

EKONOMİK GÖRÜNÜM

MART 2007

✓ **Şubat ayında TÜFE gıda fiyatlarındaki artışın etkisiyle %0.43 yükseldi**

Şubat ayında Tüketici Fiyatları Endeksi bir önceki aya göre %0.43, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) ise %0.95 arttı. Böylece, Şubat ayı sonu itibariyle yıllık enflasyon TÜFE’de %10.16 olurken, ÜFE’de %10.13 olarak gerçekleşti.

✓ **Para Politikası Kurulu (PPK) politika faizlerini %17.50’de sabit tuttu**

Para Politikası Kurulu’nun (PPK) 15 Şubat tarihinde yaptığı toplantıda Temmuz ayındaki 25 baz puanlık faiz artırımının ardından yedinci toplantıda da gecelik borçlanma faizini %17.50, borç verme faizini ise %22.50 düzeyinde sabit tuttu.

✓ **Analiz: Piyasa faizleri neden fonlama maliyetinin altına iner?**

Piyasa faizlerinin fonlama maliyetinin altına inmesi irrasyonel bir davranış sonucu oluşmuş gibi görünse de, bu durum bugünkü yatırımın alternatif maliyeti olarak ifade ettiğimiz %19.12’lik maliyetin, önümüzdeki bir yıl boyunca politika faizlerinin %17.50’de sabit kalacağı örtük varsayımı altında hesaplanmasından kaynaklanmaktadır.

✓ **Bütçe açığı Ocak ayında 6.1 milyar YTL olarak gerçekleşti**

2006 yılında gösterilen olumlu bütçe performansının ardından, bütçenin 2007 yılının ilk ayında 6.1 milyar YTL açık vermesi ,maliye politikasına ilişkin kaygıların artmasına neden olmuştur.

✓ **Cari işlemler açığı 2006 yılında beklentilerin biraz altında gerçekleşti**

Son aylarda çeşitli hesaplarda yapılan revizyonlar, Aralık ayında dış ticaret açığındaki gerileme ve turizm gelirlerindeki artış, cari işlemler açığının 2006 yılında beklentilerin bir miktar altında gerçekleşmesini sağladı. 2006 yılında cari işlemler açığı 2006 yılına göre %37.2 oranında artarak 31.3 milyar dolara yükseldi.

✓ **İhracat güçlü seyrini devam ettiriyor**

Aralık ayında gerileyen dış ticaret açığı, Ocak ayında %4.3’lük sınırlı bir artış göstererek 3.1 milyar dolar olarak gerçekleşti. Söz konusu ayda ihracat %26.5 artarak güçlü seyrini devam ettirirken, ithalatta 2006 yılının son ayında görülen gerileme son bularak %18.3 artış yaşandı.

✓ **Analiz: Merkez Bankası Döviz Piyasalarına Ne Zaman Müdahale Eder? Kurlardaki Oynaklığa Bakarak Değerlendirme**

Merkez Bankası döviz piyasalarına neden müdahalede bulunur? İki haftalık standart sapmalarla ölçülen oynaklık Merkez Bankası’nın döviz piyasalarına olası bir müdahalesi hakkında fikir verebilir mi?

✓ **Üretim ve talebe ilişkin gelişmeler**

Üretim ve talebe ilişkin göstergeler büyüme sürecinde bir yavaşlamaya işaret ederken, ihracat artışının sürmesi, yavaşlamanın durgunluk boyutunu sınırlıyor.

✓ **Global piyasalarda Çin ve ABD kaynaklı gelişmelere bağlı olarak sert bir düzeltme hareketi yaşanırken, Japon Yeni’nin değer kazanması “carry trade” işlemlerinin devam edip etmeyeceği sorusunu gündeme getirdi**

Çin hükümetinin piyasalarda spekülatif işlemleri azaltmak için önlemler alacağına yönelik açıklamalar yapması Çin borsalarında sert bir düşüş yaşanmasına neden olurken, bu gelişmelere ek olarak, ABD verilerinin ülkenin durgunluğa, hatta stagfasyona gireceği endişesini artırması, tüm dünyada borsa endekslerinin önemli oranda gerilemesine yol açtı. Bu arada Japon Yeni’nin değer kazanması, gelişmekte olan ülkelere fon akımlarının devam edip etmeyeceği tartışmalarına neden oldu.

Şubat ayında TÜFE gıda fiyatlarındaki artışın etkisiyle %0.43 yükseldi

% Değişim (2003=100)	TÜFE Şubat.2007	ÜFE Şubat.2007
Bir önceki aya göre	0.43	0.95
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	1.44	0.89
Bir önceki yılın aynı ayına göre	10.16	10.13
On iki aylık ortalamalara göre	9.92	10.08

Kaynak:TÜİK

Şubat ayında Tüketici Fiyatları Endeksi bir önceki aya göre %0.43, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) ise %0.95 artmıştır. Böylece, Şubat ayı sonu itibariyle yıllık enflasyon TÜFE’de %10.16 olurken, ÜFE’de %10.13 olarak gerçekleşmiştir.

Ocak 2007’de Ana Harcama Gruplarının Enflasyona Yaklaşık Katkıları

	Aylık Değişime	Yıllık Değişime
Gıda ve alkolsüz içecekler	0.46	3.90
Alkollü içecekler ve tütün	0.13	0.15
Giyim ve ayakkabı	-0.51	0.11
Konut	0.08	2.18
Ev eşyası	0.05	0.69
Sağlık	0.01	0.21
Ulaştırma	0.08	1.05
Haberleşme	0.00	0.06
Eğlence ve kültür	-0.02	0.32
Eğitim	0.00	0.17
Lokanta ve oteller	0.04	0.83
Çeşitli mal ve hizmetler	0.05	0.49

Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır

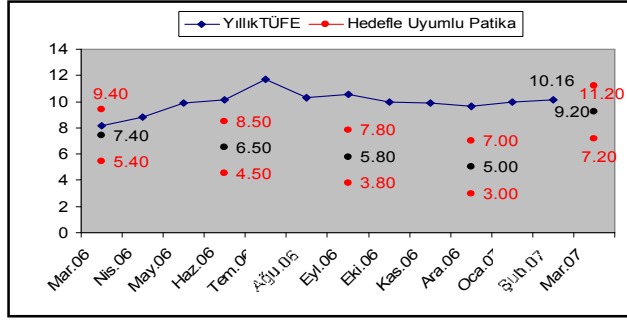
TÜFE gerçekleştirmeleri endeksi oluşturan ana harcama gruplarındaki fiyat gelişmelerine göre değerlendirildiğinde, gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubu fiyat artışlarının aylık ve yıllık enflasyonda en belirleyici unsur olduğu dikkat çekmektedir. Bu ana harcama grubu ortalama fiyatları Ocak ayı sonu itibariyle bir önceki aya göre %1.6, bir önceki yılın aynı ayına göre ise %13.7 oranında artış göstererek aylık ve yıllık enflasyona sırasıyla 0.46 ve 3.90 puan katkıda bulunmuştur. Büyük ölçüde arz koşullarına bağlı bu ana harcama grubunun yıllık enflasyona yaptığı katkı geçen yılın aynı döneminde 1.84 puan olmuştur. Dolayısıyla, bu sektörün enflasyona yaptığı katkı bir yıl öncesine göre belirgin şekilde artış göstermiştir. Söz konusu sektörde önümüzdeki aylarda mevsimsel etkilerle fiyatlarda bir gerileme yaşanacağı genel bir eğilim olsa da, yılın ilk aylarında beklentilerin üzerinde yüksek oranlı artışlar görülmüş olması, bu sektörün enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin azalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle sektördeki fiyat gelişmeleri önümüzdeki dönemde de enflasyon açısından risk unsuru olmaya devam edecektir.

Şubat’ta TÜFE’deki artışa önemli katkı yapan bir diğer ana harcama grubu ise alkollü içecekler ve tütün alt grubu olmuştur. Vergi artışları nedeniyle fiyat düzenlemelerinin görüldüğü bu grupta bir önceki aya göre %2.51’lik fiyat artışı görülmüş ve bu artış aylık enflasyona yaklaşık 0.13 puan katkıda bulunmuştur. Vergi artışlarından kaynaklanan bu etkinin Mart ayı enflasyonu üzerinde de etkili olması beklenmektedir. Söz konusu etki geçici nitelikte olmakla birlikte, önümüzdeki dönemde de telefon ücretlerinde yaşanan artış gibi, benzer nedenlerden kaynaklanan fiyat artışlarının enflasyon üzerinde olumsuz etkiler yapması söz konusu olabilecektir.

Giyim ve ayakkabı ana harcama grubunda indirimlerinden kaynaklanan fiyat değişimleri ise Ocak ayından sonra Şubat ayında da TÜFE’deki artış önemli ölçüde sınırlamıştır. Aylık TÜFE artışına yaklaşık -0.51 puan katkı yapan bu ana harcama grubunun yıllık enflasyona katkısı yaklaşık 0.11 olarak gerçekleşmiştir. Şubat ayının tersine Nisan ve Mayıs aylarında yeni sezon ürünlerinin etkisiyle bu sektörde yüksek oranlı artışlar görülebilecektir.

Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden, işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan “B” endeksindeki aylık değişimin %0.13, olması Şubat ayında enflasyon üzerinde gıda kaynaklı baskıyı göstermektedir. Son dönemde Merkez Bankası’nın dikkatle izlediği özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden “H¹” endeksinde Şubat ayında %0.11’lik gerileme meydana gelmiştir. Bu endekste yıllık artış oranı ise %9.29 olarak gerçekleşmiştir. Endeksin yıllık artış hızında son aylarda görülen yavaşlama, Şubat ayında itibariyle kesintiye uğramıştır. Ancak, söz konusu gelişmenin geçen yılın aynı döneminde enflasyonun düşük gerçekleşmesinin yarattığı baz etkisinden kaynaklandığı, endeksin yıllık artış hızındaki genel eğilimin aşağı doğru olduğu düşünülmektedir. Bu durum enflasyon görünümü açısından olumlu bir gelişmeye işaret etmektedir.

¹ İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri ile altın hariç hesaplanan özel kapsamlı TÜFE.



Yıllık TÜFE enflasyonunda Merkez Bankası'nın kontrolü dışında olan faktörlerden kaynaklanan etkiler göz önüne alındığında, enflasyonu oluşturan ve para politikasının etki alanında olan fiyat gelişmelerinde görece bir iyileşme olduğu söylenebilir. Ancak, mevcut koşullarda olumsuz hava koşulları nedeniyle ortaya çıkan arz kaynaklı fiyat baskıları ve yurtdışı kaynaklı etkiler gibi orta vadeli enflasyon hedeflerinin ulaşılabilirliğini zorlaştıran gelişmeler yaşanmaktadır. Bunun yanı sıra, para politikasının etkili olduğu fiyat

dinamiklerinde de politikanın yapısından kaynaklanan gecikmeler nedeniyle belirsizlikler ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, hizmet sektörü fiyatlarındaki katılık ve maliye politikasının enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin önümüzdeki yıllara göre azalması olasılığı göz önüne alındığında, hedeflerin ulaşılabilirliği daha da güçleşmektedir. Enflasyona ilişkin bu görünüm, para politikası uygulamasında temkinli duruşun sürdürülmesi gereğini ortaya çıkarmaktadır.

Tütün ürünleri ve haberleşme fiyatlarındaki artışlar, döviz kurlarında meydana gelen yükseliş, artan petrol fiyatlarının ve olumsuz hava koşullarının devam edebilecek olması nedeniyle Mart ayında enflasyonun geçen yılki %0.27'lik değerinin belirgin biçimde üzerinde kalması olasılığı söz konusudur. Söz konusu etkiler dikkate alındığında Mart ayı itibarıyla yıllık enflasyonun $\pm 2\%$ 7.20'lik hedef patikanın üst sınırına yakın, ancak patika içerisinde kalması beklenmektedir.

Şubat Ayı'nda ÜFE'deki % Değişim			
Sektörler	Sektör Ağırlıkları	Bir önceki aya göre değişim	Yıllık Değişim
GENEL	100	0.95	10.13
Tarım	18.17	1.98	3.84
Sanayi	81.83	0.71	11.68
<i>Madencilik</i>	1.49	-1.86	9.97
<i>İmalat</i>	74.49	1.38	9.89
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	5.85	2.06	18.32

Kaynak: DİE

ÜFE'de son dönemde devam eden hızlı gerileme süreci Şubat ayında son bulmuş ve endeks bir önceki aya göre %0.95 artış göstermiştir. Endekste ki yıllık artış oranı ise %10.13 olarak gerçekleşmiştir.

ÜFE endeksi içerisinde %18.17 ile sanayi sektörüne göre oldukça düşük bir paya sahip olan tarım sektörü fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar, Ocak ayının ardından Şubat ayında da bu

sektördeki fiyat gelişmelerini ÜFE açısından önemli hale getirmiştir. Tarım sektöründe Şubat ayında görülen %1.98'lik fiyat artışı genel endekste ki %0.95'lik artışa yaklaşık 0.36 puan katkı olarak yansımıştır. İmalat sanayi sektörü kaynaklı yüksek oranlı fiyat artışları ise sanayi sektörü fiyat gelişmelerinin aylık ÜFE artışına %0.59 puan katkıda bulunmasına neden olmuştur.

VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak, 2007 yılı TÜFE artış oranı tahminimiz %7'dir.

Para Politikası Kurulu (PPK) politika faizlerini %17.50'de sabit tuttu

TCMB O/N Faiz Oranları		
	Borç Alma	Borç Verme
02.01.2006	13.50	16.50*
28.04.2006	13.25	16.25
08.06.2006	15.00	18.00
26.06.2006	17.25	20.25
28.06.2006	17.25	22.25*
21.07.2006	17.50	22.50
*Teknik Düzenleme		
Kaynak:TCMB		

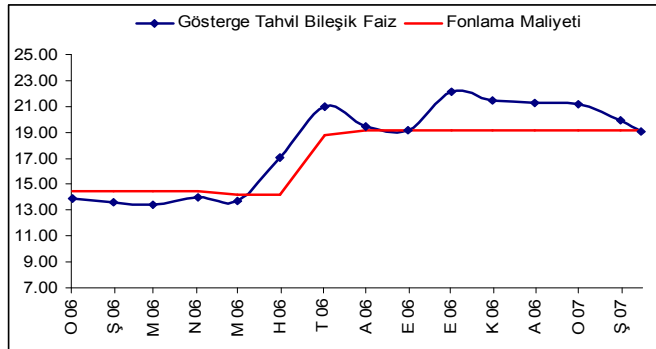
Para Politikası Kurulu (PPK) 15 Şubat tarihinde yaptığı toplantıda, orta vadeli enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmaması, hizmet fiyatlarına ilişkin riskler ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler nedeniyle, para politikasındaki sıkı duruşun sürdürülmesi gerektiği değerlendirilmesini yapmış ve kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmemesine karar vermiştir. Bu kararlar birlikte Merkez Bankası, Temmuz ayındaki 25 baz puanlık faiz artırımının ardından yedinci toplantıda da gecelik borçlanma faizini %17.50, borç verme faizini ise %22.50 düzeyinde sabit tutmuştur.

Karara ilişkin açıklamada, Ocak ayı enflasyonunun işlenmemiş gıda ürünlerindeki fiyat gelişmelerinin etkisiyle yüksek çıktığı ve açıklanan verilerin enflasyon raporunda belirtilen orta vadeli enflasyon görünümüyle tutarlı olduğu ifade edilmiştir. Açıklamalardan, enflasyonun geçici etkiler nedeniyle yükseldiğinin düşünüldüğü ve gelişmelerin gelecek dönem enflasyonuna ilişkin politika tepkisini gerektirecek nitelikte bir bilgi içermediği sonucuna ulaşıldığı görülmektedir.

27 Şubat'ta yayımlanan toplantıya ilişkin değerlendirme özetlerinde de temel olarak bu noktalara değinilmiştir. Enflasyon gerçekleştirmeleri ile ilgili yapılan değerlendirmede dikkat çeken bir nokta, özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden "H" endeksinin yıllık artış hızındaki yavaşlama eğiliminin belirginleştiğinin belirtilmesidir. Enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler, tütün ve altın fiyatları hariç hesaplanan bu endeks, Merkez Bankası tarafından enflasyonun genel eğilimi hakkında bilgi sahibi olmak için yakından takip edilmektedir. Dolayısıyla, endekse ilişkin yapılan bu değerlendirme enflasyon görünümünde kısmi bir iyileşmeye işaret etmektedir. Değerlendirmede ayrıca, toplam talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının ve orta vadeli enflasyon beklentilerindeki gerilemenin devam ettiği de ifade edilmiştir.

Yapılan açıklamada, enflasyon görünümüne ilişkin üç temel risk unsuruna da dikkat çekilmiştir. Bu unsurlardan ilki, enflasyonun aşağı inme konusunda beklenenden daha güçlü bir direnç göstermesi olasılığı, ikincisi, para politikasının gecikmeli etkilerine bağlı olarak ortaya çıkan belirsizlikler, üçüncüsü ise, uluslararası piyasalardaki risk iştahının azalmasıdır.

Piyasa faizleri neden fonlama maliyetinin altına iner?



Enflasyon raporunda çizilen orta vadeli enflasyon görünümü ile tutarlı faiz patikası yılın ilk dokuz ayında politika faizlerinin sabit tutulmasını öngörmektedir. Son faiz kararının ardından yapılan açıklamadan söz konusu senaryonun halen geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Son dönemde açıklanan makroekonomik veriler Merkez Bankası'nın temkinli duruşuyla tutarlı olsa da, finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, piyasanın Merkez Bankası'nın öngördüğünden daha erken bir sürede faiz indirimini fiyatladığına işaret

etmektedir. Piyasada likidite fazlasının bulunduğu mevcut durumda politika faizi olan %17.50'lik Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma basit faiz oranı bileşik olarak %19.12'ye denk gelmektedir ve söz konusu oran fonlama maliyeti olarak nitelendirilmektedir. Bu oranın böyle nitelendirilmesinin nedeni ise alternatif maliyet olmasından kaynaklanmaktadır. 26 Kasım 2008 vadeli gösterge tahvilin bileşik faizinin 15 Şubat tarihinde, PPK toplantısının olduğu gün, fonlama maliyetinin altına düşmesi ve günü %19.09'dan kapatması dikkat çekicidir. Son dönemde artan yabancı girişleriyle faizlerin nereye kadar düşeceği ekonomi gündemini yoğun bir şekilde meşgul etmiş ve bazı yorumlarda faizin fonlama maliyetinin altına düşmeyeceği değerlendirilmiştir. Ancak 2006 yılı başından itibaren fonlama maliyeti ve gösterge tahvilin bileşik faizinin bir arada gösterildiği yukarıdaki Grafikte, faizlerin fonlama maliyetinin altına düşmesinin yeni bir durum olmadığı görülmektedir. Bu durum faiz oranlarının vade yapısı (term structure of interest rates) kavramıyla açıklanabilir.

Faiz oranlarının vade yapısını açıklayan üç temel hipotezden beklentiler hipotezi (expectations hypothesis) uzun vadeli faizlerin, beklenen kısa vadeli faizlerin ağırlıklı ortalamasına eşit olduğunu ileri sürer. Buna göre, örneğin

önümüzdeki beş yılda her bir yıllık dönemde kısa vadeli faizlerin %10 olacağı bekleniyorsa, beş yıllık uzun vadeli faizler de %10 olur. Ancak, sonraki yıllarda kısa vadeli faizlerde yükselme bekleniyorsa, daha uzun vadeli faizler de buna bağlı olarak yükselecektir. Böylece, bu yaklaşım farklı vadelerdeki faizlerin neden birbirinden farklı olabileceğini, kısa vadeli faizlere ilişkin beklentiye dayanarak açıklamış olmaktadır. Bu yaklaşımdan hareketle, gösterge tahvilin faizinin fonlama maliyetinin altına neden indiğine dair muhtemel bir açıklama getirilebilir. Bu açıklama, orta ve uzun vadede faizlerin mevcut düzeyinin altına ineceği beklentisinin hakim olmasıdır. Söz konusu bu beklenti ise orta vadede enflasyonda sağlanabilecek iyileşmeye veya ekonominin yavaşlayacağına dair -ya da her ikisi birden- bir beklentiden kaynaklanabilir. Bu açıklama, önümüzdeki dönemde para politikasının sıkı duruşunun bir süre daha devam edeceği ve seçimlere rağmen mali disiplinden taviz verilmeyeceği varsayımları altında tatmin edici bir açıklama olmaktadır.

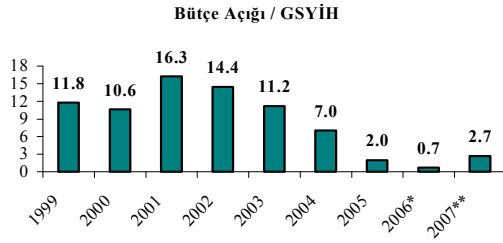
İlk bakışta faizlerin fonlama maliyetinin altına inmesi, irrasyonel bir davranış sonucu oluşmuş gibi görünse de, bu durum bugünkü yatırımın alternatif maliyeti olarak ifade ettiğimiz %19.12'lik fonlama maliyetinin önümüzdeki bir yıl boyunca politika faizlerinin %17.50'de sabit kalacağı örtük varsayımı altında hesaplanmasından kaynaklanmaktadır. Alternatif maliyet, gecelik borçlanma faizinin önümüzdeki dönemde alacağı değerle değişebilecektir. Dahası bu bakış açısıyla, önümüzdeki bir yıllık dönemde geçerli olacak kısa vadeli faizlerin ne olacağını tam olarak bilmeden, orta ve uzun vadeli faizlerin fonlama maliyetinin altına düştüğünü söylemek mümkün değildir. Kaldı ki, faizlerin bugün itibarıyla bilinmesi mümkün olmayan ancak tahmin edilebilecek, önümüzdeki bir yıllık dönemde geçerli olacak, fonlama maliyetinin altına inmesi esas itibarıyla irrasyonel bir davranış kalıbına işaret eder. Örneğin Mart 2007 –Şubat 2008 dönemini kapsayan bir yıllık dönemde Merkez Bankası gecelik borçlanma faizlerinin Ekim ayına kadar sabit tutulduğu ve daha sonra her toplantıda 25 baz puan faiz indirimi yapılarak bir yıllık sürenin sonunda gecelik faizlerin %16.25'e çekildiği varsayımı altında, fonlama maliyet yaklaşık %18.8 olmaktadır. Dolayısıyla, bu senaryodan daha iyimser bir piyasa beklentisi karşısında bono faizleri bu oranın dahi altına gerileyebilir.

Merkez Bankası'nın faizleri değiştirmeyerek sıkı duruşunu koruması ve yakın zamanda da faizleri düşürmeyeceğinin sinyallerini vermesi, bugün itibarıyla bono piyasası faizlerinin düşmesini yavaşlatan bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, para politikasındaki bu kararlı duruş sayesinde orta vadeli enflasyon beklentilerinde iyileşme sağlanmakta ve bu da orta ve uzun vadeli faizleri düşürücü etki yapmaktadır. Böylece getiri eğrisi ters dönmektedir. Dolayısıyla, bu durum, mevcut koşullarda Merkez Bankası'nın para politikası uygulaması açısından ne öngörülemeyen ne de istenmeyen bir durumdur.

Bütçe açığı Ocak ayında 6.1 milyar YTL olarak gerçekleşti

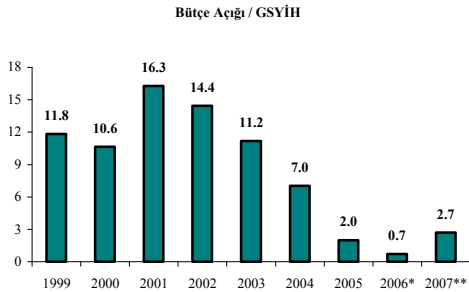
Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan 2006 yılına ilişkin Merkezi Yönetim Bütçe sonuçlarına göre, Aralık ayında bütçede verilen 4 milyar YTL'lik açık sonucunda, 2006 yılında bütçe açığı 3.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılında faiz dışı fazla ise 45.9 milyar YTL'ye ulaşarak, 2006 yılı için öngörülen tutarın %42.4 üzerine çıkmıştır.

2006 yılında bütçe performansının gelirler ve harcamalardaki gelişmelere ayrı ayrı bakılarak değerlendirilmesi ana eğilimleri ortaya koymak açısından yararlı görülmektedir. Gelirlerde, özellikle vergi dışı gelir kalemlerinin etkisiyle hedeflerin üzerinde tahsilatlar elde edilmesi, süreklilik göstermeyen gelir kalemlerinin bütçe performansı üzerindeki etkisini artırmış ve bu durum olumlu bütçe performansına katkı sağlamıştır.



Vergi gelirlerinde ise, kurumlar vergisi tahsilatı, vergi oranlarında yapılan indirimle paralel olarak gerilerken dolaylı vergilerde, başta KDV olmak üzere artış yaşanmıştır. Ancak 2006 yılında yurtiçi talepte görülen yavaşlama söz konusu vergi tahsilatlarının yılın son aylarında gerilemesine neden olmuştur.

2006 yılında bütçe harcamaları temel olarak faiz dışı harcamalardaki artışın etkisiyle bir önceki yıla göre reel olarak %2.3'lük bir artış göstermiştir. 2006 yılında faiz dışı harcamalar reel olarak %6.6 artarken, faiz harcamaları %7.3 gerilemiştir. 2006 yılında harcamalar açısından en dikkat çekici gelişme bir takım harcama kalemlerindeki ödenek aşımaları olmuştur. Özellikle tarımsal ödemelerde, sağlık harcamalarında başlangıçta belirlenen tutarların üzerinde harcama yapılmıştır. 2006 yılında prim afları dolayısıyla elde edilen kaynak, sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin yıl sonu hedefinin altında kalmasının sağlamıştır.



2001 yılından itibaren uygulanan sıkı maliye politikaları, kamu kesimi açıklarının ekonomi üzerindeki baskılarını azaltmıştır. 2001 yılında GSYİH'nin %16.3'üne ulaşan bütçe açıkları, izleyen yıllarda istikrarlı bir şekilde gerilemiştir. 2005 yılında %2'ye gerileyen söz konusu oran, 2006 yılında %0.7 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Sonuç olarak, bütçe açığının GSYİH'ye oranında Maastricht kriterlerinde belirtilen %3'lük oran son iki yıldır sağlanmaktadır. Ancak, 2007 yılına ilişkin bütçe hedeflerinde bütçe açığının GSYİH'ye oranının %2.7'ye yükselmesi beklenmektedir. 2006 yılında piyasalarda yaşanan

dalgalanma sonrasında yükselen faiz oranlarının 2007 yılındaki faiz harcamalarını arttırdığı ve 2007 yılının seçim yılı olması göz önüne alındığında, söz konusu artış kabul edilebilir görünmektedir. Ancak izleyen yıllarda maliye politikasında orta vadeli programlarda belirtilen hedeflere uyumlu politikaların izlenmesi, makro ekonomik dengeler açısından büyük önem kazanmaktadır.

*: Tahmin

** : Hedef

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri			
Milyon YTL	2006	Ocak 2007	Reel Değ. (%)
Bütçe Harcamaları	11,604	18,488	44.9
Faiz Dışı Harc.	9,342	11,467	11.7
Faiz Harcamaları	2,261	7,021	182.4
Bütçe Gelirleri	13,619	12,392	-17.2
Vergi Gelirleri	10,134	11,077	-0.6
Diğer Gelirler	3,343	1,230	-66.5
Bütçe Dengesi	2,015	-6,096	-375.2
Faiz Dışı Denge	4,277	925	-80.3
Kaynak Maliye Bakanlığı			

2006 yılında gösterilen olumlu bütçe performansının ardından, bütçenin 2007 yılının ilk ayında 6.1 milyar YTL açık vermesi, maliye politikasına ilişkin kaygıların artmasına neden olmuştur. Yılın ilk ayında temel olarak faiz harcamalarındaki artışın etkisiyle bütçe harcamaları yüksek reel artış göstermiştir. Önümüzdeki aylarda borç servisinin bir miktar rahatlamasının beklenmesi, faiz harcamalarının bütçe üzerindeki etkisi azalacaktır. Bununla birlikte, gelir kalemlerinde görülen gerileme, Ocak ayında bütçe açığında yaşanan artışın bir diğer nedeni olarak görülmektedir.

Ekonominin mevcut durumunun bütçe üzerindeki belirgin etkileri, gelir kalemleri üzerinde görülmeye devam etmektedir. Özellikle yurtiçi talepteki daralmaya paralel olarak harcamalardan alınan vergilerde gerileme yaşanmıştır. Ocak ayında bir önceki yılın aynı ayına göre reel olarak KDV tahsilatı %15.4, ÖTV tahsilatı ise %4.3 azalmıştır. Ekonominin yavaşlamaya devam etmesi, söz konusu vergi tahsilatlarındaki azalmanın bütçe üzerindeki etkisini önümüzdeki dönemde arttıracaktır. 2006 yılında olumlu bütçe performansı üzerinde önemli katkıları bulunan vergi dışı gelirlerde 2007 yılının ilk ayındaki %66.5'lik gerileme dikkat çekmektedir. Ancak, söz konusu gelir kalemindeki gerilemenin kalıcı olup olmadığını söylemek için önümüzdeki döneme ait bütçe sonuçlarının izlenmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, 2007 yılı bütçesinin açıklanması ile başlayan maliye politikasına ilişkin kaygılar, Ocak ayı bütçe gerçekleştirmeleri ile tekrar gündeme gelmiştir. 2007 yılında yapılacak olan seçimlerin harcamalar üzerindeki etkilerinin ve ekonomik yavaşlamanın gelirler üzerindeki etkilerinin önümüzdeki aylarda daha da belirginleşmesi, söz konusu kaygıların artmasına neden olacaktır. Bir aylık bütçe sonuçları, maliye politikasında olumsuz bir sürece girildiğini söylemek için yetersiz görülmektedir. Önümüzdeki aylara ilişkin gerçekleştirmelerin beklenmesi, kamu kesimi dengelerinin daha sağlıklı değerlendirilmesine yardım edecektir.

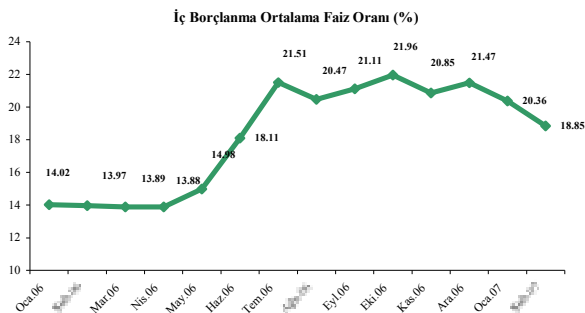
Şubat ayında Hazine ihalelerine yüksek teklif geldi

Hazine Müsteşarlığı, Şubat ayında yaptığı ihalelerle, Şubat Ayı İç Borçlanma Stratejisi'nde öngördüğü 4.1 milyar YTL'lik tutarın oldukça üzerinde, toplam 8.3 milyar YTL'lik net iç borçlanma gerçekleştirmiştir. Hazine'nin 6 milyar YTL iç borç iftası gerçekleştirdiği Şubat ayında, iç borç çevirme oranı %138 ile öngörülerin üzerinde gerçekleşmiştir.

Milyon YTL	Nominal Teklif	Net Satış	Karşılama Oranı
İskontolu YTL	2.570	397	15.4
TÜFE'ye Endeksli Tahvil	9.470	1.650	17.4
Sabit Kuponlu	2.197	526	23.9
Kaynak: Hazine			

Şubat ayında borçlanma performansı açısından temel belirleyici olan faktör ihalelere gelen yüksek teklifler olmuştur. Ayın ilk ihalesi olan 4 yıl vadeli sabit kuponlu tahvil ihalesine 2.2 milyar YTL teklif gelirken, bu teklifin %23.9'luk kısmı olan 526 milyon YTL'si karşılanmıştır. Yine TÜFE'ye endeksli tahvile gelen

teklifin %17.4'ü, iskontolu tahvil ihalesine gelen teklifin ise %15.4'ü tutarında net satış yapılmıştır. Toplam olarak bakıldığında, Şubat ayında düzenlenen ihalelere gelen teklifin %18.1'lük bölümü karşılanmıştır. İhalelere yabancılar tarafından da yüksek teklif gelmesi bu yolla sermaye girişini artırarak kurlar üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmuştur.



Hazine'nin iskontolu ihalelerinde oluşan ortalama bileşik faiz Şubat ayında, bir önceki aya göre 1.51 puan düşerek, Haziran ayından bu yana en düşük seviyesi olan %18.85'e gerilemiştir. Şubat ayında faizlerdeki düşüş temel olarak ihalelere gelen yüksek talepten kaynaklanmıştır. Merkez Bankası Beklenti Anketi dikkate alınarak hesaplanan reel faiz, bir önceki aya göre 1.22 puan gerileyerek %11.33 olarak gerçekleşmiştir.

Mart Ayı Finansman Programı (milyar YTL)

Ödemeler	16.2
İç Borç	15.1
Dış Borç	1.2
Finansman	16.2
Piyasadan İhale İle Borçlanma	11.4
Diğer Finansman	4.8
Faiz Dışı Fazla	2.1
Kamuya Satışlar	0.5
Dış Borçlanma	0.0
Kasa - Banka	2.3

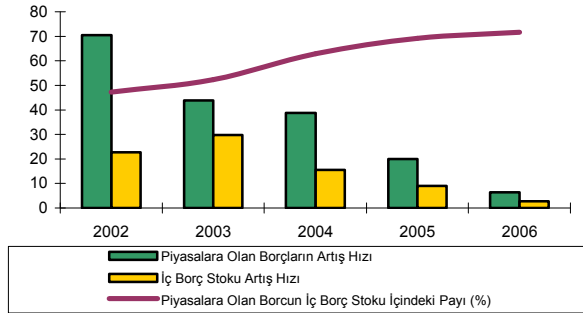
Kaynak: Hazine

Hazine Müsteşarlığı, piyasaya 14.6 milyar YTL'lik yüklü iç borç ödemesi yapacağı Mart ayında, 16.2 milyar YTL'lik finansman ihtiyacının 11.4 milyar YTL'lik bölümünü piyasalardan borçlanarak karşılamayı öngörmektedir. Hazine'den yapılan açıklamaya göre, 6 Mart tarihinde 26 Kasım 2008 vadeli gösterge tahvilin yeniden ihracı ve 7 yıl vadeli değişken kuponlu tahvil ihaleleri yapılacaktır. 13 Mart tarihinde ise 6 ay vadeli iskontolu bono ihalesi ve 5 yıl vadeli sabit kuponlu tahvil ihaleleri gerçekleştirilecektir. Ayın son ihalesi ise, 3 yıl vadeli dolar cinsi sabit kuponlu tahvil ihalesi olmak üzere 20 Mart tarihinde yapılacaktır. Şubat ayında ön görülen 4.8 milyar YTL'lik borçlanma dışı finansmanın 2.1 milyar YTL'si faiz dışı fazladan, 0.5 milyar YTL'si kamuya

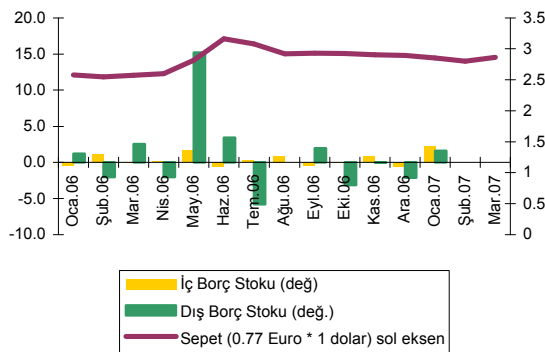
satışlardan, 2.3 milyar YTL'si ise kasa bankadan karşılanacaktır.

İç borç stoku içinde piyasalara olan borçların payı yükselmeye devam ediyor

Hazine tarafından açıklanan Merkezi Yönetim Borç Stoku verilerine göre, Ocak ayında toplam borç stoku 2006 yıl sonuna göre %2.2 artarak 352.5 milyar YTL'ye yükselmiştir. Söz konusu ayda iç borç stoku %2.3'lük artışla 257.3'e, dış borç stoku ise %1.6'lık artışla 95.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.



İç borç stokunda 2002 yılından itibaren meydana gelen temel eğilime bakıldığında, piyasalara olan borçların artış hızının, iç borç stokunun artış hızının üzerinde olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, merkezi yönetimin diğer kamu kurumlarına olan borçları krizi izleyen yıllarda gerilemiştir. Piyasalara olan borçların yüksek oranlı büyüme göstermesi, iç borç stoku içinde piyasalara olan borçların payının yükselmesine neden olmuştur. 2002 yılında iç borç stokunun %47.2'lik bölümü piyasalara iken, bu oran 2006 yılı sonu itibarıyla %71.6'ya yükselmiştir.

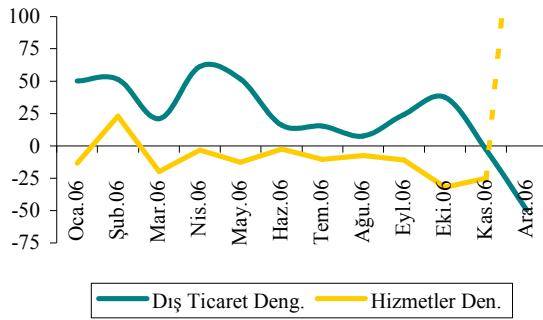


2006 yılı Mayıs ayında piyasalarda yaşanan dalgalanma kamunun borç stokunun kurlara olan duyarlılığının yüksek olduğunu göstermiştir. Son yıllarda YTL'nin değer kazanması, kur etkisi dolayısıyla merkezi yönetim borç stokunun YTL bazında değerinin gerilemesine katkı sağlamıştır. Ancak Mayıs ayında kurlarda görülen artış, özellikle dış borç stoku kanalıyla toplam borç stokunun artmasına neden olmuştur. Benzer bir hareketin kurlarda kalıcı bir artışa yol açması ihtimali, kamu borç stoku açısından bir risk yaratmaktadır.

Cari işlemler açığı 2006 yılında beklentilerin bir miktar altında gerçekleşti

	Aralık			Ocak-Aralık		
	2005	2006	Değ. (%)	2005	2006	Değ. (%)
Cari İşlemler Den.	-3,940	-1,772	-55.0	-22,824	-31,316	37.2
Dış Ticaret Den.	-3,684	-1,858	-49.6	-33,516	-39,934	19.1
Hizmetler Den.	113	451	299.1	15,037	13,539	-10.0
Gelir Den.	-523	-539	3.1	-5,799	-6,808	17.4
Cari Trans.	154	174	13.0	1,454	1,687	16.0
Dış Ticaret Den. / Cari Açık	93.5	104.8		146.8	127.5	

Cari işlemler açığı Aralık ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %55 gerileyerek 1.8 milyar dolar ile beklentilerin altında gerçekleşmiştir. 2006 yılında ise cari işlemler açığı 2006 yılına göre %37.2 oranında artarak 31.3 milyar dolara yükselmiştir. Son aylarda çeşitli hesaplarda yapılan revizyonlar, Aralık ayında dış ticaret açığındaki gerileme ve turizm gelirlerinde Aralık ayında yaşanan artış, cari işlemler açığının 2006 yılında beklentilerin bir miktar altında gerçekleşmesini sağlamıştır.



2006 yılında cari işlemler hesabının ana belirleyicisi olan dış ticaret ve hizmetler hesaplarında yılın son ayında farklı gelişmeler ortaya çıkmıştır. Dış ticaret açığı, 2006 yılının ilk on bir ayında bir önceki yıla göre artış gösterirken, hizmetler hesabı fazlasındaki gerileme ise süreklilik kazanmıştır. Ancak Aralık ayında söz konusu eğilim tersine dönmüş ve dış ticaret açığı daralırken hizmetler hesabındaki fazla önemli ölçüde artmıştır. Burada dikkatle izlenmesi gereken durum, söz konusu gelişmelerin 2007 yılında da temel bir eğilim olarak devam edip etmeyeceğidir.

Finansman Yapısı					
	2002	2003	2004	2005	2006
Cari İşlemler Açığı	-1,524	-8,036	-15,604	-23,157	-31,316
Döviz Açığı	-1,406	-3,095	-13,410	-20,941	-34,052
Toplam Finansman	7,559	7,528	15,509	38,788	40,017
Borç Yaratıcı	6,516	5,262	11,900	24,098	18,943
Borç Yaratmayan	1,043	2,266	3,609	14,690	21,074
Sıcak Para	-1,416	10,634	14,190	18,166	7,772
Borç Yaratmayan / Top. Finansman	13.8	30.1	23.3	37.9	52.7
Sıcak Para / Toplam Finansman	-18.7	141.3	91.5	46.8	19.4
Toplam Sermaye / Döviz Açığı	537.6	243.2	115.7	185.2	117.5

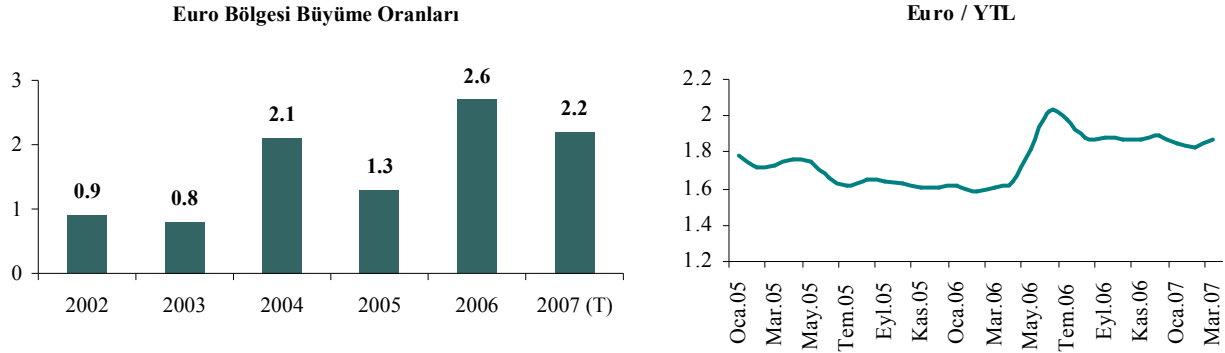
sermaye girişi yaşanmıştır. Böylece 10 milyar dolara ulaşan rezerv artışının 6.1 milyar dolarlık bölümü resmi rezervlerde olmuştur. 2006 yılında bir önceki yıla göre %3.2 artan sermaye girişinin 18.9 milyar dolarını borç yaratan finansman kalemleri oluştururken, 21.1 milyar dolarlık bölüm borç yaratmayan finansman araçlarından oluşmuştur. 2006 yılında borç yaratan finansman %21.6 gerilerken, borç yaratmayan finansman %43.5 artmıştır. Böylece borç dışı finansman araçlarının toplam finansman içindeki ağırlığı, 2002 yılındaki %13.8'lik seviyesinden 2005 yılında %37.9'a yükselmiş, 2006 yılında da %52.7 olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımlardaki artış borç yaratmayan finansmanı artırarak, cari açığın finansman kalitesini yükseltmiştir. Sıcak para olarak tanımlanan ve risk algılamalarındaki ani değişimlerde ülke piyasalarını hızla terk eden kısa vadeli sermaye girişleri, 2006 yılında portföy yatırımlarında yılın ilk yarısındaki gerilemeye bağlı olarak 2005 yılına göre önemli ölçüde gerilemiştir. 2005 yılında 18.2 milyar dolar olarak gerçekleşen sıcak para girişi, 2006 yılında 7.8 milyar dolara gerilemiştir. Sıcak para girişinde yaşanan gerileme sonucunda sıcak paranın toplam sermaye girişi içindeki payı da 2005 yılındaki %46.8'lik seviyesinden %19.4'e gerilemiştir. Ancak, stok olarak 70 milyar doların üzerine çıkan sıcak para, uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalardan yurtdışı piyasaların büyük oranda etkilenmesine neden olmaktadır.

2007 yılında cari işlemler açığının seyrinde yine büyük ölçüde dış ticaret açığının düzeyi belirleyici olacaktır. Petrol fiyatlarındaki gerilemenin kalıcı olması ve ekonomide beklenen yavaşlamanın gerçekleşmesi halinde cari işlemler açığının artış hızı önemli ölçüde yavaşlayacaktır.

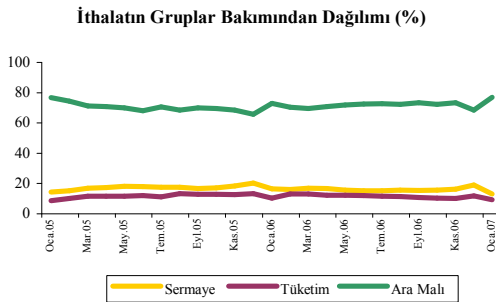
Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2007 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 31.6 milyar dolardır.

İhracat güçlü seyrini devam ettiriyor

Aralık ayında gerileyen dış ticaret açığı, Ocak ayında %4.3'lük sınırlı bir artış göstererek 3.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu ayda ihracat %26.5 artarak güçlü seyrini devam ettirirken, ithalatta 2006 yılının son ayında görülen gerileme son bularak %18.3'lük artış yaşanmıştır. Ocak ayında ihracat 6.5 milyar dolar, ithalat ise 9.6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.



2006 yılı itibarıyla toplam ihracatımızın %50'sinden fazlasını Avrupa Birliği ile gerçekleştirmemiz nedeniyle ihracat gelirlerimizin %48.6'lık büyük bölümünü euronun oluşturması, söz konusu bölgenin büyüme performansının ve YTL'nin euro karşısında değerinin Türkiye'nin ihracatı üzerindeki önemini arttırmaktadır. 2006 yılında, gerek Euro Bölgesi'ndeki güçlü ekonomik görünüm, gerekse YTL'nin euro karşısında değer kaybetmesi ihracat performansına katkı sağlamıştır. 2006 yılında %2.6 büyüyen Euro Bölgesi'nin, 2007 yılında da büyüme trendini devam ettirmesi beklenmektedir. Bu durum dış talebi artırarak, ihracat artışına katkı sağlayacaktır.



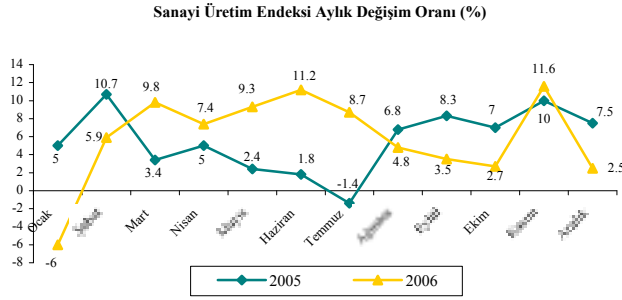
Aralık ayında yatırım ve tüketim malları ithalatındaki gerileme ve ara malları ithalatındaki sınırlı artış, toplam ithalatın gerilemesine neden olmuştur. Ancak, Ocak ayında ara malı ithalatının tekrar yüksek oranlı artış göstermesi, söz konusu gerileme eğilimini sonlandırmıştır. Daha önceki raporda da belirttiğimiz gibi, ara malları ithalatında Aralık ayındaki gerilemenin, üretimin ithalata olan bağımlılığının azaldığına dair işaret olduğunu söylemek kısa vadedeki gelişmelere bakılarak mümkün görünmemektedir. Petrol fiyatlarındaki düşüşün de katkı sağladığı yavaşlamanın Ocak ayında son bulması, yükselen ihracat performansının

ithalatı da arttırdığını göstermektedir. Ara malları ithalatının tekrar yüksek oranlı artış göstermesi, Aralık ayında %68.5 olarak gerçekleşen ara malı ithalatının toplam ihracat içindeki payının, Ocak ayında %77'ye yükselmesine neden olmuştur. Yatırım ve tüketim malları ithalatında görülen gerilemenin süreklilik kazanmasıyla, söz konusu grupların toplam ithalat içindeki payları gerilemeye devam etmiştir.

Ocak ayı ihracatına ilişkin TÜİK ve Şubat ayına ilişkin Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verileri, 2007 yılının başında ihracat artışının güçlü performansını devam ettirdiğini göstermektedir. Bununla birlikte, dış ticaret açığı temel olarak, ithalat eğilimi tarafından belirlenmektedir. Aralık ayında ithalattaki gerilemeye bağlı olarak dış ticaret açığında önemli daralma yaşanırken, Ocak ayında bu durumun tersine dönmesi, dış ticaret açığını sınırlı da olsa artırmıştır. Sonuç olarak dış ticaret verileri ekonominin 2007 yılında yavaşlayacağı beklentilerine uyumlu olarak gerçekleşmektedir. Yatırım malları talebindeki gerileme firmaların mevcut kapasitelerini koruduklarını gösterirken, tüketim malları ithalatında görülen gerileme ise iç talebin yavaşladığına dair önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. İhracatın büyük ölçüde ara malı ithalatına bağımlı olması, ithalat artışını, dolayısıyla dış ticaret açığındaki daralmayı engellemektedir.

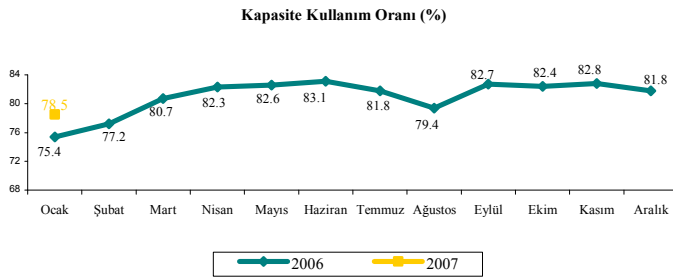
VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2007 yılı ihracat tahminimiz 96.8 milyar dolar, ithalat tahminimiz ise 150 milyar dolardır.

Üretim ve talebe ilişkin gelişmeler



İmalat sanayi sektörü üretiminde gerçekleşen düşük oranlı artışın etkili olduğu düşünülmektedir. Alt sektörler bazında incelendiğinde, 2006 Yılı Aralık ayında imalat sanayi sektörü üretiminin %1; elektrik, gaz ve su sektörü üretiminin ise %7.9 oranında arttığı görülmektedir.

Aralık ayındaki %2.5'lik artış ile, sanayi üretim endeksinin yılın son üç aylık dönemdeki artışı %5.5 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılının son çeyreğinde sanayi üretimi %7.8 oranında artmıştı. Sanayi üretim endeksinin 2006 yılının tamamında gösterdiği artış ise %6 ile 2005 yılında gerçekleşen %5.4'lük artışın 0.6 puan üzerindedir. 2006 yılında imalat sanayi sektörü üretimi %5.8; madencilik sektörü üretimi %4.3; elektrik, gaz ve su sektörü üretimi %8.8 oranında artmıştır.



Oranın çok düşük olarak değerlendirilemeyeceği düşünülmektedir. Nitekim, mevsimsellikten arındırıldığında kapasite kullanım oranının %81.6 düzeyinde olduğu görülmektedir.

İhracat artışı 2007 yılının ilk ayında da devam etmiştir. 2006 Aralık ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %16.6 artan ihracat, 2007 Ocak ayında %26.5 oranında artmıştır. TİM verilerine göre, ihracat Şubat ayında %24.5 oranında artmıştır. Bu veriler, ihracatın üretim sürecine verdiği desteğin sürdüğünü göstermektedir.

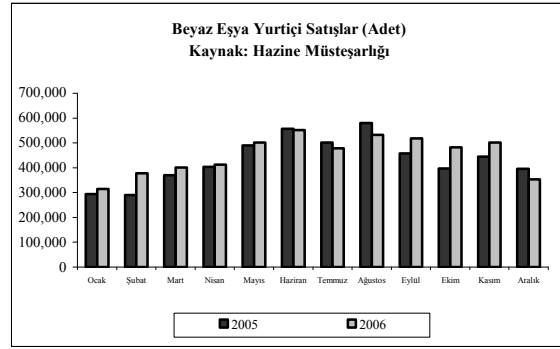
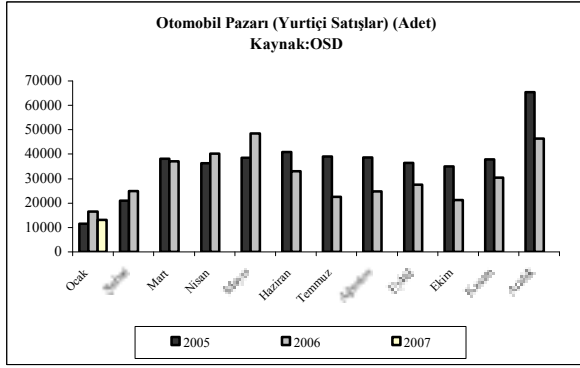
İmalat sanayi alt kollarından sektörler yatırım mali üreten makine-teçhizat sektöründe üretim artışı, Aralık ayında da 2005 yılının aynı döneminde gerçekleşen düşük oranlı artışın yarattığı baz etkisinin de desteğiyle devam etmiştir. Aralık ayında söz konusu sektör üretimi, 2005 yılının aynı dönemine göre %19.7 oranında artmıştır. 2006 yılının tamamında ise üretim artışı %21.1 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu sektörde üretim artışının sürmesi yatırımlarla ilgili olumlu bir gösterge olsa da, yatırım mali ithalatının bir önceki yılın aynı dönemine göre gelişiminin Aralık ayından bu yana negatif olması, üretimle ilgili bu olumlu tabloya daha temkinli bakılmasını gerektirmektedir. Diğer taraftan, makine ve mekanik cihaz ihracatının kara taşıtlarının ardından ihracata en fazla katkı yapan ikinci sektör olması, söz konusu sektörde ağırlıklı olarak ihracata yönelik üretim yapıldığına yönelik bir göstergedir.

2006 yılının son ayında 2005 yılının aynı ayına göre %2.5'le sınırlı bir artış gösteren ve ekonominin büyüme performansında yavaşlama işareti olarak algılanan ara mali ithalatı, 2007 yılı Ocak ayında %25 oranında artmıştır. Bu gelişme de üretime ilişkin bir artışa işaret etmektedir.

İktisadi Yönelim Anketi'nde yer alan gelecek üç aya dair iç piyasa ve ihracat piyasasından alınan yeni sipariş miktarı ve satılmış mal hacmi ile gelecek üç aylık dönemde üretim hacmi eğilimi gibi göstergeler, ekonomik faaliyette daralmaya işaret etmemektedir.

Aralık 2006 döneminde sanayi üretim endeksi %2.5 ile beklentilerin altında artarak 141.7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu artış oranı, Ocak ayındaki %6'luk gerileme haricinde yılın en düşük oranlı artışıdır. Sanayi üretim endeksinin Aralık ayında beklentilerin altında artmasında, 2005 yılının aynı ayında endeksin 138.2 gibi görece olarak yüksek bir seviyede olmasının yarattığı baz etkisi yanında, iç talepteki yavaşlama ve ihracat performansının da Kasım ayına göre bir miktar düşmesiyle

Üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Ocak 2007'de %80'in altında %78,5 olarak gerçekleşmiştir. Ancak kapasite kullanım oranının söz konusu seviyesi, geçen yıl gerçekleşen seviyenin 3.1 puan üzerindedir. Kapasite kullanım oranı son bir yıllık dönemde Ocak, Şubat ve Ağustos ayları hariç %80'in altına düşmemiştir. Ancak, Ocak aylarında mevsimsel olarak kapasite kullanım oranının genelde düşük gerçekleştiği dikkate alınınca, söz konusu

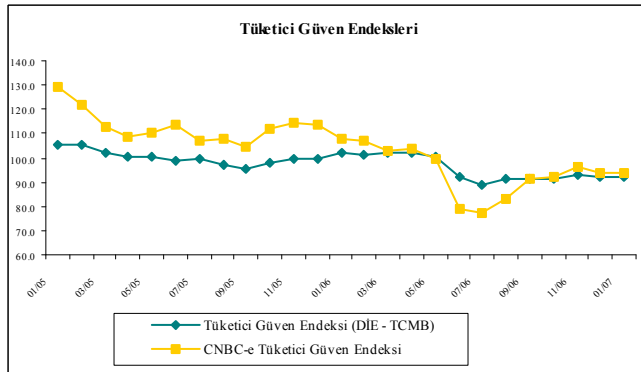


Otomobil ve dayanıklı tüketim malları talebi gerilemeye devam etmektedir. Haziran 2006'dan beri bir önceki yılın aynı dönemlerine göre gerileyen yurtiçi otomobil satışları, 2007 yılının ilk ayında da geçen yılın aynı ayına göre %20.1 oranında gerilemiştir. Aralık ayında beyaz eşya satışları da 2005 yılının aynı dönemine göre %10.5 oranında azalmıştır.

2006 Yılı Ağustos ayından itibaren geçen yılın aynı dönemine göre artış hızı önemli oranda gerileyen tüketim malları ithalatı, Aralık'ta %11.2 oranında gerilemiş, 2007 Ocak ayında ise %6.5 oranında artmıştır. Ocak ayında tüketim malları içinde ithalatı en fazla artan kalem dayanıklı ve yarı dayanıklı mallar iken, binek otomobil ithalatındaki gerileme, tüketim malı ithalatındaki artışın sınırlı olmasında etkili olmuştur.

BDDK tarafından yayımlanan geçici verilere göre, Temmuz ayından itibaren bir önceki aya göre gerileme eğiliminde olan tüketici kredileri artış oranı, 2006 yılı Aralık ayında mevsimsel olarak bir miktar yükselmişti. 2007 yılının ilk ayında ise Aralık ayına göre artış oranları gerilemekle birlikte, bireysel kredi kartları hariç tüketici kredilerinde artışın sürdüğü görülmektedir. Bir önceki aya göre, konut kredileri %0.5 oranında, taşıt kredileri %2.2; ihtiyaç kredileri %2.9 oranında artarken, bireysel kredi kartları %1.4 oranında gerilemiştir. Söz konusu artış oranları, tüketicilerin kredi kullanımında temkinli davranmaya devam ettiklerine işaret etmektedir.

2007 Ocak ayı bütçe sonuçlarına göre, harcamalardan alınan vergilerde bir gerileme görülmektedir. Ocak ayında reel olarak KDV tahsilatı %15.4, ÖTV tahsilatı ise %4.3 gerilemiştir. Söz konusu gelişmeler de yurtiçi talepte bir yavaşlamanın olduğunu teyit etmektedir.



Tüketici güven endeksleri düşük seviyelerde kalmaya devam etmektedir. TCMB-TÜİK işbirliğiyle hazırlanan tüketici güven endeksi Nisan 2006'da yılın en yüksek düzeyi olan 102.3'ten Temmuz ayında yılın en düşük düzeyi olan 88.6'ya geriledikten sonra hafif bir toparlanma ile Ağustos ayında 91.4'e yükselmiş ve yılı bu seviyelerde tamamlamıştır. 2007 yılının ilk ayında da tüketici güveni bu seviyelerde kalmaya devam etmiştir. Aralık 2006'da 92.04 olan tüketici güven endeksi Ocak ayında 91.80 olarak gerçekleşmiştir. CNBC-e tüketici güven endeksinde de benzer gelişmeler

olmaktadır. Aralık 2006'da 94.14 olan endeks, 2007 Ocak ayında 94.19 olarak gerçekleşmiştir.

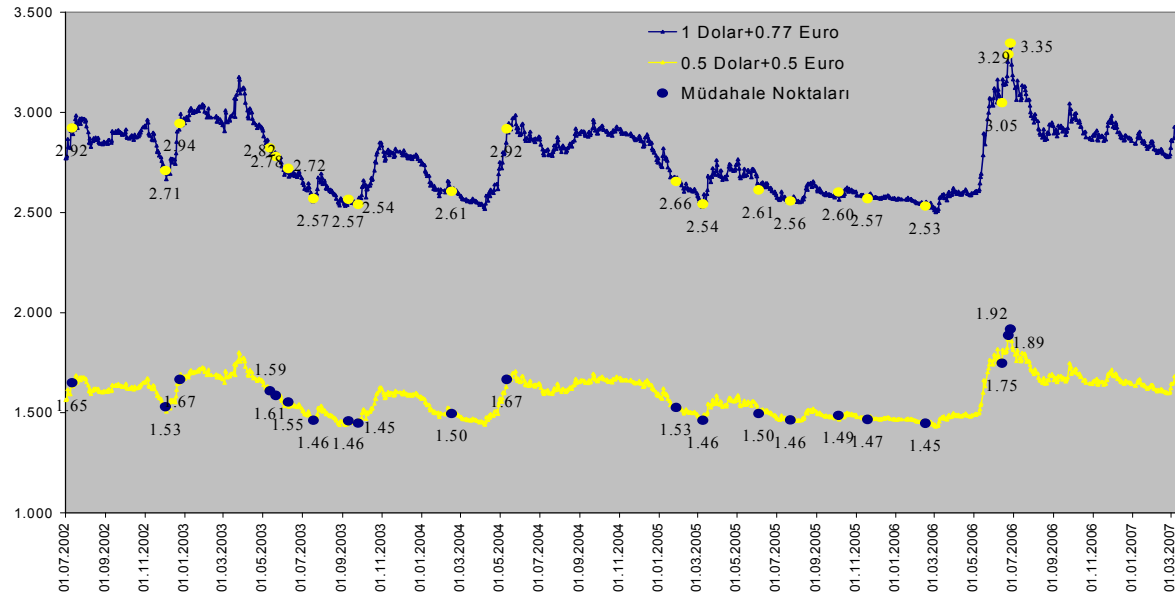
Sonuç olarak, 2006 yılı Haziran ayından bu yana gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın, özel kesim talebi üzerinde gösterdiği etki ve tüketici güven endekslerinin düşük seyri, talep koşullarında bir yavaşlama olduğunu ortaya koymaktadır. Üretimdeki yavaşlama eğiliminin yurtiçi talepteki gelişmelere göre daha az olmasında ise, ihracat artışının sürmesinin etkili olduğu düşünülmektedir.

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

Merkez Bankası Döviz Piyasalarına Ne Zaman Müdahale Eder? Kurlardaki Oynaklığa Bakarak Değerlendirme

Son dönemde uluslararası piyasalardaki olumlu hava, yurtiçindeki yüksek faiz ve görece istikrar ortamı ile birleşince yabancı sermaye girişi hız kazanmış ve buna bağlı olarak kurlarda belirgin bir gerileme olmuştur. 26 Şubat itibarıyla TCMB tarafından belirlenen gösterge kurlara göre Dolar/YTL 1.3826, Euro/YTL ise 1.8138 olmuştur. Geçen yıl kurların zirve yaptığı 26 Haziran tarihi itibarıyla karşılaştırıldığında bu düzey, YTL'nin dolar karşısında %20, euro karşısında ise %18 değer kazandığını göstermektedir. Kurların bu düzeyi Merkez Bankası'nın olası bir müdahalesinin de piyasalar tarafından konuşulmasına neden olmuştur. 26 Şubat tarihinden itibaren global piyasalardaki olumsuzluklar, gelişmekte olan ülkelerden fon çıkışına neden olmuş bu da kurların yükselmesiyle sonuçlanmıştır. Bu hareketle YTL, 26 Şubat tarihiyle kıyaslandığında 6 Mart itibarıyla dolar karşısında %5, euro karşısında ise %4.5 değer yitirmiştir. Kurlardaki bu yükseliş Merkez Bankası'nın müdahale edeceği algısını yaratmamışsa da, yaşanan gelişmeler kurlardaki oynaklığı önemli ölçüde artırmıştır.

Merkez Bankası iki nedenle döviz piyasasına müdahalede bulunmaktadır. Bunlardan birincisi rezerv biriktirme amaçlı olup, koşulları önceden belirlenmiş günlük döviz alım ihaleleri bu amaca yöneliktir. İkinci amaç ise döviz piyasalarındaki oynaklığı azaltmaktır. Merkez Bankasının doğrudan alım veya satım yönünde yaptığı müdahaleler de bu amaca yönelik olarak gerçekleştirilmektedir. Merkez Bankası, temel politika metinlerinde ve yayımladığı diğer raporlarda, kurların düzeyine ilişkin herhangi bir hedefi olmadığını, yapılan müdahalelerin döviz piyasalarında oluşan veya oluşması beklenen aşırı oynaklığı engellemek için olduğunu açık bir şekilde belirtmektedir. Merkez Bankası, 2002 yılından itibaren ihaleler yoluyla yaklaşık 23.3 milyar dolarlık, doğrudan müdahalelerle de yaklaşık 25.5 milyar dolarlık döviz alımı gerçekleştirmiş ve böylece döviz rezervleri 62 milyar dolara ulaşmıştır. Aşağıdaki Grafikte Merkez Bankası tarafından yapılan doğrudan alım yönündeki müdahaleler ile karar alıcılar tarafından takip edilen iki farklı kur sepetinin, müdahalenin yapıldığı tarihteki değerleri verilmektedir.



1990 yılı başından itibaren serbest kur rejimi uygulayan ülke sayısı artmıştır. Ancak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının piyasalara yoğun bir şekilde müdahalede bulunduğu görülmektedir. Bu durum dalgalanma korkusu olarak adlandırılmaktadır ve müdahalelerin etkinliği pek çok araştırmaya konu olmaktadır. Akıncı, Çulha, Özlale, Şahinbeyoğlu (2005)² Merkez Bankası'nın müdahalelerinin oynaklığı düşürdüğü sonucuna ulaşmışlardır. Guimaraes ve Karacadağ (2004)³ da Türkiye'de müdahalelerin döviz kurunun düzeyi üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını, ancak kısa dönemli oynaklığı azalttığını belirtmektedirler. Görüldüğü gibi konuyla ilgili çalışmalarda Merkez Bankası müdahalelerinin amacına ulaştığını destekleyici nitelikte sonuçlara ulaşılmıştır. Yukarıdaki Grafikten de müdahale olduğu zamanlarda, kurlardaki oynaklığın görece olarak daha az olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, çalışmalardan elde edilen sonuçlar Grafikten de sezgisel olarak anlaşılmaktadır.

² Causes and Effectiveness of Foreign Exchange Interventions for The Turkish Economy , TCMB Working Paper.

³ The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: The Cases of Mexico and Turkey, IMF Working Paper.

Ocak 2002 ve Şubat 2007 tarihleri arasında iki kur sepetindeki oynaklığı ölçmek ve buradan hareketle Merkez Bankası'nın son dönemde olası bir müdahalesinin olup olmayacağı yönünde bir çıkarımda bulunmak amacıyla, kur sepetleri için iki haftalık standart sapmalar (Rolling Standart Deviation) hesaplanmıştır. Merkez Bankası bu tarihler arasında 18 defa piyasalara doğrudan alım yönünde müdahalede bulunmuştur. Hesaplanan standart sapmaların bu 18 dönemde almış olduğu değerlerin aritmetik ortalaması 1 dolar + 0.77 euro'luk sepette 0.04, 0.5 dolar +0.5 euro'luk sepette ise 0.024'tür. 26 Şubat tarihi itibarıyla ise bu değerler sırasıyla 0.013 ve 0.007 ile ortalamaların belirgin biçimde altındadır. Dolayısıyla, bu değerler kurlardaki oynaklığın göstergesi olarak alındığında, söz konusu tarihte müdahalenin Merkez Bankası'nın ortalama davranış kalıbıyla uyumlu olmadığı ifade edilebilir. Dahası, müdahalelerin yapıldığı dönemlerin hiç birinde standart sapmalar 26 Şubat tarihindeki değer kadar küçük olmamıştır.

26 Şubat tarihinde itibaren kurlarda ortaya çıkan hareket, bu tarihten sonra ölçülen standart sapmaları belirgin biçimde artırmıştır. 6 Mart tarihine gelindiğinde standart sapma değerleri 1 dolar + 0.77 euro'luk sepette 0.031, 0.5 dolar +0.5 euro'luk sepette ise 0.022 olarak ölçülmüştür. Bu değerler de ortalamaların altında, ancak ortalamalara yakındır. Hatta bunlar, bazı müdahale dönemlerindeki standart sapma değerlerinden de büyüktür. Dolayısıyla, bu dönemde yapılabilecek olası bir müdahalenin Merkez Bankası'nın ortalama davranış kalıbıyla uyumlu olduğu söylenebilir. Ancak, karar alıcılarda kurların bugün itibarıyla müdahaleyi gerektirecek düzeye geldiği yönünde bir beklenti oluşmamıştır. Bu yönde bir algılayış kalıbı Merkez Bankası'nın, kurlardaki oynaklıktan çok, düzeye müdahale ettiği yönünde fikirlerin gelişmesine zemin hazırlamaktadır. Merkez Bankası'nın genel olarak aşağı doğru hareketlere müdahale ediyor olması, aksine yukarı doğru hareketlere çok büyük bir sıçrama olmadığı takdirde müdahale etmemesi de bu algılayışı güçlendirmektedir.

Yukarıda yapılan analiz, sadece standart sapmalara dayanan basit bir çerçeve sunmaktadır. Analizin zayıf yönleri zamanla farklılaşmış olabilecek ekonomik koşulları dikkate almaması ve incelenilen dönemde yapılan müdahaleleri simetrik varsaymasıdır. Buna karşın, basit bir çerçeve kurmuş olması açısından da güçlü olarak nitelendirilebilir.

ABD verileri ekonominin durgunluğa gireceği beklentisini artırdı

ABD Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	1.6	2.5	3.9	3.2	2.2 (2006 QIV)
İşsizlik	5.8	6.0	5.5	5.07	4.6 (Ocak 07)
Enflasyon (CPI)	1.6	2.3	2.7	3.4	0.2 (Ocak 07)
Fed Faiz Oranı	1.25	1.00	2.25	4.25	5.25 (Haziran 06)

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

ABD ekonomisinin performansına ilişkin Ocak ayında artmış olan olumlu beklentiler Şubat ayı sonunda nispeten olumsuz bir hal almıştır. Başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere ekonomik aktiviteye ilişkin verilerin beklenenin altına inmesi ve 2006 son çeyrek büyüme oranının aşağı yönde revize edilmesi, büyümedeki

yavaşlamanın sanıldığından hızlı olabileceği konusunda tedirginliğe neden olarak, 2006'nın Mayıs ayında yaşanan dalgalanmaya benzer bir şekilde piyasalarda ABD kaynaklı bir hareketlilik yaşanmasına neden olmuştur. Ekonominin ılımlı bir yavaşlama sürecine gireceği ve bir resesyona yaşanmayacağı yönündeki görüşlerin yerini, ABD ekonomisinin stagfasyona gireceği yorumları almıştır. Beklentilerin bu yönde değişmesinde etkili olan gelişmelerden ilki, sermaye malları siparişlerinin sürpriz bir şekilde düşmesi olmuştur. Şimdiye kadar büyümedeki gerilemenin başlıca kaynağı olarak tüketim harcamalarının emlak sektöründeki yavaşlamaya bağlı olarak gerilemesi ön plana çıkarken, dayanıklı mal siparişlerindeki gerileme, yavaşlamanın reel sektöre de yansımaya başladığını göstermiştir. 2006'nın IV. çeyrek büyüme oranının %3.5'ten %2.2'ye revize edilmesi de Ocak ayında oluşan olumlu algılamaların tersine dönmesine neden olmuştur. Ancak bu veriler ekonominin resesyona girmekte olduğunu söylemek için çok da yeterli olmayıp, ekonomik aktiviteye ilişkin diğer verilerin de önümüzdeki dönemde izlenmesi gerekmektedir.

Şubat ayında ABD Merkez Bankası (Fed) toplantısı yapılmamış, fakat Fed Başkanı Bernanke'nin Kongre'de yaptığı konuşma, Fed'in ekonominin gidişatıyla ilgili görüşlerinin anlaşılmasına yardımcı olmuştur. Buna göre, Fed'in enflasyon konusundaki endişelerinin bir miktar azalmakla birlikte devam ettiği, büyümenin ise ılımlı bir şekilde yavaşlayacağı düşüncesinde olduğu görülmüştür. Fed Şubeleri tarafından ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak bölgesel bazda yapılan araştırma sonuçlarının toplandığı Beige Book'ta da büyüme ile ilgili olarak benzer bir tablo ortaya konurken, enflasyonda belirgin bir değişim olmadığı belirtilmiştir.

ABD'de Ocak ayına ilişkin enflasyon verilerinde çok önemli bir artış meydana gelmemiş fakat, çekirdek TÜFE'nin ve Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi'nin (PCE) aylık bazda %0.3 artarak beklentilerin üzerine çıkması, aşırı ölçüde kaygı verici olarak algılanmamakla birlikte, enflasyon riskinin varlığını koruduğunu göstermiştir. Fakat ay sonunda yayınlanan verilerin büyüme performansının sanıldığı kadar olumlu yönde olmayacağı beklentisini artırması, enflasyonist baskılardan kaynaklanan riski de ön plana çıkarmıştır. Ocak ayında yapılan Fed toplantısının tutanaklarında da Fed yetkililerinin enflasyonist baskıların varlığını kabul ettikleri görülmüştür. Ancak, yetkililerin gelecek aylarda daha ılımlı bir enflasyon görünümü oluşacağı görüşünde oldukları anlaşılmıştır.

Ay sonunda para ve sermaye piyasalarında kısa süreli dalgalanmalar oluşmasına neden olan ekonomik verilere rağmen, Fed'in büyümede aşırı bir yavaşlama meydana geleceği düşüncesinde olmadığı ve enflasyonist risklerin artmasını önlemek amacıyla faiz oranlarını bir süre daha artırmayacağı tahmin edilmektedir. Büyümedeki yavaşlamaya önlem olarak yapılacak olası bir faiz indiriminin ise, en erken yılın ikinci çeyreğinde meydana gelmesi olası görülmektedir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) faiz artırımına gitti

Euro Bölgesi Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	0.9	0.8	2.1	1.3	3.3 (2006 QIV)
İşsizlik	8.5	8.9	8.8	8.3	7.4 (Ocak 07)
Enflasyon (HICP)	2.28	1.97	2.36	2.22	1.8 (Ocak 07)
ECB Faiz Oranı	2.75	2.00	2.00	2.25	3.50 (Aralık 06)
M3 Para Arzı Artışı	6.9	7.1	6.6	7.4	9.8(Ocak 07)

Kaynak: ECB, Eurostat, Reuters

Euro Bölgesi açısından Şubat ayındaki en belirgin gelişmenin, sermaye piyasalarındaki ABD ekonomik verilerinden kaynaklanan düşüşler olduğu görülmektedir. Şubat ayının son haftası ve Mart ayının ilk haftası içinde meydana gelen bu dalgalanma, tedirginliği artırsa da, Euro Bölgesi ile ilgili beklentilerin revize edilmesine neden olmamıştır.

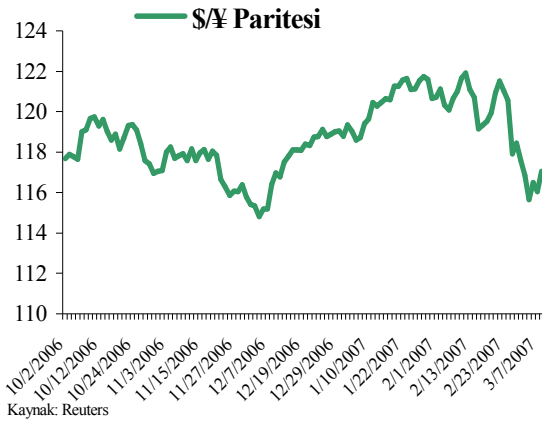
Bu ay açıklanan Euro Bölgesi 2006 IV. çeyrek büyüme oranı yıllık bazda %3.3 gerçekleşerek beklentilerin üzerinde çıkmış, 2005 yılının sonlarından itibaren başlayan ekonomik canlanmanın devam ettiğini göstermiştir. Bölge'nin en büyük ekonomisi olan Almanya'nın ekonomik performansının olumlu bir hızda olacağı ve diğer ülke ekonomilerinde yavaşlama meydana gelmeyeceği beklentisi, Euro Bölgesi büyüme oranında aşağı yönde revizyon oluşmayacağı beklentisini artırmıştır.

Öte yandan Ocak ayında tüketici fiyatlarındaki artış %1.9'dan %1.8'e gerileyerek, Euro Bölgesi ekonomileri için ciddi bir enflasyon tehlikesinin bulunmadığını göstermiştir.

Euro Bölgesi açısından en önemli güven endekslerinden biri olan ve finans sektörünün ekonomiye olan güvenini yansıtan ZEW endeksi Şubat ayında da geçen ay olduğu gibi artmıştır. Beklentilerin altında gerçekleşen bu artışın, ABD ekonomisine ilişkin beklentilerin çok da olumlu olmamasından da etkilendiği düşünülmektedir. Almanya'da yapılan anketlere dayanılarak oluşturulan bir diğer güven endeksi olan, IFO işdünyası güven endeksi ise Şubat ayında Almanya'da yıl başında yürürlüğe giren KDV artırımının etkisinin bu ay daha çok hissedilmeye başlanması nedeniyle 107.9'dan 107'ye gerilemiştir. Güven endeksleri ekonominin görünümünde genel bir bozulma beklenmediğini göstermiştir.

Ocak ve Şubat aylarında faiz artırımına gitmeyen ECB, Mart ayında yaptığı toplantıda faiz oranını %3.75'e çıkarmıştır. ECB Başkanı Trichet'nin toplantı sonrasında yaptığı açıklamalar, faiz artırımını sonrasında faiz oranının makul bir seviyeye geldiği ve ECB'nin faizleri bir süre daha bu seviyede tuttukten sonra orta vadede %4'e kadar çıkaracağı, şeklinde yorumlanmıştır. Bu arada ECB yetkililerinin 2007 ve 2008 yılları için enflasyon ve büyüme tahminleri de revize edilmiştir. Her iki dönem için de tahmin aralıkları genişletilirken, 2007 için enflasyon tahmini %2'den %1.8'e, 2008 için ise %1.9'dan %2'ye revize edilirken, büyüme tahmini 2007 yılı için %2.2'den %2.5'e, 2008 için ise %2.3'ten %2.4'e revize edilmiştir. Özellikle enflasyon tahmin aralıklarının genişletilmesi ve 2008 yılı enflasyon tahmininin artmış olması ECB'nin faiz artırımına devam edebileceği yorumunda bulunmayı mümkün kılmaktadır.

Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) faiz oranını artırması ve Yen'deki dalgalanma piyasaları önemli ölçüde etkiledi



Başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere, dünya ekonomisini çok yakından ilgilendiren ve fon akımlarını etkileyebilecek öneme sahip olan Japonya faiz oranı, Temmuz 2006'dan sonra ikinci kez artırılarak %0.50'ye çıkarılmıştır. 19 Şubat'ta yapılan BoJ toplantısı öncesinde ve sonrasında Japon Yeni'nin değerinde dalgalanmalara neden olan faiz artırım kararı, "carry trade" işlemlerinin hacminde bir azalışa neden olmamıştır. BoJ'un bundan sonrası için faiz artırımına gitmekte acele etmeyeceği şeklinde yorumlanan açıklamaları Yen satışlarının, dolayısıyla "carry trade" işlemlerinin ay sonuna kadar devam etmesine yol açmıştır. Ancak ay sonunda ABD ekonomisinin durgunluğa gireceği beklentisi ile birlikte artan tedirginlik, Japon Yeni pozisyonlarının kapatılmaya

başlanmasına neden olmuştur. Şubat ayının son haftasında Yen, dolar karşısında yaklaşık %4 değer kazanmış, bu süre zarfında yüksek getiri imkanı sunan gelişmekte olan ülke piyasalarından çıkışlar yaşanmıştır. Piyasalardaki dalgalanmanın nispeten azalması ve gelişmekte olan ülke piyasalarına fon girişlerinin tekrar gözlenmeye başlamasıyla birlikte Yen tekrar değer kaybetmeye başlamıştır.

Japonya Temel Ekonomik Göstergeleri					
(%) Değişim	2002	2003	2004	2005	En Son
Büyüme	0.1	1.8	2.3	2.6	0.8 (2006 QIII)
İşsizlik	5.4	5.3	4.7	4.4	4.0 (Ocak 07)
Enflasyon (CPI)	-0.9	-0.3	-	-0.6	0.0 (Ocak 07)

Kaynak: IMF, OECD, Reuters

Dünya ekonomisindeki gelişmelerin, Japonya açısından Şubat ayındaki en belirgin etkisi yukarıda da belirtildiği gibi Japon Yeni'nin değerinde meydana gelirken, Şubat ayında Japonya'da açıklanan ekonomik veriler, ekonomiyle ilgili olumsuz bir tablo sergilememiştir. Buna göre, Japonya 2006 IV. çeyrek

büyüme oranı %1 olan beklentilerin üzerine çıkararak %1.2 olarak gerçekleşmiştir. Sanayi ve ihracata dayalı bir büyümenin söz konusu olduğu Japonya'da, sanayi üretimi Ocak ayında %1.5 azalmıştır. %1.9 olan beklentilerin altında kalan bu azalışın Şubat ayında da devam etmesi, daha sonrasında ise artışa dönüşmesi beklenmektedir.

Ülke ekonomisi açısından deflasyonist bir risk unsuru oluşturan tüketici fiyatları Ocak ayında yıllık bazda %0 olarak gerçekleşirken, Ocak ayı hanehalkı harcamaları ve perakende satışlar beklentilerin üzerinde gerilemiştir. Tüketici fiyatlarıyla ilgili gelecek aylara ilişkin olumsuz bir trend oluşması beklenmemektedir. Ocak ayında %4 olarak gerçekleşen işsizlik oranı ise sıkı bir istihdam piyasasının mevcut olduğunu göstermektedir.

Çin borsası %8.84 ile son 10 yılın en sert düşüşünü yaşadı

Çin Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2003	2004	2005	2006	2007
Büyüme (%)	10.0	10.1	9.9	10.7	9.6*
Enflasyon (%)	1.2	3.9	1.8	2.9	2.2
Faiz Oranı (%)	2.0	2.25	2.25	2.52	2.52
Cari Denge (Milyar \$)	45.9	68.7	160.8	208.3*	246.2*
Cari Denge/GSMH (%)	3.2	4.0	7.1	7.7*	7.6*
M2 Para Arzı (% Değişim)	19.7	14.8	18.0	16.9	15.9

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

Ay içinde açıklanan ekonomik veriler, Çin ekonomisinin genel görünümü açısından karışık bir tablo çizmiştir. 2006 yılında %10.7 büyüyen ve güçlü büyüme performansı ile pek çok ülkeyi geride bırakan Çin'in büyüme oranı ile ilgili herhangi bir revizyon yapılmazken, dış ticaret fazlası Ocak ayında 15.8 milyar dolar ile oldukça yüksek bir seviyede gerçekleşmiş ve 12 aylık toplam dış ticaret fazlası Aralık ayındaki 177.5 milyar dolar seviyesinden Ocak ayında 183.9 milyar dolara yükselmiştir. Bu verinin Çin'e, yuan kurunu yükselterek yüksek dış ticaret ve cari işlem fazlasını azaltması gerektiği yönünde çağrı

yapılan G-7 toplantısının hemen ardından gelmesi ise oldukça ilginç bir gelişme olmuştur.

Dış ticaret ve cari işlem fazlasının Ocak ayında yüksek gerçekleşmesi ve bankacılık sistemine olan para akışının sürmesi, bunlara karşı önlem almak için Nisan ayından beri iki kez faiz oranlarını artıran, bazı sektörlerde kredi vermeyi sınırlandıran ve dolaşımdaki likiditeyi çekmek için bono ve tahvil satışlarını artıran hükümeti, yeni önlemler almaya zorlamıştır. Bu çerçevede, Ocak ayı zorunlu karşılık oranını yükselten Merkez Bankası, kredi artışını sınırlandırmak için 50 baz puanlık bir artırımı daha yaparak zorunlu karşılık oranını %10'a çıkarmıştır. Ancak, yarım puanlık artırımın yeterli olmayacağına kesin gözüyle bakılırken, Çin'in hem zorunlu karşılık oranını hem de gösterge faiz oranını önümüzdeki altı ay içerisinde tekrar yükseltmesi beklenmektedir. Çin Merkez Bankası'nın çeyrek dönemlik para politikası raporunda, kredi ve yatırım büyümesini kontrol altında tutmak için, bankalardan daha yüksek rezerv talep etmenin de arasında bulunduğu bir dizi araç kullanacağını açıklamaları bu görüşü destekler niteliktedir. Buna ek olarak, orta vadede ülkenin dış ticaret fazlasının artmaya devam etmesi halinde yuanın daha hızlı değer kazanmasına izin verilmesi beklenmektedir.

Bu yıl için Çin ekonomisinde büyüme hızının bir miktar yavaşlayarak %9.6 olarak gerçekleşmesi beklenmekle birlikte, Çin Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonu, para arzının ve yatırım artışının düzenlenmesine yönelik tedbirlere bağlı olarak, 2007 yılında büyümenin %8 civarında gerçekleşmesini öngörmektedir. 2006 yılında 177.5 milyar dolara yükselen dış ticaret fazlasının ise, sürdürülen ihtiyatlı para ve maliye politikaları ile uygulamaya konan yeni tedbirlerle 2007'de düşüş göstermesi beklenmektedir.

Bu ay Çin'de yaşanan önemli gelişmelerden bir diğeri, 26 Şubat'ta Çin borsasının %8.84 ile son 10 yılın en sert düşüşünü yaşaması olmuştur. Çin hükümetinin sermaye piyasalarındaki spekülasyon menkul kıymet işlemlerini takibe alacağı ve yeni önlemleri hayata geçirebileceği yönündeki açıklamaları, Çin borsasındaki sert düşüşün temel faktörü olmuştur.

Çin, ilk kez hisse senedi piyasasına yönelik bir hareket başlatırken, Çin borsasının son 10 yılın en sert düşüşünü yaşamasının arkasındaki nedenler incelendiğinde; asıl nedenin Çin borsasının son 1 yıl içerisinde %130 civarında yükselerek yaklaşık 1.4 trilyon dolarlık değere ulaşması olduğu görülmektedir. Bir süreden beri hisse senedi piyasasında oluşan bu balonla ilgili olarak kar realizasyonuna bağlı sert bir düzeltme yaşanması bekleniyordu. Piyasalardaki genel görüş, geçtiğimiz yıl ülke ekonomisinin büyümesi ve arka arkaya gelen halka arzlarla hızlı bir yükseliş kaydeden Çin borsalarında yaşanan bu hareketin, bir düzeltme hareketi olduğu ve orta ve uzun vadede yatırımcıların ülke borsasına ilgisinin devam edeceği yönündedir.

Rusya ekonomisine yönelik olumlu görünüm devam ediyor

Rusya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2003	2004	2005	2006	2007
Büyüme	7.3	7.2	6.4	6.7	6.5*
Enflasyon	13.7	10.9	12.7	9.0	8.2
İşsizlik	8.6	8.2	7.6	5.1	7.1
Cari Denge(Milyar \$)	35.4	59.9	84.2	95.6	89.3*
Cari Denge/ GSMH (%)	8.3	10.3	10.9	9.8	7.7 *

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

2007 yılına iyi bir başlangıç yapan Rusya'da, Ocak ayı enflasyonu beklentilerin altında gelirken, büyüme ise beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Ocak ayında GSYİH, geçen yılın aynı ayına göre %7.2 büyümüştür. Enflasyon yıllık bazda %8.2 olarak gerçekleşirken, ÜFE artışı aylık bazda %1.2 ile beklentilerin üzerinde gelmiş ve yıllık bazda %11.4 artmıştır. Rusya'da hükümet,

2006 yılında %9 olan enflasyonun, 2007 yıl sonunda %7.5-8.0 aralığında gerçekleşmesini, büyümenin ise bu yıl %6.5 olmasını hedeflemektedir. Bu arada Rusya'da büyüme kompozisyonunun değişmeye başladığı görülmektedir. Rusya'da 2006 Aralık ayında yıllık bazda %16.5 artan sabit yatırımların, son on yıldan bu yana en güçlü artışı kaydederek Ocak ayında yıllık bazda %23.2 artması, Rusya ekonomisinin artık sadece ihracata dayalı büyümediğini göstermiştir. Öte yandan, genel ekonomik gidişatın göstergelerinden olan sanayi üretimi Ocak ayında yıllık bazda %8.4 artarken, perakende satışlar artan gelir ve tüketici kredilerine bağlı olarak %13.5 artış kaydetmiştir.

2006 yılında %15.1 artarak 164.4 milyar dolara ulaşan dış ticaret fazlasının, bu yıl petrol fiyatlarındaki gerileme ve güçlü yurtiçi talebe bağlı olarak artan ithalat nedeniyle gerilemesi beklenmektedir. Yüksek ticaret fazlası ve güçlü sermaye girişi ile artmaya devam eden Rusya Merkez Bankası'nın döviz rezervleri ise, 16 Şubat haftasında bir önceki haftaya göre 1.7 milyar dolar artarak 311.2 milyar dolar olmuştur.

Şubat ayı içinde Münih'te yapılan Güvenlik Konferansı'nda ABD'nin tek süper güç olduğu çok kutuplu bir dünya düzenini eleştirerek tüm dikkatleri üzerine çeken Rusya, bir yandan Çin ve Hindistan ile enerji işbirliği konusunda görüşmeler yaparken, diğer taraftan doğal gaz ihraç eden ülkelerin OPEC benzeri bir kartel kurması fikrini ortaya atarak uluslararası alanda ağırlığını artırmaya devam etmektedir. Yurtiçinde ise, 2 Mart 2008'de yapılacak başkanlık seçiminin gündemde yer almaya başladığı görülmektedir. Halk desteği %70'lerde olan devlet başkanı Putin kendisinden sonra kimi destekleyeceğini henüz açıklamasa da, başkan yardımcısı Sergey Ivanov ve Dmitry Medvedev en güçlü adaylar olarak görülmektedir.

Brezilya olumlu ekonomik ortamda faiz oranlarını %12.75 seviyesine indirdi

Brezilya Temel Ekonomik Göstergeleri					
	2003	2004	2005	2006	2007
Büyüme	0.5	4.9	2.3	2.9	3.3*
Enflasyon	9.3	7.6	5.7	3.1	3.0
İşsizlik	10.9	9.6	8.3	8.4	9.3
Faiz Oran (%)	16.5	17.7	18.0	13.0	12.75
Cari Denge (Milyar \$)	4.2	11.7	14.2	13.5	9.1*
Cari Denge/GSMH (%)	0.8	1.9	1.8	1.7	0.9*

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

Ekonomisi iyi yolda ilerleyen ve enflasyon konusunda başarılı bir performans sergileyen Brezilya, Ocak ayında 325 milyon dolarlık cari işlem fazlası vermiş, 12 aylık cari işlemler fazlası 14.2 milyar dolara ulaşmıştır. İhracat ve ithalat kalemlerindeki artışla 2006 sonunda rekor kıran dış ticaret fazlası ise, Ocak ayında 2.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler fazlasındaki artışın temel faktörlerinden birisi olan

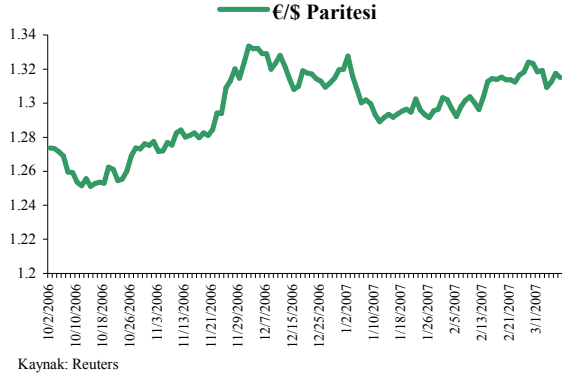
doğrudan yabancı yatırımların Ocak ayında geçen yılın aynı dönemine göre %63.6 artarak 2.4 milyar dolara ulaşması sürpriz bir gelişme olmuş, buna göre 12 aylık doğrudan yabancı yatırım miktarı 19.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Brezilya Merkez Bankası'nın spot piyasadan dolar alım politikası sürdürmesine bağlı olarak artmaya devam eden döviz rezervleri, Şubat ayı sonunda 100.3 milyar dolara ulaşmış olup, 2007 sonunda 105 milyar dolar olan beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Döviz rezervleri artışı, ülkenin kredi notu görünümü üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır.

Büyüme performansına yönelik verilere bakıldığında, perakende satışlar 2006 Aralık ayında yıllık bazda %5.6 artmış, Brezilya Merkez Bankası'nın yıl içinde yaptığı faiz indirimleri de artış üzerinde etkili olmuştur. Son birkaç aydır süregelen artış trendi tüketim harcamalarının artmaya devam ettiğini göstermektedir. Büyüme performansı açısından önemli bir veri olan sanayi üretimi, tüketim malları ve akaryakıt fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak Ocak ayında aylık bazda %0.3 gerilemiştir. Brezilya'da Hükümet, 2.9 milyar dolarlık yıllık vergi indirimi ve 4 yıl içinde gerçekleştirmeyi planladığı 237 milyar dolarlık kamu-özel sektör işbirliğiyle yapılacak alt yapı yatırımlarıyla yıllık ortalama %5 büyüme hedeflemektedir.

Brezilya Merkez Bankası'nın faiz kararları için gösterge olarak kullandığı IPCA tüketici fiyat endeksi, Ocak ayında %0.44 artış kaydederken, 12 aylık enflasyon %2.9 olarak gerçekleşmiştir. Hükümetin 2007 yıl sonu enflasyon hedefi %4.5 olup, piyasalardaki genel beklenti enflasyon artışının bu yıl sonunda %3.8 olarak gerçekleşeceği yönündedir. Bu doğrultuda, 6-7 Mart tarihlerinde yapılan Brezilya Merkez Bankası toplantısında, faiz oranları yine çeyrek puan azaltılarak %12.75 seviyesine indirilmiştir. Merkez Bankası'nın faiz oranlarını düşürme davranışının yıl boyunca yavaşlayarak devam edeceği düşünülmekte olup, gösterge konumundaki Selic faizinin 2007 yılını %11.50 seviyesinden kapatacağı tahmin edilmektedir.

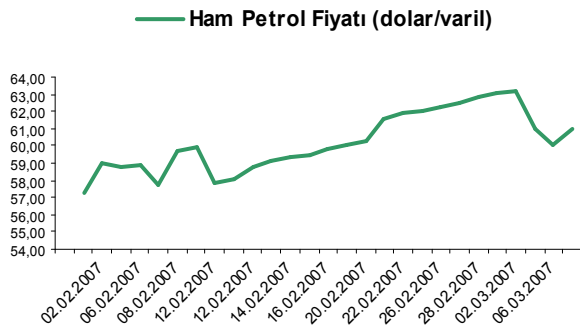
€/ \$ paritesi yükseliş trendini korudu



EUR/USD paritesi Şubat ayı boyunca 1.2920-1.3200 aralığında dalgalanmış, ayın ilk yarısında Fed Başkanı Bernanke'nin Kongre'de yaptığı açıklamaların Fed'in faiz indirimine gitmesi olasılığını artırması nedeniyle, 1.3100 seviyesini yukarı yönde kırarak yükseliş trendine girmiştir. Şubat ayının son haftasına kadar 1.3130-1.3180 aralığında nispeten yatay bir seyir izleyen parite, 27 Şubat tarihinde yayınlanan dayanıklı mal siparişlerinde beklenden fazla bir düşüş meydana gelmesinin ve geri dönmeyen mortgage kredilerinde bir süredir gözlenen artışın da etkisiyle emlak sektörüyle ilgili olumsuz beklentilerin artmasının etkisiyle ani bir şekilde 1.3240'a kadar çıkmıştır. Hisse senedi piyasasından çıkışların artmasıyla dolardaki değer kaybı

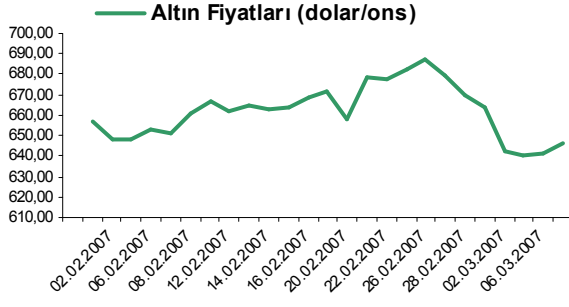
bir süre daha devam ettikten sonra parite tekrar 1.3200 seviyesinin altına inmiştir. Bu arada Fed eski Başkanı Greenspan'ın de yaptığı bir açıklamada yaptığı reseryon uyarısı ve bu yöndeki genel beklenti parite üzerinde yukarı yönlü baskıda bulunurken, Fed Başkanı Bernanke'nin bu endişeleri giderici açıklamaları paritenin 1.3180 seviyelerinde tutunmasını sağlamıştır. EUR/USD paritesi üzerindeki Euro Bölgesi kaynaklı en önemli gelişme ECB'nin Mart ayında yapacağı toplantıda faiz artırımına gitmesi beklentisi olmuştur. Faiz oranının %3.75'e çıkarılmasının ardından yapılan açıklamalar ise kısa vadede yeni bir faiz artırımına gidilmeyeceği beklentisini artırarak paritenin 1.3120'lere gerilemesine neden olmuştur.

Emtia fiyatları Şubat ayında genel olarak yükseliş eğilimi sergiledi



Şubat ayında emtia fiyatları genel olarak yukarı yönlü bir hareket izlerken, bu dönemde petrol fiyatlarında artışı destekleyen başlıca faktörler; arz/talep dengesine ilişkin gelişmeler, sertleşen hava koşulları ve politik riskler olmuştur. ABD'de soğuk hava koşullarının devam etmesi ve yakıt stoklarının düşmesi, buna ek olarak İran'ın nükleer faaliyetlerini durdurmayacağını açıklaması, Şubat ayı başında fiyatları 60 dolar/varil seviyesine taşımıştır. Fiyatlar kar realizasyonu ile bir miktar gerilese de, ABD petrol rafinerileri ve boru hatlarında yaşanan sorunlara ek olarak, Nijerya'da yaşanan gerginliklerin arza yönelik kaygıları artırması, petrol fiyatlarının yeniden yükselmesine neden olmuştur. Yükselişte, ABD yakıt stokları verisinin

beklentilerin üzerinde düşük gelmesi ve uluslararası kamuoyunda İran'ın nükleer çalışmalarına yönelik tedirginliğin yeniden artması etkili olurken, fiyatlar 62 dolar/varil seviyesinin üzerine çıkmıştır. Ay sonuna doğru, Çin ve Amerikan ekonomik büyümesindeki yavaşlamanın petrole olan talebi azaltacağı beklentilerinin yeniden kuvvetlenmesiyle 61 dolar/varil seviyesine gerileyen fiyatların, 15 Mart'ta yapılacak OPEC toplantısında yeni bir arz kısıntısına gidilmeyeceği beklentisine bağlı olarak, önümüzdeki dönem ABD petrol stokları ve İran kaynaklı jeopolitik risklere göre yön bulması beklenmektedir.



Kaynak: Reuters

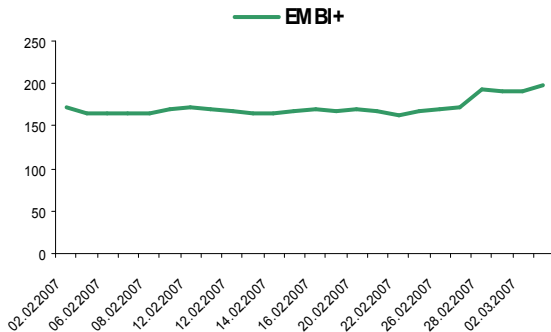
piyasalarını da olumsuz etkileyerek, fiyatların 640.0 dolar/ons seviyelerine kadar gerilemesine neden olmuştur. Gerilemede carry trade ile altına yatırım yapanların yen'in yükselişi ile bu akımın sona ereceği endişesiyle zararlarını telafi etme yoluna gitmeleri etkili olmuştur. Mart ayı başında global piyasaların toparlanmaya başlamasıyla yeniden yükselişe geçen altın fiyatlarının bu eğilimini koruması, önümüzdeki dönemde fiyatların ağırlıklı olarak ABD ekonomisindeki gelişmeler ve petrol fiyatlarındaki hareketlere göre yön bulması beklenmektedir.

ABD Hazine tahvillerine olan talep artarken, gelişmekte olan ülke risk spreadleri ay sonunda yaşanan dalgalanma nedeniyle yükseldi.



Kaynak: Reuters

beklentilerin altında kalmasının ardından gelmiştir. 4.63'ten 4.51'e gerileyen getiri oranı ay sonunda, 2006 IV. çeyrek büyüme oranının beklenmedik bir şekilde %3.5'ten %2.2'ye revize edilmesinin, Fed'in faiz indirimine beklentisini desteklemesi nedeniyle aşağı yöndeki trendini devam ettirmiştir.



Kaynak: Reuters

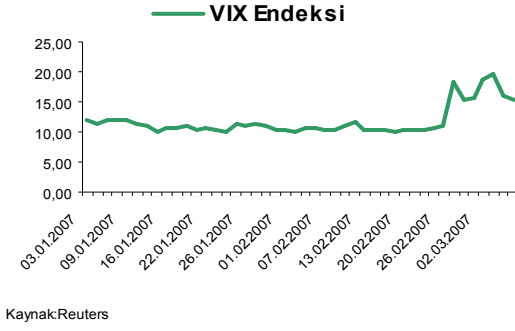
Fed'in faiz oranını değiştirmeme kararının ardından gelen fon alımlarıyla Şubat ayına 650 dolar/ons seviyesinden başlayan altın fiyatları, ay boyunca diğer emtialarda olduğu gibi yukarı yönlü bir hareket izlemiştir. Piyasalarda artan likidite ve enflasyon endişesi, İran ile ABD arasında yaşanan gerginlik ve doların değer kaybı altına olan talebi desteklerken, fiyatları 672.80 dolar/ons seviyesine taşımıştır. Bir ara kar realizasyonu ile 659.10 doları gören fiyatlar, jeopolitik kaygılar ve doların değer kaybına bağlı olarak yeniden yükselmiş ve 686.70 dolar ile son dokuz ayın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Ancak ilerleyen günlerde, Çin tarafında yaşanan gelişmelerin global çapta bir dalgalanma hareketine dönüşmesi, tüm piyasaları olduğu gibi altın

piyasalarını da olumsuz etkileyerek, fiyatların 640.0 dolar/ons seviyelerine kadar gerilemesine neden olmuştur. Gerilemede carry trade ile altına yatırım yapanların yen'in yükselişi ile bu akımın sona ereceği endişesiyle zararlarını telafi etme yoluna gitmeleri etkili olmuştur. Mart ayı başında global piyasaların toparlanmaya başlamasıyla yeniden yükselişe geçen altın fiyatlarının bu eğilimini koruması, önümüzdeki dönemde fiyatların ağırlıklı olarak ABD ekonomisindeki gelişmeler ve petrol fiyatlarındaki hareketlere göre yön bulması beklenmektedir.

ABD Hazine tahvillerinin getirileri Şubat ayı boyunca genel bir düşüş eğilimi sergilemiştir. Tahvillere olan talebin artması nedeniyle fiyatların yükselip, getirilerin ise düşmesinin başlıca nedeni, Şubat ayı boyunca meydana gelen gelişmelerin Fed'in yılın ikinci çeyreğinde faiz artırımına gideceği beklentisini artırması olmuştur. ABD 10 yıllık Hazine tahvilinin getirisine bakıldığında aşağı yönde ilk hareketin Fed Başkanı Bernanke'nin Kongre'de yaptığı konuşmada büyümedeki yavaşlamayı teyit ederek, enflasyonist baskıların azalacağı beklentisine sahip oldukları yönünde açıklamada bulunması ile başladığı görülmektedir. Bu gelişme ile birlikte 4.8150 seviyesinde bulunan tahvil getirisi 4.70'lere gerilemiştir. Söz konusu tahvilin getirisindeki ikinci büyük hareket ise dayanıklı mal siparişlerinin

beklentilerin altında kalmasının ardından gelmiştir. 4.63'ten 4.51'e gerileyen getiri oranı ay sonunda, 2006 IV. çeyrek büyüme oranının beklenmedik bir şekilde %3.5'ten %2.2'ye revize edilmesinin, Fed'in faiz indirimine beklentisini desteklemesi nedeniyle aşağı yöndeki trendini devam ettirmiştir.

Şubat ayı başlarında küresel piyasalarda risk algılamasının düşük olması, gelişmekte olan ülke tahvillerine yönelik olumlu havayı destekleyerek bu dönemde söz konusu ülke piyasalarına para girişinin artmasına yol açmıştır. Ay içinde yapılan ECB ve FED toplantılarında faizlerin değiştirilmemesi, buna ek olarak Ekvator'un borç ödemesi konusunda daha ılımlı bir tavır takınması, diğer taraftan Fitch'in Brezilya'nın kredi notunu teyit ederek, görünümünü durağandan pozitifte yükselttiğini açıklaması, gelişmekte olan ülke tahvillerinin risk primlerinin gerilemesine neden olan gelişmeler olmuştur. Ancak ay sonuna doğru, eski Fed Başkanı Greenspan'ın açıklamaları, Çin'in yatırımlara sınırlama getirebileceği beklentilerinin Çin borsasında büyük düşüş yaratması ve ABD konut piyasası ile ilgili



yatırımların azalabileceği endişesi de, global piyasalarda tedirginliği artırarak kayıpların derinleşmesine yol açmıştır. Yavaş yavaş toparlanmaya başlayan global piyasalarda, gelişmekte olan ülke tahvillerine yatırım yapan yatırımcıların önümüzdeki dönem, ABD ve gelişmekte olan ülkelerde açıklanacak ekonomik aktiviteyle ilgili veriler ile “carry trade” işlemlerinde daralma endişesine bağlı olarak Japon Yen’in değerini takip etmesi beklenmektedir.

Dünya borsalarında Çin ve ABD kaynaklı gelişmelere bağlı olarak sert bir düzeltme hareketi yaşandı

	05.02.2007	08.03.2007	(%) Değ.
AVRUPA			
Cac-40 (Fransa)	5,681	5,520	-2.83
Dax (Almanya)	6,874	6,703	-2.49
FTSE-100 (İngiltere)	6,317	6,156	-2.55
AMERİKA			
Nasdaq (ABD)	2,470	2,374	-3.88
Dow Jones (ABD)	12,661	12,192	-3.70
Bovespa (Brezilya)	45,286	42,667	-5.78
Merval (Arjantin)	2,076	1,995	-3.90
ASYA			
Nikkei (Japonya)	17,406	17,090	-1.82
Shanghai (Çin)	2,612	2,928	12.02

Kaynak: Financial Times, Reuters

Dünya borsaları Şubat ayında ABD’de yayınlanan ekonomik verilerin, ABD ekonomisinin resesyona gireceği beklentisini artırması nedeniyle, önemli düşüşlere maruz kalmıştır. ABD ekonomisinin resesyona gireceği konusundaki yorumlar ise, borsalardaki düşüşlerin birkaç gün boyunca devam etmesine neden olmuştur. ABD ekonomisinin geleceğine dair endişelere ek olarak emtia fiyatlarının önceki aya göre yükselmiş olması da, özellikle gelişmiş ülke borsalarındaki düşüşlerde etkili olmuştur. Endekslerdeki aylık düşüşler karşılaştırıldığında, Japonya borsasının da genel trendden etkilenmekle birlikte, düşüşlerin daha çok Yen’deki yükseliş nedeniyle ihracat şirketleri

hisselerindeki düşüşten kaynaklandığı görülmüştür.

Gelişmekte olan ülke borsaları ise, küresel likiditenin yön bulmak için beklediği Japonya Merkez Bankası’nın faiz kararından pek fazla etkilemezken, ayın son günlerinde Çin borsalarında başlayan sert düşüş hareketinden en fazla etkilenen ülkeler olmuştur. Dalgalanmanın yaşandığı üç gün içerisinde Türkiye borsası %9.48, Rusya borsası %8.78, Arjantin borsası %8.16 ve Çin borsası %8.84 değer kaybetmiştir. Global risk algılamasının arttığı bir ortamda, Yen’in değer kazanmasının ardından, Japon Yeni ile borçlanan yatırımcıların “carry trade” işlemlerinin azalabileceğine yönelik endişeleri de borsalardaki kayıpları tetiklemiştir. Önümüzdeki dönem gelişmekte olan piyasaların yine ABD tarafında açıklanacak veriler ile carry trade işlemleri açısından büyük önem taşıyan Yen’in değerindeki gelişmelere göre yön bulması beklenmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER				
	2005	2006	En Son Yayımlanan	2007 HEDEF
Reel Ekonomi				
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	487.202		175.577 (2006 III. Ç.)	
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyar \$)	361.5		117.8 (2006 III. Ç.)	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	7,4		3.4 (2006 III. Ç.)	
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyon YTL)	486.401		175.4 (2006 III. Ç.)	631.393
GSMH (Cari Fiyatlarla, Milyar \$)	360.9		117.7 (2006 III. Ç.)	
GSMH Büyüme Oranı (%)	7,6		3.0 (2006 III. Ç.)	5.0
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	5,3		2.5 (Aralık-2006)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	80,3		78.5 (Aralık-2006)	
İşsizlik Oranı (%)	10,3		9.9 (2006 Yıllık)	
Fiyat Gelişmeleri				
TÜFE (Yıllık % Değişim)	7,72	9.65	10.16 (Şubat 2006)	4.0
ÜFE (Yıllık % Değişim)	2,66	11.58	10.13 (Şubat 2006)	
Parasal Göstergeler (Milyon YTL)				
M1	41.759	72.163	65.011 (16.02.2007)	
M2	153.146	297.481	302.685 (16.02.2007)	
M3	229.587	319.836	324.724 (16.02.2007)	
Emisyon	19.612	26.815	22.373 (05.03.2007)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)				
	48.320	60.845	62.955 (23.02.2007)	
Döviz Kuru				
Dolar/YTL	1.3483	1.4124	1.4372 (06.03.2007)	
Euro/YTL	1.5952	1.8604	1.8849 (06.03.2007)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.5766	2.8574	3.3363 (06.03.2007)	
Euro/Dolar	1.1831	1.3172	1.3115 (06.03.2007)	
Dolar/Yen	117.49	118.94	116.45 (06.03.2007)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	171.20	160.20	167,9 (Şubat 2006)	
Faiz Oranları				
TCMB O/N (Borç Alma)	13,50	17.50	17.50 (21.07.2006)	
TRILIBOR O/N	15,08	17.98	17.72 (06.03.2002)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)				
Cari İşlemler Açığı	-22,852	-31,316	-31,316 (Ocak-Aralık)	-30.400
İthalat	116,048	137.032	9,631 (Ocak)	149.700
İhracat	73,122	83.142	6,492 (Ocak)	95.000
Dış Ticaret Açığı	-42,926	-51.891	-3,138 (Ocak)	-54.700
Kamu Ekonomisi (Milyon YTL)				
Bütçe Gelirleri	134,819	171,309	12,392 (Ocak)	188.159
Bütçe Giderleri	144,562	175,304	18,488 (Ocak)	204.902
Bütçe Açığı	-9,743	-3,995	6,096 (Ocak)	-16.743
Faiz Dışı Fazla	35,936	41,951	925 (Ocak)	36.203
Borç Stoku Göstergeleri				
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar YTL)	244.8	251.5	257.3 (Ocak - 2007)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar YTL)	86.8	93.6	95.1 (Ocak - 2007)	
Kamu Net Borç Stoku	271.5	271.5	267.4 (2006 III. Çeyrek)	
İMKB				
İMKB-100	39.777	39.118	40.231 (06.02.2007)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ				
(Milyon YTL)	2004	2005	Eki.06	Kas.06
Toplam Aktif	306.464	396.962	467.385	482.232
Nakit Rezervler	32.867	46.751	50.524	52.875
Krediler	99.396	149.937	208.640	214.343
Menkul Değerler Portföyü	123.680	143.016	154.911	158.261
Mevduat	191.065	243.121	295.985	303.132
Mevduat Dışı Kaynaklar	70.423	100.108	113.692	120.486
Özkaynaklar	45.975	53.733	57.708	58.614
Net Dönem Karı	6.337	5.711	9.968	10.663
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	52,0	61,7	70,5	70,7
Men.Değ.Port. / Mevduat	64,7	58,8	52,3	52,2
Özkaynak Karlılığı	13,8	11,8	17,3	18,2
Aktif Karlılık	2,0	1,4	2,1	2,2
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	28,2	24,2	21	22,1

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER				
	2004	2005	En Son Yayımlanan	
Uluslararası Piyasalar				
Altın (ons) \$	438.00	513.70	650.25	(07.03.2007)
Petrol (Varil) \$	40.40	58.70	61.91	(07.03.2007)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2.175	2.232	2,374	(07.03.2007)
DOW JONES (ABD)	10.783	10.888	12,192	(07.03.2007)
NİKKEİ (JAPONYA)	11.488	14.872	17.090	(07.03.2007)
DAX (ALMANYA)	4.256	5.193	6.703	(07.03.2007)
BOVESPA (BREZİLYA)	29.196	31.916	42.667	(07.03.2007)
MERVAL (ARJANTİN)	1.375	1.554	1.995	(07.03.2007)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4,220	4,390	4,522	(07.03.2007)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	8,720	7,130	7,184	(07.03.2007)

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.