

# Aylık Rapor

## Ağustos 2009

## **AYLIK RAPOR'DA BU AY...**

- **Sanayi üretimi Mayıs ayında aylık bazda ilk defa artış kaydederken, 2008 Ekim ayından beri ilk defa tek haneli rakamlara indi...**

Yılın ilk çeyreğinde %22 oranında gerileyen sanayi üretiminin, ikinci çeyrekte daha sınırlı bir oranda %15.1 daralması ekonomik daralmanın dibi gördüğü beklentilerini artırırken, diğer makro ekonomik veriler durgunluğun devam edeceğine işaret etti. Öte yandan, Temmuz ayında artması beklenen kapasite kullanım oranının bir önceki aya göre 0.4 puan gerilemesi, üretimdeki toparlanmanın, Mart ayında gerçekleştirilen vergi indirimlerinin etkisinin azalmasıyla önümüzdeki dönem yavaşlayacağını göstergesi olarak algılandı.

- **Temmuz ayında yıllık bazda düşen enflasyon önümüzdeki aylarda yükselebilir...**

Yaşanan krizle beraber toplam talepteki daralma, emtia fiyatlarında gözlenen düşüş ve iç talebi canlandırabilmek için yapılan vergi indirimlerinin etkisiyle tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de enflasyon oranları hızla geriledi. Fakat diğer taraftan, faiz oranlarında devam eden indirimler ve paralelinde diğer ülkelere göre faiz arbitrajının küçülmesi nedeniyle TL'nin değer kaybetme olasılığı, petrol fiyatlarında yaşanabilecek yükselişler, ÖTV indirimlerinin olumlu katkısının hafiflemesi, vergi oranlarında gerçekleşmesi beklenen artışlar ve yılın ikinci yarısında baz etkisinin desteğinin sınırlanması sebebiyle dezenflasyonun yavaşlaması mümkün görünüyor.

- **Merkez Bankası faiz indirimlerine Ağustos ayında da devam etti...**

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) 18.08.2009 tarihinde yaptığı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını piyasa beklentilerine paralel olarak 50 baz puan indirdi. Böylece %8.25 olan borç verme faiz oranı %7.75'e geriledi.

- **Cari işlemler Hesabı Haziran ayında 1.92 milyar dolar açık verdi...**

Bir önceki yılın Haziran ayında 5.5 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılının Haziran ayında %65 oranında gerileyerek 1.92 milyar dolar olarak gerçekleşti. Bu gerilemede, bir önceki yılın Haziran ayında 6.3 milyar dolar olan dış ticaret açığının bu yılın Haziran ayında %56.2 oranında azalarak 2.8 milyar dolar açık vermesi en büyük etken oldu.

- **Mayıs ayında dış ticaret açığı 4.2 milyar dolara geriledi...**

TÜİK tarafından açıklanan Haziran ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %29.2 azalarak 8.3 milyar dolara, ithalat ise %35.9'luk azalışla 12.5 milyar dolara geriledi. Böylece, 2008 yılı Haziran ayında 7.7 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %46.1 azalışla 4.2 milyar dolar olarak gerçekleşti.

- **Merkezi Yönetim Borç Stoku Temmuz ayında 5.6 milyar TL arttı...**

Hazine'nin kalan 34 milyar TL'lik itfasına karşılık, 50 milyar TL'lik piyasadan ihale yoluyla borçlanma gerçekleştirmesi, iç borç çevirme oranının %120'lere kadar yükseleceğine işaret ediyor.

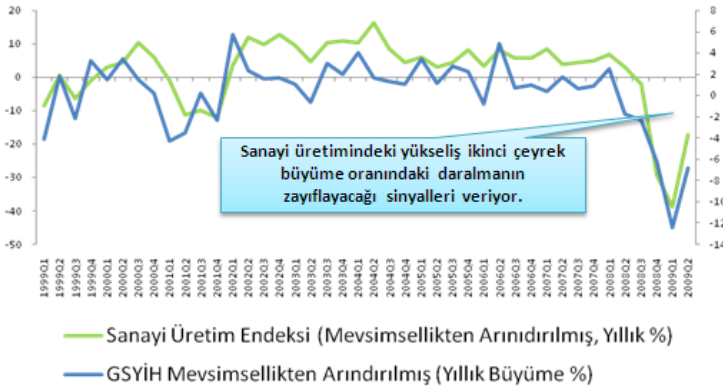
- **Haziran ayında Sendikasyon Kredilerinde bir miktar artış başladı...**

2009 yılı başlarında bankaların, kriz nedeniyle borçlarının ancak %60'ını sendikasyon kredileriyle karşılayabileceklerini beklediklerini açıklamalarına rağmen, piyasaların düzelmeye başlamasıyla birlikte, son dönemde alınan sendikasyon kredileri bankaların borçlarının %100'e yakını karşıladıkları görüldü.

- **ABD'de makroekonomik veriler güçlü toparlanma sinyalleri veriyor...**

Son dönemde açıklanan makroekonomik veriler ABD ekonomisinde toparlanmanın başladığına işaret ediyor. ABD'de öncül göstergeler endeksi ve krizin başlamasına kaynak olarak gösterilen konut sektörü olumlu bir tablo çizerken, tüketici güveninde işsizlik rakamlarındaki risklerin devam etmesine bağlı olarak aynı iyimserlik görülmedi. İstihdam rakamlarındaki olumsuzluk dikkate alındığında FED'in önümüzdeki dönemde faizleri değiştirmesi beklenmiyor.

**Sanayi üretimi Mayıs ayında aylık bazda ilk defa artış kaydederken, 2008 Ekim ayından beri ilk defa tek haneli rakamlara indi...**



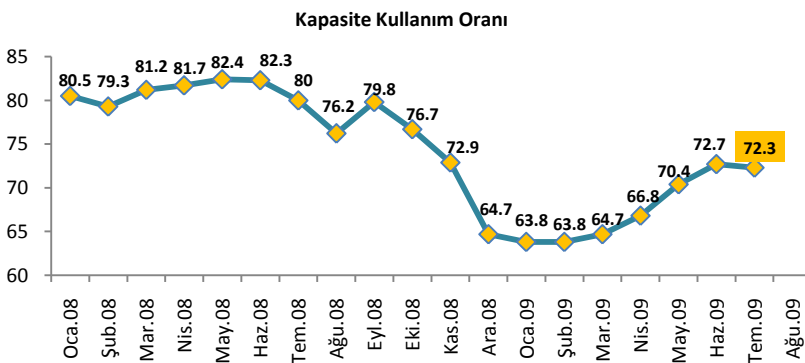
Reel sektör açısından önemli bir gösterge olan sanayi üretimi Haziran ayında geçen yılın aynı ayına göre %9.7 gerilerken, Mayıs ayına göre %7.4 arttı. Böylece sanayi üretimi piyasanın -%12.6, bizim ise -%12.2 olan beklentimizin altında düşüş kaydetmiş oldu. Ocak ve Şubat aylarında yaşanan rekor daralmanın ardından, sanayi üretimindeki gerileme her ay bir miktar daha azalarak 2008 Ekim ayından beri ilk defa tek haneli rakamlara indi. Yılın ilk çeyreğinde %22 oranında gerileyen sanayi üretiminin, ikinci çeyrekte ise daha sınırlı

bir oranda %15.1 azalması ekonomik daralmanın dibi gördüğü beklentilerini artırmakla birlikte, durgunluğun devam edeceğine işaret etti. Bu çerçevede sanayi üretimindeki gerilemenin Temmuz ayında da sürmesini ve -%8.7 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Sanayinin alt sektörleri incelendiğinde, en büyük üretim düşüşünün %10.6 ile imalat sanayinde gerçekleştiği görüldü. İmalat sanayini, %7.9 azalışla Madencilik ve Taşocakçılığı sektörü ve %3.8 düşüş ile Elektrik, Gaz ve Su sektörü izledi. Ana Sanayi Grupları Sınıflamasına göre ise, 2009 yılı Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre en yüksek düşüş %29.7 ile Sermaye Malı İmalatında yaşandı. Ana Sanayi Grupları Sınıflamasına göre diğer gruplar incelendiğinde, Aramalı İmalatı %10.8, Enerji %7.0 oranında düşerken Dayanıklı Tüketim Malı İmalatı %7.2, Dayanaksız Tüketim Malı İmalatı ise %1.8 oranında arttı.

İmalat Sanayi Alt Gruplarında en yüksek düşüş Diğer Ulaşım Araçlarının İmalatında gerçekleşirken, bunu %35.9'luk düşüş ile Tıbbi Hassas ve Optik Aletler ile Saat İmalatı ve %33.6'lık düşüş ile Motorlu Kara Taşıtı, Römork ve Yarı Römork İmalatı izledi. Haziran ayı sanayi üretim rakamları genel olarak değerlendirildiğinde, sanayi üretiminde son 4 aydır yaşanan yükselişin ümit verici olduğu ancak, geçmiş yıllar ile karşılaştırıldığında, sanayi üretiminin önceki yıllardaki seviyelerine kısa vadede ulaşmasının mümkün olmadığı görülüyor. Bu çerçevede üretimdeki aylık artışa bakarak ekonomideki toparlanmanın kalıcı olduğunu söylemek için henüz erken olduğunu ve durgunluğun ikinci çeyrekte de devam edeceğini düşünüyoruz. Nitekim sanayi üretimine ilişkin mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış veriler ile son açıklanan kapasite kullanım oranı, tüketici güven endeksi ve işsizlik verileri de bu görüşümüzü destekliyor.

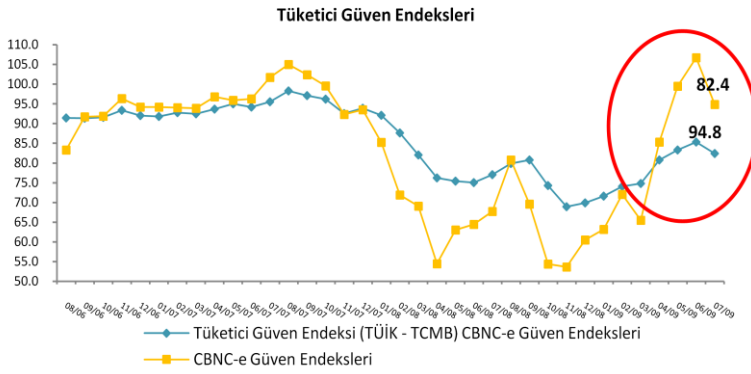
TÜİK ve TCMB tarafından başlatılan kısa dönemli ekonomik göstergelerde mevsim ve takvim etkilerinden arındırma çalışmaları kapsamında yayınlanan verilere göre Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış Endeks bir önceki aya göre %0.4 gerilerken, Takvim Etkisinden Arındırılmış Aylık Sanayi Üretim Endeksi 2009 yılı Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %12 azaldı. Böylece, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış veriler ekonomideki kısmi canlanmanın kalıcılığına dair endişelerin yersiz olmadığını gösterdi.

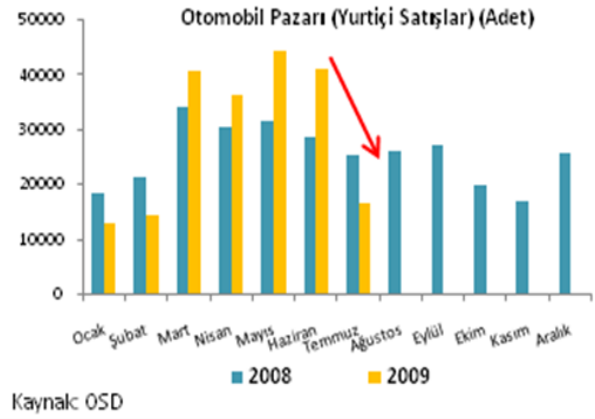
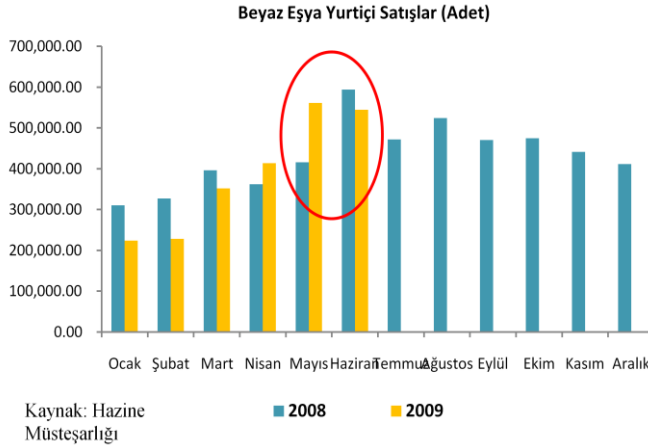


Kaynak:TÜİK

Temmuz ayında kapasite kullanım oranı, geçen yılın aynı ayına göre 7.7 puan, bir önceki aya göre ise 0.4 puan azalarak 72.3 seviyesinde gerçekleşti. 2009 Ağustos ayında son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 16'sında kapasite kullanım oranı düşerken, yalnızca 2 sektörde yükseldi. Şubat ayından itibaren sürekli artış kaydeden, Temmuz ayında da artması beklenen kapasite kullanım oranının

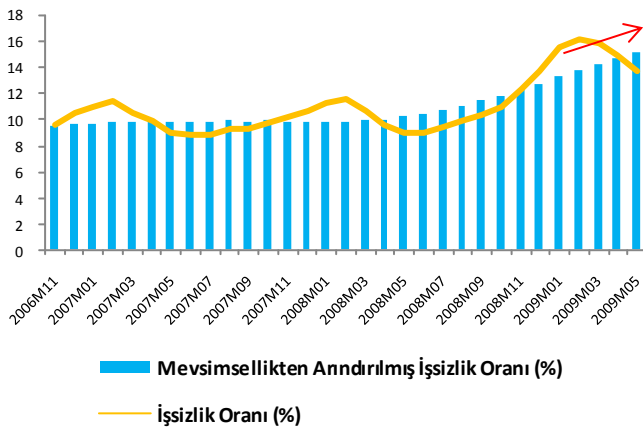
bir önceki aya göre 0.4 puan gerilemesi, üretimdeki toparlanmanın Mart ayında gerçekleştirilen vergi indirimlerinin etkisinin azalmasıyla önümüzdeki dönem yavaşlayacağına işaret etti. Diğer taraftan işyerlerinin tam kapasite ile çalışmama nedenlerinin başında, iç ve dış talep yetersizliğinin gelmesine karşın, üretimde artış yaşanması, stokların erimesinden dolayı üretim yapılabildiğini gösteriyor. Toplam talep koşullarında tam bir iyileşmenin gerçekleşmediğini dikkate alarak, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Eylül ayında yapacağı Para Piyasası Kurulu (PPK) toplantısında faiz oranlarını 50 baz puan daha indirmesini bekliyoruz. Kapasite kullanım oranının ise Eylül ayında gerilemeye devam edeceği ve 70.6 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüyor.





Mayıs ayında ÖTV indirimlerinin etkisiyle beklentilerin üzerinde artış kaydeden otomotiv ve beyaz eşya satışları, ÖTV'de yapılan yukarı yönlü ayarlamalardan sonra yeniden gerilemeye başladı. Mayıs ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %40.4, Haziran ayında %42.8 artan otomotiv satışları, Temmuz ayında bir önceki yıla göre %34.8 azaldı. İç talepteki hareketliliğin bir diğer göstergesi olan yurtiçi beyaz eşya satışlarında 2009 yılı başından beri görülen artışın Mayıs ayından itibaren yerini düşüşe bıraktığı, ancak düşüşün otomotiv satışlarındaki düşüşe kıyasla daha sınırlı kaldığı görüldü. Bu durum kısmen beyaz eşyada özellikle buzdolabında yaz aylarında yoğunlaşan satışlardan kaynaklandı. ÖTV indiriminin kısmen geri alınması ve vergi indiriminin sürüp sürmeyeceğine dönük kaygılar yüzünden önümüzdeki aylarda satışların bir miktar daha gerilemesi bekleniyor.

Gerek yurtiçi gerekse yurtdışındaki talep koşullarında tam bir iyileşme sağlanamamasına bağlı olarak ihracat ve ithalattaki düşüşün Haziran ayında da devam ettiği görülüyor. TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret verilerine göre, Haziran ayı içerisinde bir önceki yılın aynı ayına göre %29.2 gerileyen ihracat 8.332 milyon dolar, %35.9 azalan ithalat ise 12.483 milyon dolar olarak gerçekleşti. Böylece Haziran ayı dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %46.1 azalarak 4.152 milyon dolar seviyesinde, 5.3 milyon dolar olan piyasa beklentisinin de altında gerçekleşti. Son 12 aylık dönemde ihracat 111 milyar dolar, ithalat ise 158.4 milyar dolar olarak gerçekleşirken, dış ticaret açığı 47.4 milyar dolara geriledi. İhracattaki düşüşte imalat sanayi ihracatının 2008 Haziran ayına göre %29.8 azalması etkili olurken, ithalattaki düşüşte ara malı ithalatının %40.6, sermaye malları ithalatının ise %20.9 azalması etkili oldu.



TÜİK tarafından açıklanan hanehalkı işgücü araştırması 2009 Mayıs dönemi sonuçları işsizlik açısından olumlu bir tablo çizmedi. Türkiye genelinde işsiz sayısı Mayıs ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre 1 milyon 179 bin kişi artarak, 3 milyon 382 bin kişiye yükselirken, işsizlik oranı ise bizim %14.0, piyasaların ise 14.1 olan beklentilerinin altında %13.6 seviyesinde gerçekleşti. Bir önceki aya göre işsizlik oranında 1.3 puanlık bir düşüş yaşandığı dikkat çekerken, mevsimsellikten arındırılmış olarak seri incelendiğinde ise işsizlik oranının yükselmeye devam ettiği görüldü. Mevsimsellikten arındırıldığında

işsizlik oranının %14.64 seviyesinden %15.08 seviyesine yükselmesi, işgücü piyasalarında bozulmanın sürdüğüne işaret ediyor. Bunu tarım dışı işsizlik, çalışma çağındaki nüfus ve toplam istihdam rakamları da destekliyor. Mayıs ayında işsizlik oranında bir önceki aya göre görülen düşüşün mevsimsel faktörlerden (tarım ve turizm sektörlerindeki işgücünün artması) kaynaklandığı görülüyor. Önümüzdeki dönemde,

mevsimsel etkilerin azalmasına karşın, işsizlik oranının aylık bazda gerilemeye devam edeceği ve %12.8 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin ediliyor. Yıl sonuna doğru, mevsimsel etkilerin olumlu katkısının ortadan kalkmasıyla birlikte, işsizlik oranının yeniden %14-15 seviyelerine yükselmesi bekleniyor.

Dönem	Büyüme Oranı Beklentimiz (%)
2009Q2	-6.8
2009Q3	-3.6
2009Q4	2.5
2009 Yıl Sonu	-5.3

Genel bir değerlendirme yapıldığında, Ocak-Haziran döneminde ihracatta gerilemenin devam etmesinin, yurtdışında üretim tarafında tam bir toparlanma gerçekleşmediği görüşünü kuvvetlendirdiğini söylemek mümkün. Önümüzdeki aylarda büyümenin önemli ölçüde yurtdışı gelişmelere bağlı olacağı düşünülmekte olup, büyümeyi etkileyebilecek en önemli dışsal etkinin Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerdeki büyüme performansının seyri olduğu düşünülüyor.

ABD ve Euro Bölgesi'nde yaşanan krizde en kötünün geride kaldığı beklentilerinin artması ve makro ekonomik verilerin bu görüşü desteklemesi, önümüzdeki dönemde özellikle Euro Bölgesi'ne ihracatın artabileceğini gösteriyor. Ancak sonbahar aylarında yurtdışı piyasalarda öngörülemez bir dalgalanma yaşanmasının büyüme performansını olumsuz etkileyebileceğini de göz ardı etmemek gerekiyor. Mevcut şartlarda, global piyasa koşullarındaki iyileşmenin Türkiye lehine bir durum sergilemesinin yanısıra, Türkiye'nin pek çok ülkeye kıyasla daha genç nüfusa ve dinamik yapıya sahip olmasının yüksek bir büyüme potansiyeline sahip olmasını sağladığı düşünülüyor. Hızlı büyümenin önündeki en büyük engel olarak ise, diğer ülkelere kıyasla yüksek olan işsizlik oranı görülüyor. Bazı ekonomik kesimlerde Türkiye ekonomisinde krizden çıkışın V şeklinde gerçekleşeceğine dair yorumlar yapılsa da, sanayi üretimindeki düşüşün devam etmesi, Ağustos ayı kapasite kullanım oranının 2008 Aralık'dan bu yana ilk defa gerilemesi ve tüketici güven endekslerindeki düşüş gibi faktörler, V şeklinde bir büyüme gerçekleşmesinin mümkün olmadığını gösteriyor. Tüm bu etkenleri göz önünde bulundurarak, 2009 yılı ikinci çeyreğinde büyümenin -%6.8 oranında gerileyeceğini, 2009 yılının genelinde ise ekonominin -%5.8 daralacağını tahmin ediyoruz. %5'in üzerinde bir büyümenin ise ancak 2011'den sonra gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Merkez Bankası'nın en son yayınlanan Enflasyon Raporu'nda da belirtildiği gibi, önümüzdeki dönemlerde iç piyasayı canlandırmak için faiz indirimlerine devam edilmesini ve yıl sonuna kadar faizlerin %7.00 seviyesine kadar indirilmesini bekliyoruz.

**Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı büyüme oranı tahminimiz -%5.3'tür.**

### Temmuz ayında yıllık bazda düşen enflasyon önümüzdeki aylarda yükselebilir...

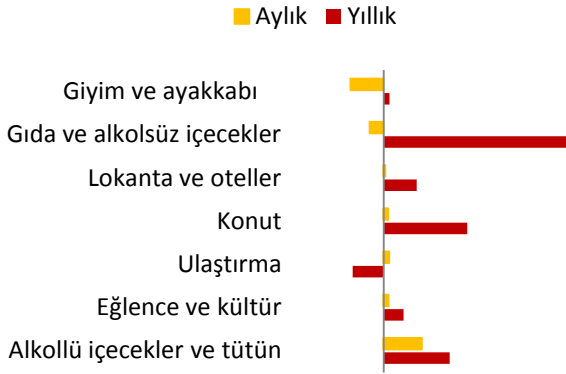
% Değişim (2003=100)	TÜFE Tem.09	ÜFE Tem.09
Bir önceki aya göre	0.25	-0.71
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	2.08	2.54
Bir önceki yılın aynı ayına göre	5.39	-3.75
On iki aylık ortalamalara göre	8.52	5.47

Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan verilere göre, Temmuz ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.25 oranında arttı. Böylece yıllık bazda TÜFE'de artış Temmuz ayında %5.73 seviyesinden %5.39'a geriledi. Bu durum son dönemde devam eden düşüş trendinin Haziran ayında sona ermesinin geçici olduğunu ve enflasyondaki

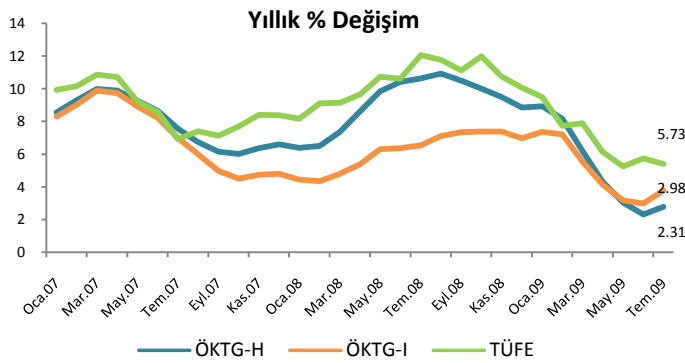
düşüş trendinin devam ettiğini yansıtırken, TCMB'nin faiz indirimlerine devam edeceği beklentilerini güçlendirdi. Alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, çekirdek TÜFE göstergelerinin ise yıllık bazda önceki aya göre yükseldiği görülmektedir. Bu yükselişte TCMB'nin de dikkat çektiği gibi giyim sektöründe mevsimsel fiyat azalışlarının geçtiğimiz yıla göre zayıf kalması ve vergi indirimlerinin kısmen geri alınması etkili oldu. Diğer taraftan enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan ÖKTG-H endeksinin yıllık artış oranı 0.47 puan artarak %2.78 seviyesine, bu endeksten işlenmiş gıda ürünleri çıkarılarak elde edilen ÖKTG-I göstergesinin yıllık artış oranı ise 0.80 puan artarak %2.98 seviyesine yükseldi. Söz konusu endekslerin tarihi düşük seviyelerde bulunması yaşanan sınırlı artışlara rağmen TCMB'nin faiz indirimlerine bir miktar daha devam edeceği beklentilerini desteklemektedir.

### TÜFE Harcama Gruplarının Katkısı



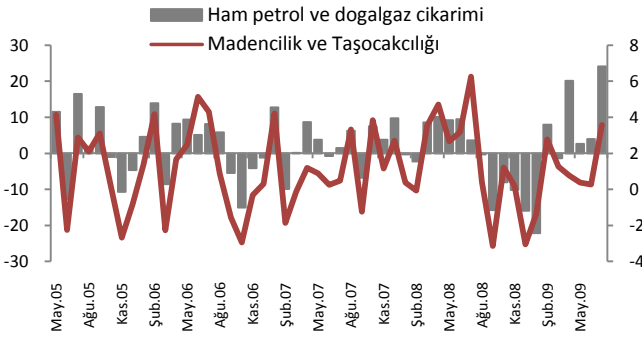
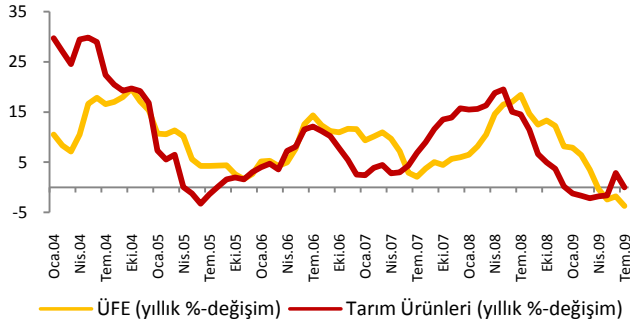
TÜFE'de ana harcama grup detayları incelendiğinde; Temmuz ayı tüketici enflasyonunda yaşanan artışa en fazla katkının 0.50 puan ile alkollü içecekler ve tütün grubundan geldiği görülmektedir. Bu artışta Temmuz ayında sigaraya gelen 0.50 TL tutarındaki ÖTV zammı belirleyici olurken, söz konusu gruptaki yıllık artış oranı ise %18.76 (katkısı: 0.86 puan) ile rekor düzeyde gerçekleşti. Birinci sınıf lokantaların KDV'sine yapılan 10 puanlık artış ise Temmuz ayında lokanta ve oteller grubunun %0.42 oranında (aylık katkısı: 0.02 puan) artmasına neden oldu. Ancak söz konusu zammın Temmuz ayının sonlarına doğru gerçekleşmesi bu gruptaki yükselişin sınırlı

kalmamasını sağladı. Petrol fiyatlarında ay başında başlayan tavan fiyat uygulamasıyla yaşanan düşüşlerin ardından hükümetin akaryakıttan alınan ÖTV'yi %10-16 oranında arttırma kararı alması, ulaştırma grubunda fiyat değişiminin volatilitesini yükseltmesine rağmen, gelen indirimleri zamların takip etmesiyle aylık değişim miktarı sınırlı oldu. Dolayısıyla aylık bazda %0.58 oranında artan ulaştırma grubunun aylık TÜFE'ye katkısı 0.07 puan olarak gerçekleşti. Söz konusu grubun yıllık bazda ise %3.16 oranında gerilemesi yıllık enflasyondaki düşüşte etkili oldu. Dolayısıyla, hükümetin uygulamaya koyduğu zamlar Temmuz ayında enflasyonun 0.59 puan yükselmesine neden olurken, gıda ve alkolsüz içecekler ile giyim grubunda yaşanan mevsimsel düşüşlerin bu zamların etkisini hafiflettiği görüldü. TÜFE'ye en büyük negatif katkı indirim sezonunun başladığı giyim grubundan geldi. %5.96 oranında gerileyen giyim grubu fiyatlarının eksi katkısı ise 0.43 puan olarak gerçekleşti. Söz konusu grupta aylık bazda yaşanan düşüş ise geçtiğimiz yıllara göre oldukça sınırlı kaldı. Geçtiğimiz yıla göre ise giyim grubu fiyatlarında %1.04 oranında artış yaşanması dikkat çekti. Gıda fiyatlarında yaşanan mevsimsel düşüşler Temmuz ayında devam etmesine rağmen söz konusu düşüş beklentilerin altında kaldı. %0.64 oranında düşen gıda fiyatlarının katkısı -0.18 puan olarak yansırken, söz konusu grubun fiyatlarında yıllık olarak ise %8.5 yükseliş yaşandı.



Çekirdek enflasyon göstergelerinin tümünde yıllık bazda önceki aya göre Temmuz ayında artış yaşandı. Enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan ÖKTG-H endeksinin yıllık artış oranı 0.47 puan artarak %2.78 seviyesinde gerçekleşti. Bu endeksten işlenmiş gıda ürünleri çıkarılarak elde edilen ÖKTG-I göstergesinin yıllık artış oranı ise 0.80 puan yükselerek %3.78'e ulaştı. Özel kapsamlı enflasyon göstergelerinde yaşanan artışta vergi indirimlerinin kısmen sona ermesinin

etkisi hissedilirken, enflasyon oranlarındaki tarihi düşük seviyelerin devam ettiği izleniyor. Önümüzdeki dönemde ise yıllık enflasyon oranında baz etkisiyle yükselişin devam etmesine paralel olarak, temel enflasyon göstergelerinde de bir miktar artış yaşanması mümkündür. Fakat yaşanacak artışların sınırlı olması ve göstergelerin düşük seviyelerde seyretmeye devam etmesi bekleniyor.



2009 yılının Temmuz ayında Üretici Fiyat Endeksi'nde (ÜFE) ise bir önceki aya göre %0.71 (beklenti: -%0.25) oranında, bir önceki yılın aynı ayına göre ise %3.75 oranında düşüş yaşandı. ÜFE alt sektörler itibariyle incelendiğinde, ÜFE içinde payı %73.75 olan imalat sanayi fiyatlarında %0.38 oranında yaşanan düşüşün katkısı -0.28 puan oldu. ÜFE'deki düşüşün beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde imalat sanayinin hemen hemen

bütün alt sektörlerinde yaşanan fiyat düşüşleri etkili olurken, tarım sektöründe %2.84 ile beklentilerin üzerinde yaşanan gerileme de bu düşüşte rol oynadı. Tarım sektörünün ÜFE'ye katkısı ise aylık bazda -0.50 puan olarak gerçekleşti. Diğer yandan, madencilik ve taşocakçılığında önemli bir ağırlığa sahip olan ham petrol ve doğalgaz çıkarımı %24.11 oranında artış yaşarken, söz konusu grup Temmuz ayında aylık bazda fiyatları en çok yükselen grup oldu.

Küresel krizle beraber toplam talepteki daralma, emtia fiyatlarında gözlenen düşüş ve iç talebi canlandırabilmek için yapılan vergi indirimlerinin etkisiyle tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de enflasyon oranlarında hızlı düşüşler yaşandı. Bu bağlamda Haziran ayında yıllık enflasyon, Merkez Bankası'nın %6.8 olarak açıkladığı Haziran sonu belirsizlik alt sınırının altına gerilerken, Temmuz ayında da aşağı yönlü hareketine devam etti. Böylece Merkez Bankası tarihinde ilk defa yıllık bazda enflasyon hedefinin üzerinde değil altında kalarak hedeflenen enflasyon limitlerini tutturamadı. Türkiye tarihinin alışık olmadığı düşük enflasyon oranlarının önümüzdeki dönemde ise devam edip etmemesi üzerinde son derece güçlü riskler bulunmaktadır. TCMB'nin de belirttiği gibi hizmet kalemindeki yavaşlamanın giderek belirginleşmesi ve tüketim talebine ilişkin göstergelerde sınırlı bir canlanma gözlenmesine rağmen finansal koşullarda devam eden belirsizlik ve istihdam piyasalarında yaşanan olumsuz tablo neticesinde talepteki belirgin yavaşlamanın devam etmesi enflasyonda yaşanan düşüşü destekleyecektir.

Diğer taraftan, TCMB çıktı açığının (GSYİH'nın potansiyel GSYİH düzeyinin altında bulunması) 2009 ve 2010 yıllarında yüksek seviyelerde olacağını, 2011 yılında ise daralmaya başlayacağını ve buna bağlı olarak söz konusu dönemde toplam talebin zayıf bir seyir izleyeceğini öngörmektedir. Dolayısıyla Türkiye'de 2009 ve 2010 yıllarında talep enflasyonu oluşması riskinin düşük olduğu ileri sürülmektedir. Ancak, işgücü, verimlilik düzeyi ve kayıtdışı ekonominin büyüklüğü gibi faktörlerin etkisi ile çıktı açığının hesaplanmasında karşılaşılan güçlükler nedeniyle yapılan bu tahminlerdeki hata payının yüksek olması ihtimali, gerek talep gerekse emtia fiyatlarındaki yükseliş gibi maliyet kaynaklı enflasyonun beklentilerin üzerinde oluşması riskini artırmaktadır. Bunun yanında, faiz oranlarında devam eden indirimler ve paralelinde diğer ülkelere göre faiz arbitrajının azalması nedeniyle TL'nin değer kaybetme olasılığı, petrol fiyatlarında yaşanabilecek yükselişler, ÖTV indirimlerinin olumlu katkısının hafiflemesi, vergi oranlarında gerçekleşmesi beklenen artışlar ve yılın ikinci yarısında baz etkisinin desteğinin sınırlanması sebebiyle dezenflasyonun yavaşlaması mümkün görünmektedir. Ağustos ayının Ramazan ayı olmasına rağmen gıda fiyatlarında çok sert artışlar yaşanmadığı için enflasyon oranlarında aylık bazda sınırlı bir artış yaşanmasını beklerken, yıllık bazda yukarı yönlü bir seyir görülmesinin mümkün olabileceği düşünülmektedir. Eylül ve Ekim aylarında ise okulların açılması, yeni sezon başlangıçları ile planlanan vergi indirimleri değerlendirildiğinde enflasyon oranlarındaki yükseliş sertleşebilir. Özellikle global piyasalarda artan emtia fiyatları ile kurdaki olası yukarı yönlü hareketler bu yükselişlerin gerçekleşme ihtimalini artırıyor. Dolayısıyla piyasalarda genel beklenti yıl sonu enflasyon oranlarında %5.00-6.00 seviyesine işaret ederken, Ekonomik Araştırmalar olarak bizim beklentimiz %6.75 ile daha yüksek bir orana işaret etmektedir.



**Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı TÜFE artış oranı tahminimiz %6.75'tir.**

**Merkez Bankası faiz indirimlerine Ağustos ayında da devam etti...**

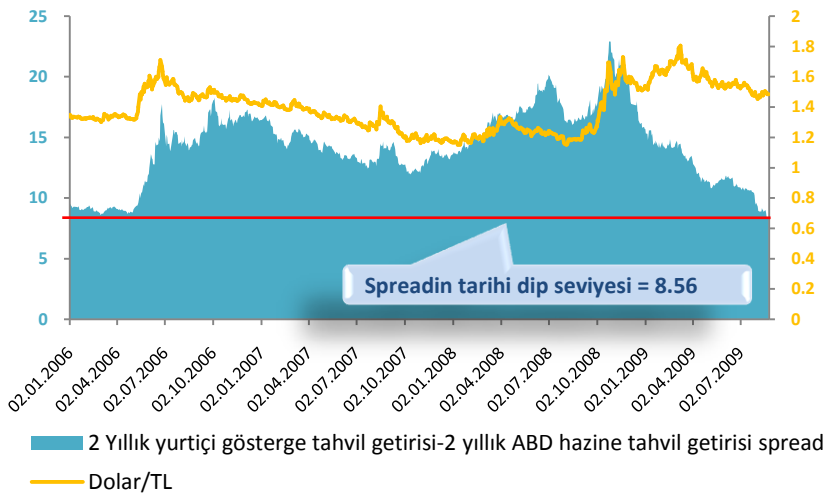
TCMB O/N Faiz Oranları	Borç Alma	Borç Verme
18.09.2008	16.75	20.25
23.10.2008	16.75	19.75
20.11.2008	16.25	18.75
19.12.2008	15	17.5
16.01.2009	13	15.5
19.02.2009	11.5	14
19.03.2009	10.5	13
16.04.2009	9.75	12.25
14.05.2009	9.25	11.75
16.06.2009	8.75	11.25
16.07.2009	8.25	10.75
18.08.2009	7.75	10.25

Kaynak:TCMB

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 18.08.2009 tarihinde yaptığı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını piyasa beklentilerine paralel olarak 50 baz puan indirdi. Böylece %8.25 olan borç verme faiz oranı %7.75'e; %10.75 olan borç alma faiz oranı ise %10.25'e düştü. Merkez Bankası'nın hızlı faiz indirim sürecine başladığı 2008 yılı Ekim ayından bu yana yaptığı faiz indirimi böylece 9.0 puanı; 2009 yılı başından itibaren yaptığı faiz indirimi ise 7.25 puanı buldu.

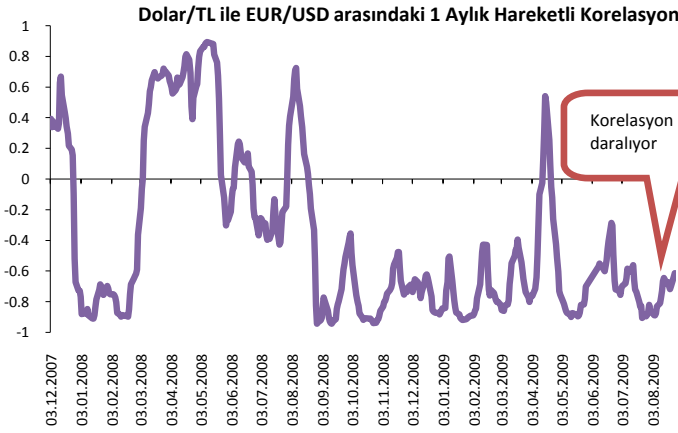
Merkez Bankası söz konusu toplantının ardından yayımladığı yazılı açıklamada iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağını belirtti. Merkez Bankası ayrıca tüketime ilişkin son dönemde açıklanan verilerin tüketim gücüne ilişkin belirsizlikleri arttırdığını ve bu durumun talepteki canlanmaya ilişkin soru işaretlerinin devam etmesine neden olduğunu vurguladı. İşsizlikte ise herhangi kalıcı bir düzelmeye ilişkin işaretlerinin ortaya çıkmaması da enflasyonun düşük seyrini bir süre daha devam ettireceği beklentilerini güçlendiriyor. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu açıklamasında para politikasında aşağı yönlü esnekliğin devam etmesi yönündeki görüşünün devam ettiğini vurgularken, iktisadi faaliyette belirgin bir toparlanma gerçekleşmemesi halinde kısa vadede ölçülü faiz indirimlerine devam edebileceğini ortaya koydu.

Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönemde faiz indirimlerine ne kadar süre devam edeceğine yönelik ayrıntılı analiz "Faizlerde düşüş nereye kadar devam eder?" raporumuzda yer almaktadır. Bununla beraber raporumuzda da incelenen 2 yıllık gösterge tahvilin ortalama bileşik getirisi ile 2 yıllık ABD Hazine tahvil



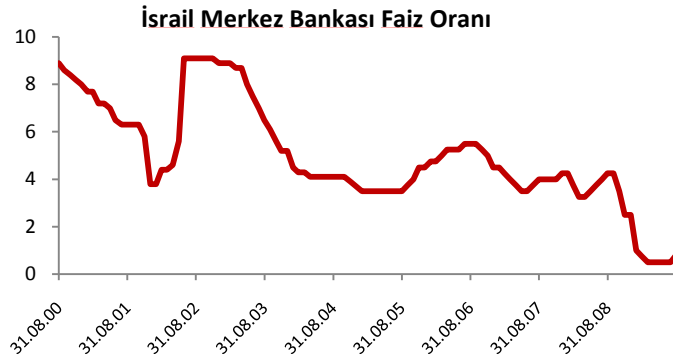
getirisi arasındaki spreadin tarihi dip seviyeleri kırması bu soru için önemli bir öncül gösterge olarak dikkat çekmektedir. Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönemde faiz indirimlerine devam ederek gösterge faizi piyasalardaki beklentilere paralel olarak %7.00 seviyesine çekmesi ve gösterge tahvilin bileşik faizinin tarihi dip seviyelere gerilemesi, 2 yıllık gösterge tahvil ile ABD Hazine tahvili arasındaki spreadi daha da daraltacaktır. Bu durum, yani faizlerin tarihi dip seviyenin altına gerilemesi TL'nin cazibesini azaltıcı etki yaratacağından, Dolar/TL'de olası yukarı yönlü hareketlere yol açabilecektir. 24-31 Ağustos tarihli Haftalık Raporumuzda da belirttiğimiz gibi yukarıdaki grafiği incelediğimizde geçen sene Kasım ayına kadar iki ülke arasındaki spreadle kur arasında aynı yönlü ilişki dikkat çekerken, bu ilişkinin TCMB'nin hızlı faiz

indirimlerinden sonra ayrıştığı görülmektedir. Diğer taraftan grafiğe dikkatli bakıldığında bu iki değişken arasındaki ilişkinin tekrar birleşme ihtimali gündeme gelebilir. Bu ayrışmayı birleştirebilecek ana faktör ise faiz spreadinin tarihi dip seviyelerin de altına gerilemiş olması olacaktır.



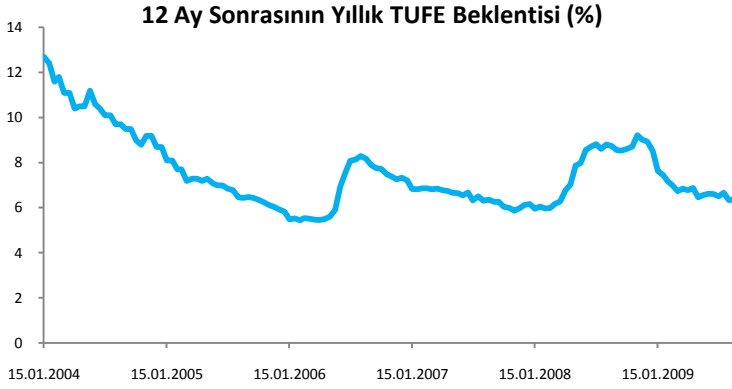
Spreadin daralması tahvil getirilerinin aşağı gideceği yerin azaldığına işaret ederken, bu durum dolara alım getireceğinden global piyasaların olumlu olduğu durumda kurda yaşanacak aşağı yönlü hareketleri sınırlandıracaktır. Normal koşullarda yurtdışı piyasalara bağımlı olarak hareket eden Dolar/TL'nin tarihi spreadin daralmasından sonra yurtdışındaki olumlu ortamdan son zamanlarda aynı şekilde yararlanmadığını gözlemliyoruz. Bu nedenle para piyasalarında yurtdışı algılamaları göstermesi açısından en yakından takip edilen Euro/Dolar paritesi ile

Dolar/TL arasındaki ilişkinin son günlerde zayıfladığı görülüyor. Dolar/TL ile Euro/Dolar korelasyonunu incelediğimizde, geçtiğimiz ay 0.88 olan negatif korelasyonun bu ay 0.65 oranına gerilediği dikkat çekiyor. İki değişken arasında ilişkinin zayıflamasının, başka bir ifadeyle kurda yaşanan global piyasalardan ayrışmanın iç dinamiklerden kaynaklandığı düşünülüyor. Son günlerde yurtiçi dinamiklere baktığımızda, olumlu geçen Hazine ihaleleri ile TCMB'nin önümüzdeki dönemde beklentilerin üzerinde faiz indirimine gideceği inanışlarının yaygınlaşması ve IMF anlaşması ile ilgili olumlu beklentiler, ortalama bileşik getiride aşağı yönlü kırılmalığa neden olurken, spreadin tarihi seviyelerin altına sarkacak kadar daralmış olması kurda önümüzdeki dönemde yukarı yönlü baskı oluşma ihtimalini artırıyor.



Diğer taraftan ABD, Euro Bölgesi, İngiltere ve Japonya Merkez Bankaları kısa vadede faiz artırıma gitmeyeceklerinin sinyalini verirken, global ekonomideki toparlanma beklentilerinin artmasıyla, gelişmekte olan ülkelerden para politikalarının sıkılaştırılacağı yönünde sinyaller geliyor. Bu doğrultuda kriz sonrası ilk faiz artırımını 25 Ağustos tarihinde İsrail Merkez Bankası gerçekleştirdi. İsrail Merkez Bankası ekonomik canlanmayı desteklemek ve artış eğiliminde olan enflasyonu dizginlemek için faizleri 25 baz

puan artırarak %0.75'e yükseltti. İsrail Merkez Bankası'nı, önümüzdeki dönemde emtia ihracatçısı olan Avusturya ve Norveç Merkez Bankaları'nın emtia fiyatlarındaki yükselişe paralel olarak ekonomideki toparlanma ve enflasyon oranlarındaki yükseliş nedeniyle takip etmesi bekleniyor. Piyasalarda beklenti Avusturya ve Norveç Merkez Bankaları'nın 2009 Aralık ayına kadar 25 baz puan faiz artırımına gideceği yönündedir. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde global piyasalarda faiz artırımları gündemde olması TCMB'nin faiz indirimleri üzerinde risk oluşturabilir. Son dönemde yapılan sert faiz indirimlerine rağmen bu indirimlerin kurlarda yukarı yönlü sert hareketlere neden olmamasının en temel sebebi global ekonomide diğer merkez bankalarının da faiz indirimlerini aynı dönemde gerçekleştirmeleri olmuşken, bu trendin son bulması TCMB'nin faiz oranlarında göreceli olarak hala yüksek seviyelerde olmasına rağmen uzun vadede kur üzerinde baskı yaratabilir.



Yukarıda bahsettiğimiz söz konusu senaryolarda kurun yukarı yönlü hareket etmesi enflasyon rakamları üzerinde baskı yaratacakken, faiz indirimleri üzerinde risks oluşturmaktadır. Son açıklanan TCMB beklenti anketi sonuçlarına göre 12 ay sonrasının enflasyon beklentilerinde aşağı yönlü bir katılık yaşandığı dikkat çekiyor. Özellikle son dönemde enflasyon kur arasındaki geçişgenliğin zayıflaması sık sık gündeme gelirken, önümüzdeki günlerde emtia

fiyatlarında eş anlı yaşanabilecek yükselişler bu geçişgenliğinin artmasına neden olabilir ve bu durumun faiz indirimleri üzerinde risk oluşturabileceği unutulmamalıdır. Özellikle geçmiş kriz dönemlerinde zayıf işgücü piyasalarına rağmen emtia ve kur artışları paralelinde enflasyonda yükselişlerin devam ettiği dikkat çekerken, yaşanan son krizde enflasyondaki aşağı yönlü harekette emtia fiyatlarındaki düşüşlerin de etkili olduğunu görüyoruz. Fakat son günlerde emtia fiyatlarında yaşanan yukarı yönlü hareketler enflasyon üzerinde iç talepteki bozulmaya rağmen geçmişteki resesyonlarda olduğu gibi yukarı yönlü baskı yaratabilir. Bu durum "stagflasyon" yani hem büyümede daralma hem de enflasyon oranlarında artış yaşanması ihtimalini gündeme getirebilir.

Son dönemde uluslararası piyasalarda ise ekonomilerde toparlanmanın başlayabileceğine ilişkin beklentilerin güçlenmesi yatırımcıların risk algılamasını düşürmektedir. Ancak piyasalardaki toparlanmanın resesyondan çıkışa bir işaret olup olmadığına ilişkin soru işaretlerinin devam ediyor oluşu ve yurtiçinde açıklanan makroekonomik verilerin iktisadi faaliyetlere ilişkin çok da fazla olumlu tablo çizmemesi Merkez Bankası'nın büyüme odaklı temkinli duruşunu sürdürmesine neden olabilir. Son dönemde açıklanan sanayi üretim endeksindeki toparlanma büyüme yönlü baskıları hafifletirken, kapasite kullanım oranında yaşanan düşüş ve mevsimsellikten arındırılmış olarak işsizlik oranında devam eden yükseliş sanayi üretim endeksinde yaşanan toparlanmayı gölgelemiştir. Bu kapsamda büyüme yönlü risklerin devam ettiği bir ortamda kur ve paralelinde enflasyon riskine rağmen TCMB'nin faiz indirimlerine devam etmesi mümkün olabilir. Dolayısıyla sonuç olarak, Merkez Bankası'nın faizleri Eylül ayında 50 ve Ekim ayında 25 baz puan olarak toplamda 75 baz puan indirerek %7.00 seviyesine düşürmesi ve yılsonuna kadar faizlerin bu seviyede sabit bırakılması bekleniyor. Piyasalarda 25 baz puanlık 3 defa olarak toplamda yine 75 baz puanlık indirim senaryoları da bulunmakla beraber, %7.00 seviyesinin altına indirilebileceği tahminleri de yer buluyor. Fakat yukarıda belirttiğimiz gibi bu beklentiler üzerinde güçlü risksler bulunuyor. Daha önceki aylık raporlarımızda da belirttiğimiz gibi yılsonu TCMB faiz beklentimiz %9.00 seviyesindeyken son dönemde yaşanan indirimler ve açıklamalar paralelinde şimdilik Ekonomik Araştırmalar olarak TCMB'nin önümüzdeki dönemde faiz indirimlerine devam etmesini ve yıl sonu faiz oranlarının %7.0 olarak gerçekleşeceğini bekliyoruz, fakat bu oran üzerinde yukarı yönlü risklerin de oldukça güçlü olduğunu düşünüyoruz.

**Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yıl sonu TCMB gecelik borçlanma faiz oranı tahminimiz %7.00'dir.**

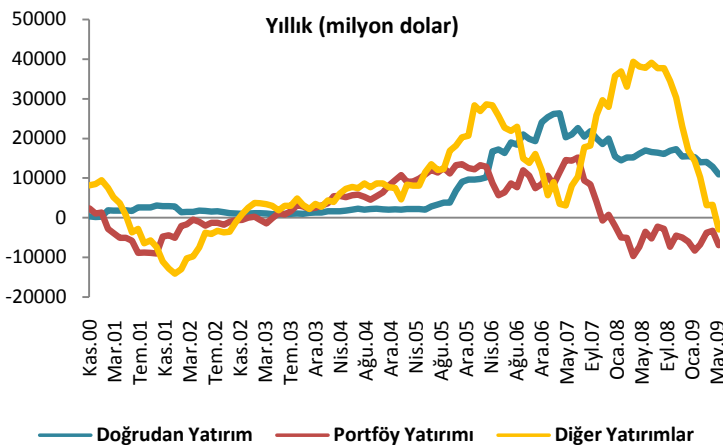
**Cari İşlemler Hesabı Haziran ayında 1.92 milyar dolar açık verdi...**

Ödemeler Dengesi	Haziran			Ocak-Haziran		
	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
(Milyon dolar)						
Cari İşlemler Hesabı	-5.501	-1.923	-65,0	-27.960	-6.726	-75,9
Dış Ticaret Dengesi	-6.284	-2.750	-56,2	-28.765	-7.946	-72,4
İthalat	-18.742	-11.979	-36,1	-101.722	-59.446	-41,6
İhracat	12.458	9.229	-25,9	72.957	51.500	-29,4
Hizmetler Dengesi	1.631	1.494	-8,4	4.589	4.447	-3,1
Gelir Dengesi	-995	-889	-10,7	-4.421	-4.206	-4,9
Cari Transferler	147	222	51,0	907	979	7,9
Finans Hesabı	10.327	-1.485	-114,4	27.065	-5.522	-120,4
Doğrudan Yatırımlar	2.161	194	-91,0	7.999	3.409	-57,4
Portföy Yatırımları	2.746	-892	-132,5	1.650	-318	-119,3
Diğer Yatırımlar	5.420	-787	-114,5	17.416	-8.613	-149,5
Net Hata Noksan	-3.151	1.492	-147,4	-1.671	8.498	-608,6
Rezerv Varlıklar	-1.675	1.916	-214,4	2.296	3.750	63,3
Resmî Rezervler	-1.451	1.916	-232,0	-362	4.430	-1323,8

Kaynak: TCMB

Bir önceki yılın Haziran ayında 5.5 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılının Haziran ayında %65 oranında gerileyerek 1.92 milyar dolar olarak gerçekleşti. Bu gerilemede, bir önceki yılın Haziran ayında 6.3 milyar dolar olan dış ticaret açığının bu yılın Haziran ayında %56.2 oranında azalarak 2.8 milyar dolar açık vermesi en büyük etken oldu. Dış ticaret dengesindeki azalmada ise ithalatın oransal olarak ihracattan daha sert bir şekilde daralması etkili oldu. Böylece geçen yılın ilk altı ayında 27.96 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılı Ocak – Haziran döneminde %75.9 oranında gerileyerek 6.8 milyar dolar olarak gerçekleşti.

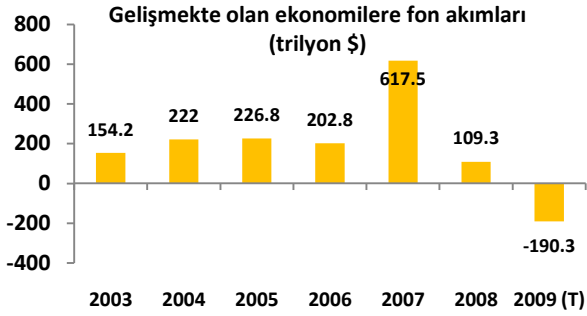
Cari işlemler hesabının ayrıntıları incelendiğinde, Ocak-Haziran döneminde turizm gelirlerindeki %13.8'lik azalışa rağmen, taşımacılıktan sağlanan gelirlerin %233 oranında artması hizmetler dengesinin bir önceki yılın aynı dönemine göre sert bir şekilde daralmasını engelledi ve hizmetler dengesi söz konusu dönemde %3.1 oranında geriledi. Gelir dengesindeki açığın ise, geçen yılın aynı dönemine göre daraldığı dikkati çekmektedir. Bu daralmada kar transferlerinde görülen döviz çıkışının azalması etkili oldu. Gelir dengesindeki döviz çıkışının, Haziran ayında geçen yılın aynı ayına göre %10.7 oranında azalmasının etkisiyle, Ocak-Haziran döneminde söz konusu çıkış geçen yılın aynı dönemine göre %4.9 oranında azaldı. Doğrudan yatırımlardaki yurtdışına kar transferleri Ocak-Haziran döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %27.5 azalırken, portföy yatırımlarındaki kar transferi %95, kamunun, reel sektörün ve bankaların faiz ödemeleri ise %2.3 oranında azalış gösterdi.



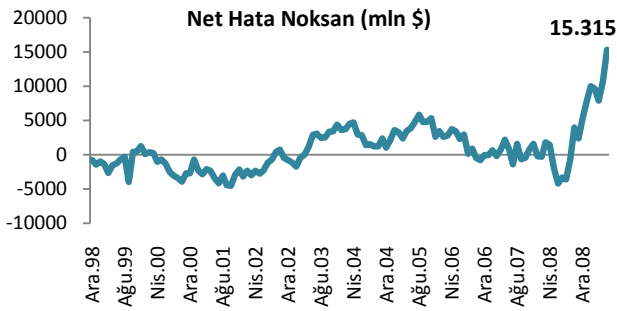
Sermaye ve finans hesabı incelendiğinde ise, Ocak-Haziran döneminde cari işlemler dengesinin finansmanındaki bozulmanın devam ettiği görüldü. Özellikle doğrudan yatırımlar kalemindeki %57.4'lük azalış dikkat çekerken, Haziran ayı itibarıyla son bir yıllık dönemde doğrudan yatırımlar 10.8 milyar dolar olarak gerçekleşti. Diğer yatırımlar ve portföy yatırımlarında ise küresel krizin başlangıcından bu yana ciddi anlamda bir gerileme söz konusu oldu. Son bir yıllık dönemde portföy yatırımlarında 7 milyar dolarlık çıkış gerçekleşirken, kamunun reel sektörün ve bankaların

borçlanmalarını oluşturan diğer yatırımlar kaleminde ise 3 milyar dolarlık bir gerileme gerçekleşti. Ancak 2009

yılının Şubat ayından itibaren portföy yatırımlarında bir miktar toparlanma yaşanmış olsa da negatif seyrini sürdürdüğü dikkati çekerken, önümüzdeki dönemde krizin etkilerinin hafiflemeye başlamasıyla artış yaşanacak ilk finansman kaleminin portföy yatırımları olması bekleniyor.



2007 yılında 617.5 trilyon dolara kadar yükselen gelişmekte olan ülkelere olan fon girişleri 2008 yılında 109.3 milyar dolara kadar geriledi. 2009 yılında ise gelişmekte olan ülkelere 190.3 trilyon dolarlık çıkış beklendiği göz önüne alındığında Türkiye'ye gelen fon akımlarının 2009 yılında gerilemeye devam etmesi bekleniyor.



Net hata noksan kaleminde ise uzun süredir devam eden yüksek seviyeler Haziran ayında da devam etti ve 2009 yılının ilk altı ayında net hata noksan kaleminde görülen artış %600'ün üzerine ulaşarak 8.5 milyar dolar olarak gerçekleşti. Yandaki grafikten de görüldüğü üzere net hata noksan kalemi 2002 yılından bu yana genel olarak pozitif bakiye vermiş ve daha önce hiç bu kadar yüksek seviyelere ulaşmamıştır. Son bir yıllık dönemde ise net hata noksan kalemi 15.3 milyar dolara kadar yükseldi. 2002 yılından itibaren net hata noksan kaleminde

yaşanan pozitif bakiyenin özel sektörün yurtdışında tuttıkları yabancı varlıkları, ekonomide görülen istikrar ve buna paralel olarak artan güven neticesinde yurtiçine getirmeleri sonucu oluştuğu tahmin ediliyor. Ödemeler dengesinde teoride olması gereken; cari işlemler hesabı ile rezerv varlıklar dahil sermaye ve finans hesapları toplamının sıfır olmasıdır. Ancak, uygulamada, bu durum çeşitli hata ve noksanlıklardan ötürü pek söz konusu olmazken, bahsedilen 3 kalemin toplamı ters işaret ile "net hata ve noksan" kalemine kaydedilerek ödemeler dengesinde eşitlik sağlanmaktadır. TCMB tarafından yapılan çalışmada bu durumun gerekçeleri olarak ithalat veya ihracat için malın hareketi ile ödemenin farklı bilanço dönemlerine yansımaları durumundaki zaman uyumsuzluğu, gümrük işlemlerine ilişkin beyanat hataları, ödemeler dengesindeki çeşitli kalemlerden elde edilen gelirlerin sistem dışına (yastık altına – kasalara) çıkarılması veya finansman esnasında sistem dışından kaynak kullanılması şeklindeki kayıt dışı işlemler ve bazı verilerin (turizm ve bavul ticareti) anketler yoluyla elde edilmesindeki hatalar olarak sıralanmaktadır. Çalışmada merkez bankası dahil kamu sektörüne ve bankacılık sektörüne ilişkin genel olarak pek hata beklenmezken, özel sektör, net hata noksanının bu kadar yüksek gerçekleşmesinin ardında yatan temel sebep olarak görülüyor. Bunun gerekçesi olarak da bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişimin tam olarak izlenememesi gösterilmektedir. Bu bağlamda kriz döneminde net hata noksan kaleminin hızlı bir şekilde artmasında, yurt dışından ve yurt içinden kredi kullanmakta zorlanan reel sektörün ve hanehalkının yurt dışında bulunan varlıklarını yurt içine getirerek kullanmalarının etkili olduğu düşünülüyor.

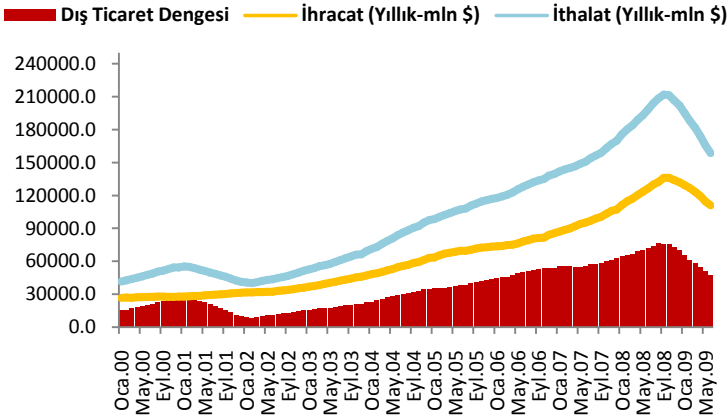
**Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 13.1 milyar dolar olurken, Cari açığın GSYİH içindeki payının %2 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.**

**Mayıs ayında dış ticaret açığı 4.2 milyar dolara geriledi...**

Dış Ticaret	Haziran			Ocak – Haziran		
	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
Milyon dolar						
İhracat	11,771	8,332	-29.2	68,751	47,746	-30.6
İthalat	19,477	12,483	-35.9	105,849	62,325	-41.1
Dış Ticaret Dengesi	-7,706	-4,152	-46.1	-37,098	-14,579	-60.7
Karşılama Oranı (%)	60.4	66.7		65.00	76.6	

Kaynak:TÜİK

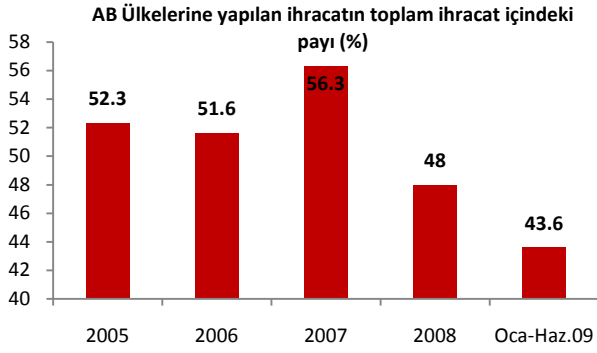
TÜİK tarafından açıklanan Haziran ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %29.2 azalarak 8.3 milyar dolara, ithalat ise %35.9'luk azalışla 12.5 milyar dolara geriledi. Böylece, 2008 yılı Haziran ayında 7.7 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %46.1 azalışla 4.2 milyar dolara geriledi. Böylece ihracattaki azalışa karşın ithalatın daha yüksek oranda azalması 2008 yılının Haziran ayında %60.4 olan ihracatın ithalatı karşılama oranınının %66.7'ye çıkmasına neden oldu. Ancak bir önceki aya göre ihracatın ithalatı karşılama oranınının gerilediği de dikkati çekmektedir.



Yurt dışı talepteki daralmanın devam etmesine bağlı olarak ihracattaki gerileme Haziran ayında da devam etti. Ülkemizde ihracat 2008 yılının Eylül ayından itibaren hızla gerilemektedir. Ancak bir önceki aya göre ihracat ve ithalattaki daralmanın hız kestiği dikkati çekmektedir. Özellikle ihracatımızın en yoğun olduğu Avrupa ülkelerinin toparlanma sürecine girmeleri ihracattaki düşüşün hız kesmesi ihtimalini arttırmaktadır. Haziran ayı itibariyle son bir yıllık dönemde ihracat, 111 milyar dolar olarak gerçekleşirken, ithalat, 158.4 milyar dolara gerilemiştir.

2009 yılı Haziran ayında ihracat fasıllar bazında incelendiğinde en yüksek paya sahip olan kara taşıtları ve aksamları fasılası bir önceki yılın aynı ayına göre %38 oranında azalırken, makinalar, aksam ve parçaları fasılası ise, %26.6 oranındaki gerilemeyle en yüksek paya sahip olan ikinci fasıla oldu. Artış gösteren fasıllar ise, canlı hayvanlar, yenilen sebze, hububat ile inci ve değerli taşlar fasılası olurken, ihracattaki paylarının düşük olmasından dolayı etkileri çok sınırlı kaldı.

2009 yılı Haziran ayı ithalat gelişmeleri incelendiğinde, sermaye malı ithalatının bir önceki yılın aynı ayına göre %21, ara malı ithalatının ise %40.6 oranında gerilediği görülmektedir. Tüketim malları ithalatı ise, 2009 yılı Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %20.8 oranında geriledi. Ayrıca, tüketim mallarının toplam ithalat içerisindeki payı diğer kalemlere göre düşük oranlı azalış nedeniyle %10.4'den %12.8'e yükselirken, ara malları ithalatının payı %77'den %70.7'ye geriledi. Yatırım mallarının toplam ithalat içerisindeki payı ise sözkonusu dönemde %13'den %16.1'e yükseldi. İthalat fasıllar bazında incelendiğinde ise, en yüksek ithalatı olan fasıllar petrol ve akaryakıt ürünlerini içeren mineral yakıtlar, mineral yağlar olurken, bu fasılayı makinalar, mekanik cihazlar, kazanlar ve aksam-parçaları, elektrikli makina ve cihazlar ile demir ve çelik izledi. Haziran ayında petrol fiyatlarında yaşanan artıştan dolayı mineral yakıt ve yağlar kalemindeki azalış oranınının gerilediği dikkati çekmektedir.



2007 yılında %56.3'e kadar yükselen ve 2008 Haziran ayında %48.6 olan Avrupa Birliği'nin ihracattaki payı 2009 Haziran ayında %47.7'ye geriledi. Ocak-Haziran döneminde ise bu oran %43.6 olarak gerçekleşti. AB'ye yapılan ihracat, 2008 yılının aynı ayına göre %30.4 azalarak 4 milyar dolar olarak gerçekleşti. 2009 Haziran ayında en fazla ihracat yapılan ülke Almanya olurken, Almanya'yı sırasıyla Fransa, İtalya, İngiltere ve Irak takip etti. İthalatta ise Rusya Federasyonu ilk sırada yer alırken Rusya'yı sırasıyla Almanya, Çin ve ABD izledi.

### Merkezi Yönetim Borç Stoku Temmuz ayında 5.6 milyar TL arttı...

Merkezi Yönetim Borç Stoku (milyar TL)				
	Ara.2008	May.2009	Haz.2009	Tem. 2009
<b>Toplam Borç Stoku</b>	380.3	411.2	408.9	414.5
<b>İç Borç Stoku</b>	274.8	301.9	301.7	307.7
<b>Dış Borç Stoku</b>	105.5	109.3	107.2	106.8

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Hazine Müsteşarlığı Ağustos ayına ait "İç Borçlanma Stratejisi"ne göre, Ağustos ayında iç piyasalara yapılacak 23.3 milyar TL'lik itfaya karşılık, iç piyasalardan 22 milyar TL tutarında iç borçlanma yapılmasını öngörürken, 3 Ağustos'ta 12 ay vadeli TL cinsi iskontolu bono, 4 Ağustos'ta 21 ay vadeli TL cinsi

iskontolu tahvil, 5 yıl vadeli TL cinsi değişken kuponlu tahvil ve 5 yıl vadeli sabit kuponlu tahvil, 17 Ağustos'ta 6 ay vadeli TL cinsi iskontolu bono ve 5 yıl vadeli TÜFE'ye endeksli tahvil ihalesi düzenledi. Hazine, beklediğinin çok üzerinde piyasadaki ihale yoluyla borçlanma gerçekleştirirken, iç borç çevirme oranı Ağustos ayında %95.8'den %114.2 seviyesine yükseldi. Vergi gelirlerinin %20'lere yakın düşmesi, hükümet tarafından alınan tedbirler sonucu kamu harcamalarının artması, Hazine'nin ileriki aylarda piyasadaki daha fazla borçlanma ihtiyacı duyacağını gösteriyor. Son günlerde yapılan açıklamalara göre, Hazine'nin kalan 34 milyar TL'lik itfasına karşılık, 50 milyar TL'lik piyasadaki ihale yoluyla borçlanma gerçekleştirmesi, iç borç çevirme oranının %120'lere kadar yükseleceğine işaret ediyor.

Döviz Yapısı (milyar TL)	Tem.2008	Tem.2009	Yıllık D. (%)
<b>TOPLAM STOK</b>	<b>345,840</b>	<b>414,503</b>	<b>19.85</b>
YTL	241,510	289,045	19.68
USD	57,159	71,697	25.44
EUR	31,694	36,831	16.21
SDR	11,847	11,644	-1.71
JPY	2,935	4,473	52.42
Diğer	696	813	16.81
<b>İç Borç Stoku</b>	<b>261,149</b>	<b>307,716</b>	<b>17.83</b>
YTL	241,510	289,045	19.68
USD	13,138	12,744	-3.00
EUR	6,501	5,927	-8.83
<b>Dış Borç Stoku</b>	<b>84,691</b>	<b>106,787</b>	<b>26.09</b>
USD	44,020	58,953	33.92
JPY	2,935	4,473	52.42
EUR	25,193	30,904	22.67
SDR	11,847	11,644	-1.71
Diğer	696	813	16.81
<b>ABD Doları alış kuru</b>	<b>1.185</b>	<b>1.477</b>	<b>24.61</b>
<b>USD/Euro Parite</b>	<b>1.559</b>	<b>1.407</b>	<b>-9.77</b>
<b>USD/SDR Parite</b>	<b>1.621</b>	<b>1.551</b>	<b>-4.28</b>

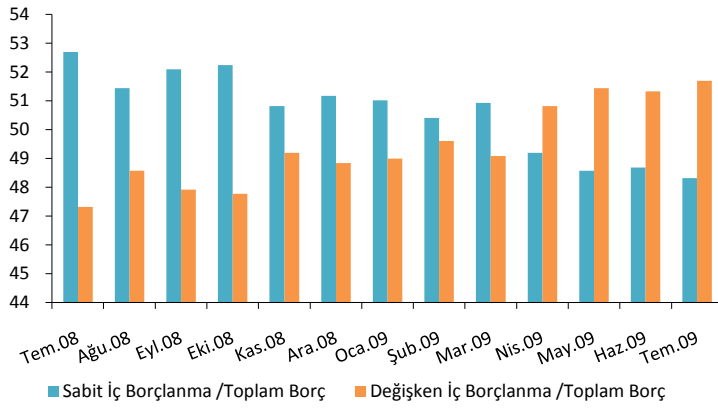
Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2009 yılı Temmuz ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre 5.6 milyar TL artarak, 414.5 milyar TL'ye (280.6 milyar dolar) ulaştı. Söz konusu artış, dış borç stokunda 0.4 milyar TL düşüş görülmesine rağmen, iç borç stokunda 6 milyar dolarlık artıştan kaynaklandı. Merkezi Yönetim Borç Stokunun TL-YP ayrımı incelendiğinde, TL cinsinden borcun toplam borç stoku içindeki payı 2009 yılı Haziran ayında bir önceki aya göre bir miktar artarak %69.7 olarak gerçekleşti. Böylelikle YP cinsinden borcun toplam borç stoku içerisindeki payı %30.3'e geriledi. Yandaki tabloda yer alan borç stokunun döviz yapısı ayrıntılı bir şekilde incelendiğinde, Türkiye'nin dış borcunun aslında çok düşük oranlarda arttığı, artışın kur kaynaklı yükselişlerden olduğu ayrıca, Hazine'nin TL cinsi

borçlanmaya ağırlık verdiği dikkat çekiyor.

Finansman Programı (Milyar TL) Ağustos	
<b>Ödemeler</b>	<b>24.5</b>
İç Borç	23.3
Dış Borç	1.2
<b>Finansman</b>	<b>24.5</b>
<b>Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma</b>	<b>17.3</b>
Kamuya Satışlar	4.7
<b>Dış borçlanma</b>	<b>0.7</b>
<b>Diğer finansman</b>	<b>1.8</b>
Faiz Dışı Denge	7.9
Kasa- Banka Değişim	-6.1

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku, 2009 yılının Haziran ayında, bir önceki aya göre 6 milyar TL artarak 307.7 milyar TL (208.3 milyar dolar) oldu. İç borç stokunun %22.2'sini kamuya, %77.8'ini ise piyasaya yapılan borçlar oluştururken, Temmuz ayında kamuya yapılan borçlanma bir önceki aya göre, 1.8 milyar TL azaldı. Haziran ayında, sabit faizli iç borç stokunun, toplam iç borç stoku içindeki payı bir miktar azalarak %48.3

olarak gerçekleşirken, toplam iç borç stokunun TL-YP ayrımında ise önemli bir değişiklik meydana gelmedi. TL cinsinden borçlanmanın payı Temmuz ayında da %93.6 seviyesinden %93.9 seviyesine yükseldi. Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku ise, 2009 yılının Temmuz ayında, bir önceki aya göre 0.4 milyar TL azalarak 106.8 milyar TL (72.3 milyar dolar) olarak gerçekleşti.



Finansal piyasalarda yaşanan krizle birlikte global olarak azalan güven ortamı, Hazine ihalelerine olan ilgiyi artırdı. Yandaki grafiğe bakıldığında görülebileceği gibi, özellikle krizin çok şiddetli olduğu dönemde sabit faizli tahvil ihalelerine değişken faizli tahvil ihalelerine oranla daha çok talep geldiği görülüyor. Bundaki sebep ise, piyasadaki faizin daha da düşeceği beklentisinin olmasıdır. Mart ayından itibaren ise, piyasalarda görülen düzelmeye birlikte,

yatırımcıların değişken faizli iç borç senetlerini sabit faizli tahvillerden daha çok tercih etmeye başladıkları dikkat çekiyor. Bu durumun temel sebebi Mart ayından itibaren piyasaların enflasyonun artacağını ve dolayısıyla faizlerin de bunu takip ederek artırılabileceği beklentisinin ağırlık kazanmasıdır.

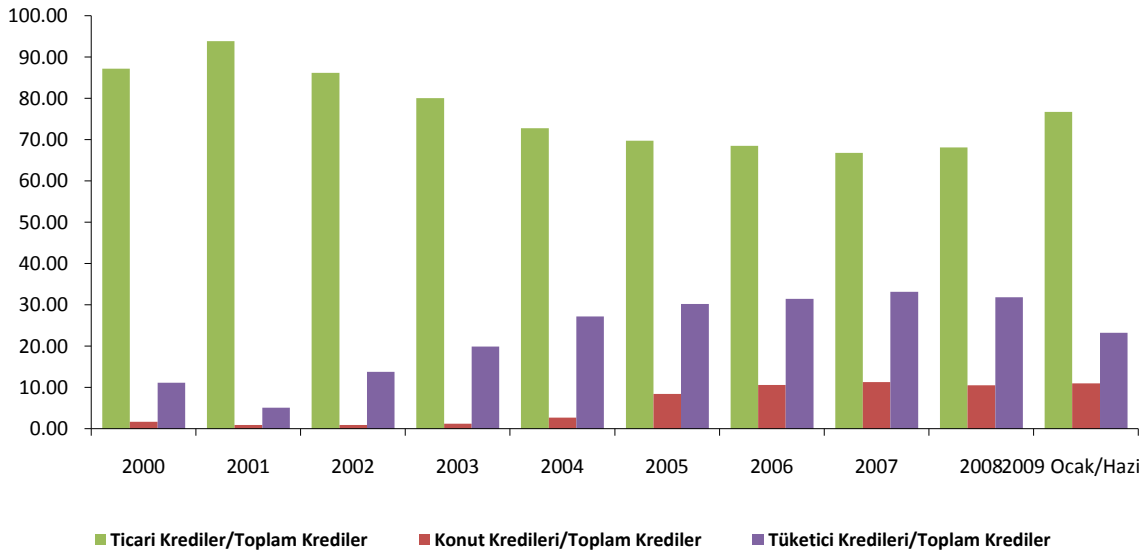


**Haziran ayında sendikasyon kredilerinde bir miktar artış başladı...**

Bankacılık Sektörü Bilançosu				Değişim (%)	
(Milyon YTL)	Ara.08 (1)	May.09 (2)	Haz.09(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	94,686	84,994	99,965	5.58	17.61
Men.Değ. Port.	193,988	219,377	221,778	14.33	1.09
Krediler	367,445	362,634	368,150	0.19	1.52
Duran Aktifler	22,723	24,103	24,485	7.75	1.58
Diğer Aktifler	53,660	54,307	53,830	0.32	-0.88
<b>Toplam Aktif</b>	<b>732,502</b>	<b>745,145</b>	<b>768,209</b>	<b>4.87</b>	<b>3.10</b>
Mevduat	454,599	461,743	467,613	2.86	1.27
Mevduat Dışı Kayn.	191,501	187,749	202,823	5.91	8.03
Özkaynaklar	86,402	95,653	97,773	13.16	2.22
<b>Toplam Pasif</b>	<b>732,502</b>	<b>745,145</b>	<b>768,209</b>	<b>4.87</b>	<b>3.10</b>

Kaynak: BDDK

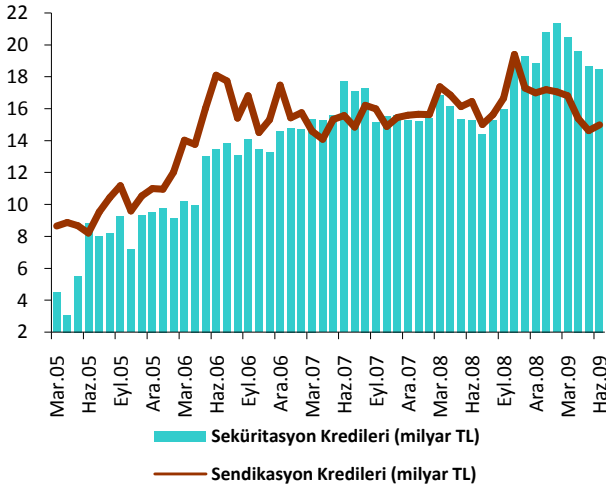
Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri, son bir ayda YP aktiflerin %1.66 oranında, TP aktiflerin %3.69 oranında artmasına bağlı olarak %3.10 oranında artarak 768.21 milyar TL'ye ulaştı. Söz konusu artışta son bir aylık dönemde %17.61 artış gösteren nakit rezervler kaleminin yanısıra duran varlıklarda ve kredilerde görülen sınırlı artışların etkili olduğu görülmektedir. Nakit rezervler kaleminde görülen ani yükselişin, bu kalem içinde en yüksek paya sahip olan bankalardan alacaklar alt kaleminin %18.6 oranında artması ve para piyasalardan alacakların %48'ten fazla artmasından kaynaklandığı görülmektedir. Duran Aktifler kaleminde görülen artışın ise, tüm alt kalemlerinde, özellikle takipteki alacaklar alt kalemindeki artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Menkul değerler portföyünün içerisinde son bir aylık dönemde en büyük paya sahip olan vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler alt kaleminde %1.1'lik artışın yanısıra gerçeğe uygun değer farkı ve satılmaya hazır menkul değerler alt kalemlerindeki artışların etkisiyle %1.09 oranında artış yaşandığı görülmektedir.



Haziran 2009 itibariyle son bir aylık dönemde YP kredilerde azalış görülmesine rağmen, TP kredilerde görülen artış, toplam kredi hacminin Haziran ayında 362.6 milyar TL'den 368.2 milyar TL'ye yükselmesine neden oldu. 2008 yılı son çeyrek döneminin başından beri ya değişmeyen ya da azalan kredilerde son iki aydır görülen artış dikkat çekmektedir. Söz konusu artışın hükümetin otomotiv ve bilişim gibi bazı sektörlerde yaptığı KDV ve ÖTV indirimlerinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Söz konusu etki, tüketici kredilerinde yaşanan %1.46'lık artıştan görülebilmektedir. Tüketici kredileri türleri itibariyle incelendiğinde, en çok artışın konut kredilerinde yaşandığı dikkat çekmektedir. Temmuz ayında ÖTV ve KDV indirimlerinin bir miktar artırılması gelecek aylarda kredilerde görülen artışın duraklamasına neden olabilir.

Yıllar itibarıyla tüketici, ticari ve konut kredileri incelendiğinde, kriz dönemlerinde azalan tüketici kredi talebinin bu krizde de etkili olduğu görülmektedir. 2001 kriziyle birlikte ticari kredilerin toplam kredilere oranı %94'lere kadar çıkarken tüketici kredilerinin oranının çok düşük kalması, tüketicilerin ekonomiye olan güveninin az olmasından kaynaklanmıştır. Krizin bitmesiyle yüksek oranlarda büyüyen Türkiye ekonomisinde tüketici kredilerinin toplam kredilere oranı ciddi şekilde yükselmiştir. 2002 yılında %11.13 olan tüketici kredilerinin toplam kredilere oranı, 2006 yıl sonu itibarıyla %31.44 seviyesine kadar yükselmiştir. 2007 yılı ikinci yarısında başlayan krizin 2008 yılında Türkiye'yi etkilemeye başladığı, ticari kredilerin toplam kredilere olan oranının bir önceki yıla göre yükselmeye başlamasından anlaşılabilirken, söz konusu fark 2009 yılı Ocak-Haziran döneminde daha belirgin hale gelmiştir. Bu da son dönemde rekor seviyelere yükselen işsizliğin tüketici kredilerine olan talebin azalması kaynaklı olduğu düşünülebilir. Tüketici kredilerinin toplam kredilere oranı, 2009 yılı ilk yarısında 2000 yılında olduğu kadar düşme bile, 2008 yılına göre düştüğü gözlenmektedir. 2010 yılında ise söz konusu oranının baz etkisi nedeniyle yükselmesi beklenebilir. Bunların yanısıra konut kredileri incelendiğinde, konut kredilerinin toplam kredilere oranının dünya ortalamasının çok altında olması dikkat çekmektedir. Söz konusu durum, Türkiye'de konut açığının fazla olmasının yanısıra konut kredileri talep edilirken teminatların çok yüksek seviyelerde olmasından kaynaklanmaktadır. 2008 yılında %10.57 seviyesinde olan konut kredilerinin toplam kredilere olan oranı, 2009 yılı Ocak-Haziran döneminde baz etkisinin yanısıra toplam kredilerde bir azalmanın görülmesi nedeniyle %10.98'e yükseldi.

Bankacılık sektörünün Haziran ayı itibarıyla fon kaynakları incelendiğinde, kaynakların %87.3'ünün yabancı kaynaklardan; %12.7'sinin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Haziran ayında bir önceki aya göre, mevduatta %1.27 oranında, mevduat dışı kaynaklarda ise, %8.03'e yakın artış görülmüştür. 2009 yılının başından beri sürekli olarak artan mevduat dışı kaynaklar içerisindeki bankalara borçlar ve repo işlemlerinden sağlanan fonlar alt kalemlerinde Haziran ayında artışlar görüldü. Söz konusu artışlar mevduat dışı kaynaklar kaleminin Haziran ayında bir önceki aya göre %8 oranında artmasını sağlarken, Merkez Bankası'na borçlar ve fonlarda görülen azalışlar bu artışı sınırladı.



2009 yılı başlarında bankaların, kriz nedeniyle borçlarının ancak %60'ını sendikasyon kredileriyle karşılayabileceklerini beklediklerini açıklamalarına rağmen, piyasaların düzelmeye başlamasıyla birlikte, son dönemde alınan sendikasyon kredileri bankaların borçlarının %100'e yakını karşıladıkları görülmektedir. Buna karşın Ekim 2008'de 19.3 milyar TL'ye yükselen sendikasyon kredilerinin Mayıs ayında 14.61 milyar TL'ye, Haziran ayında ise 14.94 milyar TL'ye gerilediği görülmektedir. Söz konusu durum, sendikasyon kredilerinde maliyetlerin geçen senelere göre yüksek olması olduğu söylenebilir. Haziran ayında sendikasyon kredileri bir önceki aya göre %2.5 oranında artarken, bir önceki yılın aynı ayına göre %8.85 oranında azalarak 14.943 milyar TL olarak gerçekleşti.

Sektör özkaynakları incelendiğinde, son bir aylık dönemde, dönem karının %21 oranında artmasına rağmen, yedek akçelerde görülen düşüşün etkisiyle toplam özkaynaklar %2.2 oranında artarak 97.773 milyar TL olarak gerçekleşti. Geçmiş yıllar zararında ve menkul kıymet değerlendirme farkı alt kalemlerinde önemli bir değişiklik görülmezken ödenmiş sermaye ve menkul kıymet değerlendirme farkı alt kalemlerinde artış görüldü.

Sektörün net dönem karı Ocak-Haziran döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre %33.1, bir önceki aya göre ise, %21.5 oranında arttı. Böylelikle, 2008 yılı Ocak-Haziran toplamında 28.4 milyar TL olan net dönem karı, 2009 yılı aynı döneminde 35.8 milyar TL'ye yükseldi. Geçtiğimiz yılın Haziran ayına göre, toplam faiz gelirlerinde %13.6'lık artışa karşılık toplam faiz giderlerinin sadece %0.3 oranında artmasının geçtiğimiz yıla

Sektörün net dönem karı Ocak-Haziran döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre %33.1, bir önceki aya göre ise, %21.5 oranında arttı. Böylelikle, 2008 yılı Ocak-Haziran toplamında 28.4 milyar TL olan net dönem karı, 2009 yılı aynı döneminde 35.8 milyar TL'ye yükseldi. Geçtiğimiz yılın Haziran ayına göre, toplam faiz gelirlerinde %13.6'lık artışa karşılık toplam faiz giderlerinin sadece %0.3 oranında artmasının geçtiğimiz yıla

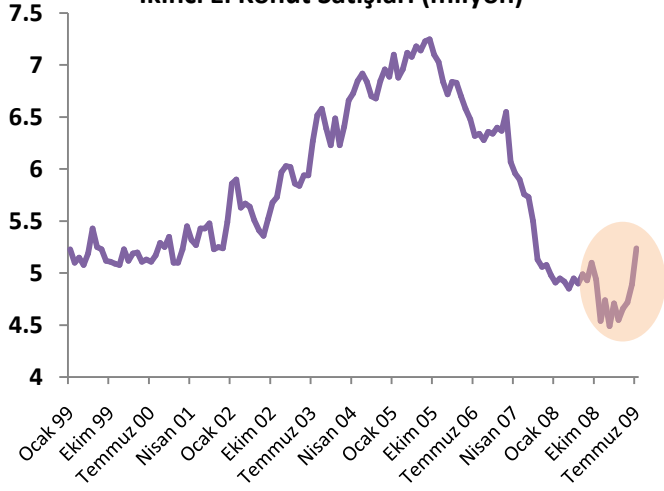


göre net dönem karındaki yüksek artışta etkili olduğu görülmektedir. Bankalardaki karlılığın sürmesindeki en önemli etken, Merkez Bankası'nın faizleri sert bir şekilde indirilmesiyle bankaların mevduat faizlerini aynı hızda indirmeleriyle maliyetleri azalması olmuştur. Buna karşın, kredi faizlerini, aynı hızda indirmeyen bankalar önemli oranlarda gelirlerini korumuşlardır. Ayrıca, risksiz varlık olarak bilinen Hazine tahviline bankaların çok talep göstermesiyle de bankalar gelirlerini garanti altına almışlardır.

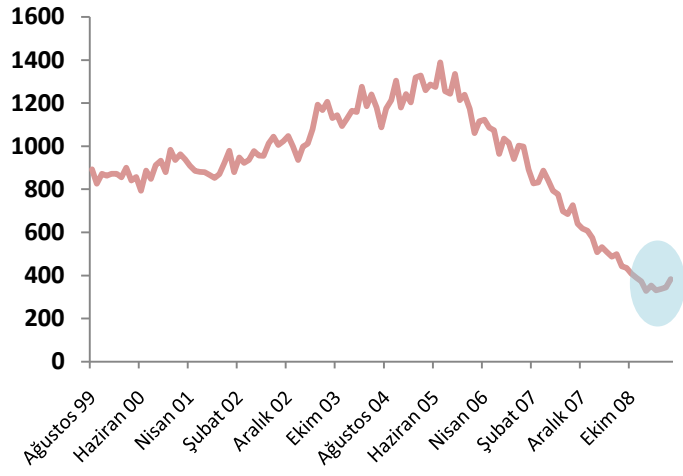
Özkaynak karlılığı, incelenen dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre 11.5 baz puan artarak %12.68 seviyesinde gerçekleşti. Aktif karlılığı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 16 baz puan artarak %1.67 seviyesinden %1.83 seviyesine yükseldi. 2008 yılı Haziran ayında 495.02 milyar TL seviyesinde olan toplam bilanço dışı işlemler, %4.7 oranında artarak 2009 yılının aynı döneminde 518.2 milyar TL seviyesine yükseldi. Son bir aylık dönemde yasal özkaynak %2.0 oranında artarken, risk ağırlıklı kalemler ise değişmedi. Bunun sonucunda da, sermaye yeterliliği standart rasyosu, son bir aylık dönemde yaklaşık 3 baz puan azalarak, %19.23 seviyesine yükseldi.

ABD’de makroekonomik veriler daha güçlü toparlanma sinyalleri veriyor...

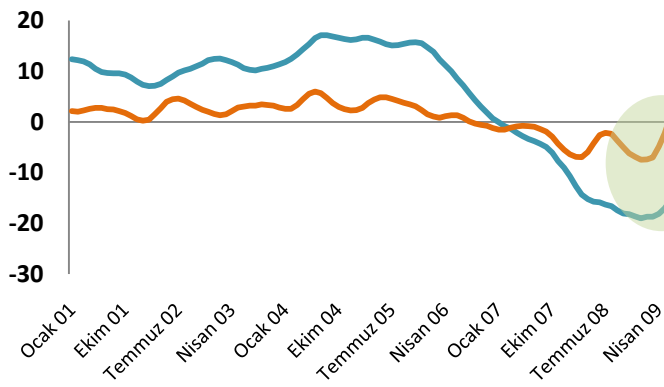
İkinci El Konut Satışları (milyon)



Yeni Konut Satışları (Bin)

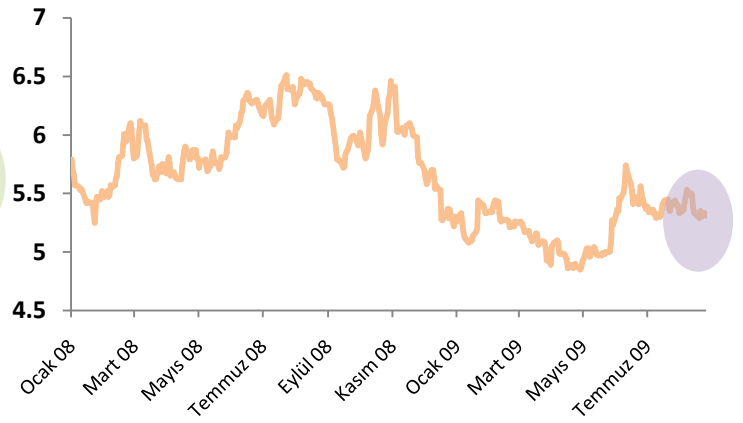


Case Shiller Konut Fiyatları Endeksi

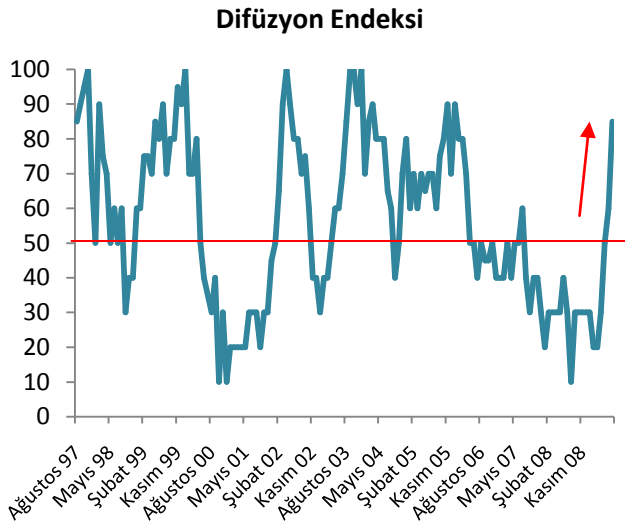
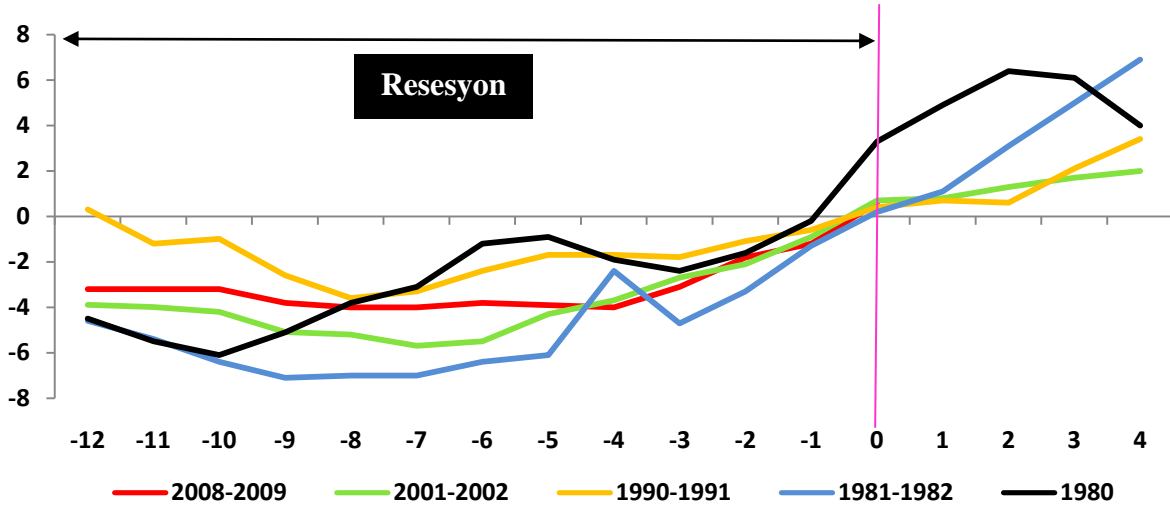


— Case&Schiller Konut Fiyat Endeksi (yıllık %)  
— Case&Schiller Konut Fiyat Endeksi (3 aylık Değ.)

30 Yıllık Mortgage Faiz Oranları



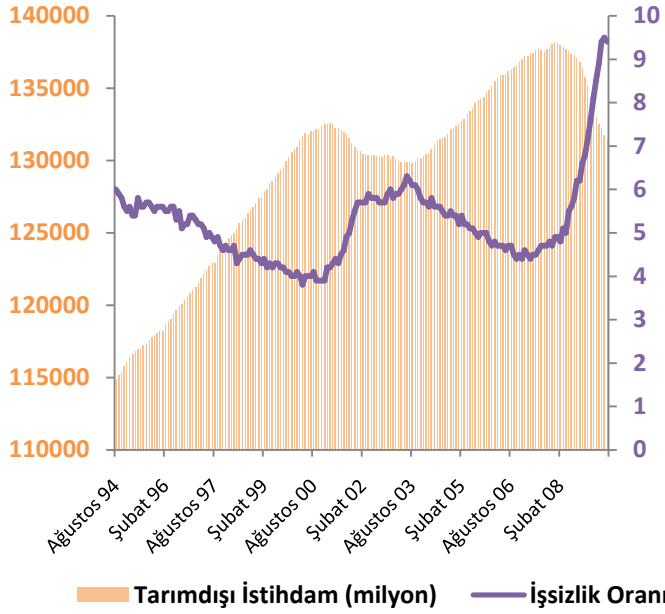
ABD’de makroekonomik verilerden toparlanma sinyalleri gelmeye devam ederken, krizin başlamasına neden olarak gösterilen konut sektöründeki yavaşlamanın sona erip ermediğine dair veriler de yakından takip ediliyor. Son bir kaç aydır artma eğiliminde olan ikinci el konut satışlarında Temmuz ayında beklentilerin üzerinde artış gerçekleşti. Böylece Temmuz ayında yıllık bazda 5.24 milyon adet ile 5.00 milyon olan beklentilerin üzerinde açıklanan konut satışlarının ulaştığı seviye son iki yılın en yüksek değeri olarak dikkat çekerken, ABD ekonomisine dair iyimser beklentileri destekledi. Diğer yandan yeni konut satışlarında da ikinci el konut satışlarındaki kadar olmasa da artış dikkat çekti. Case Shiller konut fiyatları endeksi ise, Haziran ayında bir önceki aya göre ikinci ayda da üst üste artış gösterirken, yıllık bazda %15.4 düşüş ile %16.5 düşüş yönünde olan beklentilerin oldukça altında açıklandı. Case Shiller endeksi’nin kapsadığı 20 yerleşim bölgesinden 18’inde konut fiyatlarının bir önceki aya göre artış gösterdiği görüldü. Kredi sıkılaşması devam etmesine karşın, resesyonda dibin görüldüğü beklentilerinin etkisiyle ABD konut fiyatlarındaki düşüşün önümüzdeki dönemde de yavaşlayarak devam etmesi bekleniyor. Bu bağlamda, son dönemde 30 yıllık mortgage faizlerinin de düşüş göstermesi sektöre ilişkin olumlu makroekonomik veri sonuçlarını destekler niteliktedir. Ancak ABD ekonomisinin artan mali açıkları nedeniyle yüksek fon ihtiyacının uzun vadeli faiz oranları üzerinde yarattığı baskı mortgage faizlerinde de yükselişlere neden olabilir. Bu nedenle konut sektöründe risklerin tamamen sona erdiğini söyleyemeyiz.



ABD’de öncül göstergeler endeksi Temmuz ayında aylık bazda %0.6 oranında yükselerek 101.6 olarak açıklandı. Bu değer Haziran 2008’den sonraki en yüksek endeks değerine işaret ediyor. Beklenti göstergelerin %0.7 artması yönündeyken, öncül göstergeler dört aydır yükselmeye devam ediyor. Böylece ABD ekonomisinde iyileşme sinyallerinin güçlendiğini söyleyebiliriz. Öncül göstergelerde, faiz oranı spreadi en fazla olumlu etkiyi yaparken, tüketici beklentileri en olumsuz etkiye sahip faktör oldu. Öncül göstergeler endeksindeki 10 bileşenin etkisini gösteren difüzyon endeksi de güçlü iyileşme sinyallerini kanıtıyor.

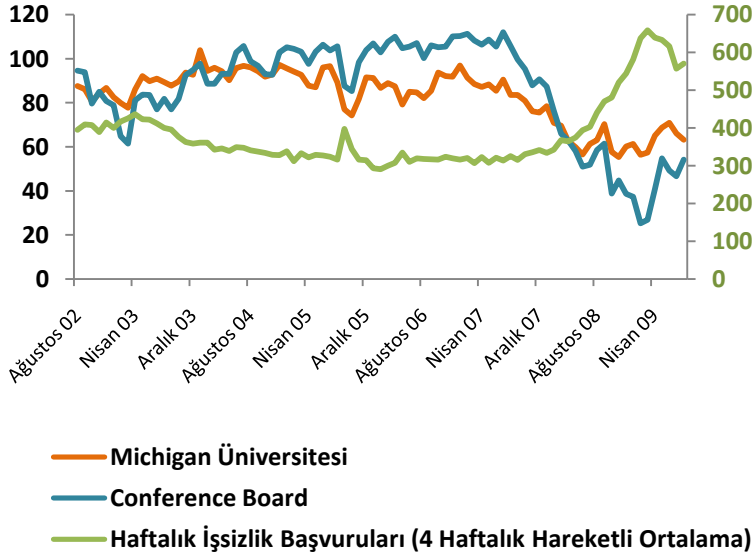
Öncül göstergeler endeksinin geçtiğimiz 4 ayı resesyon döneminde yaptığı hareketleri incelediğimizde, resesyonun sona ereceğini 3 ay öncesinden haber verdiğini görüyoruz. Resesyon bitiş tarihleri t=0 anına transfer edildiğinde bir yıl öncesi için izlenen verilerde öncül göstergeler endeksinin negatif değerlerde bulunması ve toparlanmaya başlamasıyla resesyonun takip eden üç ay içinde sona erdiği dikkat çekiyor. 2008-2009 yılları için yaşanan düşüş dikkate alınarak çizilen şekilde t=0 değerine ulaşması için öncül göstergeler endeksinin Temmuz ayında aylık bazda %0.5 artması gerekiyor. Endeksin söz konusu ayda %0.6 artması, ekonomik verilerin önümüzdeki 1 ay içinde toparlanmaya başlayacağına işaret ediyor. Ancak ikinci bir dalga olasılığı bu durum üzerinde risk oluşturuyor.

## İstihdam rakamları Temmuz ayında beklentilerin üzerinde açıklandı...



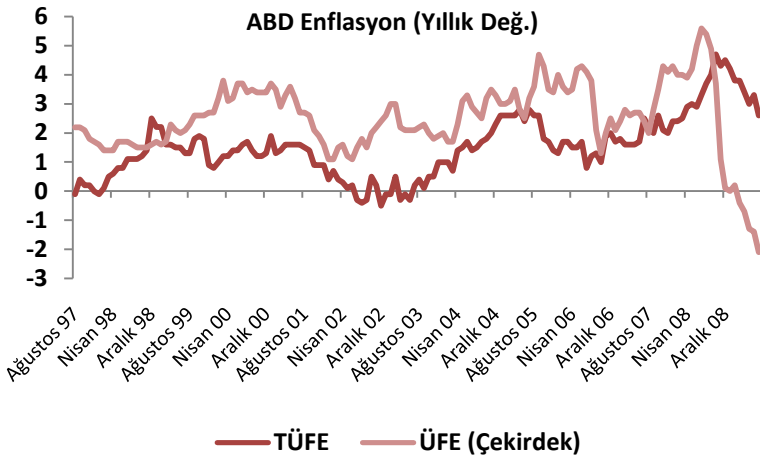
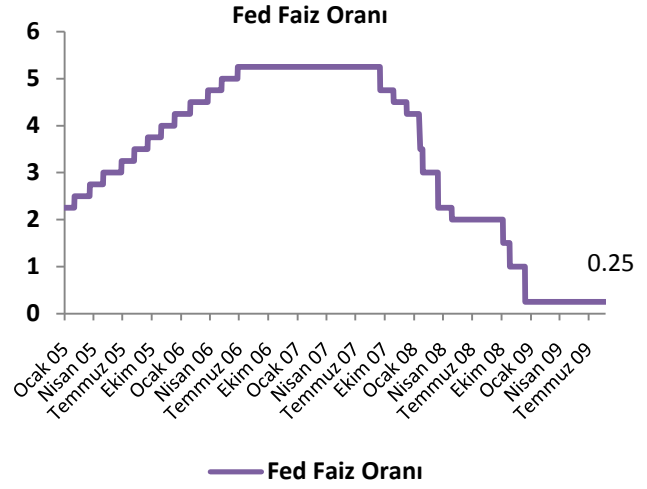
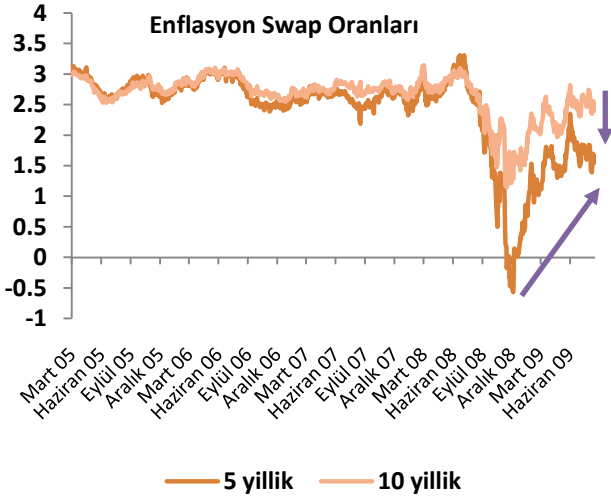
ABD’de küresel krizin seyrine ilişkin en önemli göstergelerden biri olan ve henüz net bir toparlanma işareti vermeyen tarımdışı istihdam ve işsizlik oranı verileri geçen ay olumlu bir tablo çizdi. Ancak işsizlik oranı hala yüksek seviyelerde seyrediyor. ABD’de Temmuz ayında 320 bin kişi azalacağı tahmin edilen tarımdışı istihdam 247 bin kişi azaldı. Böylece istihdamdaki kayıp Ağustos 2008’den bu yana en düşük seviyede gerçekleşti. Temmuz ayı işsizlik oranı ise %9.6 olan beklentilerin altında %9.4 oranında açıklandı. Böylece işsizlik oranı, Nisan 2008’den bu yana ilk kez geriledi. İşsizlik oranındaki düşüşün iş arayanların azalmasından kaynaklandığı belirtiliyor. Mevsimsel olarak iş arayan öğrencilerin iş aramaktan vazgeçmesi buna etken olarak gösteriliyor. İşsizlik oranının gerilemesi olumlu bir tablo çizmesine karşın, düşüş eğiliminin

kalıcı olup olmadığı konusu önem taşıyor. Bu nedenle yüksek seviyelerde seyreden işsizlik oranı ile ilgili iyimser bir yorum yapabilmek için önümüzdeki ayların beklenmesi daha doru olacaktır.



2009 Mart ayından itibaren global piyasalarda görülen canlanmanın etkisiyle tüketici güven endekslerinde toparlanma başlamıştı. Son dönemde ise borsalardaki yükselişin devam etmesine rağmen Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksinin gerilediği görülürken, Conference Board tüketici güven endeksinde beklenmedik hızlı bir yükseliş yaşandı. Bu arada işgücü piyasasındaki kırılganlığın devam ettiği görülüyor. Her ne kadar Conference Board tüketici güven endeksinde toparlanma görülse de, işgücü piyasalarında iyimser bir tablo oluşmadığı sürece tüketici güven endeklerindeki düşüşün devam etmesi mümkün görünüyor.

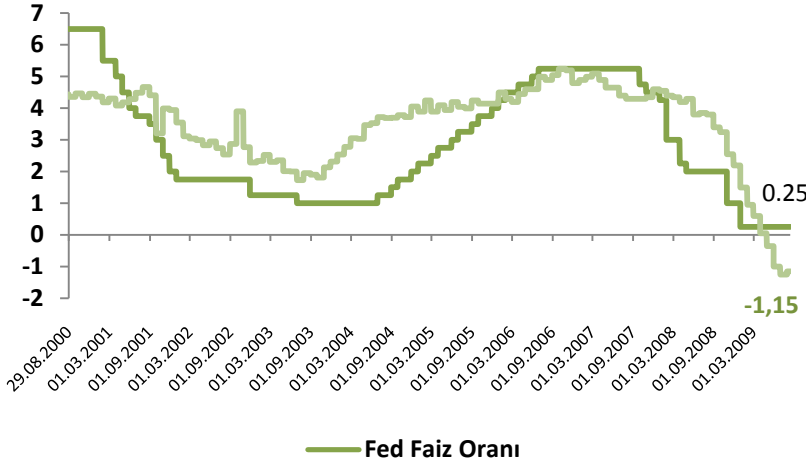
## Enflasyon beklentileri yatışmış görünüyor...



ABD'de beklentilerin üzerinde açıklanan makroekonomik veriler ABD ekonomisinin düzlüğe çıktığı yönündeki fikirleri desteklerken, ABD ekonomisinde resesyondan çıkışın ardından enflasyon tehditinin oluşabileceği yönündeki endişeler de bir miktar arttı. Pek çok ülkede olduğu gibi ABD'de de küresel krize karşı FED'in uygulamaya koyduğu genişletici para politikası enflasyon riskini artırmaktadır. Diğer yandan son günlerde başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında yükselişlerin görülmesi önümüzdeki dönem için enflasyon beklentilerini kuvvetlendiriyor. Bu

durum piyasaların gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentilerini yansıtan enflasyon swap oranlarında da kendini gösterdi. Aralık ayından beri enflasyon swap oranlarında artış trendi gözlenirken, kısa vadede swap oranları Ağustos ayının başından beri geriliyor. ABD'de açıklanan bazı veriler olumlu tablo çizmesine rağmen, işsizlik oranında istenilen iyileşmenin görülememiş olması ve ekonomide iyileşmenin yavaş olacağına teyit edilmesi resesyondan çıkış sürecine ilişkin soru işaretlerini de beraberinde getiriyor. Mevcut durumda enflasyondaki düşüş trendinin devam ettiği bir ortamda ABD'nin gelecekte yüksek enflasyonla karşılaşabileceği algılamaları zayıfladı. Bu bağlamda FED'in faiz oranlarını bir süre daha %0.25 seviyesinde tutacağını söyleyebiliriz.

### FED'in faiz oranını değiştirmesi beklenmiyor...



Enflasyonda yükseliş görülebileceği yönündeki kaygılar FED'in önümüzdeki aylarda ekonomide yeni bir bozulma olmadığı takdirde faiz artırımlarına başlayabileceği beklentilerini gündeme getirdi. Taylor Kuralı'nın dikkate aldığı iki önemli değişken olan enflasyon oranındaki sapma ve üretim açığı açısından ABD ekonomisini değerlendirdiğimizde, düşük enflasyon oranları (hedeflenen değerden düşük) ve düşük üretim düzeyi (potansiyel seviyenin altında) dikkat çekmektedir. Bu durum Taylor

Kuralı formülüne göre faiz oranlarının eksi değer alması gerektiğine işaret etmektedir. Yukarıdaki grafiği incelediğimizde; Taylor Kuralı Haziran-Temmuz aylarında -%1.25 faiz oranlarına işaret ederken, Ağustos ayında 10 baz puanlık faiz artışı ile -%1.15 faiz oranını göstermektedir. O halde, Taylor Kuralı çerçevesinde faiz artırımına daha erken geçildiğini söyleyebiliriz. ABD Merkez Bankası'nın piyasada faiz artırımına gideceği spekülasyonları hızlanırken, Taylor Kuralı'nın negatif faiz oranlarına işaret etmesi ABD'nin faizleri uzun bir süre bu seviyede tutacağını teyit etmektedir. ABD Merkez Bankası faiz oranlarını negatife çekemeyeceğinden önümüzdeki dönemde bir miktar daha parasal genişlemeye gidebilir.

Fed toparlanmada en önemli gösterge olarak işsizlik oranını dikkate alırken, işsizlik oranının geçtiğimiz ay %9.5'ten %9.4'e gerilemesi işgücü havuzundaki daralmadan kaynaklanmıştır. Önümüzdeki ise dönemde işsizlik oranının %10-%10.5 seviyelerine kadar yükseleceği bekleniyor. Haftalık işsizlik başvurusu rakamlarındaki yükselişler işsizlik oranındaki bu tahmini seviyeleri destekler niteliktedir. İşsizlik oranının önümüzdeki dönemde %10-%10.5 seviyesine ulaşacağı beklentileri ve bu tepe seviyelerden dönmesinin tekrar zaman alacağı varsayımı altında iyimser beklentilerle Fed'in 2010 yılının ikinci yarısından önce bir faiz artırımına gitmesi pek mümkün görünmüyor.



MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2007	2008	En Son Yayımlanan		2009 HEDEF
<b>Reel Ekonomi</b>					
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL)	856 387	950 144	210 997	(2009 1. Çeyrek)	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	4.5	1.1	-13.8	(2009 1. Çeyrek)	
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	5.4	-17.8	-9.7	(Haziran 2009)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81.8	64.7	72.3	(Temmuz 2009)	
İşsizlik Oranı (%)	9.9	13.6	13.6	(Mayıs 2009)	
<b>Fiyat Gelişmeleri</b>					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	8.4	10.06	5.39	(Temmuz 2009)	7.5
ÜFE (Yıllık % Değişim)	5.94	8.11	-3.75	(Temmuz 2009)	
<b>Parasal Göstergeler (Milyon TL)</b>					
M1	77,675	83,380	91,900	(14.08.2009)	
M2	345,028	434,205	455,664	(14.08.2009)	
M3	370,078	458,383	481,953	(14.08.2009)	
Emisyon	27,944	30,468	31,325	(14.08.2009)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	71,568	70,075	68,060	(21.08.2009)	
<b>Döviz Kuru</b>					
Dolar/TL	1.1593	1.5400	1.4955	(27.08.2009)	
Euro/TL	1.706	2.143	2.1319	(27.08.2009)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.473	3.1901	3.1371	(27.08.2009)	
Euro/Dolar	1.4589	1.3978	1.4350	(27.08.2009)	
Dolar/Yen	112.01	90.6	93.47	(27.08.2009)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	190	168.800	167.200	(Temmuz 2009)	
<b>Faiz Oranları</b>					
TCMB O/N (Borç Alma)	15.75	15.00	7.75	(27.08.2009)	
TRILIBOR O/N	15.76	15.00	7.75	(27.08.2009)	
<b>Ödemeler Dengesi (Milyon \$)</b>					
Cari İşlemler Açığı	-37,996	-41,416	-1,923	(Haziran 2009)	
İthalat	170,048	201.961	-11,979	(Haziran 2009)	
İhracat	107,184	132,001	9,229	(Haziran 2009)	
Dış Ticaret Açığı	-62,863	-69,959	-2,750	(Haziran 2009)	
<b>Kamu Ekonomisi (Milyon TL)</b>					
Bütçe Gelirleri	188.159	208.898	14.985	(Haziran 2009)	248.758
Bütçe Giderleri	203.501	225.967	17.932	(Haziran 2009)	259.156
Bütçe Dengesi	-13.883	-17.069	-2.521	(Haziran 2009)	-10.398
Faiz Dışı Denge	34.848	33.592	-1.398	(Haziran 2009)	47.102
<b>Borç Stoku Göstergeleri</b>					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL)	255.3	274.8	307.7	(Temmuz 2009)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL)	78.1	105.5	106.8	(Temmuz 2009)	
Kamu Net Borç Stoku	249	271.6	287.4	(2009 1. Çeyrek)	
<b>İMKB</b>					
İMKB-100	55,538	26,864	47,383	(27.08.2009)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

(Milyon TL)	2007	2008	May.09	Haz.09
Toplam Aktif	581.424	732.502	745,145	768,209
Nakit Rezervler	60.272	94.686	84,994	99,965
Krediler	285.653	367.445	362,634	368,150
Menkul Değerler Portföyü	164.727	193.988	219,377	221,778
Mevduat	356.865	454.599	461,743	467,613
Mevduat Dışı Kaynaklar	148.866	191.501	187,749	202,823
Özkaynaklar	75.693	86.402	95,653	97,773
Net Dönem Karı	14.916	13.415	9.067	11.018
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	80	80.83	78.5	78.7
Men.Değ.Port. / Mevduat	46.2	42.67	47.5	47.4
Özkaynak Karlılığı	19.7	18.62	10.48	12.68
Aktif Karlılık	2.6	2.54	1.52	1.83
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	18.2	17.59	19.26	19.23

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER

	2007	2008	En Son Yayımlanan	
<b>Emtia</b>				
Altın (ons) \$	833.2	878.2	947.25	(27.08.2009)
ABD Ham Petrolü (Varil) \$	95.98	44.6	72.71	(27.08.2009)
<b>Borsa Endeksleri</b>				
NASDAQ (ABD)	2,674	1,577	2,027	(27.08.2009)
DOW JONES (ABD)	13,264	8,776	9,580	(27.08.2009)
NİKKEİ (JAPONYA)	15,307	8,859	10,511	(27.08.2009)
DAX (ALMANYA)	8,067	4,810	5,470	(27.08.2009)
BOVESPA (BREZİLYA)	63,886	37,550	57,703	(27.08.2009)
RTS (RUSYA)	2,290	631	1,070	(27.08.2009)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4.077	2.2241	3.44	(27.08.2009)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	6.813	7.724	6.727	(27.08.2009)

Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü

Cem Eroğlu	Müdür	<a href="mailto:cem.eroглу@vakifbank.com.tr">cem.eroглу@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 80
Nazan Kılıç	Müdür Yardımcısı	<a href="mailto:nazan.kilic@vakifbank.com.tr">nazan.kilic@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 89
Ümit Ünsal	Uzman	<a href="mailto:umit.unsal@vakifbank.com.tr">umit.unsal@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 86
Bilge Özalp Türkarıslan	Uzman	<a href="mailto:bilge.ozalpturkarslan@vakifbank.com.tr">bilge.ozalpturkarslan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 88
Zeynep Burcu Çevik	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr">zeynepburcu.cevik@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 93
Seda Meyveci	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:seda.meyveci@vakifbank.com.tr">seda.meyveci@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 85
Emine Özgü Özen	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr">emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 87
Selin Düz	Uzman Yardımcısı	<a href="mailto:selin.duz@vakifbank.com.tr">selin.duz@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 90
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili	<a href="mailto:halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr">halidepelin.kaptan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 84 83

\* Bu rapordaki bilgi ve veriler, Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü 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.