngörüsünün ise korunduğu belirtilmiştir. Söz konusu öngörüler Brezilya'ya ilişkin kısa ve orta vadeli beklentilere pozitif katkı sağlamaktadır. Global piyasalardaki dalgalanmalara rağmen yaşanan bu olumlu gelişmeler uluslararası piyasalarda Brezilya'ya bakış açısını da değiştirmiş ve kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch, Brezilya'nın "BB-" olan kredi notunu "BB" ye yükseltmiştir. Bu yükseltmenin sebebi olarak ise Brezilya'nın ödemeler dengesindeki düzelme gösterilmiştir. Brezilya'daki pozitif görünüme karşın bir diğer kredi derecelendirme kuruluşu olan Standard and Poor's (S&P) ise son gelişmeler sonucunda Türkiye'nin kredi notunun görünümünü pozitiften durağana çevirmiştir.

#### **Türkiye için çıkarılacak dersler**

Brezilya da geçmişte Türkiye'nin şu anda içinde bulunduğu dönemde olduğu gibi enflasyon hedeflerine ulaşmasını zorlaştıran iç ve dış şoklara maruz kalmıştır. Ancak bu dönemlerde mali disiplinden taviz vermeyerek kamu borcunun GSYİH'ye oranının artmasına izin vermemiş, bu sayede para politikası etkin olabilmıştır. Türkiye açısından durum değerlendirildiğinde ise kamu borcunun GSYİH'ye oranının sabit kalmasını sağlamak ve mali baskınlığı azaltmak için kısa dönemde faiz dışı fazla kavramı ön plana çıkmaktadır. Merkez Bankası'nın enflasyon hedefleri çerçevesinde etkin bir iletişim politikasıyla yürüteceği sıkı para politikasıyla uyumlu mali politika sayesinde kısa dönemde borcun sürdürülebilirliği ile ilgili endişeler giderilebilecektir. Bu ise enflasyonla mücadelede para politikasının baskın olduğu durumdan mali politikanın baskın olduğu bir duruma geçişi önleyebilecektir.

Ancak uzun dönemde bu durumun kalıcı olabilmesi kamu gelir-gider dengesini daha sağlıklı bir yapıya kavuşturacak ve dış ticaret yapısını değiştirerek ülkenin döviz kazancının artırılmasını sağlayacak mikro ve makro reformlar önem kazanmaktadır. Vergiyi tabana yayan, toplam vergi gelirlerinde doğrudan vergilerin payını artıran ve kayıtdışı ekonomiyi azaltan bir vergi reformuyla kamu gelirlerinin, sosyal güvenlik reformu, teşvik sisteminin daha etkin kılınması gibi unsurlarla da bütçenin harcamalar kısmının daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması bütçe esnekliğini artıracak önemli reform maddeleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Ülkenin döviz kazancının artırılması için ise verimlilik artışlarını sürekli kılabilecek bir altyapının oluşturulması, katma değeri yüksek sektörlerdeki üretim hacminin artırılması ve doğrudan yabancı sermayeyi teşvik edici önlemlerin alınması gibi dış ticaret ve dış finansman yapısını değiştirecek reformlar önem kazanmaktadır.

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	7,1 (Nisan-2006)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81,5	80,3	82,7 (Mayıs-2006)	
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	10,9 (Mart-2006)	10,0
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>				
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	10,12 (Haziran 2006)	5,0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	12,52 (Haziran 2006)	
<b>Parasal Göstergeler (Milyon YTL)</b>				
M1	28.793	41.759	46.070 (16.06.2006)	
M2	108.539	153.146	179.058 (16.06.2006)	
M2Y	184.404	229.587	270.372 (16.06.2006)	
Emisyon	13.465	19.612	23.276 (30.06.2006)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	58.248 (23.06.2006)	
<b>Döviz Kuru</b>				
Dolar/YTL	1,3421	1,3430	1,5424 (04.07.2006)	
Euro/YTL	1,8268	1,5904	1,9750 (04.07.2006)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2,7487	2,5676	3,0632 (04.07.2006)	
Euro/Dolar	1,3612	1,1842	1,2805 (04.07.2006)	
Dolar/Yen	102.68	117.88	114,57 (04.07.2006)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	158.7 (05-2006)	
<b>Faiz Oranları</b>				
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	17,25	
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	17,8056 (06.07.2006)	
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>				
Cari İşlemler Açığı	-15.543	-22.852	-12.519 (Ocak – Nisan)	-22.000
İthalat	97.540	116.048	53.287 (Ocak - Mayıs)	124.400
İhracat	63.167	73.122	31.702 (Ocak - Mayıs)	79.000
Dış Ticaret Açığı	-34.373	-42.926	-21.586 (Ocak - Mayıs)	-45.400
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)</b>				
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	68.837 (Ocak - Mayıs)	156.214
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	68.533 (Ocak - Mayıs)	174.322
Bütçe Açığı	-30.300	-9.743	304 (Ocak - Mayıs)	13.996
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	20.367 (Ocak - Mayıs)	32.264
<b>Borç Stoku Göstergeleri (Milyar \$)</b>				
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku	167.3	182.4	163.1 (Mayıs-2006)	
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku	68.5	64.6	64.7 (Mayıs-2006)	
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5		
<b>İMKB</b>				
İMKB-100	24.971	39.777	36.481 (04.07.2006)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
( Milyon YTL )	2004	2005	Mar.06	Nis.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	412.466	413.215
Nakit Rezervler	32.867	46.751	44.845	37.826
Krediler	99.396	149.937	164.300	168.968
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	148.347	150.037
Mevduat	191.065	243.121	254.734	254.738
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	102.059	101.861
Özkaynaklar	45.975	53.733	55.673	56.616
Net Dönem Karı	6.337	5.711	2.689	3.502
<b>Seçilmiş Rasyolar %</b>				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	62,8	66,3
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58,8	59,2	58,9
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	4,8	6,2
Aktif Karlılık	2,0	1,4	0,6	0,8
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	24,3	23,1

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	
<b>Uluslararası Piyasalar</b>				
Altın (ons) \$	438,00	513,70	613,15	(Haziran 2006)
Petrol (Varil) \$	40,40	58,70	73,51	(Haziran 2006)
<b>Borsa Endeksleri</b>				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.172	(Haziran 2006)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	11.150	(Haziran 2006)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	15.505	(Haziran 2006)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	5.683	(Haziran 2006)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	36.630	(Haziran 2006)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.711	(Haziran 2006)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	5,14	(30.06.2006)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	8,368	(30.06.2006)
<b>Eurobond Spread'leri (Puan)</b>				
Türkiye	270	214	294	(Haziran 2006)
Arjantin	4.811	498	385	(Haziran 2006)
Rusya	222	109	122	(Haziran 2006)
Brezilya	421	285	254	(Haziran 2006)
Meksika	168	123	138	(Haziran 2006)

**Ekonomik Araştırmalar Birimi**

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

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