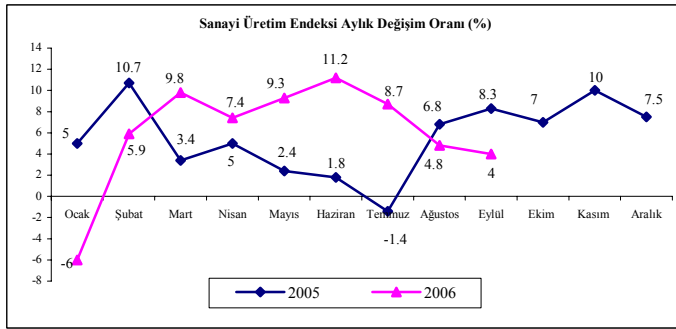


EKONOMİK GÖRÜNÜM**ARALIK 2006****REEL SEKTÖR**► **Ağustos Ayı Sanayi Üretim Endeksi**

2005 yılı Eylül ayında %8,3 artan sanayi üretim endeksi, 2006 yılı Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %4 artarak 147,3'e; imalat sanayi üretim endeksi ise %3,5 artarak 147,5'e yükselmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede ise endeksin 2006 yılında Ocak ayı hariç 136,3-140,7 aralığında değerler aldığı görülmektedir.

İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	EYLÜL				OCAK-EYLÜL			
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
	2006		2005		2006		2005	
Toplam Sanayi	147,3	4,0	141,6	8,3	137,0	6,3	128,9	4,5
Madencilik	111,4	6,6	104,5	1,4	98,1	7,7	91,1	12,8
İmalat Sanayi	147,5	3,5	142,6	8,7	136,2	5,9	128,6	3,9
Elektrik, Gaz ve Su	166,4	8,3	153,6	5,6	168,7	9,1	154,7	7,2

KAYNAK : TÜİK

Eylül 2006 döneminde endeksin yaklaşık %90'lık bölümünü oluşturan imalat sanayi sektöründe %3,5 oranında üretim artışı olurken, madencilik sektörü üretimi %6,6, elektrik, gaz ve su sektörü üretimi %8,3 artmıştır. İmalat sanayii endeksinin toplam sanayi sektörüne kıyasla daha düşük oranda gelişme kaydetmesinde imalat sanayi üretim endeksinin 2005 yılı Eylül ayında toplam sanayi endeksinden daha yüksek değere ulaşmasının yarattığı baz etkisi rol oynamıştır.

Sektörler	İmalat Sanayi Endeksi Sektör Ağırlığı (%)	Yıllık Değişim Oranı (%)			
		Eylül Ayı		Dokuz Aylık Ortalama	
		2006	2005	2006	2005
Petrol Ürünleri	14,48	3,5	19,9	-0,1	-1,2
Tekstil	10,88	-2,1	-11,2	-2,4	-13,1
Gıda	10,64	7,5	5,3	7,4	4,7
Kimyasal Madde	10,34	4,4	6,7	11,8	4,6
Ana Metal Sanayi	8,9	13,3	3,8	9,8	3,7
Metalik Olm. Diğ. Mineral	6,85	5,4	4,5	9,1	10,8
Taşıt Araçları	6,27	9,1	10,6	9,3	8,5
Makine Teçhizat	5,76	16,6	17,0	19,9	-1,0
Giyim	5,42	-5,9	-23,6	-4,4	-12,7
Plastik-Kauçuk	3,41	-22,4	29,5	-12,1	19,8
Metal Eşya San. (Mak. Teç.Hariç)	3,39	6,9	27,7	3,9	37,6
Elektrikli makineler	3,22	55,2	-11,7	33,8	10,8
Mobilya	1,3	-7,3	35,5	15,1	32,1
Diğer Ulaşım Araçları	1,07	-34,0	172,6	29,9	1,2
Büro, Muh. Bilgi İş.Mak.	0,05	49,2	23,9	131,4	10,4

KAYNAK : TÜİK

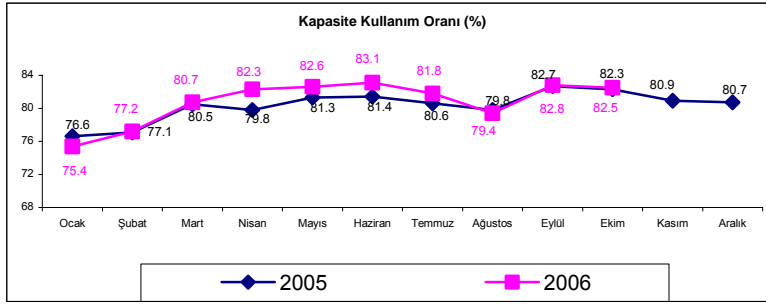
Eylül ayında imalat sanayi içerisinde değerlendirilen 22 alt sektörün dokuzunda üretim gerilerken, 13 sektörde üretim artışı yaşanmıştır. Endeksteki ağırlıkları dikkate alındığında, endeks içerisinde yaklaşık %43 oranında payı olan gıda, ana metal, makine-teçhizat, motorlu kara taşıtları, metal eşya ve metalik olmayan diğer mineral ürünler sektörlerinin endeksteki artışa katkı sağladığı; yaklaşık %34 paya sahip petrol ürünleri, tekstil, giyim ve plastik sektörlerinin ise üretim artışını sınırladığı görülmektedir.

2006 yılının ilk dokuz aylık döneminde imalat sanayi üretim endeksi artışı %5,9 ile geçen yılın aynı döneminde gerçekleşen %3,9'luk artıştan daha yüksek

gerçekleşmiştir. 2005 yılının Ocak-Eylül döneminde 128,9 olan endeks değeri bu yılın aynı döneminde 137 olarak gerçekleşmiştir. İlk dokuz aylık dönemde endeksteeki artışta gıda, kimya, ana metal, makine-teçhizat, elektrikli makineler sektörleri önemli katkıda bulunurken, tekstil, plastik-kauçuk, petrol ürünleri sektörleri endeksteeki artışı sınırlandırmıştır. Geçen yıl üretimi ciddi oranda gerileyen tekstil ve konfeksiyon sektörlerindeki üretim kaybının ihracatın da katkısıyla bu yıl daha düşük düzeyde olduğu görülürken, ağırlığı itibarıyla endeksteeki değişimleri etkileyebilen petrol ürünleri sektöründe de geçen yıl kadar olmasa da üretim gerilemesi yaşanmasında doğalgaz ithalatının artmasının ve varolan kapasitenin yetersizliğinin etkili olduğu düşünülmektedir. Plastik-kauçuk sektöründeki üretim gerilemesinde geçen yıl üretimin çok yüksek düzeyde artması etkili olmuştur. İç satışlardaki gerilemeye rağmen otomotiv sektöründeki üretim artışında ihracatın katkısı olmuştur. Makine-teçhizatındaki üretim artışında ihracatın da katkısı bulunurken, yatırım mali üreten bu sektördeki üretim artışı yatırımlarla ve yatırımcı beklentileri ile ilgili olumlu bir göstere olmaktadır.

2005 yılının yılın son beş ayında sanayi üretim endeksi artışı yüksek oranlarda gerçekleşirken, endeks değerleri incelendiğinde yılın kalan son üç ayında endeks değerinin negatif baz etkisi yaratacak düzeyde yüksek olmadığı görülmektedir. 2005 yılının son üç ayında endeks değerleri sırasıyla 132,2, 129,9 ve 138,2 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, endeksteeki değişimin bu yıl Ekim ve Kasım aylarında, yurtiçi talepteki yavaşlamaya rağmen çok düşük düzeylerde gerçekleşmeyeceği düşünülmektedir. Ekim ayında kapasite kullanım oranının yüksek olması da söz konusu ayda sanayi üretim endeksinin Eylül ayına göre yüksek bir düzeyde gerçekleşmesi olasılığını artırmaktadır. Geçen yıl Aralık ayında endeksin kalan son iki aya göre yüksek olması nedeniyle baz etkisi endeksteeki artışı bir miktar sınırlayabilecektir. Piyasalarda yaşanan dalgalanmanın iç talep ve üretim koşullarında üretim sürecini yavaşlatıcı etkiler yaratmasına rağmen, sanayi üretim artışında belirgin bir düşüşe neden olmamasında ihracatın da katkısı bulunmaktadır.

► Ekim Ayı Kapasite Kullanım Oranları



2005 yılı Ekim ayında %82,3 olan üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı, Ekim 2006 döneminde kamu sektöründe %91,2; özel sektörde %81,3 olmak üzere toplam %82,8 olarak gerçekleşmiştir.

Mevsimsel etkilerden arındırıldığında ise, Nisan-Ağustos arası dönemde kademeli olarak gerileyen kapasite

kullanım oranının, Ağustos-Ekim arası dönemde ise kademeli olarak yükselerek Ekim'de %81,1 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Ağustos ayında 2006 yılında ikinci defa geçen yıl gerçekleşen oranın altına gerileyen kapasite kullanım oranı Eylül ve Ekim ayında çok az da olsa geçen yıl aynı aylarda gerçekleşen oranların üzerinde gerçekleşmiştir. Son iki aydır kapasite kullanım oranlarının görece yüksek gerçekleşmesinde söz konusu aylarda ortaya çıkan özel koşulların yanında ihracat artışının da katkısı olmuştur.

Seçilmiş Bazı Sektörlerde Kapasite Kullanım Oranları (%)	Ekim		2005		2006	
	Ekim 2005	Ekim 2006	Ocak-Ekim	Ocak-Ekim	Ocak-Ekim	Ocak-Ekim
İmalat Sanayii	82,3	82,5	80,2	80,8		
Gıda	74,0	74,3	70,9	71,0		
Tekstil	80,3	81,4	80,8	80,5		
Giyim	80,5	82,9	81,6	82,0		
Kok Köm.Raf.Edil.Petrol Ürün.	93,8	95,6	90,8	91,2		
Kimyasal Madde	78,8	83,1	74,9	77,0		
Plastik Kauçuk	81,5	80,9	81,0	80,1		
Metalik Olm.Diğ.Mineral Mad.	85,5	83,1	82,6	83,5		
Ana Metal	81,3	84,7	82,5	83,7		
Metal Eşya (Mak.Teç.Hariç)	75,1	74,5	75,1	75,9		
B.Y.S. Makine ve Teçhizat	84,6	80,9	74,9	78,3		
Büro Muh.ve Bil.İşl.Mak.	93,7	82,0	87,2	83,6		
Elektrikli Makine Cihazlar	77,2	81,4	76,4	79,2		
Taşıt Araçları ve Karoseri	86,1	87,8	83,1	84,9		
Diğer Ulaşım Araçları	75,7	83,4	79,0	80,4		
Mobilya	87,2	85,3	85,0	84,4		

Kaynak : TÜİK, Hazine Müsteşarlığı

bilgi işlem makineleri ve taşıt araçları sektörlerinde yeni yatırımlar yapılması üretim artışına katkıda bulunabilecektir.

Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%)		
	Ekim Ayı	
	2006	2005
İç Pazarda Talep Yetersizliği	47,8	46,0
Dış Pazarda Talep Yetersizliği	22,9	21,3
Mali İmkansızlık	3,8	3,5
Yerli Mallarda Hammadde Yetersizliği	3,7	4,1
İthal Mallarda Hammadde Yetersizliği	2,9	3,1
İşçilerle İlgili Meseleler	1,7	1,9
Enerji Yetersizliği	1,1	0,8
Diğer Nedenler	16,0	19,5

Kaynak: TÜİK

Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre, tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında iç ve dış pazarda talep yetersizliği, mali imkansızlık ve enerji yetersizliğinin etkilerinin arttığı; yerli ve ithal mallarda hammadde yetersizliği, işçilerle ilgili meseleler ve diğer nedenlerin etkilerinin ise arttığı görülmektedir. Dış pazarlarda talep yetersizliğinin tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında ağırlığının artması, Mayıs ve Haziran aylarında piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından YTL'deki değer kaybıyla dış pazarlardan artan taleple kaydedilen yüksek ihracat rakamlarının büyümeye verdiği desteğin, YTL'nin tekrar değerlendirme sürecine girmesiyle azaldığını yansıtmaktadır.

İşyerlerinin Mevcut ve Beklenen Durumu (Ekim 2006)		
Konu	Mevcut Durum (%)	Beklenen Durum (%)
Üretim Miktarı	-0,8	3,1
Yurtiçi Satışlar	-6,5	3,4
Satış Fiyatları	-0,3	0,0
Hammadde Fiyatları	-0,1	0,3

Kaynak: TÜİK

“İmalat Sanayiinde Eğilimler Anketi”ne katılan işyerlerine göre, 2006 yılı Ekim ayında üretim miktarı, yurtiçi satışlar, satış ve hammadde fiyatlarının azalmıştır. En fazla azalış ise %6,5 ile yurtiçi satışlarda gerçekleşmiştir. Kasım ayı için beklenti üretim miktarı, yurtiçi satışlar ve hammadde fiyatlarının yükseleceği satış fiyatlarının ise değişmeyeceği yönünde oluşmuştur.

► İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu	2004	2005	2005	2006
	Yıllık	Yıllık	Ağustos	Ağustos
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70.556	71.611	71.736	72.724
15 ve Daha Yukarı Yaşta Nüfus (000)	49.906	50.826	50.938	51.770
İşgücü (000)	24.289	24.565	25.219	25.622
İstihdam (000)	21.791	22.046	22.838	23.279
İşsiz (000)	2.498	2.520	2.381	2.343
İşgücüne Katılma Oranı(%)	48,7	48,3	49,5	49,5
İstihdam Oranı (%)	43,7	43,4	44,8	45,0
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	9,4	9,1
Tarım Dışı İşsizlik Oranı(%)	14,3	13,6	12,8	12,0
Eksik İstihdam Oranı(%)	4,1	3,3	3,1	3,4
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	25.616	26.260	25.719	26.148

Kaynak : TÜİK

TÜİK tarafından (hareketli üçer aylık dönemler esas alınarak) her ay açıklanan işgücü istatistiklerinin “2006 yılı Temmuz, Ağustos ve Eylül ayı verilerinden oluşturulan ve Ağustos ayı olarak açıklanan” sonuçlarına göre, işsizlik oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre 0,3 puan gerilemiş; bu yılın Temmuz dönemine göre ise 0,3 puan yükselerek %9,1 olarak gerçekleşmiştir. Ağustos 2006 döneminde tarım dışı işsizlik oranı geçen yılın aynı dönemine göre 0,8 puan gerilemiş; Temmuz dönemine göre ise 0,3 puan artmış ve %12 düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde çalışma çağındaki nüfus geçen yılın aynı dönemine göre 832 bin kişi artarak 51 milyon 770 bin kişiye ulaşmıştır. Tarım sektöründeki dönüşüm süreciyle birlikte sektör istihdamı azalmaya devam etmektedir. Ağustos

2006 döneminde tarım sektöründe çalışan sayısı 181 bin kişi azalmış, tarım dışı sektörlerde çalışan sayısı ise 622 bin kişi artmıştır. Tarım sektöründen tarım dışı sektörlerle geçenlerle 181 bin kişiye ilave olarak 260 bin kişinin istihdam edilmesi ile istihdam edilenlerin sayısı 23 milyon 279 bin kişiye ulaşmış; işgücüne katılımdaki 403 bin kişilik artış ve 441 bin kişinin istihdam edilmesiyle işsiz sayısı 38 bin kişi azalarak 2 milyon 251 bin kişiye gerilemiştir.

Çalışanların %29,2'si tarım, %19,5'i sanayi, %5,9'u inşaat, %43,3'ü ise hizmetler sektöründe istihdam edilmektedir. 2005 yılının aynı dönemine göre tarım sektöründeki istihdam 1,4 puan azalırken, hizmetler sektörü istihdamı 0,9 puan artmıştır.

Ağustos 2006 döneminde işgücüne katılma oranı, Temmuz 2006 dönemine göre 0,2 puan yükselmiş, geçen yılın aynı dönemine göre ise değişmeyerek %49,5 olarak gerçekleşmiştir. İşgücü piyasasının önemli sorunlarından olan kayıtdışı istihdam geçen yılın aynı dönemine göre 0,6 puan azalarak %50,5'e gerilemiştir. Tarım sektöründe

kayıtdışı çalışma oranı %88,3'ten %88,5'e yükselirken, tarım dışı sektörde bu oran değişmeyerek %34,7 düzeyinde kalmıştır.

► Üretimle İlgili Gelişmeler

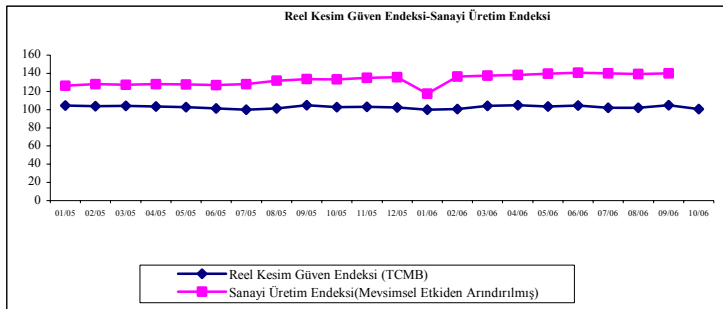
Eylül ayında sanayi üretim endeksi %4,0 oranında artmıştır. Bu düşük oranlı artışta, geçen yıl endeksin Eylül ayında en yüksek değerine ulaşmasının yarattığı negatif baz etkisi, ihracatın üretime verdiği desteğin YTL'deki yeniden değerlendirilme süreciyle birlikte azalması etkili olmuştur. Ramazan ve okulların açılması gibi iç talebin canlı olduğu dönemlerin etkisi, söz konusu olumsuz etkilerin gerisinde kalmıştır. Ancak endeksin ulaştığı 147,3'lük değer 2006 Haziran ayındaki 148,3'ten sonra 1997'den itibaren ulaşılan en yüksek ikinci değerdir. Ekim ayında Ramazan ve bayram nedeniyle artan iç talep ve ihracatın üretime verdiği desteğe rağmen, bayram tatili nedeniyle endeksin Eylül ayının gerisinde kalması beklenebilir. Ancak, endeksin geçen yıl Ekim ayında nispeten düşük bir seviyede olmasının yarattığı baz etkisiyle endeksteeki yıllık değişim Eylül ayının üzerinde gerçekleşebilecektir. Ekim ayına ilişkin kapasite kullanım oranının %82,5 gibi yüksek bir düzeyde olması da bu öngörümüzü destekler diğer bir veridir.

Eylül ayında imalat sanayiinde üretim artışı %3,5 gibi düşük bir oranda gerçekleşmiştir. İmalat sanayiinde gerçekleşen bu artış oranı Ocak ayında gerçekleşen %7,9'luk gerileme hariç bu yıl endekste görülen en düşük oranlı artıştır. Ancak, endeks değeri açısından değerlendirildiğinde imalat sanayi endeksinin Eylül ayında ulaştığı değerin bu yıl Haziran ayındaki 148,8'lik değerden sonra en yüksek ikinci değeri olduğu görülmektedir. Dolayısıyla imalat sanayiinde de ciddi ölçüde bir yavaşlamanın yaşandığı yorumunun şu aşamada çok gerçekçi olmayacağı düşünülmektedir. İmalat sanayiinin alt sektörlerinden kimya, ana metal gibi birçok sanayi dalına ara malı ve hammadde üreten sektörlerdeki üretim artışının sürmesi de üretim açısından olumludur.

Piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından YTL'deki değer kaybıyla birlikte ihracatta meydana gelen artış, üretim sürecinin devamına katkı sağlamıştı. Ancak, YTL'nin yeniden değerlendirilmesiyle birlikte ihracatın üretime verdiği destek azalmıştır. TÜİK verilerine göre Eylül ayında geçen yılın aynı dönemine göre %7,4 artan ihracat Ekim'de %0,2 oranında azalmıştır. Diğer taraftan, TÜİK verilerinden daha önce açıklanan TİM verilerine göre Kasım ayında ihracat %43,3 oranında artmıştır. Bu yüzden, Kasım ayında ihracatın üretim sürecine önemli katkıda bulunması mümkün görünmektedir.

Haziran ayından bu yana artış hızı düşen ara malları ithalatı Ekim ayında %15,2 oranında artış kaydetmiştir. Haziran ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %29 oranında artan ara malı ithalatı, Eylül ayında ise %19,3 oranında artmıştı. Ara malı ithalatında son dönemde görülen yavaşlamada petrol fiyatlarındaki gerilemenin önemli rol oynadığı göz önüne alındığında, ara malı ithalatındaki gerilemenin, üretim sürecinde ciddi bir yavaşlamaya işaret etmediği görülmektedir.

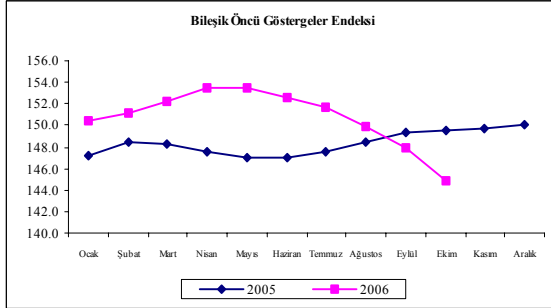
Sanayi üretim endeksinde sektörlere yatırım malı üreten makine-teçhizat sektöründeki güçlü üretim artışının sürmesi yatırımların devam ettiği konusunda olumlu bir göstergedir. Ancak, söz konusu sektördeki canlılıkta ihracatın da katkısının dikkate alınması gerekmektedir. Bununla beraber, yatırımların düzeyiyle ilgili öncü olabilecek diğer göstergeler üretim sürecinde bir yavaşlamanın söz konusu olabileceğine işaret etmektedir. Teşvikli yatırımlar Haziran ayından bu yana dört aydır geçen yılki düzeyinin altında seyretmektedir. Yatırım eğiliminin bir başka göstergesi olan sermaye malı ithalatındaki artış hızı %1'e kadar düşerken, kurulan şirket ve kooperatif sayısı yavaşlamaya devam etmektedir. Eylül ayından sonra Ekim ayında da kurulan şirket ve kooperatif sayısı geçen yılın aynı ayına göre %2,5 oranında azalmıştır.



Üreticilerin, ekonominin bugünü ve geleceğine yönelik değerlendirmelerinin izlenmesine ve yatırım kararlarının ne yönde oluşacağına yönelik tespitler yapmaya imkan veren göstergelerden biri olan ve TCMB tarafından hazırlanan Reel Kesim Güven Endeksi, Ekim ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,3 puan, bir önceki aya göre ise 4,4 puan azalarak 100,4 olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki ayla

kıyaslandığında, endekste düşüşe yol açan kalemlerin sırasıyla genel gidişat, ihracat imkanları, üretim hacmi, toplam istihdam, hammadde stok eğilimi, mamul mal stok miktarı, iç pazara satılan mal hacmi ve toplam sipariş beklentileri olduğu görülürken, yatırım harcaması beklentisinin 1 puan arttığı görülmektedir. Geçen yılın aynı ayıyla kıyaslandığında ise genel gidişat, üretim hacmi, toplam istihdam, ihracat imkanları, yatırım harcaması ve

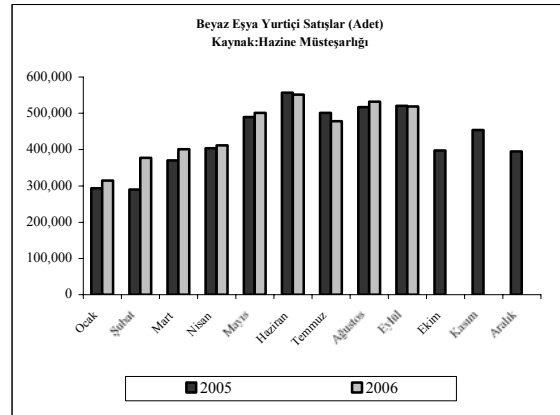
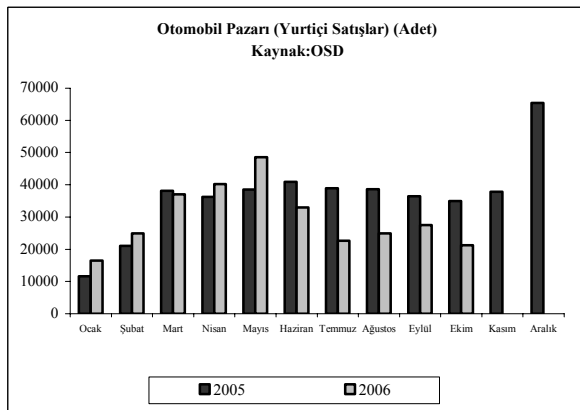
mamul mal stok miktarı beklentilerinin endeksi olumsuz yönde etkiledikleri; hammadde stok eğilimi, toplam sipariş miktarı ve iç pazara satılan mal hacmi beklentilerinin ise endeksi olumlu yönde etkilediği ortaya çıkmaktadır.



TCMB tarafından hazırlanan, iskontolu hazine ihalesi faiz oranı, elektrik üretim miktarı, ara malları ithalatı ile TCMB tarafından hazırlanan İktisadi Yönelim Anketi'nin ihracat imkanları, mamul mal stok miktarı, istihdam (gelecek üç ay), iç piyasadan alınan yeni siparişlere (gelecek üç ay) ilişkin sorularına verilen yanıtlarla oluşturulan Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi Ekim ayında 2005'in aynı ayına göre 4,8 puan; bir önceki aya göre ise 3,2 puan gerileyerek 144,8 olarak gerçekleşmiştir.

► Taleple İlgili Gelişmeler

Mayıs-Haziran dalgalanmasının ardından kurların yükselmesi, enflasyon oranlarının görece yüksek bir düzeyde olması, dalgalanma öncesine göre daha yüksek olan faiz oranları ve geleceğe yönelik beklentilerdeki bozulmayla birlikte cazip kredi olanaklarının azalması iç talepte yavaşlama beklentilerini arttırsa da, bu yavaşlamanın etkileri henüz net olarak hissedilememektedir. Bu sonuçta, daha önce de belirtilen, piyasalarda değişen koşulların etkisinin ekonomik verilere yansımalarının belli bir süre zarfında ortaya çıkması ve bu etkilerin net olarak hissedilmesinin beklendiği dönemin mevsimsel olarak iç talebin güçlü olduğu dönemlere denk gelmesi etkili olmuştur.

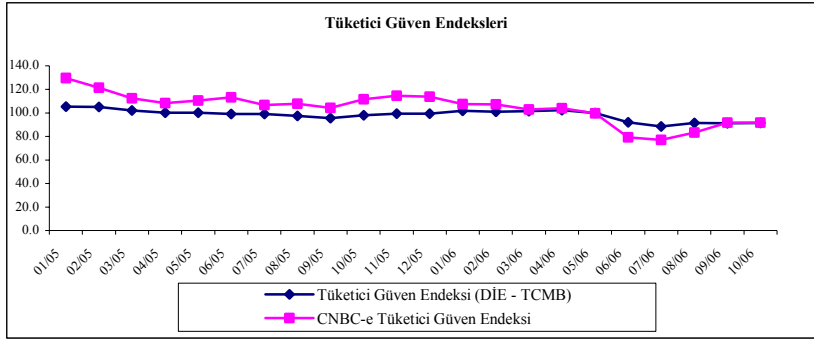


Tüketim göstergeleri arasında en belirgin gerilemenin söz konusu olduğu yurtiçi otomobil satışları Haziran ayından itibaren geçen yılki değerlerinin altında kalmıştır. Eylül ayında %24,4 gerileyen yurtiçi otomobil satışları Ekim ayında %39,3 oranında gerilemiştir. Beyaz eşya satışları Ağustos ayı hariç Haziran –Eylül döneminde geçen yılın aynı dönemine göre gerilemiştir. Eylül ayında söz konusu gerileme %0,4 olarak gerçekleşmiştir.

Yılın ilk yedi ayında aylık bazda geçen yılın aynı dönemine göre ortalama %32 oranında artan tüketim malları ithalatı, Ağustos ayından itibaren gerilemeye başlamıştır. Ağustos ayında geçen yılın aynı ayına göre %0,4 oranında gerileyen tüketim malları ithalatı, Eylül ayında %11,8; Ekim ayında ise %10,4 oranında gerilemiştir. Tüketim malı ithalatındaki gerileme büyük oranda otomobil ithalatındaki gerilemeden kaynaklanmaktadır. Eylül ayında %26,1 oranında gerileyen otomobil ithalatı, Ekim ayında %39,7 oranında azalmıştır. Tüketim malları ithalatı içerisinde fazla paya sahip olmasa da, dayanıklı ve yarı dayanıklı diğer tüketim malları ithalatı artmaya devam etmektedir. Beyaz eşya ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre artış göstermektedir. Ağustos ayında %116,6 oranında artan beyaz eşya ithalatı, Eylül ayında %50,9 oranında artmıştır. Dolayısıyla tüketicilerin ithal mallara olan talebinde kısmi bir gerilemeden söz etmek mümkündür. İthalden alınan KDV tahsilatında son aylarda yaşanan gerileme bu sonuçları desteklemektedir.

Bireysel kredilerin artış oranı gerilemeye devam etmektedir. Eylül ayında bir önceki aya göre %1,5 oranında artan konut kredileri Ekim ayında %1,4 oranında artmıştır. Taşıt kredileri ise Temmuz ayından itibaren aylık bazda gerileme göstermiştir. Eylül ve Ekim aylarında taşıt kredileri %1,2 oranında gerilemiştir. Bireysel kredi

kartları ise Haziran ayındaki %6,2'lik yükselişin dışında yıl başından itibaren aylık olarak %0,1-%2,5 arasında değişen oranlarda artmaktadır. Eylül ayında %2,2 artan bireysel kredi kartları Ekim'de %2 oranında artmıştır.



Temmuz 2006'da son iki yılın en düşük düzeyi olan 88,60'a gerileyen TCMB-TÜİK işbirliğiyle hazırlanan tüketici güven endeksi, Ağustos ayında 91,40; Eylül ayında 91,36 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılı Ekim ayında 98,06 olan endeks, 2006 yılı Ekim ayında ise Eylül ayına göre 0,2 puan yükselerek 91,56 olarak gerçekleşmiştir. Tüketici güvenindeki bu sınırlı artış,

tüketicilerin mevcut ve gelecek dönem satın alma güçleri ile mevcut dönemin dayanıklı tüketim malı almak için uygunluğuna ilişkin değerlendirmelerinin iyileşmesinden kaynaklanmıştır. Katılımcıların gelecek dönem genel ekonomik durum ve iş bulma olanakları konusunda bir önceki döneme göre daha kötümser oldukları görülmektedir.

CNBC-e tüketici güven endeksinde Ağustos ayından bu yana görülen artış eğilimi Ekim ayında da sürmüştür. Eylül'de 91,72 olan endeks, Ekim ayında 0,12 puan artışla 91,84 olarak gerçekleşmiştir. CNBC-e tüketici güven endeksinin alt endekslerinden tüketim endeksinde görece yüksek seyrin sürdüğü, endeksin 144,78 düzeyinde olduğu görülmektedir. Tüketim endeksinin gelişimiyle ilgili yapılan değerlendirmede, satışları en fazla düşen sektörün otomobil olduğu; diğer bir öncü sektör olan beyaz eşya sektörü satışlarında da düşüş meydana geldiği; konut satışlarında çok büyük değişimin gözlenmediği; Ekim ayında satışları bir önceki aya göre artış gösteren sektörlerin ise Ramazan ayı ve bayramın etkisiyle gıda, giyim eğlence ve kültür olduğu belirtilmiştir.

Sonuç olarak, Mayıs ayındaki dalgalanmanın üretim ve talepte yarattığı yavaşlama, dalgalanmanın nispeten kısa sürmesi ve döviz kurlarının tekrar gerilemesi nedeniyle beklenen ölçüde olmamıştır. Üretime ilişkin öncü göstergeler, üretim artışının Ekim ayı itibarıyla sürdüğünü, ancak yılın ilk yarısına göre bir miktar yavaşladığını göstermektedir. Tüketime ilişkin göstergeler ise iç talepte yavaşlama olduğuna işaret etse de önemli ölçüde bir gerilemeyi teyit etmemektedir. Bir önceki raporumuzda belirttiğimiz gibi, yılın son çeyreğinde yavaşlamanın bir miktar daha fazla hissedileceği, ancak büyüme performansında çok keskin bir düşüş olmayacağı beklentimizi koruyoruz.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı büyüme oranı tahminimizi %5,5 olarak revize ediyoruz.

PARA POLİTİKASI ANALİZİ

► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)						
	% Değişim		22.11.2006	20.10.2006	30.12.2005	31.12.2004
	(3-2)	(3-1)	(3)	(2)	(1)	
Toplam Bilanço Büy.	4	14	103.05	99.39	90.07	74.67
Dış Varlıklar	4	24	89.98	86.36	72.34	53.59
İç Varlıklar	0	-26	13.07	13.03	17.73	21.08
Değerleme Hesabı	-113	-90	0.19	-1.48	2.01	2.03
Toplam Döviz Yük.	8	18	60.80	56.55	51.52	49.93
Merkez Bankası Parası	-1	10	42.25	42.84	38.55	24.74
Rezerv Para	-13	6	34.72	39.69	32.7	20.33
Emisyon	-18	14	22.38	27.22	19.61	13.47
Bankalar Mevduatı	-1	-5	12.23	12.38	12.90	6.72
APİ	139	-19	4.04	1.69	4.98	3.62
Kamunun YTL Mevduatı	138	301	3.49	1.46	0.87	0.79
Dış Varlık - Top. Döv. Yük.	-2	40	29.18	29.81	20.82	3.66
Dış Varlık / Top. Döv. Yük.	-	-	1,48	1,53	1,40	1,07
Dış Varlıklar / Top. Bil. Büy.	-	-	0,87	0,87	0,80	0,72
Toplam Döv. Yük. / Top. Bil. Büy.	-	-	0,59	0,57	0,57	0,67
İç Varlık / Dış Varlık	-	-	0,15	0,15	0,25	0,39
Dış Varlık / Emisyon	-	-	4,02	3,17	3,69	3,98
Emisyon / Top. Bilanço	-	-	0,22	0,27	0,22	0,18
TCMB Dolar Satış Kuru	-0.27	8.05	1.4582	1.4622	1.3495	1.3486

Kaynak:TCMB

20 Ekim ile 22 Kasım tarihleri arasında geçen bir aylık sürede Merkez Bankası Analitik Bilanço büyüklüğü %4 artarak 103 milyar YTL düzeyine yükselmiştir. Bu dönemde kamunun yabancı para mevduatında meydana gelen yaklaşık 3 milyar YTL'lik artış, dış varlık ve toplam döviz yükümlülüklerini aynı düzeyde etkileyerek, toplam bilanço büyüklüğü artırmıştır.

Merkez Bankası'nın YTL cinsinden yükümlülüklerini gösteren Merkez Bankası Parası (MBP) incelenen dönemde önemli bir değişiklik göstermese de, bu

büyüklüğün bileşiminde dikkat çekici değişim olmuştur. Ekim ayında bayram nedeniyle normal artış eğiliminin çok üzerinde artış göstererek 27 Milyar YTL'yi aşan emisyon hacminin normal seviyelerine dönmesi söz konusu değişikliğe neden olmuştur. Emisyon hacmi 20 Ekim tarihine göre %18 azalarak 22 Kasım itibariyle 22.38 milyar YTL düzeyine gerilerken, APİ'den borçlar kalemi ile kamunun YTL mevduatı sırasıyla %139 ve %138 artış göstererek 4.04 ve 3.49 milyar YTL düzeyine yükselmiştir. Aynı dönemde bankalar mevduatında ise önemli bir değişim görülmemektedir.

Son bir aylık dönemde toplam döviz yükümlülüklerindeki artışın dış varlıklardaki artıştan fazla olması ve döviz kurlarındaki gerilemenin etkisiyle, TCMB'nin döviz pozisyonunu gösteren dış varlık ile toplam döviz yükümlülükleri arasındaki fark azalmış, yani TCMB'nin döviz cinsinden uzun pozisyonu bir önceki aya göre gerileyerek 22 Kasım tarihi itibariyle 29.18 milyar YTL olmuştur. Aynı şekilde TCMB'nin kur riski olarak nitelendirilen dış varlıkların toplam döviz yükümlülüklerine oranı da aynı dönemde gerileyerek 1,48 olmuştur, yani TCMB'nin kur riskinde görece bir artış yaşanmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak toplam döviz yükümlülüklerinin bilanço içerisindeki payı da artarak %59'a yükselmiştir. Emisyondaki gerilemeye ve dış varlıklardaki artışa bağlı olarak dış varlıkların emisyonuna oranı 22 Kasım tarihi itibariyle 4,02'ye yükselirken, aynı tarihte yine emisyondaki gerilemenin etkisiyle, emisyonun toplam bilanço içerisindeki payı %22'ye gerilemiştir.

► Parasal Göstergeler

Parasal Göstergeler (Milyar YTL)							
	10.11.06	06.10.06	2005 2004		% Değişim		
	(4)	(3)	(2)	(1)	(4)-(3)	(4)-(2)	(2)-(1)
M1	41.5	42.6	42.1	28.8	-2,6	-1,4	46,2
M2	179.8	177.5	153.5	108.5	1,3	17,2	41,4
M2Y	276.8	271.7	229.5	184.5	1,9	20,6	24,4
Parasal Taban	40.0	39.9	37.7	23.9	0,1	6,0	57,7
DTH/M2Y	0,35	0,35	0,33	0,41	-	-	-
M2/Parasal Taban	4,50	4,45	4,07	4,54	-	-	-

Kaynak:TCMB

6 Ekim ile 10 Kasım tarihleri arasında geçen sürede M1 tanımlı para arzı %2,6 oranında azalırken M2 ve M2Y tanımlı para arzları %1,3 ve %1,9 yükselmiştir. Para arzının 2005 yılı sonuna göre değişimine bakıldığında ise, M1'in %1,4 azaldığı, M2 ve M2Y'nin ise sırasıyla %17,2 ve %20,6 arttığı görülmektedir. Dolaşımdaki paranın 2005 sonuna göre yaklaşık %20 artarak 10 Kasım tarihi itibariyle yaklaşık

22 milyar YTL'ye ulaşmasına rağmen vadesiz ticari mevduatlardaki %27 ve vadesiz diğer mevduatlardaki %29'luk gerileme M1'in 2005 sonuna göre azalmasına neden olmuştur. M1'deki bu azalma paranın dolaşım

hızının artması şeklinde değerlendirilebilir ve bu durum bankacılık sisteminde yaşanan iyileşme süreciyle yakından ilişkilidir.

► TCMB Faiz kararı

Para Politikası Kurulu (PPK) 23 Kasım tarihli toplantısında, Temmuz ayında aldığı 25 baz puanlık faiz artırımını

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

*Teknik Düzenleme
Kaynak:TCMB

kararının ardından yaptığı üç toplantıda olduğu gibi faiz oranlarını değiştirmemiştir. Beklentilerle uyumlu bu kararlar birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %17,50, borç vermede ise %22,50 olarak değişmeyerek sabit kalmıştır. Yapılan değerlendirmede, son dönemde açıklanan verilerin 31 Ekim'de açıklanan IV. Enflasyon Rapor'unda belirtilen görüşlerle uyumlu olduğu ve orta vadede enflasyon hedefine ulaşılabilmesi için mevcut sıkı duruşun devam ettirilmesi gerektiği ifade edilmiştir.

Toplantıdan beş işgünü sonra açıklanan PPK değerlendirme özetlerinde, toplam yurtiçi talepte bir yavaşlama olduğu, ancak kamu harcamalarındaki

artışlar ve yurtdışı talebin güçlü seyri nedeniyle bu yavaşlamanın keskin olmayacağını düşünülüyor, işgücü piyasasındaki gelişmelerin enflasyonun düşüş sürecine destek verebileceğinin beklendiği belirtilmiştir. Açıklamada ayrıca, orta vadeli enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin devam ettiği ancak beklentilerin hala hedeflerin belirgin biçimde üstünde olduğu, petrol fiyatlarında geçmiş dönemde görülen artışların gecikmeli etkilerinin hissedildiği ve elektrik fiyatlarına yapılacak olası bir ayarlamamanın takip edildiği belirtilmiştir. Hizmet fiyatlarındaki katılık ve küresel risk algılamasında ortaya çıkabilecek olası değişiklikler de enflasyon hedefleri üzerinde risk unsuru oluşturan diğer faktörler olarak belirtilirken, enflasyonun düşüş yönünde beklenilenden daha güçlü bir direnç gösterebileceği ifade edilmiştir. Böyle bir durumda mevcut sıkı duruşun uzunca bir süre korunması gerekebileceği belirtilirken, veri setinde bulunan dışsal risklerin gerçekleşmesi durumunda ek parasal sıkılaştırmaya gidilebileceği de belirtilmiştir.

Son açıklamada daha önceki raporlarda yapılan açıklamalardan farklı olarak faiz dışı fazlaya yönelik değişik bir değerlendirme yapılmıştır. Faiz dışı fazla konusunda elde edilen başarıların son yıllarda enflasyonun düşüş sürecine önemli destek verdiği hatırlatılmış, ancak bugün gelinen noktada bütçe harcamalarının gelir ve harcama bileşenlerinin de önem kazandığına dikkat çekilmiştir. 2007 yılı bütçesine yönelik bu değerlendirmede ortaya çıkabilecek ek kaynak gereksinimlerinin dolaylı vergi artışlarıyla değil harcamaların azaltılmasıyla sağlanmasının enflasyonla mücadelede destek vereceği vurgulanmıştır. Bu açıklamayla son dönemde sıkça gündeme gelen vergi artışları konusunda Merkez Bankası'nın görüşü dile getirilmiştir. Buna ek olarak yine son dönemde sıkça gündeme gelen elektrik fiyat ayarlamaları gibi KİT ürünlerine yapılması planlanan zamların öngörülebilirliğinin artması için geciktirilmemesi gerektiği ifade edilmiştir. Yapılacak olası bir zammın 2006 yılının kalan bir ayı içerisinde yapılması halinde fiyat artışının 2007 yılı enflasyonu üzerinde etkili olmayacağı için Merkez Bankası'nın bu yönde görüş bildirmesi oldukça yerinde bir tutum olarak düşünülmektedir.

► Kasım Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

% Değişim (2003=100)	TÜFE	ÜFE
	Kasım.2006	Kasım.2006
Bir önceki aya göre	1,29	-0,29
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	9,40	11,72
Bir önceki yılın aynı ayına göre	9,86	11,67
On iki aylık ortalamalara göre	9,44	8,60

Kaynak:TÜİK

2006 yılı Kasım ayında TÜFE bir önceki aya göre %1,29 artarken, ÜFE %0,29 azalmıştır. Böylece yıllık enflasyon TÜFE bazında %9,86, ÜFE'de ise %11,67 olarak gerçekleşmiştir. Kasım ayında TÜFE ve ÜFE bir önceki yılın Aralık ayına göre sırasıyla %9,40 ve %11,72 artarken, bu endekslerde on iki aylık ortalamalara göre

değişim ise yine sırasıyla %9,44 ve %8,60 olmuştur.

Ana harcama grupları itibariyle enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, %1,29'luk aylık TÜFE artışına en yüksek katkısı 0,75 puanla, Kasım ayında %2,71'lik fiyat artışı gerçekleşen, gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubunun yaptığı görülmektedir. Söz konusu harcama grubunda son bir yıllık dönemde %10,22'lik bir artış görülmüş, bu da yıllık enflasyona 2,83 puan katkı yapmıştır. Kasım ayı enflasyonuna önemli düzeyde katkı yapan bir diğer ana harcama grubu ise giyim ve ayakkabı olmuştur. Büyük ölçüde mevsimlik etkilerle, bu ana harcama grubunun aylık enflasyona katkısı 0,40 puanı bulurken, yıllık enflasyona katkısı 0,28 puan ile oldukça sınırlı düzeyde kalmıştır. Ana harcama grupları itibariyle dikkat çeken bir diğer alt grup ise konut olmuştur.

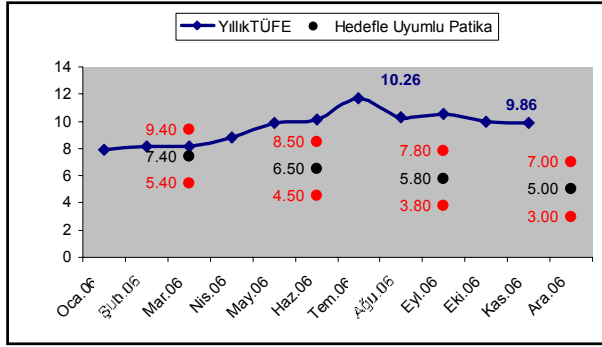
Kasım 2006'da Ana Harcama Gruplarının Enflasyona Yaklaşık Katkıları

	Aylık Değişime	Yıllık Değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	0,75	2,83
Alkollü içecekler ve tütün	0,00	0,57
Giyim ve ayakkabı	0,40	0,28
Konut	0,21	2,24
Ev eşyası	-0,03	0,57
Sağlık	0,00	0,20
Ulaştırma	-0,03	1,00
Haberleşme	-0,01	0,06
Eğlence ve kültür	-0,07	0,27
Eğitim	0,00	0,19
Lokanta ve oteller	0,05	0,93
Çeşitli mal ve hizmetler	0,04	0,74
Yaklaşık katkıların toplamı	1,31	9,88
Gerçekleşme	1,29	9,86
Hesaplama hatası	0,02	0,02

Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır

Kasım ayında konut sektörü ortalama fiyatları bir önceki aya göre %1,30 artış göstermiş bunun aylık enflasyona katkısı ise 0,24 puan olmuştur. Bu ana harcama grubunda son bir yıllık dönemde %13,73'lük bir artış görülmüş bunun yıllık enflasyona katkısı ise 2,24 puan olmuştur.

Mevsimlik ürünler hariç hesaplanan A endeksindeki aylık artış oranının %0,27 ile genel endeksteki artış oranının oldukça altında kalması Kasım ayı enflasyonunda mevsimlik fiyat artışlarının etkili olduğunu göstermektedir. Aynı dönemde F¹ ve G² endeksleri sırasıyla %1,57 ve %0,95 oranında artış göstermiştir. G endeksindeki artış oranının F'nin belirgin biçimde altında olması Kasım ayında işlenmemiş gıda ürünlerinin enflasyon üzerinde yarattığı baskıyı yansıtmaktadır. Merkez Bankası'nın son dönemde takip ettiği H³ endeksindeki aylık artış oranı %0,78 olurken bu endeksteki artışın genel endeksteki gerisinde kalması Kasım ayında altın fiyatlarında görülen artıştan kaynaklanmaktadır.



geçen yılın %0,42'lik değerini aşması beklenmektedir. Böyle bir gelişme 2006 yıl sonu enflasyonunun %10'un biraz üzerinde gerçekleşmesine neden olabilecektir.

Kasım Ayı'nda ÜFE'deki % Değişim

Sektörler	Sektör Ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	Yıllık Değişim
GENEL	100	-0,29	11,67
Tarım	19,78	-0,09	5,43
Sanayi	80,22	-0,34	13,10
Madencilik	1,47	-0,33	12,31
İmalat	73,98	-0,36	11,61
Elektrik, gaz ve su	4,77	36,29	9,76

Kaynak: DİE

ÜFE, Kasım ayında %0,29 gerilemiştir. Ancak ÜFE geçen yıl aynı dönemde %0,95 azaldığı için yıllık ÜFE enflasyonu yükselmiş ve %11,67 olarak gerçekleşmiştir. Kasım ayında ÜFE'nin iki ana alt kalemi olan tarım ve sanayi sektöründe de ortalama fiyatlar gerilemiştir. Tarım sektörünün genel endeks içerisindeki payının az olması nedeniyle bu sektörde bir önceki aya göre %0,29 gerileyen fiyatların genel ÜFE'ye katkısı yaklaşık -0,02 puan olurken sanayi sektöründeki %0,34'lük gerilemenin endekse yaklaşık katkısı -0,27 puan olmuştur. Özellikle, imalat sanayi alt sektörlerinden kok kömürü-rafiné edilmiş petrol ürünleri, ana metal sanayi ve giyim eşyası imalatı sektörlerinde görülen fiyat düşüşleri endeksteki değişimin negatif olmasına neden olmuştur.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak, 2006 yıl sonu enflasyon tahminimizi %10 olarak revize ediyoruz.

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

² F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE

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

AKTARIM MEKANİZMALARI

Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankaları, ekonomi aşırı ısındığında enflasyonu kontrol altına almak için proaktif bir biçimde faiz oranlarını artırır. Böyle bir girişimde başarılı olabilmek için para otoritesi, uyguladığı politikanın zamanlaması ve ekonomi üzerindeki etkileri hakkında tam bir değerlendirmeye sahip olmalıdır. Merkez bankaları, firmaların ya da hanehalklarının fiyatlama davranışlarını, dolayısıyla enflasyonu doğrudan kontrol edemezler. Bu nedenle para politikası stratejilerini belirlerken enflasyonu belirleyen ve kontrol edebilecekleri değişkenleri, bu değişkenlerin enflasyonu hangi kanallarla etkileyeceğini iyi analiz etmeleri ve para politikalarını buna göre belirlemeleri gerekmektedir. Burada aktarım mekanizması (transmission mechanism) kavramı ön plana çıkmaktadır. Aktarım mekanizması, para politikası kararlarının hedefler üzerinde hangi kanallar aracılığıyla ve nasıl etkili olduğunu içeren süreçleri ifade etmektedir. Tam olarak formüle edilmesinin mümkün olmaması sebebiyle, parasal aktarım mekanizması bazı ekonomistler tarafından “kara kutu” (black box) olarak adlandırılmıştır. Bu etkileşimin hangi yollarla olduğu ve farklı aktarım kanallarının ekonomiyi nasıl etkilediğinin daha iyi anlaşılabilmesi ile birlikte uygulanan para politikasının ekonomik büyüklüklere etkisinin daha kesin tahmin edilebilmesi ve hedeflerin para otoritesince daha doğru seçilmesi mümkün olabilmektedir.

Geleneksel Faiz Aktarım Mekanizması

Faiz oranına dayalı aktarma süreci, Hicks (1937) tarafından ortaya konulan IS-LM modeli çerçevesinde açıklanmaktadır. Para arzındaki artış para talebi sabitken faizlerin düşmesine neden olacaktır. Faiz oranlarındaki düşme; hane halklarının tüketiminin artmasına, yatırımların fonlama maliyetinin düşmesi nedeniyle firmaların yatırım malları talebinin artmasına neden olacaktır. Böylece, hem tüketim hem de yatırım malı talebinin artması, ekonomide toplam talebin artmasına, bu da üretimin artışına neden olacaktır. Dolayısıyla, faiz oranı kanalıyla geleneksel aktarım mekanizmasında para arzı artışları ekonomik genişleme yaratırken, parasal bir daralma ekonomik faaliyette daralmaya yol açmaktadır.

Özel kesim tüketim ve yatırım harcamaları uzun dönem reel faizden etkilenmektedir. Kısa dönem faiz oranı ile uzun dönem faiz oranı arasındaki aynı yönlü ilişki “uzun dönem faiz oranının beklenen kısa dönem faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması olduğunu” ifade eden beklentiler teorisi ile kurulmaktadır. Dolayısıyla, merkez bankasının para arzını artırarak, gerek nominal gerekse reel kısa dönem faiz oranını düşürmesi uzun dönem faiz oranında da düşmeye yol açacak ve bu şekilde toplam talep, dolayısıyla üretimde artış meydana gelecektir. Ancak, merkez bankalarının faiz artırması her zaman uzun vadeli faizlerin artacağı anlamına gelmemektedir. Eğer merkez bankasının faiz artırmasının uzun vadede enflasyon baskısını azaltacağına inanılıyorsa uzun vadeli faizler artmayabilir, yine de kısa dönemli faizlerin artması iç talebi azaltıcı yönde etkide bulunur. FED’in son dönemdeki faiz artırımı sürecinde görülen bu durumda, kısa ve uzun vadeli faizler arasındaki farkın azalması ve getiri eğrisinin yataya yaklaşması söz konusu olur.

Diğer Varlık Fiyatları Aktarım Mekanizmaları

1. Döviz kuru kanalı

Yukarıdaki aktarım mekanizmasında para arzının kurlar üzerindeki etkileri yer almamaktadır. Dışa açık ekonomilerde, dış ticaretin ülke üretimi içindeki payı yüksek olduğundan, kurlardaki değişimler üretim ve fiyatlar üzerinde çok etkili olabilmektedir. Dünya çapında gözlenen globalleşme ve esnek döviz kuru sistemlerinin benimsenmesi yönündeki eğilimler, özellikle küçük ve dışa açık ekonomilerde para politikasının döviz kuru kanalından ortaya çıkan etkilerinin taşıdığı önemi artırmıştır. Kurları içeren aktarım mekanizmasında;

- Para arzının artması; faizlerin düşmesine neden olacak,
- Faizlerin düşmesi; dışarıya sermaye çıkışlarının artmasına ya da sermaye girişlerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu durum yerli paranın değer kaybetmesine neden olacaktır.
- Yerli paranın değer kaybetmesi ihracattan elde edilen gelirlerin yerli para cinsinden artmasına neden olacağından, ihracatın artmasına yol açarken, ithalatın maliyetini artırması nedeniyle ithal ürünlere olan talebi azaltacaktır.
- Böylece, yerli ürünler için hem yurt dışı talep, hem de yurtiçi talep artacağından, toplam talep artacak, bu da yine yukarıda açıklanan nedenlerle fiyatların artmasına neden olacaktır.

2. Hisse senetleri fiyatı kanalı

Hisse senetleri fiyatlarıyla ilgili, parasal aktarım mekanizmaları için önemli iki kanal bulunmaktadır: birincisi Tobin'in q teorisi ile, diğeri ise tüketimde servet etkisiyle ilişkilidir.

Tobin q 'su (Tobin 1966) firmanın piyasa değerinin, sermayenin yenileme maliyetine oranı olarak tanımlanmaktadır. Bu oranın artması yatırım harcamalarının artmasına neden olur. Çünkü, firmalar daha az hisse senedi çıkararak daha fazla yatırım harcamasını finanse edebilir duruma gelirler. Genişletici para politikası durumunda para arzı artışının bir kısmı hisse senetlerine yöneleceğinden hisse senetlerinin değeri ve q böylece yatırım harcamaları artacaktır. Daraltıcı para politikası durumunda ise tam tersi süreç işleyecektir.

Tüketimde servet etkisi ise servetin bir kısmını hisse senetlerinin oluşturmasından kaynaklanır. Tüketim üzerinde yalnızca cari gelirin değil, servetin de etkili olduğu görüşü kabul edildiğinde söz konusu etki ortaya çıkmaktadır. Genişletici para politikası hisse senetlerinin değerini dolayısıyla finansal serveti artıracak bu da tüketim harcamalarını uyacaktır.

3. Ev ve arsa fiyatları kanalı

Tobin'in q teorisi emlak piyasasına uyarlandığında, yani q emlağın piyasa değerinin bunun elde edilme maliyetine oranı olarak tanımlandığında ve bu varlıkların da servetin bir parçası olduğu düşünüldüğünde, yukarıdaki aktarım mekanizması emlak piyasası için de geçerli olmaktadır. Genişletici para politikası durumunda, emlak fiyatlarının yenileme maliyetlerine göre artması söz konusu olmakta, bu da inşaat harcamalarını artırmaktadır. Ayrıca artan emlak fiyatları servet etkisi nedeniyle tüketimi de artırmaktadır.

Kredi Kanalı Aktarım Mekanizması

Bazı amprik çalışmaların ortaya koyduğu üzere (Bernanke ve Gertler, 1995), politika faizlerinde yapılan bir değişiklik sonucu sisteme bir şok verildiğinde, örneğin faiz oranları beklenmedik düzeyde artırıldığında, faizler eski trendine döndükten sonra bile etkilerinin devam ettiği görülmektedir. Bu etkiler sabit sermaye yatırımları gibi uzun vadeli harcamalar üzerinde görülmekte ve geleneksel faiz kanalı bunları açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Faiz kanalının yetersiz kalması kredi kanalının incelenmesine yol açmıştır. Kredi kanalı faiz kanalından bağımsız ya da ona paralel değil, bu kanalın etkisini güçlendirici bir şekilde işlemektedir. Kredi kanalına göre, para politikasının faiz oranları üzerindeki direkt etkisi -bir firmanın hisse senedi çıkararak veya borçlanarak yaptığı fonlamanın maliyeti ile kendi kaynaklarıyla yaptığı fonlama maliyeti arasındaki fark olarak tanımlanan- dış finansman primindeki (external financa premium) içsel değişikliklerle artmaktadır. Dış finans biriminin boyutu kredi verenlerin bekledikleri getiri ile borçlanmaların karşılaştığı maliyet arasındaki uyumu bozan, kredi piyasası aksaklıklarını yansıtır. Kredi kanalı görüşüne göre faiz oranlarını artıran ya da azaltan para politikası dış finans primini de aynı yönde etkiler. Para politikasının bu ilave etkisi politikanın toplam harcamalar üzerindeki etkisini artırıcı bir faktör olmaktadır. Söz konusu etki iki muhtemel sebepten kaynaklanmaktadır: bilanço kanalı ve banka kredileri kanalı.

1. Bilanço kanalı

Firmaların finansal pozisyonu firmanın dış finansman primi üzerinde etkili olur. Bu nedenle bilançodaki dalgalanmalar firmaların yatırım ve harcama kararları, dolayısıyla toplam talep üzerinde etkili olur. Bilanço kanalı para politikasının yalnızca faiz oranlarını etkilemekle kalmayıp, kredi kullananların finansal pozisyonlarını doğrudan ve dolaylı olarak etkilemesi sonucu ortaya çıkar. Örneğin faiz oranlarının artırılması firmanın faiz harcamalarını artırıp kısa vadeli nakit akışını bozar, ayrıca bilançodaki menkul kıymetlerin değerinin düşmesine neden olur ve firmanın finansal pozisyonunu üzerinde doğrudan bozucu bir etki yapar. Sıkı para politikası talep üzerindeki daraltıcı etkisi nedeniyle de firmanın nakit akışını bozar ve bilanço üzerinde dolaylı bir bozucu etki ortaya çıkarır.

2. Banka kredileri kanalı

Finansal sistemin dominant aktörleri olan bankaların kredi arzında herhangi bir nedenle ortaya çıkabilecek sıkıntılar, özellikle krediye bağımlı çalışan küçük ve orta büyüklükte firmaların daha yüksek maliyetli alternatif finansman kaynaklarına başvurmak zorunda kalmasına neden olur ve bu durum dış finansman primlerini artırır. Sıkı para politikası bankaların ödünç verebileceği fonlarını azaltacağından, krediler üzerinde bu tür bir etki

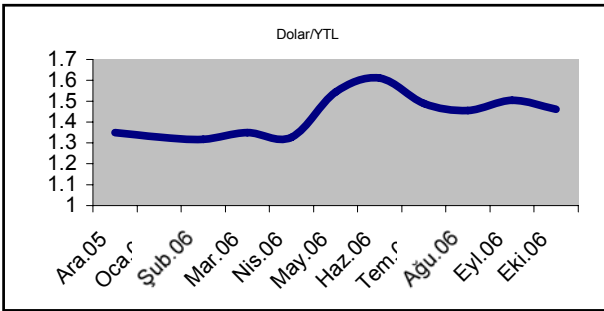
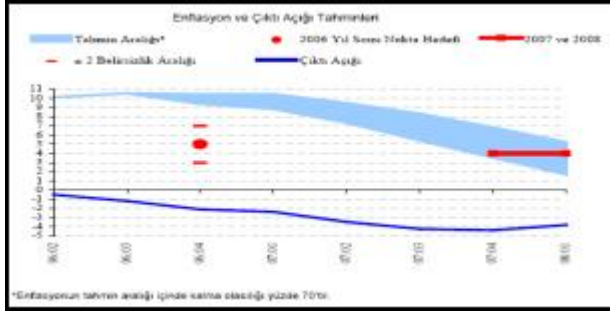
yaratacağıdır. Finansal piyasalarda yaşanan yenilikler zamanla banka kredileri kanalının önemini yitirmesine neden olsa da, bu kanal özellikle sermaye piyasaları yeterince derin olmayan ülkeler için önemini korumaktadır.

Yukarıda ana hatlarıyla değinilen aktarım mekanizması, aslında çok daha karmaşık bir süreçtir ve piyasaların, firmaların ve hane halklarının bekleyişlerinin de belirleyici olması nedeniyle, etkilerini tam ve net olarak anlamak mümkün değildir.

Türkiye Açısından Değerlendirme

Türkiye’de 2006 yılı başından itibaren geçilen doğrudan enflasyon hedeflemesi rejiminden önce, 2002-2005 yılları arasında uygulanan ve örtük enflasyon hedeflemesi adı verilen bir geçiş süreci öngörülmüştür. Bu süreç temel olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için gerekli ön koşulların sağlanması için planlanmıştır. Söz konusu süreçte aktarım mekanizmalarının da netleştiği Merkez Bankası tarafından sık sık vurgulanmaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları karar alıcılar tarafından referans olma niteliğini kazanmıştır. 2006 yılı başından itibaren para tabanına ilişkin performans kriteri kaldırılmış ve kısa vadeli faiz oranları Para Politikası Kurulu’nda oylanarak karara bağlanmaya başlanmıştır. Bu sayede kısa vadeli faiz oranlarının para politikası açısından gösterge olma niteliği kuvvetlenmiştir.

Merkez Bankası tarafından yayımlanan raporlarda para politikası kararlarının ekonomik aktivite üzerindeki etkilerinin 3-9 ay enflasyon üzerindeki etkilerinin ise 9-18 ay arasında belirginleştiği belirtilerek aktarım mekanizmalarına ilişkin bilgi verilmektedir. Böyle bir bilgi, belirli bir aralığı kapsayan verilerle kurulmuş bir modelden elde edilmektedir. Dolayısıyla bu modelden elde edilen bulgular o aralıktaki genel eğilimi vermekte ve ön dönemde de aynı ilişkinin geçerli olduğunu varsaymaktadır. Ancak eğer bu model parametrelerde oluşabilecek yapısal değişimleri kendi içerisinde çözecek zaman serisi tekniklerini içermiyorsa, zamanın belirli bir noktasında oluşabilecek yapısal bir değişim, modelin varsayımlarının ön dönemde geçerliliğini yitirmesine neden olabilir. Ayrıca alınan politika kararları da modeli etkileyebilir, dolayısıyla burdan elde edilecek politika çıkarsamaları tamamen yanlış sonuçlar verebilir. Bu görüşe literatürde Lucas Kritiği adı verilmektedir. Bu nedenle Mayıs ve Haziran aylarında görülen dalgalanmanın ardından alınan politika tedbirlerinin olası sonuçlarını değerlendirirken, bu unsurların da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. TCMB tarafından açıklanan gecikme süreleriyle ilgili diğer bir önemli nokta bunların simetrik olup olmadığı, yani parasal genişleme ve sıkılaştırma dönemleri arasında sürelerin değişip değişmediği hakkında bilgi verilmemesidir.



Haziran ve Temmuz aylarında yapılan toplam 425 baz puanlık faiz artırımının olası etkileri geleneksel faiz aktarım mekanizması çerçevesinde değerlendirildiğinde, söz konusu etkinin henüz net olarak görülmediği söylenebilir. Merkez Bankası'nın 31 Ekim'de yayımladığı 4. Enflasyon Raporu'nda sunulan çıktı açığı tahminlerinde de, bu etkinin 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren belirginleşeceğini beklendiği görülmektedir. Artan faiz oranları nedeniyle ekonominin 2007 yılında potansiyelinin oldukça altında büyüyeceğini belirten bu tahminlere göre, 2007 yılı sonunda çıktı açığının (potansiyel GSYİH ile gerçekleşen GSYİH arasındaki farkın potansiyel GSYİH'ye oranı) %4'ün biraz üzerinde olması beklenmektedir. Ancak gerek aktarım mekanizmalarının yapısı itibarıyla net olarak öngörülebilmesinin mümkün olmaması, gerekse yukarıda da belirtildiği gibi alınan politika tedbirleri bilgi setinin yapısını değiştirmiş olabileceği için, yapılan bu öngörülerini dikkatli yorumlamak gerekmektedir.

Aktarım mekanizmalarından döviz kuru kanalının faiz aktarım mekanizmasına göre daha çabuk çalıştığı son politika tedbirleri neticesinde net olarak görülmüştür. Yandaki Grafikten de görüldüğü gibi Mayıs ve Haziran aylarında görülen sıçramanın ardından yükselen faizlerin etkisiyle kur tekrar gerilemeye başlamıştır. YTL'nin değerlendirilmesi döviz kuru aktarım mekanizması çerçevesinde değerlendirildiğinde net ihracatın azalmasına yani

yurtiçi talebin azalmasına neden olmakta ve dezenflasyon sürecini desteklemektedir. Ayrıca bu durum üretim maliyetlerinin düşmesi kanalıyla da fiyatları aşağı çeken ya da fiyatların artış hızının yavaşlatan bir unsur olmaktadır.

Döviz kurlarında görülen aşağı yönlü bu hareketin ardından Merkez Bankası 16 Mayıs'ta ara verdiği döviz alım ihalelerine 10 Kasım itibariyle yeniden başlamıştır. Merkez Bankası, programa ilişkin güvenin artmasına sağlayacağı katkı, Hazine'nin dış borç ödemeleri ve yüksek maliyetli işçi dövizini hesaplarının uzun vadede aşamalı olarak azaltılması amacıyla 2002 yılından beri döviz alım ihaleleri düzenlemektedir. Bu ihaleler ve doğrudan müdahalelerle Merkez Bankası 2002 yılından bu yana piyasadan 44 milyar dolara yakın döviz almıştır. Sayılan bu amaçlara hizmet etmesine rağmen Merkez Bankası'nın döviz alımları enflasyon hedefleri açısından birkaç risk unsuru oluşturmaktadır. Daha önceki ihalelerde Merkez Bankası, 20 milyon dolar ihale, 40 milyon dolar da opsiyon kullanmak üzere günlük toplam 60 milyon dolar döviz alabiliyordu. Bu ihale sistemiyle Merkez Bankası 2006 yılının ilk dört ayında aylık ortalama 750 milyon dolar alım yapmıştır. Mevcut ihale sisteminde 15 milyon dolar ve 30 milyon dolar opsiyon kullanmak üzere alımı gerçekleştirilebilecek döviz tutarı günlük en fazla 45 milyon dolarla bir önceki sistemin $\frac{3}{4}$ 'ü kadardır. Dolayısıyla basit bir hesapla ihalelerde ortalama olarak aylık 550 milyon dolar alım yapılacağı söylenebilir. Söz konusu ihalelerin önümüzdeki aylarda devam etmesi halinde ortaya çıkacak YTL likiditesi yurtiçi talep ve böylece enflasyon üzerinde ciddi bir baskı unsuru olarak karşımıza çıkacaktır. Bu nedenle Merkez Bankası'nın sterilizasyon işlemlerini daha yoğun kullanması gerekecektir. Ancak bu işlemler gerek hali hazırda YTL likiditesinin bol olması, gerekse Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan deneyim sonucunda oluşan tedirginlik nedeniyle daha güç ve maliyetli olacaktır. Olası güçlüğü öngören Merkez Bankası, gecelik-bir haftalık borçlanma ve depo alımları aracına ek olarak 91 gün vadeye kadar likidite çekmesini sağlayacak likidite senetleri ihracına yönelik hukuki alt yapıyı oluşturmuştur. Ancak halen belirsizliklerin yoğun olduğu yurtiçi ve yurtdışı konjonktürde, söz konusu aracın etkin bir şekilde kullanılmaması ve sterilizasyonun gecelik işlemlerde yoğunlaşması, olası bir dalgalanmanın Mayıs ve Haziran aylarında olduğu gibi şiddetli yaşanmasına neden olabilecektir.

Aktarım mekanizmalarıyla ilgili olarak değinilmesi gerek son bir nokta bunların görece önemi. Aktarım mekanizmalarının görece önemi konusunda literatürde genel bir değerlendirme bulunmamasıyla birlikte, bunun uygulanan ekonomi politikalarına, ülkeden ülkeye ve zamana bağlı olarak değiştiği söylenebilir. Türkiye açısından değerlendirildiğinde, mevcut durumda beklentiler ve döviz kuru kanallarının diğer kanallara göre daha etkin işlediğini söyleyebiliriz. Enflasyon hedefleme rejimi içerisinde beklentilerin artan önemini doğal bir sonucu olarak, beklentiler kanalı 2002 yılından beri Türkiye'de giderek önem kazanmaktadır. Bu nedenle Para Politikası Kurulu faiz kararlarını alırken beklentileri yakından takip etmekte, ayrıca bunlar üzerinde etkili olmaya çalışmaktadır.

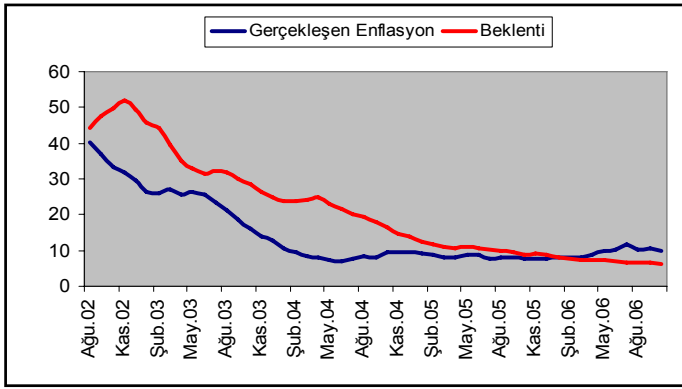
Döviz kuru kanalının etkin olarak işlemesi ise Türkiye'nin geçmişten gelen dövizle işlem yapma alışkanlığı, karar birimlerinin iktisadi kararlarında kurları referans alma alışkanlığı ve uluslararası piyasalarda son dönemde yaşanan likidite bolluğu ve artan risk iştahıyla birlikte, gelişmekte olan ülkelere yönelen fonlardaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Geleneksel faiz aktarım mekanizmasıyla ilgili temel sorun kısa ve uzun vadeli faizler arasındaki ilişkidir. Türkiye'de yüksek enflasyonun bir sonucu olarak para ve sermaye piyasalarında vadelerin gelişmiş ülkelere göre kısa olması, geleneksel faiz aktarım mekanizmasının işleyişi açısından sorun yaratmaktadır. Ayrıca dalgalı döviz kuru rejiminin benimsenmesine rağmen finansal piyasaların gelişmişlik derecesinin az olması ve türev araçların yaygın olmaması gibi unsurlar nedeniyle kısa ve uzun vadeli fon piyasaları arasında bağlantı kurmak zorlaşmakta, bu piyasalar farklı koşullarda oluşan birbirinden ayrı piyasalar olmaktadır (Bölünmüş Piyasalar Hipotezi-Segmented Markets Hypothesis). Bu da para politikasının faiz aktarım mekanizmasının işleyişini sınırlandıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI SIKI MI GEVŞEK Mİ?

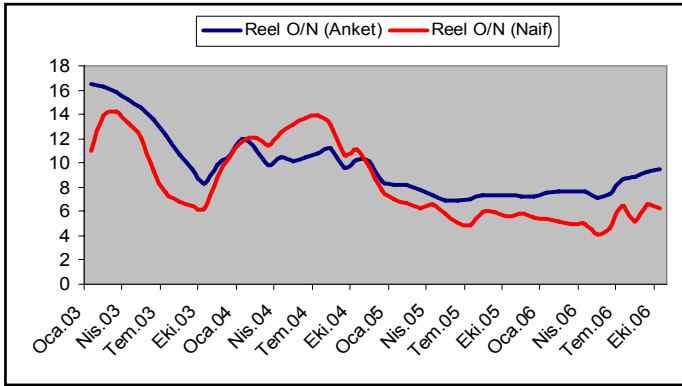
Son günlerde Türkiye'de para politikasının gerçekten sıkı olup olmadığı tartışılmaktadır. Söz konusu tartışmalar yoğun olarak faiz oranlarına odaklanmakta ve farklı reel faiz tanımlarına göre değişik değerlendirmeler yapılmaktadır. Para politikasının duruşu açısından reel faiz çok önemli bir belirleyici olsa da tek başına bu değışkene bakmak sağlıklı bir yaklaşım değildir. Parasal büyüklüklerin seyri, döviz kurları, gayrimenkul ve menkul kıymet fiyatları gibi unsurlar da para politikasının sıkı mı yoksa gevşek mi olduğu konusunda bilgi içerirler.

Konuya faiz oranları açısından yaklaşıldığında ortaya çıkan ilk sorun reel faizin hesaplanmasıdır⁴. Söz konusu sorun gelecek dönem enflasyonun bilinmemesi nedeniyle reel faiz hesaplanırken, nominal faizden beklenen enflasyonun çıkarılmasından kaynaklanmaktadır. Enflasyon beklentisi herkes açısından farklı olabileceği için herkes için değişik reel faiz düzeyi söz konusu olabilir. İşte enflasyon hedeflemesi rejimi içerisinde beklenti yönetiminin, hatta enflasyon hedeflemesinin özünü bu unsur oluşturmaktadır. Merkez Bankası tarafından belirlenmiş enflasyon hedefleri ne kadar güvenilirse, beklentiler bu hedeflere o kadar yakınsar ve ortak, öngörülebilir ve politika kararlarıyla üzerinde etkili olunabilecek bir reel faiz oluşur.



Yandaki Grafikte Merkez bankası ve TÜİK tarafından ortaklaşa yürütülen ve ayda iki kere yapılan Beklenti Anketi'nden elde edilen yıllık enflasyon beklentisi ile beklenti dönemine ilişkin enflasyon gerçekleşmesi verilmiştir. Görüldüğü gibi gerçekleşme ile beklenti arasında fark oldukça fazladır. Söz konusu fark ex-ante olarak hesaplanan reel faizle gerçekleşen reel faiz arasında aynı ölçüde farklılık olmasına yol açmaktadır. Örneğin 2005 yılı Ekim ayında Hazine İskontolu İhalelerde ortalama faiz %14,55 düzeyinde oluşmuştur. Söz konusu dönemde

bir yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi %6,22 olup burdan hesaplanan reel faiz (ex-ante) %7,84'tür. Ancak 2006 Ekim ayında yıllık enflasyon gerçekleşmesi %9,98 olmuş ve gerçekleşen reel faiz (ex-post) %4,15 olmuştur. Bunun anlamı şudur: beklenti anketini referans olarak alan temsili bir yatırımcı %7,84 reel faiz almak için hazine bonosu almıştır. Ancak enflasyonda yaşanan yükseliş nedeniyle beklentisinden daha düşük olan %4,15'lik bir reel getiri elde etmiştir. Grafikten görüldüğü gibi enflasyonun beklenen enflasyonun üzerinde gerçekleşmesi 2006 yılının Şubat ayından itibaren olmaktadır. Bu tarihten önce gerçekleşmeler beklentilerin altında olmuş, dolayısıyla yatırımcılar beklenenden daha fazla reel getiri elde etmişlerdir. Şubat 2006'dan itibaren gerçekleşmelerin beklentilerin belirgin biçimde üzerinde olması risk primlerini dolayısıyla nominal faizleri artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca bu durum beklenti anketinden elde edilen enflasyon beklentisinin reel faiz için ölçüt olma özelliğini yitirmesine neden olmuştur. Dolayısıyla para politikasının sıkı mı yoksa gevşek mi olduğu değerlendirmesini faizler üzerinden yapabilmek için beklenen



enflasyonun farklı bir şekilde tanımlanması faydalı olabilecektir. Söz konusu tanımlama için literatürde statik beklentiler hipotezi adı verilen ve önümüzdeki dönem beklenen enflasyonunun cari dönem gerçekleşen enflasyona eşit olduğunu kabul eden yaklaşım kullanılacaktır. Söz konusu yaklaşım geleceğe ilişkin belirsizliklerin yoğun olduğu ve enflasyonist ataletin olduğu dönemleri modellemek için uygun bir yaklaşımdır. Yandaki Grafik bu hipotez çerçevesinde ve Beklenti Anketi verileri kullanılarak elde edilmiş iki ayrı TCMB reel politika faizini

göstermektedir. Grafikten'de görüldüğü gibi iki seri arasında önemli düzeyde fark bulunmakta ve bu fark son

⁴ $r = \left(\frac{1+i}{1+\pi^e} - 1 \right) \times 100$ i: Nominal faiz oranı, π^e : Beklenen enflasyon

dönemde daha da açılmaktadır. Bu eğilim statik beklentiler hipotezinin kullanılmasının uygun olduğu yönündeki görüşümüzü destekleyici niteliktedir.

	Reel O/N (Anket)	Reel O/N (Naif)
Oca.06	7,6	5,4
Şub.06	7,6	5,2
Mar.06	7,6	5,0
Nis.06	7,6	4,9
May.06	7,1	4,1
Haz.06	7,4	4,7
Tem.06	8,6	6,5
Ağu.06	8,8	5,2
Eyl.06	9,2	6,6
Eki.06	9,5	6,3

Yandaki Tablo Grafikteki verilerin 2006 yılı başından itibaren zaman serisini göstermektedir. Görüldüğü gibi son aylarda reel faizde bir artış görülmektedir, yani para politikası görece olarak sıkılaştırmıştır. Ancak statik beklentiler kullanılarak hesaplanan reel faizlerin eğilimine bakıldığında reel faizlerin çok da yüksek olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla reel faizlere bakarak para politikasının düşünüldüğü kadar sıkı olmadığı söylenebilir.

Reel faizlerin yüksek olmadığı değerlendirilmesi faizlerin mevcut dönem verilerinin geçmiş dönemdekilerle karşılaştırılması sonucunda yapılmıştır. Bu karşılaştırma yurtdışı reel faizlerle yapıldığında, yurtiçi reel faizlerin gelişmiş ülkelere göre çok yüksek olduğu görülmektedir. Örneğin aynı hesaplama ABD için yapıldığında reel faizlerin %1'ler civarında olduğu görülmektedir. Dolayısıyla yurtiçi ve yurtdışı reel faizler arasında ciddi bir fark bulunmaktadır. Bu farklılık para politikasının sıkı olmadığı değerlendirilmesinin

yapılmasının bir diğer nedeninin oluşmasına yol açmaktadır. Reel faiz farkına bağlı olarak artan döviz girişleriyle birlikte Merkez Bankası 2002 yılından beri 44 milyar dolayında döviz alımı gerçekleştirmiştir. Bunun anlamı YTL likiditesinde bunun karşılığı kadar bir artış olduğudur. Büyük ölçüde bu nedenle ortaya çıkan parasal genişleme aşağıdaki Tablodan da görülmektedir.

Temel Parasal Büyüklükler (Milyar YTL)

	TCMB Analitik Bilanço Büyüklüğü	Merkez Bankası Parası	Rezerv Para	Emisyon	M1	M2	M2Y
Oca.02	55.4	10.3	7.9	4.9	10.3	45.8	98.9
Eki.06	101.8	42.5	31.8	23.1	44.6	180.5	275.3
Aylık Ortalama Büyüme Hızı (%)	1,1	2,5	2,4	2,7	2,6	2,4	1,8

Kaynak: TCMB

Tablodan da görüldüğü gibi Ocak 2002 - Ekim 2006 arasında geçen 58 aylık sürede temel parasal büyüklüklerde çok yüksek oranda aylık ortalama büyüme hızları kaydedilmiştir. Söz konusu büyüme oranlarının Ocak 2002 - Eylül 2006 arasında Sanayi Üretim Endeksi'nde görülen aylık ortalama %0,8'lik artış hızının oldukça üzerinde olması, bu dönemde yaşanan parasal genişlemenin enflasyonist etkilerine işaret etmektedir. Yaşanan bu parasal genişleme nedeniyle, her ne kadar para talebinde de bir artış görülmekteyse de para politikasının incelenilen dönemde sıkı olduğunu söylemek güçleşmektedir. Merkez Bankası, ortaya çıkan bu parasal genişlemeyi sınırlamak için Açık Piyasa işlemleri ile gecelik vadelerde çok yüksek miktarlarda likidite çekmek durumunda kalmıştır.

Para politikasının 2002 yılından itibaren düşünüldüğü kadar sıkı olmadığına işaret eden bir diğer gösterge de İMKB-100 Endeksi'nde bu dönemde görülen artıştır. İMKB-100 Endeksi 2006 yılı Ekim sonunda 2002 Ocak sonuna göre yaklaşık %206 artarak 13.252 puandan 40.582 puana yükselmiştir. Aynı dönemde Endeksteeki aylık ortalama büyüme hızı ise %1,95 olarak gerçekleşmiştir. Ulaşılan bu sonuç parasal aktarım mekanizmalarından "diğer varlık fiyatları aktarım mekanizması" ile uyumludur.

KAMU MALİYESİ

► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri								
Milyon YTL	Ekim			Ocak-Ekim			Ocak – Eylül 2006/	
	2005	2006	Reel Değ. (%)	2005	2006	Reel Değ. (%)	Hedef	Bütçe Hedefi (%)
BÜTÇE GELİRLERİ*	-	12,511	-	-	140,549	-	160,326	87,7
GENEL BÜTÇE GELİRLERİ	11,841	11,744	-9,8	115,901	136,575	8,5	156,214	87,4
VERGİ GELİRLERİ	9,464	10,523	1,1	96,387	112,529	6,2	132,199	85,1
DIĞER GELİRLER	2,377	1,221	-53,3	19,514	24,045	20,5	24,015	100,1
BÜTÇE HARCAMALARI	12,873	14,913	5,3	124,567	144,336	4,8	174,322	82,8
FAİZ DIŞI HARC.	9,320	3,613	14,5	85,779	103,536	8,6	128,062	80,8
PERSONEL VE SGKSP	2,960	4,038	24,1	27,892	35,799	15,8	40,995	87,3
MAL VE HİZMET AL.	1,174	1,505	16,6	8,130	12,624	44,6	17,721	71,2
SOSYAL GÜV.	2,196	2,860	18,4	20,259	21,327	-11,1	23,885	89,3
SERMAYE GİDERLERİ	647	1,074	51,0	5,175	7,116	20,7	12,452	57,1
FAİZ HARCAMALARI	3,553	3,174	-18,8	38,788	40,801	-3,4	46,260	88,2
BÜTÇE DENGESİ	-1,032	-2,402	111,6	-8,666	-3,787	-83,6	-13,996	27,0
FAİZ DIŞI DENGE	2,521	771	-72,2	30,122	37,014	18,8	32,264	114,7

Merkezi Yönetim Bütçesi Ekim ayında 2.4 milyar YTL açık vermiştir. Böylece 2006 yılının ilk on aylık döneminde bütçe açığı 3.8 milyar dolara yükselmiştir. Ekim ayında 771 milyon YTL Faiz Dışı Fazla (FDF) verilmiş ve FDF 2006 yılı Ocak-Ekim döneminde 37 milyar YTL'ye ulaşarak yıl sonu hedefinin %14,7 üzerinde gerçekleşmiştir.

Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan Ekim ayı Merkezi Yönetim Bütçe rakamlarına göre bütçe gelirleri 12.5 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri ise Ekim ayında 2005 yılının aynı ayına göre reel olarak %9,8 gerileyerek 11.7 milyar YTL'ye düşmüştür. Genel bütçe gelirlerinin 10.5 milyar YTL'lik bölümünü vergi gelirleri 1.2 milyar YTL'sini vergi dışı gelirler oluşturmaktadır. Vergi gelirleri Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %1,1 reel artış gösterirken, vergi dışı gelirler %53,3 gerilemiştir. Ekim ayında dahilde alınan KDV ve ithalattan alınan KDV gelirlerindeki gerileme (sırasıyla %3,7, %1,9) vergi gelirlerindeki artışı sınırlamıştır. Söz konusu iki vergi kaleminden elde edilen tahsilatların azalması yurtiçi talebin yavaşlamakta olduğuna dair önemli göstergelerdir.

Faiz harcamalarında Eylül ayında 2005 yılının aynı ayına göre yaşanan reel artışın ardından Ekim ayında %18,8 gerileme görülmüştür. Ekim ayında 3.2 milyar YTL'lik faiz ödemesi gerçekleştirilmiştir. Söz konusu ayda faiz dışı harcamalarda ise %14,5'lik bir artış karşımız çıkmaktadır. Eylül ayında yeniden başlayan Bağ-Kur'a transferlerin Ekim ayında da artarak devam etmesiyle sosyal güvenlik kurumlarına Mart ayından bu yana en yüksek kaynak aktarımı yapılmıştır. Emekli sandığının görev zararları da dahil edildiğinde sosyal güvenlik kurumlarına Ekim ayında 2.9 milyar YTL transfer edilmiştir. Ekim ayında transfer harcamalarında görülen artışa ek olarak sermaye giderleri ve personel harcamaları yüksek artış gösteren diğer harcama kalemleri olarak dikkat çekmektedir.

2006 yılının ilk on ayı itibariyle toplam bütçe geliri 140.5 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Genel bütçe gelirleri ise geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %8,5 oranında artarak 136.6 milyar YTL'ye yükselmiştir. 2006 yılı Ocak - Ekim döneminde vergi gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %6,2 artarken vergi dışı gelir kalemlerinin artış oranı %20,5 olarak gerçekleşmiştir. Bütçe gelirlerinde yıl sonu için hedefin %87,7'lik bölümü tahsil edilmiştir. 2005 yılının aynı döneminde söz konusu oran %79 olarak gerçekleşmiştir.

2005 yılının ilk on aylık döneminde 124.6 milyar YTL olan bütçe harcamaları, 2006 yılının aynı döneminde %4,8'lik reel artışla 144.3 milyar YTL'ye yükselmiştir. Söz konusu dönemde bütçe harcamalarının artış hızı gelirlerin artış hızının altında gerçekleşmiştir. Ekim ayı sonu itibariyle, bütçe ödeneklerinin %82,8'lik bölümü

kullanılmıştır. Bu oranın 2005 yılının aynı döneminde %79,7 olarak gerçekleştiği göz önüne alındığında harcamalarda ödenek kullanımının 2006 yılında arttığı görülmektedir. Ödenek kullanımında 2006 yılında görülen artış temel olarak SSK'ya yapılan transferler, tarımsal destekleme ödemeleri ve sağlık harcamalarından kaynaklanmıştır. Ancak Maliye Bakanlığı tarafından yatırım harcamalarına ilişkin ödeneklerin dondurulması yıl sonu için harcamalarda ödenek aşımı olasılığını azaltmıştır.

Faiz dışı harcamalar 2006 yılının Ocak – Ekim döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %8,6 artarak 103.5 milyar YTL'ye yükselmiştir. Faiz dışı harcamaların artış hızının genel bütçe harcamalarının artış hızından yüksek olmasına karşın faiz harcamalarında görülen reel gerileme bütçe harcamalarını yavaşlatmıştır. Faiz dışı harcamalar içinde mal ve hizmet alımları (44,6), personel ve sosyal güvenlik primi ödemeleri (%15,8) yüksek reel artış gösteren kalemler olmuştur. 2006 yılının ilk on aylık bölümünde yatırım harcamalarında 2005 yılına göre %20,7'lik bir artış yaşanmasına karşın bu kalemdeki ödenek kullanımının %57,1'de kalması bütçe için alınan tasarruf tedbirlerinin öncelikli olarak yatırımların kısılması şeklinde kendini gösterdiği görülmektedir. Ekim ayında sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin artmasıyla bu alandaki ödenek kullanımı %89,3'e yükselmiştir. 2006 yılının kalan aylarında Bağ – Kur'a kaynak aktarımlarının Ekim ayındaki seviyesini koruyacağı varsayımı altında sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamalarında da ödenek aşımı söz konusu olabilecektir.

Ödenek Aşılan Harcama Kalemleri (milyon YTL)				
	Kullanım	Ödenek	Ödenek Aşımı	Ödenek Aşımı (%)
Sağlık Harcamaları	4,427	4,054	373	9,2
Yeşil Kart Ödemeleri	2,556	1,600	956	59,8
Görev Zararları	6,495	6,319	176	2,8
Emekli Sandığı	4,732	4,348	384	8,8
Tarımsal Destekleme Öd.	4,549	4,000	549	13,7
Sermaye Transferleri	2,225	1,834	391	21,3

KAYNAK: Maliye Bakanlığı

Bütçe harcamalarına alt kalemler itibariyle bakıldığında sağlık harcamaları, görev zararları, tarımsal destekleme ödemeleri ve sermaye transferlerinde ödeneklerin aşıldığı görülmektedir. Söz konusu kalemlerde 2.8 milyar YTL ödenek üstü harcama gerçekleştirilmiştir. Bir başka deyişle ödenek aşımı toplam faiz dışı harcamaların

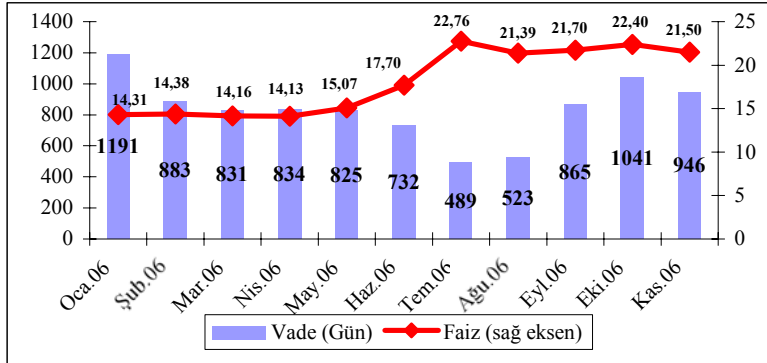
%2,7'sine ulaşmıştır. Yeşil kart ödemelerinde ödeneğin %59,8'i oranında üstünde harcama yapılması sağlık harcamalarında ödenek aşımına neden olurken, Emekli Sandığı'nın görev zararları hedeflenen tutarın %8,8 üzerinde gerçekleşmiştir. KÖY – DES projesine yapılan kaynak aktarımları dolayısıyla sermaye transferlerinde ödenek aşımı gerçekleşmiştir.

Ekim ayında sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin artması ve dolaylı vergi tahsilatındaki gerilemenin etkisiyle Merkezi Yönetim Bütçesi 2.4 milyar YTL açık vermiştir. Böylece 2006 yılı Ocak – Ekim dönemi itibariyle bütçe açığı 3.8 milyar dolara yükselmiştir. Bütçe açığında Ekim ayında bir yükseliş olmasına karşın yıl sonu için belirlenen tutarın %27'lik bölümüne ulaşılması maliye politikası açısından olumlu bir göstergedir. Ancak 2007 yılı bütçesinin TBMM'ye sunulması sırasında 2006 yılına ilişkin bütçe açığı tahminin üzerine çıkmıştır. Bu nedenle Maliye Bakanlığı tarafından 2006 yılının kalan aylarına ilişkin ödeneklere sınır koyulmuş olması yıl sonundaki bütçe performansını destekleyecektir. Ekim ayında 771 milyon YTL ile 2006 yılındaki aylık bazda en düşük Faiz Dışı Fazla (FDF) verilmiştir. Ancak 2006 yılının ilk on aylık döneminde FDF 37 milyar YTL'ye ulaşarak yıl sonu hedefinin %14,7 üzerinde gerçekleşmiştir.

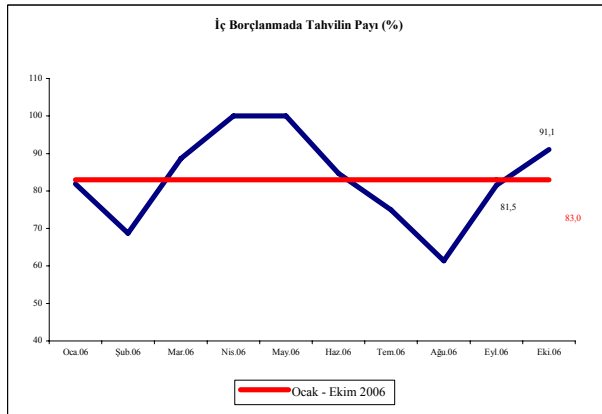
Sonuç olarak, maliye politikasına ilişkin bütçe açığının geriliyor olması ve yüksek faiz dışı verilmesi gibi olumlu gelişmelerin yaşanmasına karşın bütçenin bazı gelir ve harcama kalemlerindeki yapısal sorunlar giderek derinleşmektedir. Özellikle dolaylı vergilerin toplam içindeki payının yükselmesi gelirler politikası açısından önemli bir sorun olarak görünmektedir. Sosyal güvenlik transferlerinde, tarımsal ödemelerde ve sağlık harcamalarında ödeneklerin aşılması harcama tarafının temel yapısal sorunları olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu gelişmeler ışığında, kamu gelir reformunun tamamlanmasına yönelik çalışmaların hız kazanması ve yapısal sorun yaşanan harcama kalemlerinde etkinliğin artırılması maliye politikasındaki olumlu sürecin devamı için önem kazanmaktadır.

► Borçlanma

Hazine Müsteşarlığı Kasım ayında düzenlediği üç ihale ile toplam 10.3 milyar YTL'lik net iç borçlanma gerçekleştirmiştir. Hazine Müsteşarlığı, Kasım ayındaki borçlanmasının 8.8 milyar YTL'sini piyasalardan, 1.5 milyar YTL'sini ise kamu kurum ve kuruluşlarından sağlamıştır. 12.4 milyar YTL iç borç itfası yapılan Kasım ayında iç borç çevirme oranı %83 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılının Ocak - Kasım dönemi itibariyle ise bu oran %79,2 olarak gerçekleşmiştir. Kasım ayı sonu itibariyle iç borç çevirme oranı 2006 yılının tamamı için belirlenen %77,1'lik seviyenin üzerinde bulunmaktadır. Aralık ayı finansman programına göre, iç borç çevirme oranının %71,4 olarak hedeflenmesine karşın, yılın son ayında düşük miktarda itfa ve borçlanma yapılacağı göz önüne alındığında, iç borç çevirme oranının yıllık hedefin bir miktar üzerinde kalma olasılığı yüksek görünmektedir.



Hazine'nin aylık ortalama iç borçlanma faizi Kasım ayında, bir önceki aya göre 0.9 puan düşerek %21,5'e gerilemiştir. Ekim ayında 1041 gün (34.7 ay) olan iç borçlanmanın ortalama vadesi Kasım ayında 946 güne (31.5 ay) gerilemiştir. 2005 yılında 749 gün (25 ay) olan ortalama vade, 2006 yılının Ocak-Kasım dönemi itibariyle 830 gün (27,7 ay) olarak gerçekleşmiştir.



2006 yılı Ekim ayı sonu itibariyle Hazine Müsteşarlığı'nın gerçekleştirdiği iç borçlanmanın %83'lük bölümünü tahvil ihracı oluşturmaktadır. 2005 yılının aynı döneminde söz konusu oran %89,6 olarak gerçekleştiği dikkate alınrsa Mayıs ayındaki gelişmelerin tahvil cinsi uzun vadeli borçlanmayı olumsuz etkilediği görülmektedir. Nisan ve Mayıs aylarında iç borçlanmasının tamamını tahvil cinsi borçlanma enstrümanlarıyla gerçekleştiren Hazine, izleyen üç ayda borçlanmada daha az oranda tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. Ancak Ekim ayında tahvil cinsi borçlanmanın payı tekrar 2006 yılı ortalamasının üzerine çıkarak %91,1 olarak gerçekleşmiştir.

Aralık Ayı Finansman Programı (milyar YTL)	
Ödemeler	6.8
İç Borç	5.6
Dış Borç	1.2
Finansman	6.8
Piyasadan İhale Yoluyla Borçlanma	4.0
Diğer Finansman	2.8
Faiz Dışı Fazla	0.0
Kamuya Satışlar	0.0
Dış Borçlanma	0.0
Kasa - Banka	2.8

aylarına göre düşük olduğu dikkat çekmektedir. Aralık ayında finansman ihtiyacının 2.8 milyar YTL'lik bölümünü mevcut kaynaklarıyla karşılamayı öngören Hazine, herhangi bir dış borçlanma ve faiz dışı fazla planlamamaktadır.

Hazine Müsteşarlığı piyasaya 5.6 milyar YTL'lik iç borç ödemesi yapacağı Aralık ayında, 6.8 milyar YTL'lik finansman ihtiyacının 4 milyar YTL'lik bölümünü piyasalardan borçlanarak karşılamayı öngörmektedir. Hazine 5 Aralık tarihinde gerçekleştirdiği 371 gün vadeli iskontolu tahvil ihracı ve gösterge tahvilin yeniden 616 gün vade ile yeniden ihracına ek olarak 28 Aralık tarihinde 90 gün vadeli referans bono ihalesi düzenleyecektir. Aralık ayında borçlanma dışı finansman kaynaklarının toplam finansman içindeki ağırlığının 2006 yılının diğer

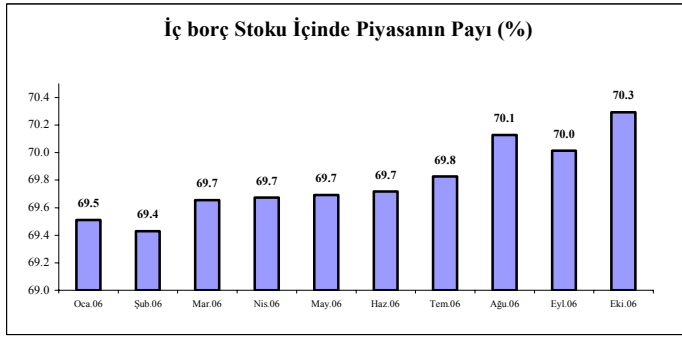
► Borç Stoku

Merkezi Yönetim Borç Stoku

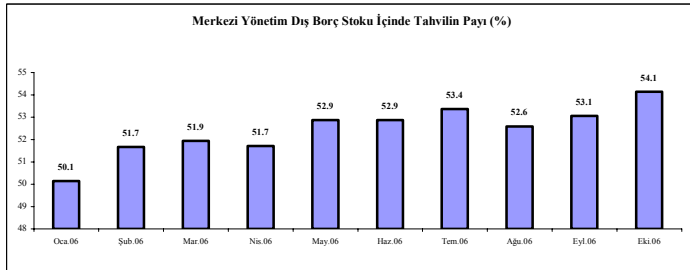
Merkezi Yönetim Borç Stoku	2005 Yıl Sonu	Eylül 2006	Ekim 2006
Milyar YTL			
Toplam Borç Stoku	331.5	349.6	346.6
İç Borç Stoku	244.8	250.9	250.9
Dış Borç Stoku	86.7	98.7	95.6

KAYNAK :HAZİNE

YTL artarak 250.9 milyar YTL olurken, dış borç stoku 3.1 milyar YTL gerileyerek 95.6 milyar YTL'ye düşmüştür. YTL'nin değer kazanmasıyla Ekim ayında Merkezi Yönetim Borç stoku dolar bazında bir önceki aya göre 5.5 milyar dolar artış göstermiştir. Toplam borç stoku ise 2005 yılı sonuna göre 8.1 milyar dolar gerilemiştir. Ekim ayı sonu itibariyle iç borç stokunun ortalama vadesi Eylül ayı sonuna göre değişmeyerek 24.2 ay olarak gerçekleşmiştir.



Merkezi Yönetim İç Borç Stoku'na alıcılar itibariyle bakıldığında, iç borç stoku içinde piyasanın payının Ekim ayı sonu itibariyle 2005 yılı sonuna göre 0.8 puan, bir önceki aya göre ise 0.3 puan yükselerek %70,3 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Hazine'nin iç borçlanmada ağırlıklı olarak piyasa aktörlerini tercih etmesi iç borç stoku içinde piyasanın payının artmasına neden olmuştur.



Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku'nun 51.8 milyar YTL'lik bölümünü tahviller, kalan 43.3 milyar dolarlık bölümü ise yurtdışından sağlanan krediler oluşturmaktadır. Ekim ayı sonu itibariyle yurtdışından sağlanan kredilerin %37'lik bölümünü oluşturan IMF'ye olan borçlar ise 16.2 milyar YTL (11.2 milyar dolar) olarak gerçekleşmiştir. Son dönemde kamu kesiminin yurtdışından

sağlanan kredilerde net ödeyici konumda olması dolayısıyla Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku içinde kredilerin payı gerilemiş, tahvilin payı artmıştır. Dış borç stoku içinde tahvil stokunun payı 2005 yılı sonuna göre 5.3 puan artarak %54.1'e yükselmiştir.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi (Milyon \$)	Eylül			Ocak-Eylül		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-360	-1.921	433,6	-15.870	-25.334	59,6
Dış Ticaret Dengesi	-2.635	-3.486	32,3	-24.254	-32.006	32,0
İthalat	-9.751	-11.112	14,0	-80.237	-95.922	19,5
İhracat	7.116	7.626	7,2	55.983	63.916	14,2
Hizmetler Dengesi	2.506	2.060	-17,8	11.632	10.103	-13,1
Turizm	2.553	2.333	-8,6	12.452	11.599	-6,9
Yatırım Geliri Dengesi	-364	-648	78,0	-4.326	-4.628	7,0
Cari Transferler	133	153	15,0	1.078	1.197	11,0
Finans Hesabı	2.977	3.044	2,3	26.539	34.462	29,9
Doğrudan Yatırımlar	738	162	-78,0	3.102	12.443	301,1
Portföy Yatırımları	1.656	1.198	-27,7	8.920	3.601	-59,6
Diğer Yatırımlar	583	1.684	188,9	14.517	18.418	26,9
Net Hata Noksan	-980	-441	-55,0	2.662	-659	-124,8
Rezerv Varlıklar	-1.637	-682	-58,3	-13.331	-8.469	-36,5
Resmi Rezervler	-1.144	-682	-40,4	-8.561	-4.927	-42,4

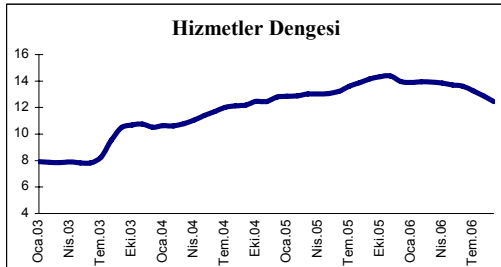
Kaynak: TCMB

Eylül ayında cari işlemler açığı 1.9 milyar dolar ile beklentilerin çok üzerinde gerçekleşmiştir. Dış ticaret açığındaki artışın devam etmesinin yanı sıra turizm gelirlerindeki gerilemenin etkisiyle hizmetler dengesindeki fazlanın azalması Eylül ayında cari işlemler açığının 2005 yılının aynı ayına göre 1.6 milyar dolar yükselmesine neden olmuştur. 2005 yılı Ocak – Eylül döneminde 15.9 milyar dolar olan cari işlemler açığı 2006 yılının aynı döneminde %59,6 oranında artarak 25.3 milyar dolara ulaşmıştır. Eylül ayı sonu itibariyle yıllık açık ise 32.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

	2005 Yılına Göre Değişim (Ocak – Eylül) milyar \$	Artışa Katkı (%)
Cari İşlemler Açığı	9.5	100.0
Dış Ticaret Açığı	7.8	81.9
Hizmetler Dengesi	-1.5	16.2
Turizm Gelirleri	-0.8	9.0
Yatırım Geliri Dengesi	0.3	3.2
Cari Transferler	0.1	-1.3

Ocak – Eylül dönemleri itibariyle cari işlemler açığında 2005 yılına göre 9.5 milyar dolarlık artış yaşanmıştır. Yandaki tablodan da görüldüğü gibi bu artışın %81.9'luk bölümünü dış ticaret açığındaki artış oluşturmaktadır. Hizmetler dengesindeki fazlanın 1.5 milyar dolar gerilemesi cari işlemler açığındaki artışın %16,2'lik bölümünü açıklamaktadır.

Eylül ayında ihracatın artış hızının gerilemesiyle birlikte, dış ticaret açığı ödemeler bilançosunda yer aldığı şekliyle 2005 yılının aynı ayına göre %32.3 artarak 3.5 milyar dolara yükselmiştir. 2006 yılının Ocak-Eylül döneminde dış ticaret açığı ise 32 milyar dolara ulaşmıştır.



Hizmetler hesabındaki fazla Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %17,8 gerileyerek 2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk dokuz aylık döneminde hizmetler hesabındaki fazla ise 2005 yılının aynı dönemine göre 1.5 milyar dolar azalmıştır. Hizmetler hesabındaki gerileme temel olarak net turizm gelirlerindeki %6,9'luk gerilemeden kaynaklansa da diğer hizmet sektörü gelirlerindeki gerileme hizmetler dengesindeki bozulmayı artırmıştır. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi hizmetler dengesinde tarihsel olarak fazla verildiği görülmektedir. Ancak 2006 yılında turizm sektöründe yaşanan olumsuz gelişmelerin etkisiyle hizmetler hesabındaki fazla 2005 yılının gerisinde kalmıştır.

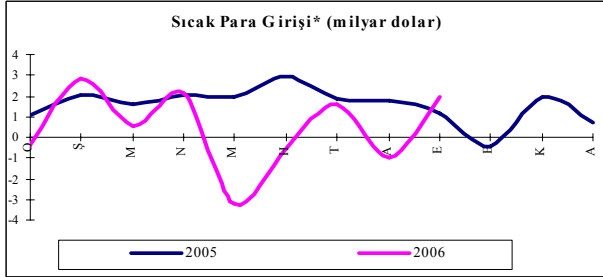
Eylül ayında özellikle uzun vadeli kredilere ilişkin faiz ödemelerinde görülen artış nedeniyle yatırım geliri hesabındaki açık bir önceki yılın aynı ayına göre %78 oranında artarak 648 milyon dolara ulaşmıştır. Ocak – Eylül dönemleri itibariyle 2006 yılında yatırım geliri hesabındaki açık 2005 yılına göre %7 artarak 4.6 milyar dolara yükselmiştir.

2006 yılının ilk dokuz aylık döneminde işçi gelirlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre görülen %36,7'lik artışın etkisiyle cari transferler %11 artarak 1.2 milyar dolara ulaşmıştır.

► Sermaye ve Finans Hesapları

Eylül ayında yabancı yatırımcıların Türkiye'ye ilişkin beklentilerinin düzeldiği görülmektedir. Eylül ayındaki 3 milyar dolarlık sermaye girişinin büyük bölümü portföy yatırımları (1.2 milyar dolar) ve diğer yatırımlar (1.7 milyar dolar) yoluyla gerçekleşmiştir. Eylül ayında doğrudan yatırımlar yoluyla giren sermaye miktarı ise 2006 yılının diğer aylarına göre düşük düzeyde kalmış ve 162 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Mayıs ayındaki dalgalanmanın ardından başlayan, sermaye girişinin döviz açığının altında gerçekleşme eğilimi Ağustos ayında son bulmuştur. Eylül ayında da artan portföy yatırımlarının etkisiyle sermaye girişi döviz açığını aşmıştır. 2.4 milyar dolarlık döviz açığının oluştuğu Eylül ayında sermaye girişi döviz açığının %28,9 üzerinde gerçekleşmiştir.

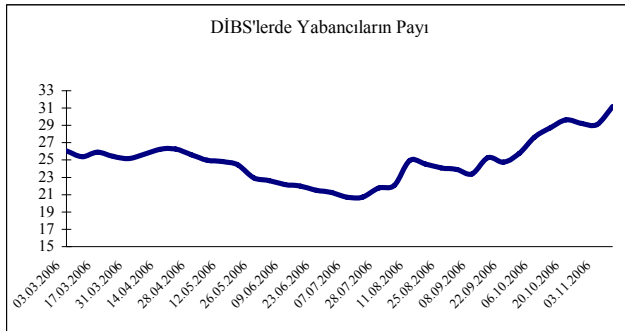


Eylül ayında, yabancı yatırımcıların DİBS alımları (1.1 milyar dolar) ve bankaların sağladığı kısa vadeli krediler (1.2 milyar dolar), sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye girişinin artmasına neden olmuştur. Yandaki grafikte görüldüğü gibi piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından sıcak para girişinde dalgalı bir seyir göze çarpmaktadır.

2006 Yılı Ocak-Eylül döneminde toplam sermaye girişi bir önceki yılın aynı ayına göre %29,9 oranında artarak 34.5 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemdeki toplam sermaye girişinin 12.4 milyar doları doğrudan yatırımlar, 3.6 milyar doları portföy yatırımları ve 18.4 milyar doları diğer yatırımlar yoluyla olmuştur.

2005 yılı Ocak–Eylül döneminde 3.1 milyar dolar olarak gerçekleşen doğrudan yatırımlar yoluyla sermaye girişi 2006 yılının aynı döneminde 12.4 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemler itibariyle doğrudan yatırımların cari işlemler açığını karşılama oranı %19,5'ten %49,1'e yükselmiştir. 2006 yılının ilk dokuz aylık döneminde yabancıların gayri menkul alımlarının bir önceki yılın aynı dönemine göre 1.3 milyar dolar artarak 2.3 milyar dolara ulaşması doğrudan yatırımların artmasının bir diğer nedeni olarak görülmektedir.

2006 yılı Ocak – Eylül döneminde portföy yatırımları yoluyla giren sermaye 2005 yılının aynı dönemine göre %59,6 gerileyerek 3.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Temmuz ayından itibaren hız kazanan yabancıların Türkiye'deki portföy yatırımları Eylül ayında da devam etmiştir. 2006 yılının ilk dokuz aylık döneminde yabancı yatırımcılar 1.6 milyar dolarlık hisse senedi alımı gerçekleştirirken, DİBS alımları ile 744 milyon dolarlık döviz girişi yaşanmıştır. Söz konusu dönemde Hazine yurtdışı piyasalardan net 2.5 milyar dolar borçlanma gerçekleştirmiştir.

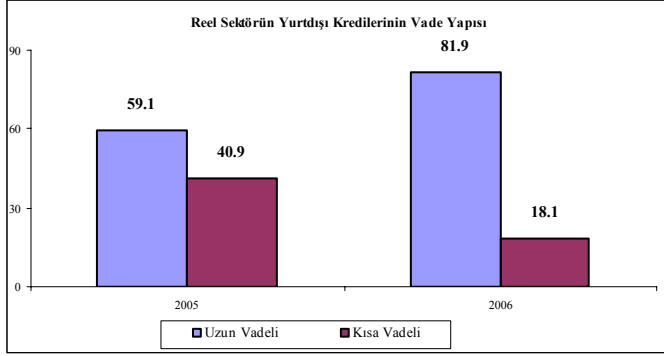


Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmaların ardından düşen yabancı yatırımcıların mülkiyetindeki DİBS'lerin toplam içindeki payı Ağustos ayından itibaren artış göstermiştir. Mayıs ayı başında %25 seviyesinde bulunan söz konusu oran Temmuz ayı başında %22'ye gerilemiş ve izleyen dönemde ise artış eğilimine girmiştir. Yabancı yatırımcıların beklentilerindeki düzelme sonucunda yabancı yatırımcıların mülkiyetindeki DİBS'lerin payının artış oranı Ekim ayından itibaren hızlanmış ve Kasım ayı başı itibariyle %31,1'e yükselmiştir. Cari işlemler açığının finansman yapısı

açısından öncü bir gösterge olarak kabul edilebilecek bu rasyoya göre cari açığın finansmanı içindeki payı 2005

yılına göre, önemli ölçüde gerileyen portföy yatırımlarının, 2006 yılının geri kalan aylarında ağırlığını bir miktar artırması beklenmektedir.

2005 yılının ilk sekiz ayında 14.5 milyar dolar seviyesinde bulunan diğer yatırımlar kanalıyla döviz girişi, 2006 yılının aynı döneminde %26,9 oranında artarak 18.4 milyar dolara ulaşmıştır. 2006 yılı Ocak-Eylül döneminde bankalar 5.7 milyar dolarlık dış kredi kullanmışlardır. Söz konusu kredilerin %92,6'lık bölümünü uzun vadeli krediler oluşturmaktadır.



Yılın ilk dokuz aylık bölümünde şirketler kesiminin yurtdışından sağladığı kredi miktarı ise 17.3 milyar dolara ulaşmıştır. Yandaki grafikte de görüldüğü gibi reel sektörün dış kredilerinde kısa vadeli olanların payında önemli düşüş yaşanmasına karşın toplam olarak firmalar dış borçlanmalarını artırmışlardır. Dış borçlanmadaki bu hızlı yükseliş özel sektörün dış borç stokunu artırmaktadır. Bu durum önümüzdeki dönemde firmaların finansman yapılarına ilişkin bir risk unsuru oluşturmaktadır.

2006 yılının ilk dokuz ayında net hata noksan kalemiyle 659 milyon dolarlık döviz çıkışının yaşanmasının ardından, toplam döviz açığı 26 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde 34.5 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşmiş, 3.5 milyar dolarlık IMF dış borç ödemesi yapılmıştır. Sonuç olarak Merkez Bankası rezervleri 4.9 milyar dolar artmıştır.

Güçlü büyüme süreci ile ortaya çıkan ithalat artışının dış ticaret dengesini bozarak cari açığı yüksek seviyelere taşınması, diğer olumlu makroekonomik göstergelere karşın cari işlemler açığının ekonominin en kırılgan kısmını oluşturmasına neden olmaktadır. 2006 yılının Eylül ayı itibarıyla dış ticaret açığında devam eden büyümeye ek olarak hizmet gelirlerindeki gerileme ve kullanılan kredilere ilişkin faiz giderlerinin yükselmesi cari işlemler açığının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. 2006 sonunda cari açığın GSYİH'ya oranının %8'i aşması kesinleşmiştir.

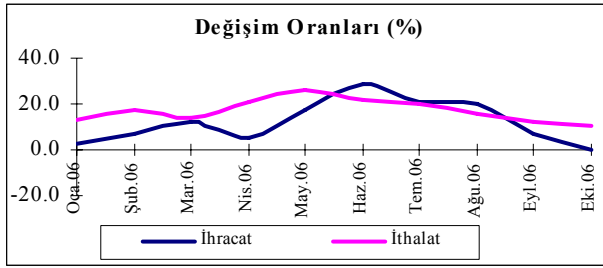
VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 33.6 milyar dolardır.

DIŞ TİCARET

Dış Ticaret	Ekim			Ocak – Ekim		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
Milyon \$						
İhracat	6,772	6,757	-0,2	60,288	67,819	12,5
İthalat	10,090	11,180	10,8	95,418	112,321	17,7
Dış Ticaret Dengesi	-3,318	-4,424	33,3	-35,131	-44,502	26,7
Karşılama Oranı (%)	67,1	60,4		63,2	60,4	

Kaynak: TÜİK

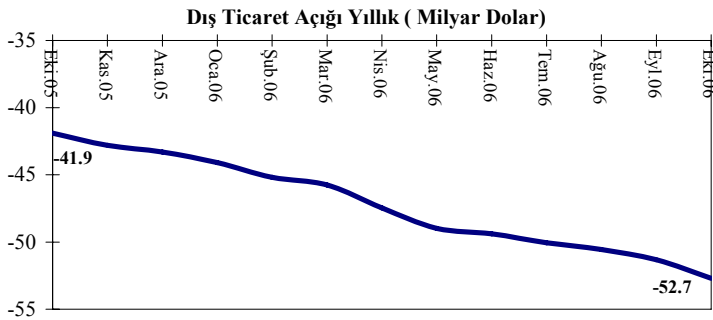
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, ihracat Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %0,2 oranında gerileyerek 6.7 milyar dolar olarak gerçekleşirken ithalat %10,8 oranında artarak 11.2 milyar dolara yükselmiştir. İthalatın artış hızında Ekim ayında yavaşlama yaşanmasına karşın ihracatın, beklentilerin tersine, gerilemesiyle dış ticaret açığı %33,3 oranında artarak 4.4 milyar dolara yükselmiştir. TÜİK tarafından açıklanan Ekim ayı dış ticaret verileri diğer kurumlar (TİM, Gümrük Müsteşarlığı) tarafından açıklanan öncü rakamlardan önemli farklılıklar göstermektedir. Örneğin TİM tarafından Ekim ayı ihracatı %7'lik artışla 7.1 milyar dolar açıklanmıştır. Dolayısıyla TİM ve TÜİK'in ihracat rakamları arasında yaklaşık 400 milyon dolarlık fark bulunmaktadır. Bununla birlikte, ithalattan alınan KDV gibi ithalata ilişkin öncü göstergelerle, gerçekleştirmeler arasında farklılıklar bulunmaktadır.



Mayıs ayında YTL'nin değer kaybetmesi sonucunda başlayan ithalatın yavaşlama eğilimi Ekim ayında da devam etmiştir. Ancak Eylül ayından itibaren ithalatın artış hızı ihracatın artış hızının üzerinde seyretmeye başlamış ve bu durum Ekim ayında ihracatta görülen gerileme sonucunda daha da belirginleşmiştir. Yurtiçi üretimin ithalata bağımlılığının yüksek olması ithalattaki yavaşlamayı sınırlandırmaktadır.

2005 yılı Ekim ayında %67,1 seviyesinde gerçekleşen ihracatın ithalatı karşılama oranı 2006 yılının aynı ayında %60,4'e gerilemiştir. Ocak-Ağustos dönemi itibariyle ise karşılama oranı 2005 yılının aynı dönemine göre 2.8 puan gerileyerek %60,4'e düşmüştür.

2006 yılının ilk on aylık döneminde ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre %12,5 artarak 67.8 milyar dolara yükselirken ithalat %17,7'lik artışla 112.3 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılı Ocak-Ekim döneminde 35,1 milyar dolar olan dış ticaret açığı 2006 yılının aynı döneminde %26,7 artarak 44,5 milyar dolara yükselmiştir.



Ekim ayı sonu itibariyle yıllık ihracat 81,6 milyar dolar olurken, yıllık ithalat 133,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılı Ekim ayı sonu itibariyle yıllık dış ticaret açığı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 10.8 milyar dolar artarak 52.7 milyar dolara ulaşmıştır.

► İhracat

İhracat						
Milyon \$	Ekim			Ocak – Ekim		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
Tarım ve Ormancılık	419	337	-19,4	2,591	2,670	3,1
Madencilik	73	97	33,4	662	917	38,4
İmalat	6,238	6,243	0,1	56,605	63,718	12,6
<i>Kaynak: TÜİK</i>						

Ekim ayında imalat sanayii ihracatında yaşanan yavaşlama ve tarım ürünleri ihracatındaki gerileme sonucunda toplam ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre gerilemiştir. İmalat sanayi ihracatına alt kalemler itibariyle bakıldığında, kara taşıtları, elektrikli makine ve cihazlar ve demir – çelik gibi ana ihracat kalemlerinde artış eğilimlerinin Ekim ayında da devam ettiği görülmektedir. Tekstil sektörünün ihracatı ise belirgin şekilde gerilemiştir. Tekstil sektörüne ek olarak, gemiler ve suda yüzen taşıtlar ihracatında yaşanan %81,6'lık gerileme Ekim ayındaki olumsuz ihracat performansı üzerinde etkili olmuştur. Ocak – Ekim dönemleri karşılaştırıldığında 2006 yılında bir önceki yıla göre yaşanan ihracat artışına, kara taşıtları ihracatı 2.5 puan, demir çelik ihracatı 1.5 puan, makine ve mekanik cihazlar ihracatı 1.1 puan katkı sağlamıştır.

İhracata ülke grupları itibariyle bakıldığında ihracatımızın %52'sini gerçekleştirdiğimiz Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracat Ocak – Ekim döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %12,4 oranında artış göstererek 35.2 milyar dolara yükselmiştir. Söz konusu dönemde Asya Ülkelerine yapılan ihracat ise 2005 yılına göre %17,5 oranında artarak 11.9 milyar dolara yükselmiştir.

TİM İhracat Rakamları						
Milyon \$	Kasım			Ocak – Kasım		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
İhracat	6,019	8,628	43,3	66,131	77,089	16,6
Tarım	871	1,111	27,6	8,276	8,795	6,3
Sanayi	5,026	7,321	45,7	56,475	66,426	17,6
Madencilik	122	196	60,5	1,370	1,867	36,3
<i>Kaynak: TİM</i>						

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM)'in açıkladığı ihracat verileri, ihracatın artış hızındaki yavaşlamanın Kasım ayında son bulduğunu göstermektedir. TİM verilerine göre, Kasım ayında 2005 yılının aynı ayına göre %43,3 gibi yüksek bir oranda artarak 8.6 milyar dolara ulaşan ihracat, Türkiye'nin aylık bazda en yüksek ihracat rakamına işaret etmektedir. 2006 yılının Ocak - Kasım dönemindeki toplam ihracat %16,6 artarak 77,1 milyar dolara ulaşırken, Kasım ayı sonu itibariyle son bir yıllık ihracat ise 84.4 milyar dolara yükselmiştir. Son aylarda gerileyen tekstil ürünleri ihracatı Kasım ayında %41,5 artarken, fındık ve fındık ürünleri bir önceki yıla göre gerileme gösteren tek ihracat kalemi olmuştur.

► İthalat

İthalat						
Milyon \$	Ekim			Ocak – Ekim		
	2005	2006	Değ.(%)	2005	2006	Değ.(%)
Yatırım Malları	1,719	1,733	0,9	16,219	1,789	9,7
Ara Malları	7,020	8,087	15,2	60,529	72,315	19,5
Tüketim Malları	1,304	1,169	-10,3	11,184	13,236	18,4
<i>Kaynak: TÜİK</i>						

Ekim ayında tüketim malları ithalatındaki gerileme ve yatırım malları ithalatındaki yavaşlama devam etmiştir. Ara malları ise artış hızında gerileme yaşanmasına en büyük ithalat artışının yaşandığı kalem olmuştur. Ekim ayında tüketim malları ithalatı %10,3 gerilerken, yatırım malları ithalatının artış oranı %0,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu ayda ara malları ithalatı ise %15,2 oranında artmıştır.

Ekim ayında binek otomobili ithalatında görülen %40,5'lik gerileme tüketim malları ithalatının gerilemesindeki en önemli etkidir. Söz konusu ayda dayanıklı tüketim malları %17,5, yarı dayanıklı tüketim malları ithalatı ise %38,6 artış göstermiştir. Ancak tüketim mallarının toplam ithalat içindeki payının düşük olması talep daralmasının dış ticaret dengesini düzeltici etkisini sınırlamaktadır.

Petrol fiyatlarındaki gerilemenin etkisiyle ham petrol ve doğalgaz ithalatının Ekim ayında 2005 yılının aynı ayına göre %3,2'lik sınırlı bir artış göstermesi ara malı ithalatındaki artış hızının yavaşlamasına neden olmuştur. Ancak sanayi için işlem görmüş hammadde ithalatındaki %13,9'luk artış toplam ara malı ithalatındaki artışın %34,8'lik bölümünü oluşturmaktadır. Ekim ayında demir – çelik ithalatında görülen %40,1'lik artış bu durumu açıklamaktadır.

Geniş Ekonomik Gruplar İtibariyle Dış Ticaret Dengesi	Ocak - Ekim		
	2005	2006	Değişim (%)
Milyar dolar			
Sermaye Malları	-9.6	-10.5	9,6
Ara Malları	-42.7	-50.6	18,4
Tüketim Malları	17.4	16.7	-3,8
KAYNAK: TÜİK			

Dış ticaret dengesine geniş ekonomik gruplar itibariyle bakıldığında dış ticaret dengesindeki bozulmanın nedenleri belirginleşmektedir. 2006 yılı Ocak-Ekim dönemi itibariyle sermaye mallarında dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %9,6 artmıştır. Ara malları ithalatındaki artışın etkisiyle ara mallarında dış ticaret açığı 2005 yılına göre %18,4 artarak 50.6 milyar dolara yükselmiştir. Sermaye ve yatırım mallarında dış ticaret açığının artmasına ek olarak tüketim mallarındaki dış ticaret fazlası da 2005 yılına göre %3,8 gerilemiştir. Sonuç olarak tüm ekonomik gruplar itibariyle dış ticaret dengesinde yaşanan bozulmalar dış ticaret açığını genişletici niteliktedir.

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

BANKACILIK SEKTÖRÜ

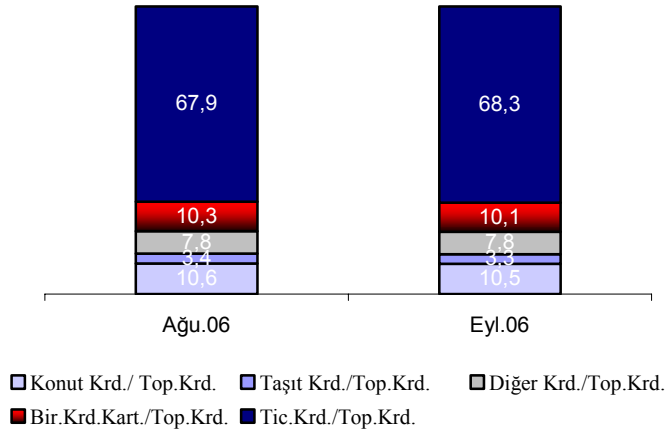
(Milyon) YTL				Değişim %	
	Ara.05 (1)	Ağu.06 (2)	Eyl.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	46.751	41.468	47.966	2,6	15,7
Men.Değ.Port.	143.016	154.560	157.594	10,2	2,0
Krediler	149.937	196.001	199.958	33,4	2,0
Duran Aktifler	21.015	21.020	21.578	2,7	2,7
Diğer Aktifler	36.243	33.191	33.874	-6,5	2,1
Top.Aktif	396.962	446.240	460.970	16,1	3,3
Mevduat	243.121	277.382	284.584	17,1	2,6
Mevduat Dışı Kayn.	100.108	113.539	120.167	20,0	5,8
Özkaynaklar	53.733	55.319	56.219	4,6	1,6
Toplam Pasif	396.962	446.240	460.970	16,1	3,3

Kaynak: BDDK

► Aktif Yapısı:

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri son bir ayda %3,3 oranında artarak Eylül ayı itibariyle 460.970 milyon YTL olmuştur. Bu artışta, özellikle nakit rezervler, krediler ve menkul değerler portföyü kalemlerindeki artışla birlikte diğer bütün aktif kalemlerde meydana gelen artışlar etkili olmuştur. Bu artışlara bağlı olarak son bir aylık dönemde nakit rezervlerin toplam aktifler içindeki payı %9,3'ten %10,4'e yükselirken; kredilerin payı %43,9'dan %43,4'e; menkul değerler portföyünün payı ise %34,6'dan %34,2'ye düşmüştür. Kredilerin ve menkul değerler portföyünün bilanço içindeki paylarının azalmasında bu kalemlerdeki artışın toplam aktifteki artışın görece gerisinde kalması etkili olmuştur.

Kredi Türlerinin Toplam Krediler İçindeki Payı (%)



Bankacılık sektörü kredi hacmi Eylül ayı itibariyle son bir aylık dönemde bir önceki aya göre %2 oranında artarak 199.958 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Banka grupları itibariyle kredi hacmindeki artışları incelediğimizde en büyük artışın kamu bankalarında meydana geldiği gözlenirken bunu sırasıyla kalkınma ve yatırım bankaları ile özel ve yabancı sermayeli bankalar takip etmiştir. Kredi türlerinin toplam krediler içindeki paylarına bakıldığında son bir aylık dönemde bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payı gerilerken, ticari kredilerin toplam krediler içindeki payı artmıştır. Bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payı %32,1'den %31,7'ye düşerken; ticari kredilerin payı

%67,9'dan %68,3'e yükselmiştir. Bireysel krediler içinde diğer krediler hariç diğer bütün bireysel kredi kalemlerinde azalışlar meydana gelmiştir. Özellikle Mayıs ortalarında başlayan dalgalanmadan sonra bile azalma eğilimine girmeyen konut kredilerinin Eylül ayı itibariyle payının azalması dikkat çekicidir. Ayrıca Temmuz ayında başlayan bireysel kredi kartlarında yaşanan artış eğilimi de Eylül ayında yeniden düşüşe geçmiştir.

Son bir aylık dönemde kredi hacmi artarken takipteki alacaklar kaleminin %0,4 oranında azalması Eylül ayı itibariyle kredilerin takibe dönüşüm oranını da azaltmıştır. Ağustos ayında %4 olan kredilerin takibe dönüşüm oranı Eylül ayında %3,9'a düşmüştür.

Kredi Türlerinin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.05	Ağu.06	Eyl.06
Konut	0,13	0,1	0,1
Taşıt	1,2	1,7	1,8
Bireysel Kredi kartları	7,8	8,2	8,0
Ticari Krediler	5,7	4,4	4,3

Kaynak: BDDK

Eylül ayı itibariyle kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde, sadece taşıt kredilerinin takibe dönüşüm oranında artış yaşanmış, konut kredileri takibe dönüşüm oranında bir değişim olmamıştır. Bireysel kredi kartları ve ticari kredilerin takibe dönüşüm oranları ise azalmıştır.

İlk beş sektör itibariyle durum değerlendirildiğinde;

En Çok Pay Alan 5 Sektör % Pay			
	Ağu.06		Eyl.06
Top.Tic.ve Kom.	9,3	Top.Tic.ve Kom.	9,3
Tekstil San	7,4	Tekstil San	7,2
İnşaat	5,9	İnşaat	5,6
Metal Ana San.	5,4	Metal Ana San.	5,4
Finansal Aracılık	5,2	Savunma ve Kamu Yön.Sos.Güv.Kur.	5,3
	33,2		32,8

Kaynak: BDDK

Eylül ayı itibariyle, ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektörün ticari krediler içindeki payı bir önceki aya göre azalarak %33,2'den %32,8'e gerilerken, finansal aracılık sektörü yerini savunma, kamu yönetimi ve sosyal güvenlik kurumlarına bırakmıştır.

► Pasif Yapısı:

Bankacılık sektörünün Eylül ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde %87,8'inin yabancı kaynaklardan %12,2'sinin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Son bir aylık dönemde en büyük artış %5,8 ile mevduat dışı kaynaklarda yaşanırken, mevduat %2,6, özkaynaklar ise %1,6 oranında artmıştır.

Bankacılık sektörü mevduat hacmi, TP ve YP mevduatlarda meydana gelen artışın etkisiyle Eylül ayı itibariyle %2,6 oranında artmıştır. Sektörün bilanço büyüklüğü son bir aylık dönemde %3,3 artarken, mevduat hacmindeki artışın %2,6 ile aktif büyüklüğün görece altında gerçekleşmesi mevduatın fon kaynakları içindeki payının %62,2'den %61,7'ye düşmesine neden olmuştur. Mevduat hacmindeki sözkonusu artış, banka grupları itibariyle değerlendirildiğinde en büyük artış %4 ile kamu ve yabancı sermayeli bankalarda yaşanırken, bunu %1,5 ile özel sermayeli bankalar izlemiştir. Mevduatın para cinsi kompozisyonuna bakıldığında; son bir aylık dönemde YP mevduatın toplam mevduat içindeki payı Eylül ayı itibariyle de %38 olarak gerçekleşmiştir. YP mevduatın toplam mevduat içindeki payının dalgalanma sonrası ulaştığı yüksek seviyeyi hala koruduğu görülmektedir. Dalgalanma öncesi Nisan ayın itibariyle bu oran %34,4'e kadar gerilemişti. Son bir aylık dönemde mevduatın kısa vadede yoğunlaşma oranında az da olsa bir artış meydana gelmiş, vadesiz, 1 ay ve 1-3 ay arası mevduatın toplam mevduat içindeki payı Eylül ayı itibariyle %88,1'den %88,4'e yükselmiştir. Mevduat hacminin kredi hacminden daha fazla artması Eylül ayı itibariyle de mevduatın krediye dönüşüm oranını düşürmeye devam etmiştir. Ağustos ayında %70,7 olan mevduatın krediye dönüşüm oranı Eylül ayı itibariyle %70,3'e gerilemiştir.

Sektörün mevduat dışı kaynakları son bir aylık dönemde bankalara borçlar kalemindeki %8,5'lik artışın etkisiyle %5,8 oranında artmıştır. Bu artışta yurtdışından sağlanan sendikasyon ve seküritizasyon kredilerinde görülen %5 oranındaki yükseliş etkili olmuştur. Sektörün yabancı fon kaynakları içinde mevduattan sonra en büyük pay olan bankalara borçlar kaleminin payı, son bir aylık dönemde yaşanan artışa bağlı olarak %14'ten %14,7'ye yükselmiştir.

Yurt Dışı Bankalara Borçlar			Değişim %		
(Milyon) YTL	Ara.05 (1)	Ağu.06 (2)	Eyl.06 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Sektör	42.061	55.801	59.346	41,1	6,4
Kamu Sermayeli Bankalar	3.866	7.777	8.206	112,3	5,5
Özel Sermayeli Bankalar	32.280	35.314	37.754	17,0	6,9
Yabancı Sermayeli Bankalar	2.924	8.582	9.279	217,3	8,1
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	2.991	4.128	4.107	37,3	-0,5

Kaynak: BDDK

Eylül ayı itibariyle bankalara borçlar kaleminin %87,6'sını yurt dışı bankalara olan borçlar oluşturmaktadır. Son bir aylık dönemde yurtdışı bankalara borçlar kalemindeki en büyük artış %8,1 ile yabancı sermayeli bankalarda yaşanırken, bunu %6,9 ile özel sermayeli bankalar, %5,5 ile de kamu sermayeli bankalar takip etmiştir. Kalkınma ve yatırım bankalarında ise %0,5 oranında azalış yaşanmıştır.

Sektör özkaynakları, net dönem karında gerçekleşen %11,9'luk artışın etkisiyle son bir aylık dönemde %1,6 artarak 55.319 milyon YTL'den 56.219 milyon YTL'ye çıkmıştır.

Sektörün net dönem karı Eylül ayında, geçen yılın aynı dönemine göre %107,6, bir önceki aya göre ise %11,9 oranında artarak 7.552 milyon YTL'den 8.448 milyon YTL'ye çıkmıştır. Son bir aylık dönemde net dönem karındaki artışta, kredilerden ve menkul değerlerden alınan faizlerin %14,2 oranında artması etkili olmuştur. Toplam faiz gelirleri bir önceki aya göre %14,1 artarken faiz giderleri %15,4 oranında artmıştır. Faiz giderlerinde en büyük artış ise Eylül ayı itibariyle %15,7 artışla bankalara verilen faizlerde meydana gelmiştir. Bunu %14,9'luk artışla mevduata verilen faizler izlemiştir. Sektörün faiz dışı gelirlerinden, kredilerden alınan ücret ve komisyonlar ve bankacılık hizmet gelirleri bir önceki aya göre %13,7 oranında artmıştır. Sektörün faiz dışı giderlerinde ise bir önceki aya göre %13 oranında artış yaşanmıştır.

2006 yılı Eylül ayı itibariyle sektör aktif karlılığı net dönem karında gerçekleşen %11,9'luk artışa bağlı olarak %1,7'den %1,8'e; özkaynak karlılığı ise %13,7'den %15'e yükselmiştir.

2006 yılı Ağustos ayı itibariyle %20,5 olan sermaye yeterliliği standart rasyosu, risk ağırlıklı kalemler ve özkaynaklarda gerçekleşen aynı oranlı artış nedeniyle son bir aylık dönemde de değişmeksizin %20,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Finansal İstikrar Raporu (Aralık 2006)

TCMB tarafından üçüncüsü yayımlanan Finansal İstikrar Raporu'nda finansal sistemi etkileyen makroekonomik unsurlar sektörler arası etkileşimler gözönünde bulundurulmuş ve finansal sistem içinde en büyük paya sahip bankacılık sektörünün gelişimi ve taşıdığı riskler aşağıdaki hususlar çerçevesinde ele alınmıştır.

- Sıkı para ve maliye politikası uygulamaları, sürdürülen yapısal reformlar, uygulanan ekonomik program ve AB'ye yakınsama süreçleri ile dalgalı kur rejimi Türkiye ekonomisini dış şoklara karşı daha dayanıklı kılmıştır.
- Kamu maliyesindeki disiplin, finansal istikrarın sürdürülmesi için önemini korumaktadır. 2006 yılında da kamu borçlarının yapısına ve düzeyine ilişkin iyileşme devam etmektedir. Kamunun iç borç kompozisyonunda, Türk parası cinsinden değişken faizli ve yabancı para cinsinden borç stoklarının payı düşmüş olup, bu durum Hazine'nin faiz ve kur riskine olan duyarlılığının azaldığını göstermektedir.
- Yüksek ekonomik büyümeye bağlı olarak artan cari açığın, finansal istikrar açısından yakından izlenmesi gerekmektedir.
- Son yıllarda ekonomideki olumlu gelişmelere paralel olarak, hanehalkı harcamalarının da yer aldığı özel nihai tüketim harcamalarında hızlı bir artış gözlenmektedir. Yılın ilk yarısında, Mayıs-Haziran dönemindeki dalgalanmaya rağmen özel nihai tüketim harcamaları ve yatırım harcamalarındaki artış ile GSYİH artış oranı yüksek düzeyde seyretmiştir. Bununla birlikte, faiz oranları ve kurlardaki artışında etkisiyle 2006 yılının ikinci yarısındaki büyüme hızının bir miktar yavaşlayacağı öngörülmektedir.
- Hanehalkı harcamalarının da yer aldığı özel kesim tüketiminin harcanabilir gelir içerisindeki payı 2003 yılından bu yana artmaktadır. 2005 yılında reel olarak harcanabilir gelir %1,3 artarken, tüketim %11 büyümüştür. Bu gelişmeye paralel olarak 2005 yılı sonunda %16,9 olan tasarruf oranının 2006 yıl sonu itibariyle %13,7 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir.
- Haziran 2006 itibariyle harcama bileşenleri incelendiğinde tüketim harcamaları içerisinde yarı dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları ile dayanıklı tüketim malları harcamaları hızlı bir şekilde büyürken, gıda ve hizmet harcamalarında ise büyümenin yavaşladığı görülmektedir.
- Hanehalkı yükümlülüğünün harcanabilir gelire oranı 2006 yılı Haziran ayına kadar hızlı bir artış içindeyken bu tarihten itibaren artış hızı yavaşlamıştır. 2005 yılı sonunda %20,9 olan oran, 2006 yılı Haziran ayında %24,7'ye, Eylül ayında ise %25,6'ya çıkmıştır. Faiz ödemelerinin harcanabilir gelire oranı ise 2006 yılı Eylül ayı itibariyle %4,2 ile 2005 yıl sonu seviyesini korumaktadır.
- 2005 yılı sonunda %14,8 olan bireysel kredilerin özel nihai tüketim harcamalarına oranı 2006 yılı ilk altı ayı itibariyle %18,4'e yükselmiştir. Mayıs ve Haziran aylarında yükselen faiz oranlarına bağlı olarak bireysel kredi kullanımının yavaşladığı görülmektedir.
- Hanehalkının finansal varlıkları 2006 yılı Eylül ayı itibariyle bir önceki yıl sonuna göre %16,4 artarak 255 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Söz konusu dönem itibariyle hanehalkı finansal varlıklarının %71,2'si mevduattan, %12,5'i DİBS ve Eurobond toplamından oluşmaktadır. Mevduatın kompozisyonu incelendiğinde, 2006 yılı Eylül ayı itibariyle 2005 yıl sonuna göre TP mevduat %22,7, YP mevduat ise %19 artmıştır. Bu dönemde DTH'taki artışın sınırlı düzeyde kalmasının, büyük ölçüde Yeni Türk Lirasına olan güvenden ve kurlardaki istikrardan kaynaklandığı düşünülmektedir. 2006 yılı Temmuz ayından itibaren ise kurdaki düşüğe rağmen, mevsimsel etkiler ve tasarruf sahiplerinin risk algılamasındaki değişiklik sebebiyle hanehalkının döviz mevduatını bir miktar artırdığı görülmektedir.
- Bireysel kredi kullanımındaki artışa bağlı olarak, hanehalkı yükümlülüklerinin finansal varlıklarına oranı son yıllarda hızlı bir artış göstermiştir. 2005 yılı sonunda %22,2 olan bu oran, 2006 yılı Eylül ayı itibariyle %26,5'e yükselmiştir.
- 2005 yıl sonu itibariyle hanehalkı yükümlülüğünün GSYİH'ya oranı seçilmiş ülkeler itibariyle kıyaslandığında Türkiye'de %10 olan bu oranın, Euro Bölgesi'nde %52, AB-25'te %61 olduğu görülmektedir. Konut kredisi hariç hanehalkı yükümlülüğünün GSYİH'ya oranı değerlendirildiğinde bu oranlar; Türkiye'de %7, Euro Bölgesi'nde %16, AB-25'te %17 olarak gerçekleşmiştir.
- Döviz geliri elde etmeyen hanehalkının döviz cinsinden borçlanması, dalgalı kur sisteminde döviz kurunda görülebilecek artışlar nedeniyle, hanehalkının borç yükünü artırabilecektir. 2005 yılı sonunda %4,8 olan tüketici kredileri içinde dövize endeksli kredilerin payı 2006 yılı Ekim ayı itibariyle %3,5'e; dövize endeksli konut kredilerinin toplam konut kredileri içindeki payı ise %8,8'den %5,9'a gerilemiştir.
- Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanma sonucu kredi faiz oranlarının yükselmesi Tüketicinin Korunması Hakkındaki Kanun gereğince tüketici kredisi faiz oranlarının vade sonuna kadar

değiştirilmemesini gerektirmiştir. Ancak faiz oranlarındaki artış hanehalkının yeni kredi kullanımını sınırlandırmıştır.

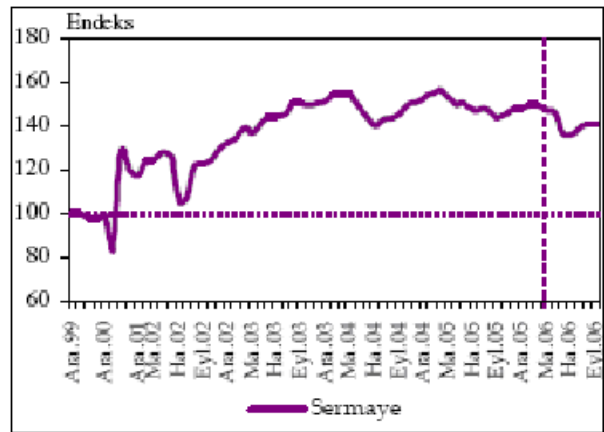
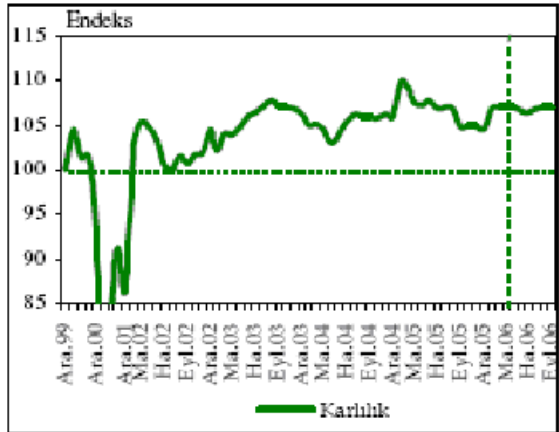
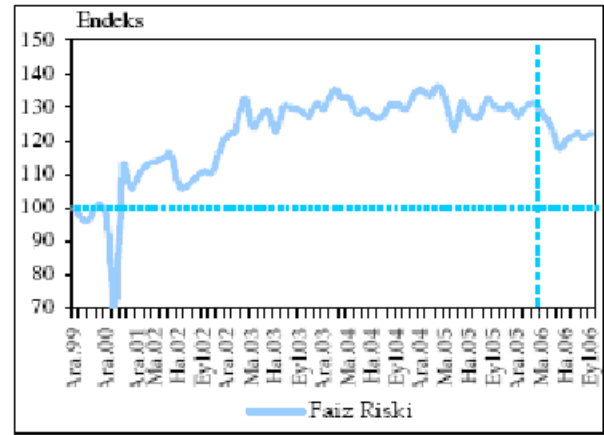
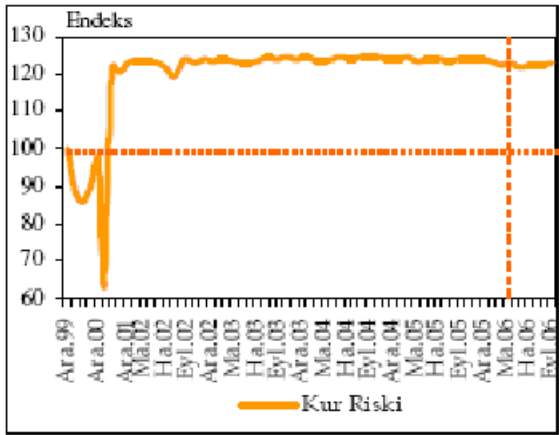
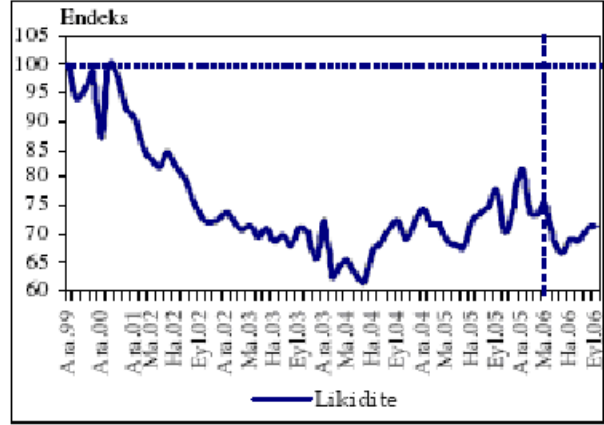
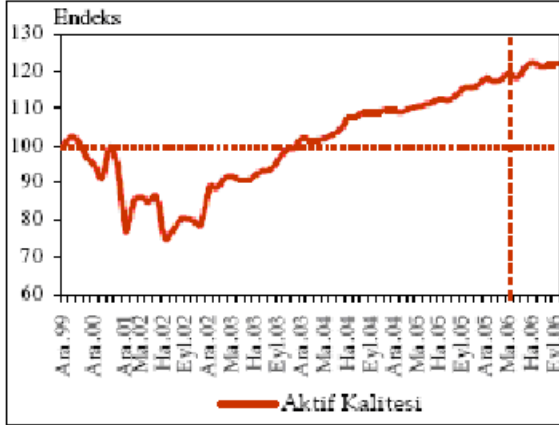
- Firmaların kullandığı dövize endeksli krediler dahil yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payı 2005 yılı sonu itibariyle %56,8 iken, 2006 yılı Eylül ayında %58,8'e yükselmiştir.
- Kredi kullanımında esas alınan sektörlerle bire bir örtüşmemesine rağmen, YP kredilerde artış eğiliminde olan sektörlerin önemli bir kısmının ihracatçı ya da döviz kazandırıcı faaliyetlerde bulunan dışa dönük sektörler olduğu görülmektedir. Bu nedenle döviz kazandırıcı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların kur riskini daha kolay yönetebileceği söylenebilir. Döviz geliri sağlamayan, ancak döviz kredisi kullanan reel sektör firmaları için ise pozisyon açığı önemli bir risk unsuru olabilecektir.
- Banka dışı kesimin net pozisyon açığı 2005 yılı sonuna göre %49 artışla 2006 yılı Haziran ayı itibariyle 43 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bu gelişmede yurt dışından sağlanan nakdi kredilerle ithalat borçlarındaki artış belirleyici olmuştur.
- Banka dışı kesimin açık pozisyonunun GSMH'ye, ihracata ve uluslararası rezervlere oranı 2006 yılının ilk altı ayında hızla artmış, Eylül ayında ise bir miktar düşüş göstermiştir. 2005 yılı sonunda %8 olan banka dışı kesimin net açık pozisyonunun GSMH'ya oranı 2006 yılı Eylül ayı itibariyle %12,4'e, ihracata oranı %28,1'den %39,8'e ve uluslararası rezervlere oranı ise %55'ten %71,5'e yükselmiştir.

Mali Sektörün Genel Yapısı ve Bankacılık Sektörü

- Türk mali sektörü 2006 yılının Mayıs-Haziran aylarındaki dalgalanmaya rağmen büyümesini sürdürmüştür. Bu dönemde bankacılık sektörüne yabancı yatırımcı ilgisi de artarak devam etmiştir.
- 2006 yılı Eylül ayı itibariyle bir önceki yıl sonuna göre %15 büyüyen mali sektörün toplam aktif büyüklüğü 539,3 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Sektör aktiflerinin %88'ini bankalar oluşturmaktadır. (Yapılan değerlendirmelere katılım bankaları da dahil edilmiştir)
- 2005 yıl sonu itibariyle bankacılık sektörünün toplam aktiflerinin GSYİH'ye oranı %83,5'ten 2006 yılı Haziran ayı itibariyle %89,5'e yükselmiştir.
- Mevduat ve kredilerin GSYİH'ye oranı ve mevduatın krediye dönüşüm oranı yıllar itibariyle artmaya devam etmektedir. Bu durum finansal hizmetlere ulaşımın ve bankaların aracılık fonksiyonunun arttığının bir göstergesidir.
- Bankacılık sektörünün aktif toplamının hisse yapısına göre dağılımı incelendiğinde Eylül 2006 itibariyle kamu payının %29,4, özel sermaye payının %33,1, yabancı sermaye payının %17,4, halka açık sermaye payının ise %20,1 olarak gerçekleştiği görülmüştür. Yabancılarla hisse satışı için anlaşma yapan veya izin için BDDK'ya başvurmuş olan ancak yasal izin ve kesin devir süreci henüz tamamlanmamış olan bankaların (Akbank, Şekerbank, Tekfenbank, MNG ve Abank) hisseleri de eklendiğinde sözkonusu oran %20,5'e yükselmektedir. İMKB'deki halka açık paylardaki yabancı payların oranı da dikkate alındığında bankacılık sektöründeki yabancı payı 36,2 olmaktadır.
- AB ülkelerinde bankacılık sektörü içindeki yabancı payına bakıldığında AB-25 ortalamasının %26 olduğu, AB'ye son dönemde giren ülkelerde ise yabancı payının AB-25 ortalamasının oldukça üzerinde kaldığı görülmektedir.
- 2002 yılı sonundan itibaren artan bir seyir izleyen kredi hacmindeki büyümede bireysel krediler belirleyici olurken, Mayıs ve Haziran aylarında finansal piyasalarda görülen dalgalanmanın etkisiyle kredi faizlerinin yükselmesi tüketici kredilerinin artış hızında yavaşlamaya neden olmuştur. Kredi hacmi artış hızındaki yavaşlama eğiliminin önümüzdeki dönemde de devam edeceği beklenmektedir.
- 2006 yılı Eylül ayı itibariyle 2005 yılı sonuna göre %30,6'lık reel artış gösteren hanehalkı kredilerinin toplam krediler içindeki payı artmaya devam etmiştir. 2005 yılı sonunda %29,9 olan oran 2006 yılının Eylül ayı itibariyle %31,5'e yükselmiştir. Firma kredilerinin toplam krediler içindeki payı ise 2005 yılı sonuna göre %20,8'lik reel artış göstermesine rağmen %70,1'den %68,5'e gerilemiştir.
- 2005 yılı sonunda bankaların kullandığı TP kredilerin toplam krediler içindeki payı %66,8 iken, döviz kurlarında yaşanan yükselişin etkisiyle 2006 yılı Haziran ayı itibariyle %64'e düşmüş ancak döviz kurlarında sağlanan istikrarın etkisiyle 2006 yılı Eylül ayı itibariyle TP kredilerin payı bir önceki yıl sonundaki seviyesine yükselmiştir.
- 2005 yılı sonunda uzun vadeli kredilerin toplam krediler içerisindeki payı %31,4 iken, özellikle konut kredilerindeki artış nedeniyle bu oran 2006 yılı Eylül ayında %38,7'ye yükselmiştir.
- Kullandırılan krediler türlerine göre incelendiğinde; 2006 yılının Eylül ayı itibariyle en büyük payı tüketici kredileri alırken, bunu sırasıyla işletme kredileri, kredi kartları, ihracat kredileri, ihtisas kredileri, diğer yatırım kredileri, fon kaynaklı krediler ve ihracat kaynaklı yatırım kredileri takip etmektedir. 2006 yılı Eylül ayı itibariyle bir önceki yıl sonuna göre en hızlı artış ise %97,6 ile diğer yatırım kredilerinde gerçekleşmiştir.

- Tüketici kredilerinin artışına en büyük katkıyı yapan ve 2005 yılı sonunda toplam tüketici kredileri içinde %43,4 olan konut kredilerinin payı son dönemde görülen yavaşlama eğilimine rağmen 2006 yılı Ekim ayı itibariyle %48,5'e yükselmiştir. Konut kredilerindeki bu artış esas itibariyle Haziran ayına kadar bankacılık sektöründe artan rekabet sonucunda konut kredisi faiz oranlarının düşük seviyelerde gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır. 2006 yılı Haziran ayından itibaren ihtiyaç kredileri konut kredilerine göre daha hızlı artarken taşıt kredileri ise azalmıştır.
- Firma kredilerinin sektörel dağılımı ve sektörlerin kredi büyümesine katkısı incelendiğinde, Merkez Bankası Risk Merkezi kayıtlarına göre firmalarca kullanılan krediler 2006 yılı Eylül ayı itibariyle bir önceki yıl sonuna göre %27,5 oranında artmış ve seçilmiş yedi sektörün (Tekstil, taşımacılık-depolama-haberleşme, gıda-meşrubat ve tütün sanayii, metal ana sanayii, top.per.tic.komis. mot.arac.ser.hiz., inşaat, elektrik-gaz-su kaynakları) kredi büyümesine katkısı ise %19,6 olmuştur. Bu sektörlerin brüt firma kredisi içindeki payı 2005 yılı sonuna göre %53,6'dan %57,4'e yükselmiştir.
- Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmaya rağmen tahsili gecikmiş alacak (TGA) tutarında önemli bir artış olmamıştır.
- Bankacılık sektörünün kredi riskini değerlendirmek amacıyla 2006 yılı Eylül ayı itibariyle bankaların TGA dönüşüm oranlarında meydana gelebilecek bir artış neticesinde sermaye yeterliliği rasyolarının (SYR) nasıl etkileneceği incelenmiştir. Uygulanan senaryo analizi ile sektörün SYR'si azami şokta dahi yasal limitin üzerinde gerçekleşmiştir.
- Piyasa riski için ayrılan sermayenin dağılımı incelendiğinde, 2006 yılı Haziran ayı itibariyle piyasa riski için ayrılan sermayenin faiz riskine ilişkin kısmı %74, kur riskine ilişkin kısmı %22,7 ve hisse senedi pozisyon riskine ilişkin kısmı ise %3,3 olarak gerçekleşmiştir.
- Bankacılık sektörünün varlıklarının vadesinin 1 yıl ve üzerinde yoğunlaşması, buna karşılık mevduatın kısa vadeli yapısının devam etmesi, bankaların faiz oranı riskine olan duyarlılığını artırmıştır. Uygulanan senaryo analizi ile Türk parasına diğer para birimleri karşısında değer kaybettirilmiş ve faiz oranları artırılmıştır. Ancak sektörün güçlü özkaynak yapısı göz önünde bulundurulduğunda sözkonusu değer kayıplarının özkaynak üzerindeki etkisinin düşük kalacağı görülmüştür.
- Bankacılık sektörünün yabancı para net genel pozisyon açığı, 2006 yılı ilk çeyreğinde artmış, daha sonra azalma eğilimine girmiş ve yılın ikinci yarısından itibaren ise pozisyon fazlasına dönüşmüştür. Bankacılık sektörünün özellikle 2006 yılı başından itibaren bilanço içi yüksek açık pozisyon taşımamasının temel sebebi, TP kredilerin yurt dışından kullanılan YP kredilerle fonlanmasıdır. Kur riski analizi doğrultusunda yapılan senaryo analizi ile kur artışı şokunun özkaynaklar üzerindeki etkisi incelenmiş ve sektörün kurdaki artışlara karşı dayanıklı olduğu görülmüştür.
- Bankacılık Sektörünün temel fon kaynağı olan mevduatların 0-3 ay vadede, temel varlıkları olan krediler ve menkul kıymetlerin ise daha uzun vadede yoğunlaşması Türk bankacılık sektörünün vade uyumsuzluğunu ortaya koymaktadır. Geçici likidite sıkışıklığı durumunda TCMB tarafından bankalara likidite temininde kabul edilecek teminatlar arasında yer alan serbest menkul değer portföyünün mevduata oranı önem taşımaktadır. Bu oran 2005 yılı sonunda %44 iken 2006 yılı eylül ayında %40,1'e gerilemiştir.
- Bankacılık sektörünün risklerini ve kırılma noktalarını yansıtacak rasyolar seçilerek bir bileşik gösterge ortaya konulmuş ve sektörün sağlamlığı bu endeksin ne yönde hareket ettiğine bakılarak incelenmiştir. Finansal Sağlamlılık Endeksinin (FSE) oluşturulmasında altı alt göstergeden yararlanılmıştır. Bunlar; aktif kalitesi, likidite, kur riski, faiz riski, karlılık ve sermaye yeterliliği endeksleridir.
- 2005 yılı sonunda 117,2 olan FSE, finansal piyasalardaki dalgalanma ile birlikte aktif kalitesi hariç diğer alt endekslerin düşüşüne bağlı olarak 2006 yılı Mayıs ayı itibariyle 111,8'e gerilemiş, Eylül ayında ise 114,3'e yükselmiştir. Mayıs ve Haziran aylarındaki dalgalanmalara rağmen, FSE'deki düşüşün sınırlı olması bankacılık sektörünün kırılmalara karşı daha dayanıklı bir hale geldiğini göstermektedir.

Finansal Sağlamlık Alt Endeksleri



Kaynak: BDDK-TCMB

Merkez Bankası'nın üç aylık periyotlarla yayımladığı ve 17 bankanın katıldığı Banka Kredileri Eğilim Anketi (Temmuz-Eylül 2006) sonuçlarına göre;

- İşletmelerle İlgili Krediler

Standartlar:

Temmuz-Eylül 2006 dönemi için bankaların kredi standartlarına ilişkin verdiği cevaplar değerlendirildiğinde; geçen dönemde sıkılaştırılmaya başlanan kredi standartlarının bu dönemde beklentilerin aksine KOBİ'lere verilen krediler dışında gevşetildiği görülmektedir. Bankalara göre standartları belirleyen faktörler; genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentiler, endüstri ya da firmalara ilişkin görünüm, bankanın likidite pozisyonu, talep edilen teminatlara ilişkin riskler ve diğer bankaların rekabeti olarak belirtilmiştir.

Koşul ve Kurallar:

İşletmelere verilen kredilere uygulanan kredi koşul ve kuralları kapsamında, bankaların geçen dönemdeki sıkılaştırma eğiliminin zayıflayarak devam ettiği görülmektedir. Bu dönemde daha riskli krediler üzerindeki kar marjını artıran bankaların ve faiz dışında alınan ücret ve komisyonları artıran bankaların oranı gerilerken; ortalama krediler üzerindeki kar marjının ikinci çeyrekteki artıştan sonra tekrar azaltılmaya başlandığı, sıkılaştırılan vade koşullarının ise bu dönemde esnetildiği görülmektedir.

Talep:

İşletmelere verilen kredilere olan talep genel olarak bu dönemde artmaya devam etmiş; ancak talebin artış hızı yavaşlamıştır. Yavaşlamanın en çok hissedildiği kredi türü ise KOBİ kredileri olmuştur. Kredi talebini etkileyen faktörler olarak; sabit yatırımlar, birleşme ve satın almalar, stok artırımı, işletme sermayesi gereksinimi ve borcun yeniden yapılandırılması gibi işletmelerin finansman ihtiyaçlarına ilişkin faktörler kredi talebi artışında rol oynamaya devam etmiştir. Diğer bankalardan alınan krediler ve hisse senedi ihracı ise kredi talebini azaltan faktörler olmuştur.

- Bireysel Krediler

Standartlar:

Temmuz-Eylül 2006 döneminde konut alım kredilerinde standartları sıkılaştırmaya devam eden bankaların oranı artarken, taşıt alım kredilerinde geçen dönemin aksine standartların gevşetildiği belirtilmiştir. Standartları etkileyen faktörler açısından bakıldığında; fon maliyetleri ve bilanço kısıtlamaları, genel ekonomik faaliyetlere ilişkin beklentiler ve emlak piyasasına ilişkin faktörler önemli olmaya devam etmiştir. Taşıt alım kredilerinde bu dönemde faktörlerin standartları sıkılaştırıcı etkisinin zayıflayarak devam ettiği görülmektedir. Diğer bireysel kredilerde ise diğer bankaların rekabeti, talep edilen teminatlara ilişkin riskler ve tüketicilerin kredi itibarı standartların gevşetilmesi yönünde etkili olurken; fon maliyetleri ve bilanço kısıtlamaları standartların sıkılaştırılması yönünde etkili olmuştur.

Koşul ve Kurallar:

Konut alım kredilerinde, bankaların geçen dönemde olduğu gibi bu dönemde de tüm koşul ve kuralları sıkılaştırmaya devam ettiği görülmektedir. Bankaların ortalama krediler üzerindeki kar marjı ve faiz dışında alınan ücret ve komisyonlar bu dönemde de en fazla sıkılaştırılan koşullar olmuştur. Daha riskli krediler üzerindeki kar marjı ve teminat ihtiyacı artırılmaya, vade koşulları ise sıkılaştırılmaya devam etmiştir. Kredi/Teminat oranını artıran bankaların oranı ise bu dönemde gerilemiştir.

Taşıt alım kredilerinde daha riskli krediler üzerindeki kar marjını artıran bankaların oranı gerilerken, faiz dışında alınan ücret ve komisyonları artıran bankaların oranı artarak bu dönemde en fazla sıkılaştırılan koşul olmuştur. Ortalama krediler üzerindeki kar marjı artırılmaya devam etmiş ve teminat ihtiyacı ve vade yapısı ise bankalar tarafından değiştirilmemiştir.

Diğer bireysel kredilerde ise, bankaların koşul ve kuralları sıkılaştırma yönündeki eğilimlerin zayıfladığı görülmektedir. Ortalama krediler üzerindeki kar marjını artıran bankaların oranı azalmış, vade koşulları tekrar gevşetilmeye başlamış, teminat ihtiyacı ise bu dönemde değişmemiştir. Faiz dışında alınan ücret ve komisyonların artırılması ise bu dönemde en fazla sıkılaştırılan alan olmuştur.

Talep:

Konut alım kredilerine olan talebin azaldığını bildiren bankaların oranı beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Taşıt alım kredilerinde de benzer bir durumla karşılaşmıştır. Konut alım kredilerinde tüm faktörlerin talebi olumsuz etkilediği bu dönemde bankalar; konut piyasasına ilişkin beklentileri, tüketici güvenini ve konut alımı dışındaki tüketim harcamalarını talebi azaltan en önemli faktörler olarak sıralamışlardır. Krediler üzerindeki vergi ve fonlar, geçen dönemin aksine bu dönemde talebi etkilememiş ancak bireysel tasarruflar, diğer bankalardan sağlanan krediler ve diğer finansman kaynakları gibi alternatif finansman kullanımlarının talep üzerindeki olumsuz etkisinin güçlendiği görülmüştür.

Taşıt alım kredilerine ilişkin tüm faktörler de talebi olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Bu faktörler; taşıt alımı dışındaki tüketim harcamaları, tüketici güveni, bireysel tasarruflar ve taşıt piyasasına ilişkin beklentiler olarak sıralanmıştır.

Bu dönemde talep artışı yaşanan tek bireysel kredi türü olan diğer bireysel kredilerde ise, dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcamalar ile diğer finansman kaynakları talebi artırıcı rol oynarken; diğer bankalardan sağlanan krediler talebi azaltıcı etkide bulunmuştur.

ULUSLARARASI GELİŞMELER

► Kasım Ayında Dünyada ve Türkiye’de Yaşanan Ekonomik ve Siyasi Gelişmeler

Dünya Ekonomik Forumu İstanbul’da yapıldı.

İlk defa Türkiye’de gerçekleşen Dünya Ekonomik Forumu toplantılarında, Türkiye’nin bölgesinde bir istikrar modeli olduğu belirtilerek bölgesel çatışmaları gidermede ve gerginlikleri azaltmada aktif bir rol oynayabilecek pozisyona sahip olduğu ifade edilmiştir. AB’nin geleceği için Türkiye’nin risk azaltıcı rolü vurgulanan toplantılarda, Türkiye’de, Avrupalılaştırmanın karşılıklı çıkara dayalı olumlu bir süreç olduğunun anlaşılması gerektiği belirtilmiştir. Forum’da ayrıca Türkiye’nin laik demokrasi ve İslam ile örnek oluşturduğu vurgulanırken, Türkiye’nin kalkınmada önemli adımlar atması makro ekonomik kırılganlığın azaltılması, altyapının geliştirilmesi, eğitim kalitesinin ve erişebilirliğinin artırılması gerektiğinin de altı çizilmiştir.

Dünya Ekonomik Forumu'nun Europe@Risk raporu yayımlandı.

Dünya Ekonomik Forumu'nun "Küresel Risk Ağı" adı altında oluşturduğu birim tarafından hazırlanan "Europe@Risk" raporunda, Türkiye'nin Avrupa'ya jeopolitik riskin azaltılmasında, enerji güvenliğinde ve demografik sorunların azaltılmasında yardım edebileceği, bunun sağlanması için Avrupa-Türkiye ilişkilerinin mevcut problemlerin ötesinde düşünülmesi gerektiği vurgulanmıştır. Raporda, Avrupa'nın refahına ve güvenliğine karşı risk oluşturacak bazı sorunlar; terör, kitle imha silahları, küreselleşmenin getirdiği mali sorunlar ve küresel ısınma olarak belirtilmiş, Türkiye'nin sahip olduğu jeopolitik konum, genç nüfus, geniş yatırım olanakları ve askeri gücü ile bu sorunlarla mücadelede yardımcı olabileceğinin altı çizilmiştir.

G-20 toplantısı Avustralya'nın Melbourne kentinde gerçekleşti.

Dünyanın en büyük 20 ekonomisinin oluşturduğu G-20 grubu toplantısında, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu yükselen piyasalara, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlarda daha çok söz hakkı verilmesi istenmiştir. Küresel refahın ticaret ve yatırımlardaki yükselişle artış gösterebileceği belirtilmiş, son zamanlarda dünya ticaretinde korumacılığın artış gösterdiği bu nedenle serbest ticaretin güçlendirilmesi amacıyla, Temmuz ayında kesintiye uğrayan Dünya Ticaret Müzakerelerinin yeniden başlatılması gerektiği belirtilmiştir. Enflasyonist baskılara karşın faiz oranlarındaki artışın devam etmesi gerektiğine dikkat çekilen zirvede, döviz kuru esnekliğinin sağlanmasının, dünya ekonomik büyümesi ve enflasyonun kontrol altında tutulması için önemli olduğu vurgulanmıştır.

APEC zirvesinde serbest ticarete vurgu yapıldı.

Vietnam’ın başkenti Hanoi’de 21 ülkenin liderlerinin katılımıyla gerçekleşen Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği (APEC) zirvesinin ardından yayımlanan bildiriye, küresel çapta serbest ticaretin geliştirilmesi, terörle mücadele, enerji ve sağlık konularında ortak mücadele kararı çıkmıştır. Küresel ticaretin yarısını gerçekleştiren ülkelerin liderlerinin katıldığı zirvede, Asya Pasifik serbest ticaretinin geliştirilmesi için çalışma yürütülmesine karar verilmiş, ayrıca ülkeler arasındaki ticaretin geliştirilmesi için esnek döviz kurunun desteklenmesine yönelik görüş birliği sağlanmıştır. APEC zirvesinde dünya ticaretinin serbestleştirilmesini amaçlayan Doha Raundu kapsamındaki müzakerelerin yeniden başlatılması konusuna da vurgu yapılmıştır. Zirvede ayrıca nükleer deneme yapan Kuzey Kore kınanmıştır.

► Türkiye- Avrupa Birliği ve IMF İlişkileri

AB Komisyonu’nun 8 Kasım’da açıklanan İlerleme Raporu’nda azınlık haklarından ifade özgürlüğüne kadar pek çok konuda Türkiye’ye eleştiriler yöneltilirken, raporda başlıca altı çizilen konular, reformların yavaşlaması ve Kıbrıs olmuştur. Raporda, müzakerelerin devamı açısından büyük önem taşıyan Kıbrıs konusunda, Türkiye'nin Ek Protokol yükümlülüklerini yerine getirerek Aralık ayı öncesinde liman ve havaalanlarını Güney Kıbrıs'a açması istenmiş, aksi takdirde 6 Aralık'ta yapılacak AB Komisyonu toplantısında konuyla ilgili olarak tavsiye kararı alınacağı belirtilmiştir.

Ay içinde Kıbrıs sorununun çözümü için dönem başkanı Finlandiya aracılığıyla gerçekleştirilen görüşmelerde, Türkiye'nin Ercan havaalanının açılmasını anlaşmanın bir parçası haline getirmeye çalışması, Rum tarafının ise özellikle Maraş konusunda uzlaşmaya yanaşmaması nedeniyle taraflar arasında anlaşma sağlanamamıştır. Bu gelişmenin ardından daha önce Komisyonun tavsiye kararını açıklayacağı tarih 6 Aralık olarak açıklanmışken, Kıbrıs Rum Kesimi ve Türkiye'nin üyeliğine soğuk bakan bazı ülkelerin baskılarıyla, tavsiye kararı bir hafta öne

alınarak 29 Kasım'da açıklanmıştır. Buna göre, AB Komisyonu sekiz başlıkta (malların serbest dolaşımı, iş kurma ve hizmet sağlama hakkı, tarım, balıkçılık, ulaştırma, mali hizmetler ve dış ilişkiler) müzakerelerin askıya alınmasını önermiş ve müzakerelerin devam edeceği diğer başlıkların kapatılmasını limanların açılmasına bağlamıştır. Komisyon'un açıkladığı karar nihai karar olmayıp, nihai karar 11 Aralık'taki AB Dışişleri Bakanları Toplantısı ve 14-15 Aralık'taki AB liderler zirvesinde görüşülecektir. Bu bağlamda müzakerelerin önümüzdeki dönem seyrine yönelik iki olasılık ön plana çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, Kuzey Kıbrıs Rum Kesimi ve Türkiye'nin üyeliğine soğuk bakan ülkelerin tavsiye kararının daha da ağırlaştırılması ve Türkiye'nin limanlarını açmaması durumunda müzakerelerin askıya alınması yönünde baskı yapmasıdır. İkinci olasılık ise, tavsiye kararının aynen veya birkaç olumlu değişiklik yapılarak onaylanmasıdır. 2007'de dönem başkanlığını devralacak olan Almanya ile Fransa'nın Türkiye'nin AB üyeliği konusunda ittifaka girdiği, bu çerçevede Türkiye'nin limanlarını açması için belirli bir süre tanınması gibi daha zorlu taleplerde bulunmaya hazırlandığı göz önüne alınırsa, AB zirvesi öncesinde Ankara ile AB arasındaki anlaşmazlığın derinleşmeye başladığı gözlemlenmektedir. Buna ek olarak, Türkiye'nin Kıbrıs konusundaki tavrını değiştirmeyeceği ve yeni müzakere başlıkları açılrsa da kapatılmayacağı düşünüldüğünde, müzakerelere yönelik belirsizliğin kısa vadede giderilmesi beklenmemektedir.

Kasım ayında AB-Türkiye ilişkilerinde yaşanan hareketlilik IMF-Türkiye ilişkilerinde de görülmüştür. Ay içinde IMF birinci başkanı John Lipsky Türkiye'yi ziyaret etmiş ve Türkiye ile stand-by anlaşması çerçevesinde gerçekleştirilen 4. ve 5. gözden geçirmeye ilişkin IMF raporu yayımlanmıştır. Raporda, Türkiye'nin ekonomik performansının güçlü olduğu, geçen yıllarda ekonomik alanda yapılan reformların ülkeye yüksek düzeyde sermaye akmasına ve bu durumun da YTL'de istikrar sağlamasına yol açtığı belirtilmiştir. Güçlü büyüme ve yüksek petrol fiyatlarının cari işlemler açığının hızla büyümesine yol açtığına işaret edilen raporda, son zamanlarda yaşanan arz şokunun enflasyonun artmasına katkıda bulunduğu ifade edilmiştir. Dalgalanmanın ardından verilen son niyet mektubunda hükümetin sıkı mali politikalarına ilişkin taahhütleri yenileyerek, yapısal reformların gerçekleştirilmesinde yaşanan gecikmeleri telafi edecek uygulamalar getirileceğini belirttiği vurgulanmıştır. Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmanın ardından alınan para politikasını sıkılaştırıcı önlemlerin piyasaların istikrara kavuşmasına yardım ettiği, enflasyonun rayına geri döndüğü, endişeleri bastırıldığı ifade edilen raporda, bu çerçevede Merkez Bankası tarafından atılan adımlara yer verilmiştir. Alınan önlemlerin, harcamaların dizginlenmesi, gelirlerin korunmasına yönelik olduğu bildirilen raporda, sağlık harcamalarının kontrol altına alınmasının öncelik teşkil ettiği kaydedilmiştir. Raporda, program politikalarına yakın durmanın piyasanın güveninin sürdürülmesi ve son ekonomik gelişmelerin desteklenmesi için en iyi yol olduğu vurgulanmıştır. Ay içinde ayrıca, stand-by kapsamında 5'inci gözden geçirmeye ilişkin niyet mektubu, imzalanarak IMF yönetimine gönderilmiştir. Niyet mektubunun, Aralık ayında IMF İcra Direktörleri Kurulu tarafından onaylanmasının ardından, yaklaşık 900 milyon dolarlık kredi diliminin serbest bırakılması beklenmektedir. 2007 yılına girilirken IMF ile ilişkilerde önemli bir sıkıntı yaşanması beklenmezken, Türkiye'nin IMF destekli ekonomik programa bağlılığının, yüksek dış açık ve finansman ihtiyacının yarattığı zorluklara karşı önemli bir destek oluşturmaya devam etmesi öngörülmektedir. AB ve IMF çapasıyla ekonomik istikrar sağlayan Türkiye açısından bundan sonra AB ile ilişkilerin eskisi kadar güçlü olmayacağı beklentisinden hareketle IMF ile ilişkilerin daha fazla önem kazanması muhtemel gözükmemektedir.

► Gelişmiş Ülkeler

▪ ABD

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

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

Kasım ayında, ABD ekonomisinin yavaşlamaya devam ettiği gerçeği finansal piyasalarda genel bir kabul görmüş ve enflasyonun kesin bir düşüş trendine girmemesi nedeniyle ABD Merkez Bankası'nın (Fed) son bir faiz artırımında daha bulunacağı beklentisi ortadan kalkarken, Fed ve diğer merkez bankalarının faiz oranları arasındaki marjın giderek daralmaya başlayacağı beklentisi ABD Doları'nın diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine neden olmuştur. Bununla birlikte, Fed yetkilileri yaptıkları açıklamalarda enflasyonist risklere dikkat çekmeye devam etmişlerdir.

Bu ay yayınlanan enflasyon verilerinde beklentiler doğrultusunda düşüş meydana gelirken, bu düşüşlerin yeni bir trend oluşturacak güçte olmadığı görülmüştür. Bu nedenle, gelecek aylarda yayınlanacak olan verilerde yukarı yönde bir sapma oluşması ihtimali varlığını korumaktadır. Enflasyon verilerindeki gerçekleştirmeler şu şekildedir:

- Eylül ayında beklenmedik bir biçimde aylık bazda %1,3 düşüş gösteren Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) Ekim ayında %0,5 oranında düşmesi beklenirken %1,6 gerilemiştir. Eylül'de %0,6 artmış olan çekirdek ÜFE ise %0,1 artması beklenirken, %0,9 düşmüştür. ÜFE yıllık bazda ise Eylül ayında %0,9 artmışken, Ekim'de %1,6 düşmüştür. Çekirdek ÜFE'deki yıllık bazda artış da Ekim ayında Eylül ayındaki düzeyin gerisinde kalmıştır. Eylül'de yıllık bazda %1,2 artmış olan çekirdek ÜFE, Ekim'de %0,6 artış göstermiştir. ÜFE'deki düşüşün başlıca kaynağı petrol ve doğalgaz fiyatlarında süregelen düşüş, gıda fiyatlarındaki gerileme ve taşıt araçları fiyatlarındaki mevsimsel faktörler nedeniyle gerçekleşen düşüştür.
- Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ise Ekim ayında, Eylül ayında olduğu gibi aylık bazda %0,5 gerilemiştir. %0,3 gerilemesi beklenen Ekim ayı TÜFE'si, önceki ay olduğu gibi beklentilerin altına inmiştir. Eylül ayında %0,2 olarak açıklanan çekirdek TÜFE artış oranı da Ekim ayında beklentilerin altında kalarak aylık bazda %0,1 olarak gerçekleşmiştir. Yıllık bazda bakıldığında ise, TÜFE artış oranı %2,1'den %1,3'e, çekirdek TÜFE artışı ise %2,9'dan %2,7'ye gerilemiştir. TÜFE'deki gerilemede etkili olan başlıca kalemler enerji, taşıt araçları ve giyim iken, eğitim ve sağlık harcamaları enflasyonu artırıcı unsurlar olmuştur. Enflasyondaki düşüş trendine rağmen, özellikle çekirdek TÜFE artış oranının %2'nin üzerinde kalması, enflasyonist baskıların henüz yeterince azalmadığını göstermektedir.

Fed Başkanı Bernanke ve diğer Fed şube başkanları da, enflasyonun yavaşlayan büyümenin gerektirdiği kadar düşmeyebileceği endişesini taşıyan açıklamalarda bulunmuşlardır. Bu açıklamaların, Fed'in enflasyon beklentilerini kontrol altında tutma amacıyla olabileceği de dikkatlerden kaçmamalıdır.

24-25 Ekim tarihinde yapılan Fed toplantısının tutanakları da, Fed yetkililerinin enflasyonist risklerin ekonomik büyümedeki yavaşlamadan daha ciddi sonuçlar doğurabilecek nitelikte olduğunu düşündüklerini göstermiştir. Komite üyelerinin enflasyondaki düşüşün varlığını kabul etmekle birlikte, bu düşüşün gereken ölçüde ve hızda gerçekleşmemesinden endişe duydukları görülmüştür. Tutanaklarda, petrol fiyatlarındaki düşüş ve yedek kapasitenin artmış olması enflasyonun ılımlı seyrine devam etmesini sağlayacak olan faktörler olarak gösterilirken, enflasyonun artma riskinin azalmış olduğu da belirtilmiştir. Ayrıca, ekonominin yavaşlamaya devam ettiği ancak, bu yavaşlamanın hız kazanması ihtimalinin azalmış olduğu ifade edilmiştir. Fed toplantısının tutanakları, 12 Aralık'ta yapılacak olan Fed toplantısında politika faizlerinin değiştirilmeyeceği beklentisini desteklemektedir.

Ekim ayında beklenmedik bir şekilde %1,6'ya düşmüş olan ABD III. çeyrek büyüme oranı %2,2'ye revize edilmiştir. 2006'nın ilk çeyreğinde %5,6, II. çeyreğinde ise %2,6 olarak gerçekleşen büyüme oranının %1,8 olarak açıklanması beklenmekteydi. Aralık ayında son kez revize edilecek olan III. çeyrek büyüme oranının, ekonomide kısmi bir canlılığın devam ettiğini göstermesine rağmen, düşüş eğilimini koruması beklenmektedir. Büyüme oranının yanısıra açıklanan ve enflasyon göstergelerinden biri olan III. çeyrek Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi'nin (PCE) ise Ekim ayında gösterdiği %2,3 artışın teyit edilmesi beklenirken, Endeks %2,4'e revize edilmiştir. Veriler, Fed'in Aralık ayında yapılacak toplantısında faiz oranını değiştirmeyeceği beklentisini değiştirmezken, ABD Doları'nın Kasım ayının son haftasında başlayan düşüş eğiliminin devam etmesine katkıda bulunmuştur.

Ekonomik faaliyetlerle ilgili verilerden bir diğeri olan sanayi üretiminde ise Ekim ayında artış meydana gelmiştir. Eylül ayında %0,6 gerilemiş olan sanayi üretimi, Ekim'de %0,2 artarken, kapasite kullanım oranı küçük bir artışla %82,2'ye çıkmıştır. Sözkonusu veriler, ekonominin canlanacağı yönünde bir ipucu içermemektedir. Öte yandan ISM imalat sanayi endeksi Kasım ayında, 2003 yılından beri inmediği 50 seviyesinin altına inerek 49,5 olarak açıklanmıştır. ISM endeksinin bu seviyenin altına inmesi ekonomik faaliyetlerin yavaşladığını göstermiştir. Kasım ayında yayınlanan sanayi sektörü üretim verileri genel olarak olumlu bir görünüm sergilemezken, Beige Book raporunda bu verilerle ilgili ılımlı bir tablo ortaya konmuştur.

Yılda sekiz kez yayınlanan ve Fed'in eyalet şubelerince ekonomik faaliyetlerin seyrini tespit etmek üzere yapılan Beige Book araştırmasının sonuçlarına göre, ABD ekonomisi Ekim ve Kasım aylarında bölgesel bazda genel olarak ılımlı bir canlanma gösterirken, tüketici harcamalarında hafif bir artış meydana gelmiş, istihdam piyasası ise sıkı bir görünüm sergilemiştir. Raporda ayrıca özellikle üretici fiyatlarından kaynaklanan baskıların azalmakta olduğu belirtilmiştir.

Ağustos ayında 68.9 milyar dolara çıkmış olan dış ticaret açığı, Eylül ayında 66 milyar dolar olan beklenti seviyesinin altına inerek 64.3 milyar dolara gerilemiştir. Dış ticaret açığındaki gerileme büyük ölçüde petrol

ihracatının miktar olarak azalmasından ve petrol fiyatlarındaki gerilemeden kaynaklanmıştır. Bu arada Eylül ayında ABD'ye net sermaye girişleri 97,1 milyar dolardan 53,7 milyar dolara gerilemiştir. Resmi sermaye akımlarında büyük çapta bir daralma meydana gelmezken, özel kesim sermaye akımları yarı yarıya azalarak, net sermaye akımlarındaki gerilemenin başlıca sebebinin oluşturmuştur.

▪ Euro Bölgesi

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

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

Kasım ayında, ABD'de Fed'in faiz indirimine gidip gitmeyeceği tartışılırken, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) enflasyon artışını sınırlayabilmek amacıyla 2007 yılında da faiz artırımına devam edeceğine yönelik beklentilerin artmasıyla birlikte, global faiz oranları arasındaki farkların daralacağı düşüncesi

yaygınlık kazanmıştır. Bu gelişme, Euro'nun, başta ABD Doları olmak üzere diğer para birimleri karşısında büyük oranda değer kazanmasına neden olmuştur. Euro Bölgesi'nde önümüzdeki dönemde, büyümenin ılımlı bir seyir izlemesi ve enflasyonun artış göstermesi beklenirken, Euro'daki değer kazancının muhtemel sonuçları tartışılmaya başlanmıştır. 7 Aralık'ta yapılacak olan yılın son toplantısında ECB'nin faiz oranını %3,25'ten %3,50'ye çıkarmasına neredeyse kesin gözüyle bakılırken, toplantıdan gelecek aylarda nasıl bir politika izleneceğine dair ipuçları elde edilmeye çalışılacaktır. ABD ekonomisindeki yavaşlamanın Bölge ekonomisi üzerindeki muhtemel etkileri ve Euro'daki değer artışının devam etmekte olması nedeniyle, ECB'nin daha ihtiyatlı bir tutum sergileyeceği tahmin edilmektedir.

Euro Bölgesi'nde Kasım ayında açıklanan veriler şu şekilde gerçekleşmiştir:

- 2006 yılının II. çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,9 artan Euro Bölgesi büyüme oranı, III. çeyrekte %0,5 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme oranı yıllık bazda ise %2,7'ye revize edilmiştir. Büyüme performansına en olumsuz katkı İtalya'dan ve Fransa'dan gelirken, Almanya'da ekonominin canlılığının azalarak da olsa korunduğu gözlenmiştir. II. çeyrekte hanehalkı tüketim harcamaları %0,6, yatırımlar %0,8 artarken, ihracat %1,7, ithalat ise Euro'daki değer artışına paralel olarak %2,1 artmıştır. Euro Bölgesi büyüme verileri, Bölge'de sürdürülebilir bir büyümenin devam ettiğini göstermektedir. Bu arada, Avrupa Birliği'nin icra kurulu olan Avrupa Komisyonu, Euro Bölgesi 2006 yılı büyüme oranını Mayıs ayında açıkladığı %2,1'den %2,6'ya yükseltirken, büyümenin iç talep artışının yansımaları etkileri dolayısıyla gelecek yıl da devam etmesini ve enflasyonun kademeli olarak düşmesini beklediğini açıklamıştır. Komisyon'un 2006, 2007 ve 2008 yılları için enflasyon beklentileri ise sırasıyla %2,2, %2,1 ve %1,9 olarak açıklanmıştır.
- Kasım ayı verilerine göre Euro Bölgesi enflasyon oranı beklentilerin dışına çıkmamıştır. Ekim ayında yıllık bazda %1,6 artmış olan Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi (HICP), Kasım ayında %1,8 artmıştır. Enerji fiyatlarındaki dalgalanma ve tüketim harcamaları, enflasyondaki artışın başlıca kaynağı olarak görülürken, Almanya'da Ocak 2007'den itibaren yürürlüğe girecek olan KDV artışının etkisiyle tüketici fiyat enflasyonun artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) ise Ekim ayında aylık bazda değişmezken, yıllık bazda %4,6'dan %4'e gerilemiştir. Öte yandan, ECB'nin, dünya ekonomisinde beklenen yavaşlamanın yayılma etkilerine karşı, faiz artırımları konusunda bundan sonrası için daha ihtiyatlı davranması olası görülmektedir.
- Ekim ayında, AB'nin resmi istatistik kurumu Eurostat'ın verilerine göre, Euro Bölgesi işsizlik oranı %7,8'den %7,7'ye gerileyerek son 5.5 yılın en düşük seviyesine inmiştir. Euro Bölgesi ekonomileri içinde işsizlik oranının en düşük olduğu ülkeler, Danimarka, Hollanda, İrlanda, Avusturya ve Lüksemburg olurken, en yüksek oranlar Yunanistan, Fransa, İspanya, Belçika ve Almanya'da kaydedilmiştir.
- Euro Bölgesi sanayi üretimi Eylül ayında bir önceki aya göre %1 gerilemiştir. Ağustos ayı sanayi üretimi artışı %1,8'den %1,7'ye revize edilirken, Eylül ayı sanayi üretimi yıllık bazda %3,3 artmıştır. Sanayi üretimindeki dalgalanmada daha çok mevsimsel faktörlerin rol oynadığı düşünülmektedir.

Nitekim 2006'nın II. ve III. çeyreğine ilişkin sanayi üretiminde büyük bir dalgalanma görülmemektedir. II. çeyrekte %1,2 artmış olan sanayi üretimi, III. çeyrekte %1 artış göstermiştir.

- Avrupa Ekonomik Araştırmalar Merkezi'nin (ZEW) Almanya'da yaptığı ve finans sektörünün Euro Bölgesi ekonomisinin yanı sıra, dünya ekonomisinin görünümüyle ilgili beklentilerini de yansıtan ZEW endeksi, 2006'nın ikinci çeyreğinde başlayan düşüş trendini Kasım ayında da koruyarak -27,4'ten -28,5'e gerilemiştir. Endekste bu düşüş, dünya ekonomisine ilişkin kaygıların devam ettiğini göstermiştir. ZEW endeksinden daha geniş kapsamlı olan Alman İş Dünyası anketi, IFO ise Kasım ayında 105,3'ten 106,8'e çıkarak, Haziran ayında görülen son 15 yılın en yüksek düzeyine yaklaşmıştır. IFO endeksinin 105,2 olan beklenti düzeyinin üzerine çıkması, Euro Bölgesi ekonomisinin yılın son çeyreğinde de büyümeye devam edeceğine dair beklentileri yansıtmaktadır. Öte yandan ekonomik görünüm endeksi Kasım ayında 110,4'ten 110,3'e gerileyerek, belirgin bir değişim sergilememiş, sanayi kesimi ve tüketici güveninin yüksek olduğunu göstermiştir.
- Japonya**

Japonya Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	0,1	1,8	2,3	2,6	2 (2006 QIII)
İşsizlik	5,4	5,3	4,7	4,4	4,1 (Ekim 06)
Enflasyon (CPI)	-0,9	-0,3	-	-0,6	0,4 (Ekim 06)

Kaynak: IMF, OECD, Reuters

Kasım ayı boyunca, geçtiğimiz Temmuz ayında sıfır faiz politikasına son vererek faiz oranını %0,25'e çıkaran Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ), yıl ortasında yapılan tahminler doğrultusunda, Aralık ayında 25 baz puanlık bir faiz artırımına daha gidip gitmeyeceğine dair ipuçları elde edilmeye çalışılmıştır. Bu ay

yayınlanan ekonomik veriler, ekonomik büyümenin canlılığını koruduğunu göstermekle birlikte, enflasyon verilerinin beklenenin altında gerçekleşmesi ve tüketimin ekonomik büyüme içindeki payının beklenen ölçüde artmaması, BoJ'un Aralık ayında faiz artırımına gitmesi olasılığını azaltmıştır. Fakat geçen aylardan farklı olarak, Kasım ayında, BoJ'un faiz artırımı konusunda daha yumuşak bir tutum sergilediği gözlenmiştir. BoJ Başkanı Fukui yaptığı açıklamalarda, BoJ'un faiz artırımı konusunda önceden belirlenmiş bir politikası olmadığını tekrarlarken, faiz artırımına gitmek için enflasyonun daha fazla yükselmesini beklemenin ekonomide ani dalgalanmalara yol açabileceğini ifade etmiştir. Bu söylem, BoJ'un en geç Ocak veya Şubat 2007'de faiz artırımına gitmesi beklentisini canlandırmıştır. BoJ yetkililerinin açıklamalarına karşılık, hükümetten faiz artırımı konusunda sert açıklamalar gelmeye devam etmiştir. Japon Hükümeti'nin, ekonominin deflasyondan tam olarak çıktığı kesinleşene kadar BoJ'un faiz artırımına gitmemesi gerektiği yönündeki görüşünü değiştirmedikleri görülmüştür.

Faiz artırımına gidilmesi için yeterince güçlü gerekçeler oluşturmadığı görülen ekonomik verilere baktığımızda şu şekilde gerçekleştikleri görülmektedir:

- GSYİH, 2006 yılının III. çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,2 büyümesi beklenirken, %0,5 oranında büyümüştür. Yıllık bazda büyüme oranı ise II. çeyrek için %1'den %1,5'e revize edilirken, III. çeyrekte %2'ye çıkmıştır. III. çeyrekte beklenenin üzerinde bir performans sergileyen Japon ekonomisi, böylece, 2005 yılının ilk çeyreğinde başlayan aralıksız büyüme trendini sürdürmüştür. Büyümedeki bu artışta etkili olan başlıca kalemler ihracat ve sermaye harcamaları olurken, tüketimin %0,7 azalması olumsuz bir etkide bulunmuştur. Büyümedeki bu beklenmedik artışla birlikte Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) Aralık ayında faiz oranını %0,50'ye çıkarması olasılığı artmış görünse de, başta ABD olmak üzere tüm dünyada bir yavaşlama sürecine girilmesi beklentisi BoJ'un temkinli bir tutum sergilemesi ihtimalini artırmaktadır.
- Bu arada, izleyen dönemlerdeki büyüme performansı konusunda bir gösterge niteliği taşıyan makine siparişleri Eylül ayında aylık bazda %1,9 artması beklenirken, %7,4 gerilemiş, Eylül ayında bir önceki aya göre %0,7 gerilediği açıklanan sanayi üretimi ise Ekim ayında %0,4 gerilemesi beklenirken, %1,6 artmıştır. Sanayi üretimindeki artış, başta yarı-iletkenler ve otomobil olmak üzere, ihracatçı sektörlerden kaynaklanmıştır. Makine siparişlerindeki gerileme, III. çeyrek büyüme oranının beklenenin üzerine çıkmasına rağmen, ekonominin sonraki dönemlerde yavaşlayabileceği sinyalini vermektedir. Buna karşılık sanayi üretiminin ve ihracatçı sektörlerin üretiminin, ABD ekonomisinin yavaşlamaya başlamış olmasına rağmen artması önümüzdeki dönem büyüme performansı açısından olumlu olarak değerlendirilebilir. Fakat yıl değişimi nedeniyle, markaların yeni modellerini piyasaya sürüyor olmalarının, sanayi üretimindeki beklenmedik artışın geçici olmasına yol açması mümkündür.

- Eylül ayında yıllık bazda %0,6 artmış olan Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), Ekim ayında %0,4 artmıştır. Çekirdek TÜFE ise Eylül ayında olduğu gibi %0,2 artması beklenirken, %0,1 oranında artmıştır. Ekonominin deflasyondan çıktığına dair net bir kanıt teşkil edemeyen ve bu nedenle, BoJ'un faiz artırımına gitmesi için gereken ortamın oluşmasına engel olan TÜFE'deki bu sınırlı artışın petrol fiyatlarındaki düşüşten kaynaklandığı görülmektedir. Öte yandan Ekim ayı perakende satışları %0,7 artması beklenirken, %0,1 artarak, kişisel tüketim harcamalarının yavaşladığını göstermektedir.
- Fiyatlar genel düzeyiyle ilgili bilgi içeren verilerden biri olan tüketici güven endeksi Ekim ayında, Eylül ayındaki düzeyi olan 46,3'ten 48,2'ye çıkmıştır. Tüketici güvenindeki bu artışa rağmen, hanehalkı tüketim harcamalarında belirgin bir iyileşme görülmemektedir.

► Gelişmekte olan ülkeler

- Çin

Bu ay Çin tarafında yaşanan en dikkat çekici gelişme, Çin Merkez Bankası'nın 1 trilyon doları aşan döviz rezervlerinde çeşitlenmeye gitmeyi planladığını ve bu çeşitlendirmenin gelişmekte olan para birimleri de dahil olmak üzere farklı yatırım araçlarını içereceğini açıklaması olmuştur.

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

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

Ağırlıklı olarak dolar ve ABD tahvillerinden oluştuğu bilinen Çin'in döviz rezervlerinde doların ağırlığının azaltılması olasılığı, gerek ABD piyasalarını gerekse dünya piyasalarını tedirgin etmiştir. Bunun temel nedeni, bu davranışın doların değer kaybına yol açması, enflasyon yükselişini tetikleyerek ABD Merkez Bankası üzerinde faiz artırım baskısı yaratacak olmasıdır. Açıklamanın ardından dolarda yaşanan ani değer kaybı, Merkez Bankası yetkililerinin rezerv

çeşitlendirme konusuna açıklık getirmesine yol açmış, yapılan açıklamada ABD dolarının Çin'in ana yabancı para rezervi olmaya devam edeceği ve rekor seviyedeki döviz rezervinde para çeşitlemesine gidilmesinin çok zor olduğu belirtilmiştir. Merkez Bankası'nın açıklamaları piyasaları şimdilik rahatlatmış gibi gözükmektedir.

Kasım ayında beklentilerin altında gelen sanayi üretimi ve ithalat rakamları, Çin ekonomisinin yavaşlamasını sağlamak için alınan önlemlerin kısmen başarılı olduğunu gösterse de, rekor seviyede artış kaydeden dış işlemler ve cari işlemler fazlası rakamları ekonominin hâlâ aşırı ısınma riski taşıdığını göstermektedir.

Ekim ayında 22 ayın en düşük yıllık büyüme oranını kaydederek, yıllık bazda %14,7 artan sanayi üretimindeki düşüşün başlıca sebebi, alınan önlemler çerçevesinde fabrika üretiminin azalması olmuştur. Yakından takip edilen bir diğer veri olan sabit aktif yatırımlarındaki yıllık büyüme ise Ocak-Ekim döneminde, ilk dokuz aydaki %28 ve birinci yarıyıldaki %31 seviyesinden, %26'ya gerilemiştir. Sabit aktif yatırımları ilk 10 ayda beklentilerden daha fazla yavaşlasa da, GSMH'nın %45'ine ulaşan yatırım seviyesinin uluslararası standartların çok üzerinde sürdürülemez bir seviyede olduğu düşünülmektedir.

Bu ay açıklanan veriler içerisinde tüketici fiyat endeksi ve perakende satış oranı, ekonominin genel görünümü açısından olumlu karşılanan veriler olmuştur. Tüketici Fiyat Endeksi, düşük gıda fiyatları nedeniyle Ekim ayında bir önceki aya göre düşüş kaydederek %1,4'e gerilerken, Eylül ayında bir önceki aya göre %3,5 artan üretici fiyatları Ekim ayında aylık bazda %2,9 artmıştır. İç talep canlılığının göstergesi olan perakende satışlar yıl içindeki en yüksek artışı gerçekleştirerek Ekim ayında aylık bazda %14,1 artarken, gelir artışı ve hükümetin vergi oranlarını indirmesi artışın başlıca nedenleri olmuştur.

Döviz rezervlerindeki artışın temel nedeni olan dış ticaret fazlası Ekim ayında yeni bir rekor kırarak 23.8 milyar dolara ulaşırken, rekor artışta ihracatın geçen yılın aynı aya göre %29,6 artarak 88.1 milyar dolara çıkması ve

ithalatın % 14,7 oranında artarak 64.3 milyar dolara yükselmesi etkili olmuştur. Dış ticaret fazlasının 2006 yıl sonunda 140 milyar dolara ulaşması beklenmektedir. Öte yandan yüksek açıklanan dış ticaret fazlası M2 para arzındaki artışı tetikleyerek para arzının Ekim ayında beklentilerin üzerinde %17,1 artmasına yol açmıştır. Kredi hacmi ilk 10 ayda 357 milyar dolara ulaşarak Merkez Bankası'nın yıl sonu hedefi olan 318 milyar doların üzerinde gerçekleşmiştir. Kredi büyümesi ve likiditeyi kontrol altına almak için alınan çok sayıda önleme karşın hem M2 para arzı hem de kredi hacminin beklentilerin üzerinde artması, önümüzdeki dönem yeni önlemler alınabileceğine işaret etmektedir. Merkez Bankası 2007 yılında M2 para arzı artışının % 16 ile 17 arasında olmasını beklerken, kredi hacminin 369 milyar dolar olması öngörülmektedir.

Bu ay yaşanan önemli gelişmelerden bir diğeri, yabancı bankaların yerleşiklere tüm hizmetleri vermesine olanak sağlayan kanunun yürürlüğe girmesi olmuştur. Kanunla birlikte, Çin 2001 yılında Dünya Ticaret Örgütü'ne (DTÖ) girerken verdiği liberalizasyon sözünü yerine getirirken, yabancı bankaların Çin pazarında büyümesinin de yolu açılmıştır. Çin'in DTÖ'ye girişinin yıl dönümü olan 11 Aralık'ta uygulamaya geçecek olan kanunla, yabancı bankalar Çin pazarında yerel bankalarla ortak olarak, kendi şube veya temsilciliklerini açarak faaliyette bulunabilecektir. Buna göre, Çinli bankalarla ortaklık kuran yabancı bankalara daha fazla kolaylık sağlanırken, ortaklığa gitmeden Çin'de şube açan yabancıların daha sıkı yasal düzenlemelere tabi olduğu görülmektedir. Söz konusu uygulama finans sektörünün liberalizasyonu açısından bir dönüm noktası olarak nitelendirilmiştir.

Piyasaların Çin ekonomisine yönelik ipuçları edinmek için merakla beklediği Merkez Bankası 3. Çeyrek Para Raporu Kasım ayı içerisinde yayımlanmıştır. Raporun dili genel olarak sert olurken, raporda kredi büyümesini ve likiditeyi kontrol altında tutmak için geniş bir yelpazede yer alan parasal araçlara başvurulacağını belirtilmesi, Merkez Bankası'nın 2007 yılında zorunlu karşılık oranını yeniden artırabileceği ve yuanın değerlendirilmesi konusunda yeni adımlar atabileceği şeklinde yorumlanmıştır. Önceki raporların tersine, son raporda, yuanla ilgili daha az şey söylenirken, yalnızca para biriminin esnekliğinin arttığı ifade edilmiştir. Raporda, GSYİH'nin yaklaşık %10'u olan ve giderek büyüyen ödemeler dengesi fazlasını azaltmak için çeşitli önlemler alınacağı açıklanmakla birlikte, önlemlerin ne olduğunu belirtilmemiştir. Ancak daha önce alınan sıkılaştırma önlemlerinin etkilerinin tam olarak hissedilmemesi nedeniyle, faiz oranlarında veya zorunlu karşılık oranlarında yıl içinde yeni bir artırıma gidilmeyeceği, bir süre daha ekonomik gelişmelerin izlenmeye devam edileceği düşünülmektedir. Raporda ayrıca, 2007 yılında büyümenin önceki yıllara kıyasla bir miktar azalacağı ancak güçlü seyrini sürdüreceği belirtilmiştir. Ham madde ve petrol fiyatlarında volatilité ve global ekonomik büyümede yavaşlama risklerine karşın dış ticaret fazlası vermeye devam edilmesinin beklendiği ifade edilmiştir. Raporda, GSYH'nin 2006 yıl sonunda %10'un üzerinde büyüyeceği ve tüketici fiyat enflasyonunun 2006 yıllık ortalamasının %1.5 civarında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

▪ Rusya

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	8,2 (Ekim)
Enflasyon	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,2 (Ekim)
İşsizlik	8,7	9,0	8,6	8,2	7,6	6,6 (Ekim)
Cari Denge (Milyar \$)	33,8	29,1	35,4	59,9	84,2	79,9 (III.Çeyrek)
Cari Denge/GSMH (%)	11,3	8,5	8,3	10,3	10,9	11,3 *(Tahmin)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

Kasım ayı, petrol fiyatlarında yaşanan düşüşe karşın Rusya ekonomisindeki olumlu gidişatın sürdüğü bir ay olmuştur.

Rusya'nın GSYİH'si Ocak-Ekim döneminde %6,8 büyürken, Ekim ayında GSYİH'deki büyüme %8,2 olarak gerçekleşmiş, güçlü iç talep ve yatırım artışı büyümenin temel faktörleri olmuştur. Resmi

İstatistik Kurumu Rosstat tarafından açıklanan Ocak-Ekim dönemi verilerine göre; yatırımlar reel olarak geçen yılın aynı dönemine göre %19,1 artarken, aynı dönemde perakende satışlar % 14,6, reel ücretler ise %15,4 artmıştır. Yatırım miktarı gelişmekte olan ülkelere kıyasla düşük olmakla birlikte, Ekim ayında son altı yılın en yüksek artışının kaydedilmesi olumlu karşılanan bir gelişme olmuştur.

Büyüme performansı açısından bir diğer gösterge olan sanayi üretimi, Ekim'de mevsimsel etkilerden arındırılmamış verilerle Eylül ayına göre % 2,9, 2005 Ekim ayına göre ise beklentilerin üzerinde % 5,4 artmıştır. Yılın ilk 10 ayında sanayi üretimindeki artış ise % 4,3 olmuştur. Rusya ekonomisinin temel problemlerinden birisi olan enflasyonda düşüş eğiliminin devam ettiği görülmektedir. Ağustos ayında yıllık bazda %9,6 artan enflasyon, petrol ve şeker fiyatlarında görülen düşüşün etkisiyle Ekim ayında %9,2'ye gerilemiş ve %8,9 olan yıl sonu enflasyon hedefinin tutturulacağı beklentilerini artırmıştır. Enflasyon, Merkez Bankası'nın rublenin değerine yönelik atacağı bir sonraki adımı önceden tespit etmeye yardımcı olan bir gösterge konumundadır. Bu

bağlamda, enflasyonu düşürmek için rublenin değerlenmesine izin vermek veya ihracatçıları korumak için rublenin aşırı değerlenmesini engellemek arasında çelişki yaşayan Rusya Merkez Bankası'nın, enflasyon görünümünde görülen kısmi iyileşmenin ardından rublenin değerini bir süre sabit tutmaya çalışacağı tahmin edilmektedir. Merkez Bankası 2007'de enflasyonun %6,8-%8,0 aralığında gerçekleşeceğini tahmin ederken, enflasyonist baskıları azaltmak için rublenin %10 oranında değerlenmesine izin verebileceğini belirtmektedir. Rublenin bu yıl içinse %8,5 den fazla değerlenmesi beklenmemektedir.

Son yıllarda emtia fiyatlarındaki artışa bağlı olarak yüksek cari işlemler fazlası vererek büyüyen Rusya'nın, emtia fiyatlarında yaşanabilecek düşüşten olumsuz etkilenmesi kaçınılmaz gibi gözükmektedir. Bu bağlamda son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan düşüş ekonomik büyümenin önündeki en önemli risk olarak görülürken, ekonominin petrol fiyatlarının varil başına 40 dolar seviyesine kadar inmesini tolare edebileceği düşünülmektedir. Petrol gelirlerinin toplandığı İstikrar Fonu, Paris Klübüne geçtiğimiz aylarda yapılan borç ödemelerine rağmen artmaya devam ederek Ekim ayında 76.6 milyar dolara ulaşmıştır. Petrol fiyatlarındaki olası bir düşüşe karşılık 2007 yılında İstikrar Fonu'nun, diğer petrol ihracatçısı ülkelerde olduğu gibi Rezerv Fonu ve Gelecek Fonu olmak üzere ikiye ayrılması planlanmaktadır.

Cari işlemler fazlasındaki artışın temel faktörlerinden birisi olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2006 yılının ilk on ayında geçen yılın aynı dönemine göre %55,5 artışla 10.3 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılında 20 milyar dolar olarak gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımların yıl sonunda 23 ila 25 milyar dolar arasında gerçekleşmesi beklenmektedir. Döviz rezervleri ise 24 Kasım haftasında 283.4 milyar dolara ulaşmıştır. Rusya Merkez Bankası, dünyanın en yüksek döviz rezervlerine sahip ilk üç ülkesi arasına girmek için rezervlerini sürekli artırmaktadır.

1994 yılından beri Dünya Ticaret Örgütü'ne üye olmak isteyen ancak ABD engellemesi nedeniyle bunu gerçekleştiremeyen Rusya, ay içinde ABD ile imzaladığı anlaşma ile DTÖ'ye üyeliğini garanti altına almış gibi gözükmektedir. Öte yandan Rusya'nın diğer DTÖ üyesi ülkelerle çok taraflı müzakere yürüterek tek tek onay alması gerektiği ve Gürcistan ve Moldovya gibi ülkelerin Rusya'nın üyeliğine yönelik olumsuz tavır göz önüne alındığında, Rusya'nın 2007 yılından önce üye olamayacağı tahmin edilmektedir. Örgüt dışında kalan son büyük ekonomi olan Rusya'nın üyeliği önemli bir gelişme olarak yorumlanmaktadır.

▪ Brezilya

Brezilya Temel Ekonomik Göstergeleri						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme	1,3	1,9	0,5	4,9	2,3	3,2 (III.Çeyrek)
Enflasyon	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	3,2 (Ekim)
İşsizlik	10,6	10,5	10,9	9,6	8,3	9,8 (Ekim)
Faiz Oranı	19,0	25,0	16,5	17,7	18,0	13,25 (En Son)
Cari Denge (Milyar \$)	-23.2	-7.6	4.2	11.7	14.2	1.5 (Ekim)
Cari Denge/GSMH (%)	-4,6	-1,7	0,8	1,9	1,8	1,2 *(Tahmin)

Kaynak: Economic Intelligence Unit, Reuters

Latin Amerika'nın en büyük ekonomisi olan Brezilya'da geçen ay yapılan seçimlerde başkan Lula'nın ikinci dönem seçilmesinin ardından piyasalar seçim sonuçlarını temkinli karşılarken, Lula'nın yeni dönemde bir yandan büyüme için faiz oranlarındaki kademeli düşüşü sürdürmesi, diğer yandan da harcama kalemlerinin kontrol altına alınması için sıkı mali politika uygulamaya devam edeceği kesinlik kazanmıştır. Ay içinde açıklanan ekonomik verilere genel olarak bakıldığında, sanayi üretiminde yaşanan düşüşe karşın, tüketim ve perakende satışlardaki artışın büyümeye olumlu katkı sağladığı, beklentilerin altında gerçekleşen enflasyon ile Brezilya Merkez Bankası'nın ay sonunda yapılacak toplantıda faiz indirimine gideceği beklentisinin ağırlık kazandığı görülmektedir.

Sanayi üretiminde önceki aylarda görülen düşüş eğiliminin Eylül ayında da devam etmesi ve sanayi üretiminin bir önceki aya göre beklentilerin üzerinde %1,4 azalması hayal kırıklığı yaratan bir gelişme olmuştur. Sanayi üretiminde yaşanan düşüşte bir önceki aya göre dayanıklı mal üretiminin %4,4, sermaye ve ara mal üretiminin ise %2,1 azalması etkili olurken, Eylül ayında ülkenin belli başlı otomobil üreticisi şirketleri olan General Motors ve Volkswagen'de yaşanan grevler nedeniyle otomobil üretiminin düşmesi sanayi üretimini olumsuz etkileyen bir diğer unsur olmuştur. Sanayi üretimindeki düşüş ekonomik büyümeye olumsuz etki ederken, reel gelir ve kredi artışına bağlı olarak artan özel tüketim harcamalarının bu yıl büyümeye büyük oranda katkı sağlaması beklenmektedir. Tüketim harcamalarının göstergesi olan perakende satışlar Eylül ayında yıllık bazda %5,9 olan beklentilerin bir hayli üzerinde %10,1 artmıştır.

Son dönemde Çin, Hindistan gibi diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha düşük performans sergileyerek bu yıl hükümet hedefinin altında büyümesi beklenen Brezilya ekonomisinin, 2006 yıl sonu için öngörülen büyüme oranı %4'den %3,2'ye revize edilmiştir. Büyümenin canlandırılması için, vergi ve faiz oranlarının aşağı çekilmesi ve yatırımların önündeki zorlukların kaldırılması, buna ek olarak Brezilya ekonomisinin bir diğer kırılma noktası olan kamu harcamalarındaki artışın da azaltılması gerekmektedir.

Öte yandan Brezilya Merkez Bankası'nın faiz kararlarında gösterge olarak kullandığı IPCA tüketici fiyatları endeksi, Ekim ayında Mart 1999'dan bu yana en düşük seviyesine gerilemiş ve yıllık enflasyon beklentilerinin altında % 3.26 olarak gerçekleşmiştir. Aylık bazda bakıldığında ise gösterge IPCA enflasyon endeksinin gıda fiyatlarındaki artışın etkisiyle %0,33 arttığı görülmektedir.

Piyasalar tarafından yakından takip edilen cari işlemler fazlası bir önceki yıla göre artış kaydetmekle birlikte, Ekim ayı için 1.9 milyar dolar olan beklentilerin altında 1.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari fazlanın Merkez Bankası beklentilerinin altında gelmesi Ekim ayında dış ticaret fazlasında yaşanan düşüşe bağlanmıştır. Cari fazlanın beklentilerin altında açıklanmasına karşın Ocak-Eylül döneminde 11.6 milyar dolara ulaşarak şimdiden yıl sonu hedefin yakaladığı görülmektedir. Eylül ayında 4,4 milyar dolar olan dış ticaret fazlası, Ekim ayında ithalatın ihracattan fazla artmasına bağlı olarak beklentilerin altında 3.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İhracat Ekim ayında yıllık bazda %21,8 artarak 12.6 milyar dolara ulaşırken, ithalat yurtiçi talep artışına bağlı olarak %33,7 artışla 8.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler fazlasının önemli kalemlerinden birisi olan doğrudan yabancı yatırımlar ise aynı dönemde 1.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, yıllık bazda 13.6 milyar dolara ulaşmıştır. Ülkeye giren doğrudan yabancı yatırımların Kasım ayında artarak 2 milyar dolara ulaşması buna bağlı olarak da cari fazlanın 1.7 milyar dolara çıkması beklenmektedir.

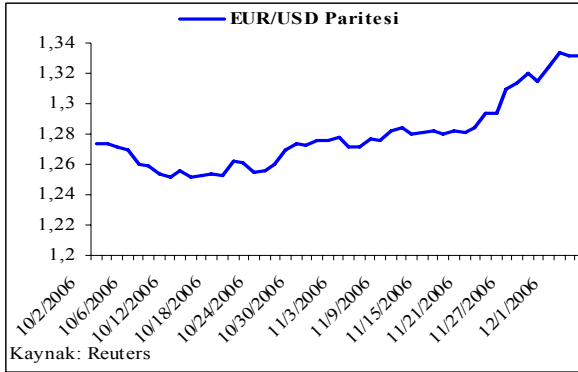
Brezilya ekonomisine yönelik yaşanan en olumlu gelişme uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poor's'un (S&P), Brezilya'nın yabancı para cinsinden uzun vadeli kredi notunu BB, yerel para cinsinden kredi notunu da BB+ olarak teyit ederken, uzun vadeli kredi notu görünümünü 'durağan'dan 'pozitif'e yükseltmesi olmuştur. S&P kredi notu görünümünü yükseltmesine neden olarak Devlet Başkanı Lula da Silva'nın ikinci döneminde de ülkenin mali profilindeki gelişmenin devam edeceği beklentisini ve ekonominin dışsal dalgalanmalara karşı artan dayanıklılığını göstermiştir. İlk kez ülkenin görünümünü pozitif'e yükselten kurum not artırımı ile ilgili yaptığı açıklamada, ekonominin en zayıf noktaları olan yüksek kamu harcamaları ve vergilendirme konularında en kısa sürede gerekli önlemlerin alınması gerektiğini belirtmiştir.

Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Kurulu (COPOM) toplantısı bu ay 28-29 Kasım tarihleri arasında yapılmış ve beklentiler doğrultusunda faiz indirim kararı alınmıştır. Brezilya'da düşük enflasyonun zayıf ekonomiyi büyüme çabalarına fırsat tanımasından yararlanan Merkez Bankası, en uzun faiz düşürme sürecini devam ettirerek gösterge borç verme oranlarını % 13.75'ten %13.25'e çekmiştir. Bankanın para politikası kurulunda faiz oranında yapılacak indirimin oranı üzerinde görüş ayrılığı yaşanması, bundan sonraki indirimlerin daha düşük olabileceği şeklinde yorumlanmıştır.

Brezilya ekonomisinde bu ay yaşanan gelişmeler genel olarak değerlendirildiğinde, büyüme performansında düşüş yaşanmasına karşın, ılımlı enflasyonun ve doğrudan yabancı yatırımların güçlü seyrine bağlı olarak Brezilya ekonomisinin olumlu gidişatını devam ettirdiği görülmektedir. Buna ek olarak ekonominin zayıf karnı olan bütçe performansının iyileşmeye başladığı gözlemlenmiştir. Faiz dışı fazla Ekim 2006 döneminde 2005 yılının aynı dönemine göre 4,8 milyar dolar artışla GSMH'nin 4,34'üne ulaşarak, hükümetin yüksek borç yükünü azaltmak ve bütçe açığını daraltmak için belirlediği yıl sonu faiz dışı fazla hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde bütçe fazlasının 3,4 milyar dolara, vergi gelirlerinin ise Eylül 2006'da yıllık bazda 36 milyar dolara ulaşması, yıl sonu bütçe hedeflerinin tutturulacağı beklentisi yaratmıştır.

► Uluslararası Piyasalar

▪ Euro/Dolar Paritesi



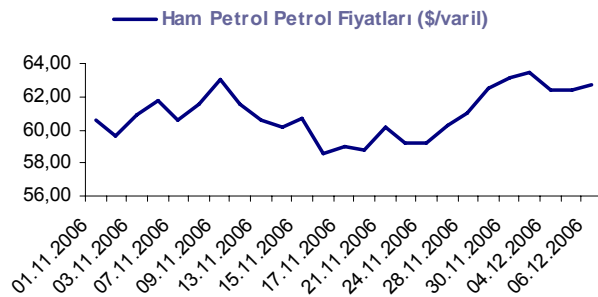
EUR/USD paritesi, geçen aylarla karşılaştırıldığında Kasım ayı boyunca yükseliş trendinde olmuştur. Ayın ilk üç haftasında 1.2720-1.2940 bandında hareket eden parite, Şükran Günü tatiliyle birlikte 1.30 direncini kırarak yukarı yönlü hareketine başlamıştır. Paritedeki bu ani hareketin nedenlerinden en başta geleni, piyasaların ABD ekonomisinin son aylarda yavaşlama sürecine girdiğine ikna olmasıdır. Ekonomik verilerin beklentilerden sapma göstermesi, ABD ekonomisinin olumsuz görünümünü desteklemektedir. Bu ay ABD’de yapılan Kongre seçimlerinde Demokrat Parti’nin, iktidardaki Cumhuriyetçi Parti’ye üstünlük

sağlayarak çoğunluğu ele geçirmesi de piyasaları olumsuz etkileyen bir gelişme olarak ortaya çıkmıştır. Bu arada 2006 yılı içinde rekor düzeylere çıkmış olan, başta Çin ve Japonya olmak üzere diğer ülke merkez bankalarının döviz rezervleri içindeki dolar payının azaltılacağına duyurulması Dolar’ın değer kaybında büyük rol oynamıştır.

Diğer yandan, enflasyonda kesin bir düşüş görülmemesine rağmen ABD ekonomisinin yavaşlamaya devam etmesi, Fed’in 2007’nin ilk çeyreğinde faiz indirimine gideceği beklentisini giderek artırmıştır. Buna karşılık Euro Bölgesi’nde yayınlanan veriler ekonominin canlılığını koruduğunu göstermiş, böylece ECB’nin Aralık ayında faiz oranını %3,5’e çıkarıp, 2007’de de faiz artırımına devam edeceği beklentisini artmıştır. Böylece Fed ve ECB faiz oranları arasındaki farkın azalması beklentisi Dolar’ın değer kaybında etkili olmuştur. Bundan sonrası için paritenin 23 Kasım tarihinde kırdığı 1.30 direncinin altına kısa dönemde düşmesi beklenmezken, ECB’nin 2007’de uygulayacağı faiz politikasıyla ilgili vereceği ipuçları parite üzerinde etkili olacaktır. ABD’de enflasyonda belirgin bir düşüş gözlenmesi ve istihdam piyasası ve üretim verilerinde beklentilerin dışında bir gerçekleşme olmaması durumunda, Dolar’ın bir miktar toparlanması beklenebilecektir.

► Emtia Piyasası

▪ Petrol

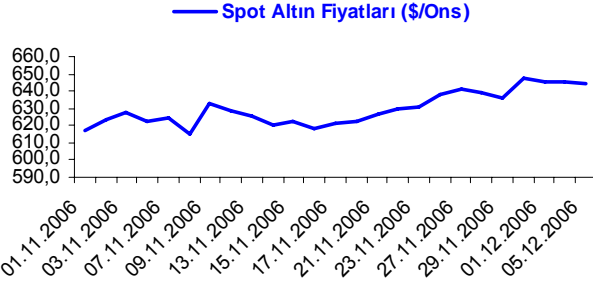


Petrol fiyatları bu ay genel olarak, OPEC’in arz kararıyla ilgili gelişmeler ve ABD yakıt stoklarında görülen değişime göre hareket etmiştir. OPEC’in üretim kesintisi kararı uygulamaya koyulurken üye ülkeler arasında konsensus sağlanamaması ve ABD’de kış mevsiminin ılıman geçeceği beklentilerine bağlı olarak petrol fiyatları Kasım ayı başında 55 dolar/varil seviyesine gerilemiştir. ABD yakıt stoklarında yaşanan düşüş ve OPEC’in Aralık ayında yeni bir arz kesintisine gidebileceği açıklamalarının ardından ise petrol fiyatları dalgalı bir seyir izlemeye başlamıştır. ABD’nin Alaska eyaletinden yapılan sevkியatın hava

koşulları nedeniyle durması, Nijerya’da yeni bir arz kesintisi yaşanması ve ABD stoklarının azalacağına dair tahminler ile yeniden yükselmeye başlayan petrol fiyatları varil başına 62 dolar seviyesine çıkmıştır. İlerleyen günlerde, ABD’nin Kuzeydoğu bölgesinde yılın ilk kar fırtınası yaşanacağı haberleri ve ABD yakıt stoklarında görülen beklenmedik düşüş fiyatları yukarı yönlü destekleyerek 63 dolar ile son iki ayın zirvesine çıkmasına neden olmuştur. Petrol fiyatlarının ay içindeki gelişimi incelendiğinde, fiyatların Ekim ayı başından beri içinde yer aldığı 57-63 dolar aralığını uzun süreli olarak kıramadığı görülmektedir. Arz/talep dengesi ve fiyatları baskı altında tutan gelişmelere bakıldığında, normal koşullarda fiyatların kısa vadede 55-65 dolar aralığında hareket edeceği, talebin yoğun olduğu kuzey yarımkürede kış aylarının soğuk geçmesi durumunda ise fiyatların 65 doların üstüne çıkabileceği tahmin edilmektedir. Fiyatların OPEC için tolare edilebilir seviye olan 55-60

dolar/varil seviyesinin altına inmesi durumunda ise OPEC'in Aralık ayındaki toplantıda ek tedbirler alması, ancak bu arz kısıntısının fiyatlar üzerinde belirleyici olmaması beklenmektedir.

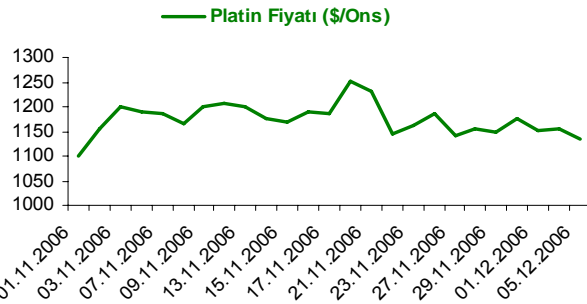
▪ Altın



Kaynak: Reuters

Kongre seçimleri öncesinde yatırımcıların kâr realizasyonuna gitmesiyle bir süre dalgalı bir seyir izleyerek gerilemiş, Çin Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini çeşitlendirileceği açıklaması ve buna bağlı olarak da dolarda yaşanan değer kaybının ardından 636,50 ons/dolar seviyesine yükselmiştir. Ay sonuna doğru petrol fiyatlarındaki yükseliş ve ABD'de ekonomik yavaşlama endişelerinin yeniden ağırlık kazanması altın fiyatlarını ons başına 648 doların üstüne taşıyarak son üç ayın zirvesine yükseltmiştir. Önümüzdeki günlerde, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve doların değer kaybının devam etmesi halinde altın fiyatlarının 650 dolar/ons seviyesine kadar yükselmesi beklenmektedir.

Bir süredir düşüş eğiliminde olan altın fiyatları, mevsimsel olarak fiziki talebin arttığı bir döneme girilmesi ve enflasyonist baskıların varlığını koruması nedeniyle bu ay genel olarak yükselme eğiliminde olmuştur. Ay başında ABD'de açıklanan verilerin ekonominin yavaşladığını göstermesi ve Fed'in faiz indirimine başlayabileceği beklentisinin doların diğer para birimleri karşısında değer kaybına yol açması, Ekim ayı sonunda 606 dolar/ons seviyesinde olan altın fiyatlarını 624 dolar/ons seviyesine taşımıştır. Fiyatlar iki ayın en yüksek seviyelerine yakın seyrederken, ABD

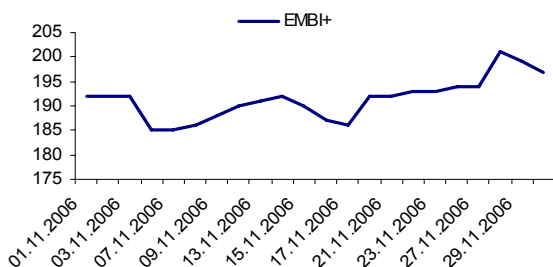


Kaynak: Reuters

Bu ay emtia piyasasında en çok değerlendirilen kıymetli metal, vadeli piyasalarda çok fazla likiditesi olmayan platin olmuştur. Platin bazlı bir fonun kurulacağı söylentileri, platin fiyatlarının uzun süreden sonra yeni rekorlar yaşamasına neden olurken, yılbaşından bu yana % 40 artan platin fiyatları ay içinde 1.382 dolar/ons seviyesine kadar yükselmiştir. Yaşanan yükselişte, yılbaşı öncesinde mücevher üreticilerinin talebinin artması etkili olmuştur.

► Uluslararası Menkul Kıymet Piyasaları

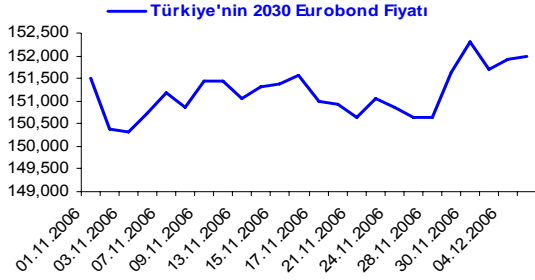
ABD Hazine Tahvilleri'nin Kasım ayının ilk yarısında büyük ölçüde ABD Kongre seçimlerinin etkisi altında kaldığı görülürken, Fed'in faiz politikasıyla ilgili beklentiler tahvillere olan talebin artmasına neden olmuştur. Zira, bu ay, Fed'in 2007'nin ilk yarısında faiz indirimine gideceği beklentisi ağırlık kazanmıştır. Ay başında, Kongre seçimlerini muhalefette bulunan Demokrat Parti'nin kazanacağı yönündeki kaygıların getirdiği satışlarla 4,60'lara çıkan ABD 10 yıllık Hazine Tahvili'nin getirisi, Fed'in faiz indirimine gideceği beklentisinin etkisiyle 4,44'e kadar gerilemiştir.



Kaynak: Reuters

Kasım ayı başında ABD ekonomisine yönelik yavaşlama kaygılarının ABD işsizlik oranlarındaki beklenmedik düşüşle birlikte azalması, gelişmekte olan piyasa tahvillerinin risk primlerini düşürerek, bu tahvillere olan talebi artırmıştır. Bu çerçevede EMBI+ endeksi 185'e kadar gerilerken hem Brezilya'nın 2040 vadeli tahvili hem de Türkiye'nin 2030 vadeli tahvili iyi performans gösteren tahviller içinde yer almıştır. Global likidite koşullarının olumlu olmasının etkisiyle gelişmekte olan ülke tahvilleri değer kazanmaya devam ederken, Çin'in

rezerv çeşitlendirmesine gideceğini açıklaması ve petrol fiyatlarındaki düşüş gelişmekte olan ülke tahvillerini olumsuz etkilemiş, ayın ilk haftasında gerileyen EMBI+ spreadi 192 puana yükselmiştir. Sonraki dönemde beklentilerin altında açıklanan ABD enflasyon verilerinin Fed'in faiz oranlarını gelecek yıldan itibaren indireceği yönündeki beklentileri artırmasıyla risk spreadleri daralmış ancak, petrol fiyatlarındaki düşüş, Ekvator ve Venezuela'da yapılan seçimler öncesinde oluşan siyasi belirsizlik Latin Amerika ülkeleri önderliğinde tüm gelişmekte olan ülkelerin risk algılamasını yeniden artırmıştır. Kasım ayı sonu itibarıyla gelişmekte olan ülke tahvilleri, ABD faiz oranlarının düşmesi beklentisiyle prim yapan ABD Hazine Tahvilleri'ne paralel olarak yükselmiştir.



Kaynak: Reuters

Türkiye'nin 2030 vadeli tahvili ay içinde dış dinamiklerin yanısıra genel olarak AB tarafında yaşanan gelişmelere göre hareket etmiştir. Ayın ilk haftasında AB dönem başkanı Finlandiya ve Kıbrıs Rum tarafı ile yapılacak Kıbrıs toplantısının ertelenmesi ve ardından AB İlerleme Raporu'nun beklentiler doğrultusunda gelmesiyle söz konusu tahvilin fiyatı bir miktar gerilemekle birlikte, uluslararası piyasalarda Türkiye'ye yönelik talebin halen canlı olduğu görülmüştür. Avrupa Birliği ile ilgili bu gelişmelere bağlı olarak son dönemde diğer gelişmekte olan ülkelerin eurobondlarına göre daha zayıf bir görünüm sergileyen Türk eurobondlarının

tekrar Brezilya, Arjantin ve Meksika gibi ülkelerin eurobondlarına paralel bir trende gireceği tahmin edilmektedir.

► Dünya Borsaları

	01.11.2006	01.12.2006	(%) Değişim
AVRUPA			
Cac-40 (Fransa)	5.370	5.254	-2,16
Dax (Almanya)	6.291	6.241	-0,79
FTSE-100 (İngiltere)	6.149	6.021	-2,08
AMERİKA			
Nasdaq (ABD)	2.353	2.413	2,55
Dow Jones (ABD)	12.032	12.194	1,35
Bovespa (Brezilya)	39.812	41.327	3,81
Merval (Arjantin)	1.790	1.929	7,77
ASYA			
Nikkei (Japonya)	16.375	16.321	-0,33
Shanghai (Çin)	2.206	2.208	0,09

Kaynak: Financial Times, Reuters

ABD borsaları endeksleri Kasım ayında genel bir yükseliş eğilimi sergilerken, Avrupa ve Asya borsalarında düşüşlerin ağırlıkta olduğu görülmüştür. Gelişmiş ülke borsalarının farklı yönlerde hareket etmelerinin başlıca nedeni, ABD ve Euro Bölgesi faiz oranları arasındaki farkın giderek azalacağı beklentisinin bu ay daha da artmış olmasıdır. ABD borsaları, ekonomideki yavaşlamaya paralel olarak Fed'in 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren faiz indirimine gideceği beklentisiyle yükselmiş, Avrupa borsaları ise ECB'nin 2007'de de faiz artırımına devam edeceği beklentisiyle düşüş eğilimi sergilemiştir. Japonya'da ise borsa endeksinin zaman zaman ABD borsalarına paralel olarak artış göstermekle birlikte, Japon Yeni'nin Dolar karşısında değer kazanmasının ihracatçı şirketlerin karlılığını olumsuz etkileyeceği endişesiyle ay ortasından

itibaren düşüş göstermiştir. Petrol fiyatlarının bu ay daha çok yatay bir seyir izlemesi borsalara olumlu yansımıştır.

Kasım ayı gelişmekte olan ülke borsaları için de pozitif seyrin devam ettiği bir ay olmuştur. Brezilya, Arjantin ve Rusya borsaları Mayıs 2006 tarihindeki zirve noktalarına ulaşırken, Meksika borsası zirve noktasını çoktan aşmıştır. Kasım ayı içinde emtia ve petrol fiyatlarındaki gerilemenin Brezilya borsası üzerinde yarattığı olumsuz etki, S&P'un Brezilya'nın uzun vadeli kredi notu görünümünü durağandan pozitifte yükseltmesiyle olumluya dönmüş ve bu gelişme bütün Latin Amerika borsalarını yukarı yönlü desteklemiştir. Ay ortasında, ABD borsalarında yaşanan düşüşler, gelişmekte olan ülke borsalarında da kar realizasyonlarının yaşanmasına neden olmuş, fakat bu satışların ardından toparlanma süreci uzun sürmemiştir. Gelişmiş ülkelerin faiz politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisinin geçici de azaldığı görünümle birlikte, önümüzdeki dönem Japonya Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası'ndan gelecek haberlerin piyasalar üzerinde belirleyici olması beklenmektedir.

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Ekonomik Görünüm Raporu

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nün (OECD) yılda iki kez yayınladığı Ekonomik Görünüm raporuna genel olarak ılımlı bir bakış açısının hakim olduğu görülmektedir. Raporda global ekonomiye yönelik olarak yapılan belli başlı tespitler şöyle olmuştur:

- Global büyümede önümüzdeki dönem büyük bir yavaşlama yaşanmayacak, daha çok OECD ülkeleri çapında bir dengelenme yaşanacaktır.
- Global ticarete dengesizliklerinin azalmaya başladığı gösteren önemli işaretler mevcuttur.
- Global ekonominin motoru olan ABD ekonomisi hız kaybetmektedir ancak Avrupa'nın yeniden güç kazanması ve Asya'daki canlanma dünya ekonomisinin 2000 yılında yaşadığı gibi bir raydan çıkışı engelleyeceği düşünülmektedir.
- Son zamanlarda Euronun dolar karşısında değer kazanmasının Euro Bölgesindeki büyüme üzerinde hafif bir etki yaratabileceği, ancak bölgedeki ekonomik iyileşmeyi yolundan saptırmayacağı düşünülmektedir. Öte yandan ABD dolarının aşırı değer kaybetmesi ABD'de faiz oranları artışlarını tetikleyebileceği gibi, uzun vadede global büyümenin zarar görmesine de yol açabilecektir.

OECD Tahminleri				
	Büyüme		Enflasyon	
	2007	2008	2007	2008
OECD (30 üye ülke toplam)	2,5	2,7	2,2	2,1
ABD	2,4	2,7	2,6	2,6
Euro Bölgesi	2,2	2,3	2,0	2,0
Japonya	2,0	2,0	0,2	0,6
Çin	10,3	10,7	1,8	2,0
Rusya	6,0	5,5	8,5	7,2
Brezilya	3,8	4,0	3,8	3,6
Türkiye	5,3	6,3	7,9	5,7

OECD üye 30 ülkenin ekonomisinin değerlendirdiği raporda, ABD ekonomisine yönelik 2006 büyüme tahminini %3,6'dan %3,3'e çekerken, Euro Bölgesi için %2,6'ya yükseltmiştir. ABD ekonomisinin büyüme tahminlerinin düşürülme gerekçesi olarak, yüksek faiz oranları, petrol fiyatlarının daraltıcı etkisi ve konut sektöründeki yavaşlama gösterilmiştir.

Raporda ABD ile ilgili yapılan değerlendirmede, ABD ekonomisinin son yıllarda gösterdiği hızlı büyümenin yavaşladığı, özellikle emlak sektöründe keskin bir yavaşlama meydana geldiği, fakat

ekonomideki bu düzeltme hareketinin daha sağlıklı bir büyümeye yol açacağı tahmin edildiği belirtilmiştir. Çekirdek enflasyondaki artışın, enerji fiyatlarındaki artışların diğer mal ve hizmetlere yansımından kaynaklandığı, enerji fiyatlarından kaynaklanan bu etki dışarıda bırakıldığında, enflasyonist baskıların hafiflediğinin görüldüğü ifade edilmiştir. Raporda, çekirdek enflasyonun mevcut seviyesinin yüksek olmasının, para politikası üzerinde sınırlayıcı bir etki yaptığı, çekirdek enflasyonda belirgin bir azalma görülmesi halinde faiz oranlarında indirimle gidilmesinin mümkün olacağı ifade edilmiştir. ABD bütçe açığında düşüş görülmekle birlikte, önümüzdeki dönem GSYİH'nin %2'si dolayında kalacağı tahmin edilmiştir.

Euro Bölgesi'nde uzun zamandan sonra gerçek bir canlanmanın başladığı belirtilen raporda, bu yıl Avrupa'nın eski gücüne kavuşmasının global talebin ve üretimin yeniden dengelenmesine katkı sağlayacağı belirtilmiş, böylelikle ABD ekonomisindeki yavaşlamanın, eskiden olsa sorun yaratacak etkisinin azalacağı altı çizilmiştir. OECD 2007 yılı içerisinde ABD'de faiz oranlarının değişmeyeceğini öngörürken, buna karşılık Euro Bölgesi'nde faiz oranlarının 2006 sonuna kadar % 3,5'e çıkacağını, 2007 ortasına kadar çeyrek puan ve 2008 başında yine bir çeyrek puan yükselerek, % 4,0'e ulaşacağını öngörmüştür. Raporda, 2005 yılında %1,5'in altında kalan Euro Bölgesi büyüme oranının 2006'da hızlanarak %2,6'ya çıkacağı tahmin edilmiştir. Büyüme performansındaki bu gelişimin başlıca kaynakları olarak ise ihracat, yatırımlar ve tüketim gösterilmiştir.

Raporda, Japonya'da savaş sonrası dönemin en uzun süreli ekonomik canlanmasının yaşandığı, mevcut canlanmanın özel kesimin iç talebine bağlı bir hale geldiği belirtilmiştir. Karlılık artışına bağlı olarak yatırım ve özel tüketimin artacağı, buna bağlı olarak büyümenin 2007-2008 döneminde yaklaşık %2 oranında gerçekleşeceği, enflasyonda ise kademeli bir artış yaşanacağı öngörülmüştür. Raporda, Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ), enflasyon kesin bir şekilde pozitif bir hale gelmeden ve deflasyon riskleri tamamen ortadan kalkmadan faiz artırımına gitmemesi gerektiği, fiyat istikrarı hedefinin %0'dan %2'ye çıkarılmasının daha uygun olacağı belirtilmiştir. Japonya'nın 2007'nin üçüncü çeyreğine dek faiz oranlarını %0,25 seviyesinde tutacağı, daha sonra altı ayda bir çeyrek puan artışla faiz oranlarını 2008 yıl sonuna doğru %1 seviyesine çıkaracağı tahmin edilmiştir. Hükümetin daha detaylı bir orta vadeli mali plan ortaya koyarak, bu plan ve yıllık bütçe arasında bir bağlantı kurması gerektiği ifade edilen raporda ayrıca, yaşanmakta olan nüfus da göz önünde bulundurularak, büyümenin sürekliliği için yapısal reformların artırılması gerektiği vurgulanmıştır.

Ekonomik Görünüm raporunda, Çin, Hindistan ve Rusya gibi hızla büyüyen gelişmekte olan ekonomilerin sağlıklı bir şekilde ilerlemeye devam edeceği belirtilirken, Çin ekonomisinin güçlü ekonomik büyümesini

sürdürerek 2007 ve 2008 yıllarında %10 civarında büyüyeceği öngörülmüştür. Raporunda ayrıca Çin'in ekonomide aşırı ısınma riskini azaltması ve sürdürülemez düzeydeki yüksek cari işlemler fazlasının düşürülmesi için para birimi yuanın değerlendirilmesine izin vermesi gerektiğinin altı çizilmiş, vergi reformu yapılmasının uzun vadeli büyüme sağlanması için gerekli olduğu belirtilmiştir.

Söz konusu raporda Latin Amerika'nın en büyük ekonomisi olan Brezilya'nın sürdürülebilir büyüme için gerekli zemini oluşturduğu, ancak ekonomik büyümenin bulunduğu ılımlı seviyelerden daha öteye taşınması için geniş mali reformlar yapılması gerektiği vurgulanmıştır. OECD, Brezilya açısından kritik darboğazın, yüksek vergi yükü ve faiz oranları ile zayıf yatırım altyapısı olduğunu belirterek, bunların çözümünü sağlayacak mali reformlar yapılması gerektiğini belirtmiş, diğer ülkelere kıyasla yüksek seviyede olan vergi yükünün büyümeyi olumsuz etkilediğini ifade etmiştir. Güçlü dış ticaret yapısı, esnek ekonomik büyüme, azalan borç seviyesi, artan döviz rezervlerine bağlı olarak Brezilya ekonomisindeki toparlanma eğiliminin önümüzdeki yılda süreceği öngörülmektedir.

Raporunda Rusya'da ekonomik büyümenin tüketim ve yatırım artışına bağlı olarak artmaya devam edeceği belirtilmiştir. Para arzındaki artışa rağmen, rubleye olan güvenin artmasının para talebini de arttırmasıyla, enflasyonun düşeceği öngörülmüştür. Ancak kamu harcamalarında 2007 yılında planlanan artış nedeniyle enflasyonist baskıların kademeli olarak yavaşlayabileceği ifade edilmiştir. Raporunda ayrıca, mali disiplinin döviz kurundaki artış hızını sınırlayarak enflasyonun düşmesinde önemli rol oynadığı vurgulanmış, ancak mali disiplinde görülmeye başlanan gevşemenin 2007'de devam etmesinin endişe verici olduğu belirtilmiştir. Bütçe ve istikrar fonunun yasal altyapısının sağlamlaştırılmasına yönelik sarf edilen çabaların uzun vadede mali disiplinin sağlanmasına yardımcı olacağı söylenmiştir.

Raporunun Türkiye bölümünde, özellikle TCMB'nin bağımsızlığının güçlendirilmesi ve cari açığın düşürülmesi için ilave yapısal reformlara gerek olduğu vurgusu yapılmıştır. Cari açığın rekor seviyeye ulaşarak, GSMH'nin yaklaşık % 8'ine ulaşmasının beklendiği belirtilen raporda, söz konusu açığın giderek artan özel borçlar ve doğrudan yabancı yatırımlarla karşılanmaya çalışıldığı ifade edilmiştir. OECD raporda, GSMH'nin Türkiye'de güçlü bir biçimde büyümesinin beklendiğine işaret ederken, bazı risklerin de devam ettiği uyarısında bulunmuştur. Raporunda ayrıca, güçlü mali disiplinin para politikasının itibarı için büyük önem taşıdığı belirtilmiş, şeffaflık ve mali kurumların kalitesinin artırılması için uluslararası muhasebe standartlarına geçilmesi ve harcama hedeflerinin bir yıl için değil daha uzun vadeli yapılması gerektiği söylenmiştir.

Raporunda Türkiye ekonomisine yönelik olarak yapılan öngörüler şöyledir:

Raporunda 2007 yılında gerilemesi öngörülen özel tüketim harcamalarının 2008 yılında yeniden artışa geçeceği, özel tüketimin 2006'da bir önceki yıla göre %5,2, gelecek yıl %3,5, 2008'de ise %5,8 oranında artacağı tahmin edilmiştir.

OECD raporunda, 2004 ve 2005 yıllarında düşük oranlı (sırasıyla %0,5 ve 2,4) artış gösteren kamu harcamalarının, 2006 yılında %12,6 gibi yüksek artış göstereceği, ancak 2007 ve 2008 yıllarında artış hızının tekrar gerileyeceği öngörülmüştür.

OECD, 2006'da %7,5'lik artış öngördüğü iç talepte, 2007'de %4,9, 2008'de ise %6,4 artış beklemektedir.

OECD raporunda 2004 ve 2005 yıllarında yüksek gerçekleşen ihracat artış hızının 2006 yılında yavaşlaması ve sonraki yıllarda ise tekrar artacağı öngörülmüştür. Buna ek olarak, 2008 yılında ihracatın ithalattan daha hızlı artacağı tahmin edilmiştir. Raporunda bu yıl mal ve hizmet ithalatında % 9, gelecek yıl % 8,3, 2008'de ise %9,2 oranında artış olacağı tahmin edilmiştir. 2007 ve 2008 yıllarında ihracat artışının ithalatın üzerinde seyretmesiyle net ihracatın GSYİH üzerindeki negatif etkisinin gerileyerek 2007 yılında %0,5, 2008 yılında ise %0,1 olacağı öngörülmüş, böylece ihracat ithalat arasındaki farkın giderek kapanacağı belirtilmiştir.

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'daki artış bu yıl için %6,1, gelecek yıl için %5,3, 2008 için ise %6,3 olarak öngörüldükçe, enflasyon 2006 için %9,6, 2007 için %7,9, 2008 için ise %5,7 olarak tahmin edilmiştir.

İşsizlik oranı ise 2006'da %10,1, gelecek yıl %9,8, 2008'de ise %9,5 olarak öngörülmüştür.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2004	2005	En Son Yayımlanan	2006 HEDEF	
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	430.511	487.202	132.652 (2006 II. Çeyrek)	536.259	
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar Dolar)	300.6	361.5	91.5 (2006 II. Çeyrek)	364.9	
Kişi Başına GSYİH (Dolar)	4.187	5.016		4.981	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	8,9	7,4	7,5 (2006 II. Çeyrek)	5,0	
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değişim Oranı (%)	9,9	5,3	4,0 (Eylül-2006)		
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81,5	80,3	82,5 (Ekim-2006)		
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,3	9,1 (Ağustos-2006)	10,0	
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	9,32	7,72	9,86 (Kasım 2006)	5,0	
ÜFE (Yıllık % Değişim)	13,84	2,66	11,67 (Kasım 2006)		
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)					
M1	28.793	41.759	42.514 (17.11.2006)		
M2	108.539	153.146	180.740 (17.11.2006)		
M2Y	184.404	229.587	277.785 (17.11.2006)		
Emisyon	13.465	19.612	22.591 (01.12.2006)		
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	36.006	48.320	58.491 (24.11.2006)		
Döviz Kuru					
Dolar/YTL	1.3427	1.3483	1.4524 (06.12.2006)		
Euro/YTL	1.8321	1.5952	1.9349 (06.12.2006)		
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.7534	2.5766	2.9423 (06.12.2006)		
Euro/Dolar	1.3645	1.1831	1.3322 (06.12.2006)		
Dolar/Yen	102.49	117.49	114.71 (06.12.2006)		
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	140.60	171.20	161.0 (Kasım 2006)		
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	18,00	13,50	17,50 (21.07.2006)		
TRILIBOR O/N	20,18	15,08	17,7563 (06.12.2006)		
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-15.543	-22.852	-25.334 (Ocak – Eylül)	-22.000	
İthalat	97.540	116.048	112.321 (Ocak – Ekim)	124.400	
İhracat	63.167	73.122	67.819 (Ocak – Ekim)	79.000	
Dış Ticaret Açığı	-34.373	-42.926	-44.502 (Ocak – Ekim)	-45.400	
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)					
Bütçe Gelirleri	110.720	134.819	140.549 (Ocak – Ekim)	163.041	
Bütçe Giderleri	141.020	144.562	144.336 (Ocak – Ekim)	172.244	
Bütçe Açığı	-30.300	-9.743	-3.787 (Ocak – Ekim)	-9.203	
Faiz Dışı Fazla	26.188	35.936	37.014 (Ocak – Ekim)	37.057	
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku (milyar YTL)	224.5	244.8	250.9 (Ekim-2006)		
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (milyar YTL)	92.0	86.8	95.6 (Ekim-2006)		
Kamu Net Borç Stoku	272.2	271.5	261.8 (2006 II. Çeyrek)		
İMKB					
İMKB-100	24.971	39.777	38.163 (05.12.2006)		

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
(Milyon YTL)	2004	2005	Ağu.06	Eyl.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	446.240	460.970
Nakit Rezervler	32.867	46.751	41.468	47.966
Krediler	99.396	149.937	196.001	199.958
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	154.560	157.594
Mevduat	191.065	243.121	277.382	284.584
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	113.539	120.167
Özkaynaklar	45.975	53.733	55.319	56.219
Net Dönem Karı	6.337	5.711	7.552	8.448
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	70,7	70,3
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58,8	55,7	55,4
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	13,7	15,0
Aktif Karlılık	2,0	1,4	1,7	1,8
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	20,5	20,5

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	438,00	513,70	644,40	(05.12.2006)
Petrol (Varil) \$	40,40	58,70	62,70	(05.12.2006)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2.448	(05.12.2006)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	12.283	(05.12.2006)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	16.265	(05.12.2006)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	6.295	(05.12.2006)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	42.654	(05.12.2006)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.957	(05.12.2006)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	4.4462	(05.12.2006)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7.325	(05.12.2006)

Ekonomik Araştırmalar Birimi

Hülya Yılmaz	Müdür Yardımcısı	hulya.yilmaz@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 84
Rukiye Alçıkaya	Uzman	rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 87
Nazan Kılıç	Uzman	nazan.kilic@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 89
Ümit Ünsal	Uzman Yardımcısı	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 86
Bilge Özalp	Uzman Yardımcısı	bilge.ozalp@vakifbank.com.tr	0312 –455 84 88
Şahin Şakir Önder	Uzman Yardımcısı	sahinsakir.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.