



Aylık Rapor

Eylül 2009

AYLIK RAPOR'DA BU AY...

➤ **GSYİH yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yıla göre %7.0 oranında daraldı...**

2009 yılı I. çeyrek büyüme oranı ise %-13.8'den -%14.3'e revize edildi. Verilerin ardından ekonominin son üç çeyrekte daralmaya devam ettiği izlenirken, yavaşlamanın yılın ikinci çeyreğinde hız kestiği görüldü. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin öncül veriler ise toparlanmanın bir miktar hızlandığını yansıtmakla birlikte, ekonomide daralmanın devam edeceğine işaret etmektedir.

➤ **Ağustos ayında yıllık bazda düşen enflasyon önümüzdeki aylarda yükselebilir...**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Ağustos ayında Tüketici Fiyatları Endeksi'nde (TÜFE) bir önceki aya göre %0.30 oranında düşüş yaşandı. Böylece yıllık bazda TÜFE %5.33'e geriledi. Bu durum son dönemde enflasyon rakamlarında görülen düşüş trendinin Haziran ayında sona ermesinin geçici olduğunu ortaya koydu. Enflasyondaki düşüş trendinin devam ediyor olması, TCMB'nin önümüzdeki dönemde faiz indirimlerine devam edeceği beklentilerini güçlendirdi.

➤ **Merkez Bankası faiz indirimlerine beklentilere paralel olarak 50 baz ile Eylül ayında da devam etti...**

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) 17.09.2009 tarihinde yaptığı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını piyasa beklentilerine paralel olarak 50 baz puan indirdi. Böylece %7.75 olan borç verme faiz oranı %7.25'e; %10.25 olan borç alma faiz oranı ise %9.75 seviyesine düştü. Merkez Bankası'nın hızlı faiz indirim sürecine başladığı 2008 yılı Ekim ayından bu yana yaptığı faiz indirimi böylece 9.5 puanı; 2009 yılı başından itibaren yaptığı faiz indirimi ise 7.75 puanı buldu.

➤ **Cari işlemler dengesi Temmuz ayında 2004 yılının Eylül ayından beri ilk defa fazla verdi...**

Bir önceki yılın Temmuz ayında 4 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılının Temmuz ayında %107.1 oranında gerileyerek 286 milyon dolar fazla verdi.

➤ **Temmuz ayında dış ticaret açığı 3.4 milyar dolara geriledi...**

Temmuz ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %28.3 azalarak 9 milyar dolara, ithalat ise %39.5 azalarak 12.4 milyar dolara geriledi. Böylece, 2008 yılı Temmuz ayında 7.97 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %57.3 azalışla 3.4 milyar dolara geriledi.

➤ **2009 yılının ilk 8 ayında bütçe açığı %745 oranında artarak 31.336 milyar TL oldu...**

Merkezi yönetim bütçesi 2008 yılının Ağustos ayında 6.010 milyar TL fazla vermişken, 2009 yılının aynı ayında %124.08 gibi önemli bir oranda gerileme kaydederek 1.525 milyar TL açık verdi. Böylece 2009 yılının ilk 8 ayı itibarıyla oluşan bütçe açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %745 oranında artarak 31.336 milyar TL olarak gerçekleşti.

➤ **Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre 10.1 milyar TL arttı...**

İç borç stokunun vade yapısına bakıldığında, özellikle kısa vadeli tahvillere olan talebin azaldığı ve 5 yıl vadeli tahvillere yönelimin arttığı görülmektedir.

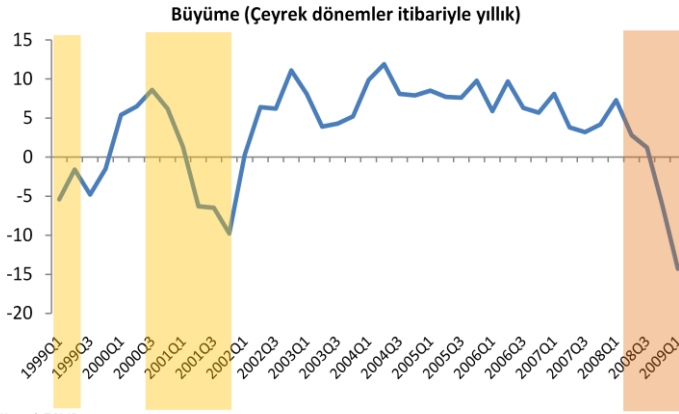
➤ **Mevduatın vadesi kısalıyor...**

Yıllar itibarıyla mevduat vade türlerine göre bakıldığında, kriz öncesi ve kriz sonrası yatırımcıların vade tercihlerinde bir miktar değişiklik olduğu görülmektedir. Kriz öncesi dönem olarak seçilen 2005 ve 2006 yıl sonunda 1-3 ay arası mevduat en çok tercih edilen mevduat çeşidi olurken, kriz sonrası söz konusu tercih artarak devam ettiği görülmektedir.

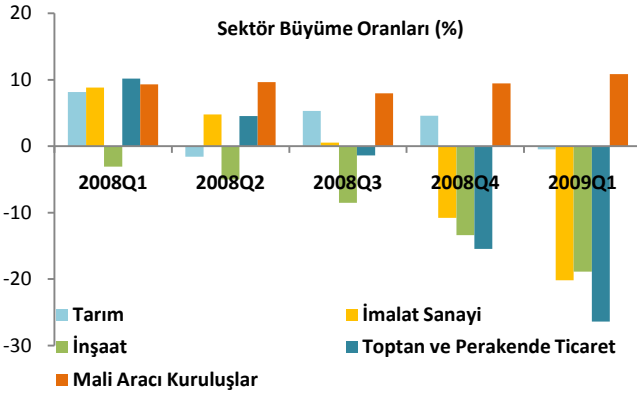
➤ **ABD'de enflasyonda aşağı yönlü trend bozulurken, imalat sektöründe de toparlanma yavaşladı...**

ABD'de beklentilerden olumlu açıklanan makroekonomik veriler ABD ekonomisinin toparlanmaya başladığı yönündeki düşünceleri desteklerken, enflasyondaki düşüş trendinin Ağustos ayında bozulmasıyla birlikte, resesyondan çıkışın ardından enflasyon tehditinin oluşabileceği yönündeki endişeler de arttı. Diğer taraftan dayanıklı mal siparişlerinin son 3 ayda 2 kez düşmesi ekonomideki toparlanmanın zayıf ve yavaş olacağına işaret etti.

GSYİH yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yıla göre %7.0 oranında daraldı...

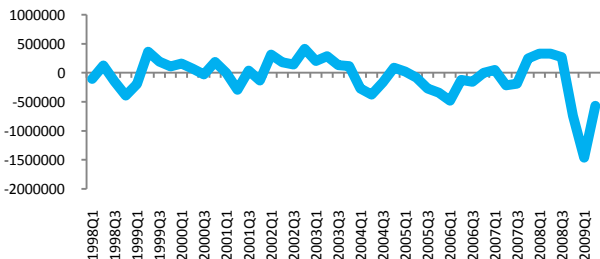


2009 yılının ikinci üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla %7.0 oranında azalan GSYİH, -%6.8 olan beklentilerimize paralel, -%8.0 olan piyasa beklentilerinin ise üzerinde küçüldü. TÜİK tarafından üç çeyrek dönem için büyüme verileri aşağı yönde revize edilirken, 2008 yılı yıl sonu büyüme oranı %0.9 oranına geriledi. 2009 yılı I. çeyrek büyüme oranı ise -%14.3'e revize edildi. Böylece nominal rakamlarla 2009 yılının ikinci üç aylık döneminde GSYİH 23,513 Milyon TL olarak gerçekleşti. Verilerin ardından ekonominin son üç çeyrekte daralmaya devam ettiği izlenirken, yavaşlamanın yılın ikinci çeyreğinde hız kestiği görüldü. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin öncül veriler ise toparlanmanın bir miktar hızlandığını yansıtmakla birlikte, ekonomide daralmanın devam edeceğine işaret etmektedir.



Sektörler itibariyle reel GSYİH rakamları incelendiğinde, ikinci çeyrekte tarım sektörünün büyüme üzerinde pozitif bir katkı yarattığı görülmektedir (0.44 puan). Yılın ilk çeyreğinde beklentilerin aksine %3 oranında daralarak büyümede beklentilerin üzerinde daralma yaşanmasında etkili olan tarım sektörü ikinci çeyrekte bizim beklentimize paralel olarak %6.6 oranında büyüme performansı yakalamıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde ise yaz ayları olması nedeniyle tarım sektörünün büyüme hızını arttırması bekleniyor. Tarım sektörü dışında kalan diğer sektörlerin büyük kısmında büyüme oranlarında düşüşler yaşanırken, özellikle imalat sanayi üretiminde yaşanan gerileme dikkat çekmektedir. Sanayi sektörünün son üç çeyrekte küçüldüğü izlenirken, 2009 yılının ikinci çeyreğindeki daralmanın ilk çeyreğe göre yavaşladığı görülmektedir. Daralma yavaşlansa da yılın ikinci çeyreğinde %8.7 oranında küçülen imalat sanayiinin büyümeye negatif katkısı -2.26 ile oldukça yüksek oranda gerçekleşti. En büyük yavaşlama ise, ekonominin büyüme dönemlerinde lokomotif görevini gören inşaat sektöründe yaşandı. %21 oranında daralan sektörün büyüme üzerinde 1.28 puanlık negatif katkısı oldu. Küresel finansal krizin dış talebi daraltmasıyla ticaret sektörünün büyüme katkısı -2.09 puan olarak gerçekleşti. Ulaştırma ve Haberleşme sektöründe yaşanan düşüşün ekonominin genel büyümesine katkısı ise 1.75 puan ile üçüncü en yüksek değer oldu.

Stok Değişimleri(Sabit) (Mevsimsellikten arındırılmış)

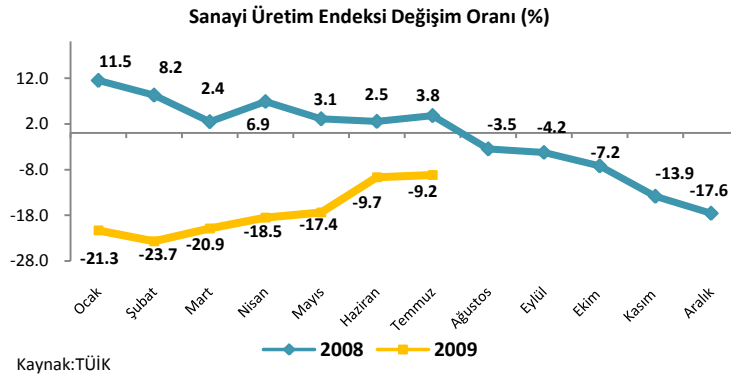


Yaşanan düşüş harcamalar yöntemiyle incelendiğinde, toplam iç talepteki daralmanın büyümedeki düşüşte etkili olduğu görüldü. Fakat iç talebin ikinci çeyrekte yılın birinci çeyreğine göre toparlandığı dikkat çekti. Bu durum tüketimde çeyreklik bazda yaşanan artışın üretimle karşılanamaması nedeniyle, stoklarda üç çeyrekte üst üste azalmaya neden olduğu görüldü. Ancak, stoklardaki düşüşün ikinci çeyrekte bir önceki çeyreğe göre daha sınırlı olması, toparlanma sinyali olarak değerlendirildi. Detaylara bakıldığında, yerleşik hanehalklarının

tüketiminin %1.2 oranında daralmasının büyüme üzerindeki katkısının -0.84 olduğu, özel sektör yatırımlarının ise %29.7 oranında küçüldüğü görüldü. Diğer taraftan kamu harcamalarının yılın birinci çeyreğinde %5.7 büyüdüğü, ikinci çeyrekte artışın %0.5 ile sınırlı kaldığı gözlemlendi. Devlet harcamalarının pozitif katkısı yanında net ihracat, ihracat rakamlarının da düşmesine rağmen ithalatta yaşanan sert düşüş nedeniyle büyüme 3.57 puanlık katkı sağladı.

Ülke	2009 2.çeyrek Büyüme Oranı (%)	Ülke	2009 2.çeyrek Büyüme Oranı (%)
Rusya	-10.9	İspanya	-4.2
Tayvan	-7.5	ABD	-3.9
Macaristan	-7.5	Güney Afrika	-2.8
Japonya	-7.2	Fransa	-2.6
TÜRKİYE	7.0	İsviçre	-2.1
İtalya	-6.0	Brezilya	-1.1
Almanya	-5.9	Yunanistan	-0.3
İngiltere	-5.5	Hindistan	6.1
Çek Cumhuriyeti	-5.5	Çin	7.9

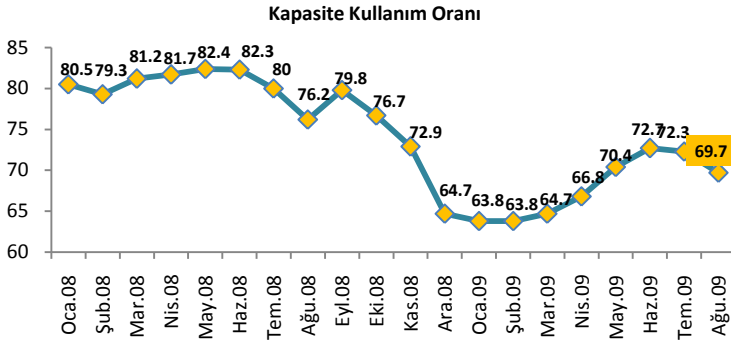
2009 yılı II. çeyrek büyüme oranları itibariyle 18 ülke incelendiğinde, küresel piyasalarda yaşanan krizin şiddetini en fazla hisseden beşinci ülkenin Türkiye olduğu görülüyor. Söz konusu dönemde en çok küçülme yaşanan ülke Rusya olurken, Çin'in büyüme performansındaki yavaşlamanın diğer ülkelerle karşılaştırıldığında sınırlı olduğu dikkat çekiyor.



TÜİK tarafından açıklanan sanayi üretim endeksi Temmuz ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %9.2 azalarak bizim %8.7 olan düşüş beklentimize yakın gerçekleşti. Sanayi üretimindeki büyüme eğilimini en iyi gösteren aylık değişim oranları incelendiğinde ise, Haziran ayında bir önceki aya göre %7.3 artış kaydeden sanayi üretiminin, Temmuz ayında %0.9 ile sınırlı bir artış kaydettiği görüldü. Bu durum da, sanayi üretiminde 2009 Mart ayında başlayan artış eğiliminin hız kesmeye başladığına işaret etti. Buna göre önümüzdeki

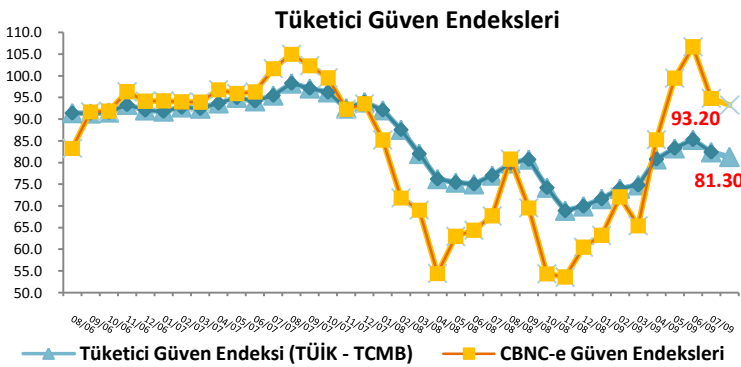
aylarda yurtiçi ve yurtdışı talepte hızlı bir toparlanma görülemeyeceği öngörüsüne bağlı olarak, sanayi üretimindeki iyileşmenin yavaş bir şekilde devam etmesi ve iç talebi canlandırmak için Merkez Bankası'nın Ekim ayında faiz indirimine devam etmesi bekleniyor. Sanayi üretim endeksi alt sektörler itibariyle incelendiğinde, yüksek payı ile endeksin seyrini belirleyen İmalat Sanayinde %10.5, Elektrik, Gaz ve Su Sektörü endeksinde %3.2 düşüş gerçekleştiği görüldü. Madencilik ve Taşocaklığı sektöründe ise %0.9 üretim artışı gerçekleşti. Özellikle imalat sanayinin %10.5 daralması, 2008 Ekim ayından beri en düşük daralmaya işaret ederek düşüşün bir miktar hız kesmeye başladığını gösterdi.

İmalat sanayi alt gruplar bazında incelendiğinde, en yüksek düşüş oranının %36.0 ile Diğer Ulaşım Araçlarının imalatında gerçekleştiği görüldü. Bunu %27.3'lük düşüşle Motorlu Kara Taşıtı, Römork ve Yarı Römork imalatı takip etti. Böylece vergi indirimlerinin kaldırılmasıyla birlikte otomotiv sektöründeki daralmanın Temmuz ayında da devam ettiği görüldü. Radyo, TV, Haberleşme Teçhizatı ve Cihazları imalatında ise %36.5'lik artış gerçekleşti. Ana Sanayi Grupları Sınıflamasına göre diğer gruplar incelendiğinde ise en yüksek düşüşün %22.7 ile Sermaye Malı İmalatında gerçekleştiği görüldü. Aramalı İmalatı %10.8, Enerji %4.4, Dayanıklı Tüketim Malı İmalatı %2.7 oranında düşerken, Dayanıklı Tüketim Malı İmalatı ise %3.5 oranında arttı. Dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları sanayi üretimindeki aylık değişim oranları incelendiğinde iç talebin beklentiler doğrultusunda canlanmadığı görüldü. Dayanıklı tüketim malı üretimi Haziran ayında %7.2 artış kaydederken, Temmuz ayında %5.9 geriledi. Haziran ayında %1.8 artan dayanıksız tüketim malı üretimi ise Temmuz ayında %5.0 geriledi.



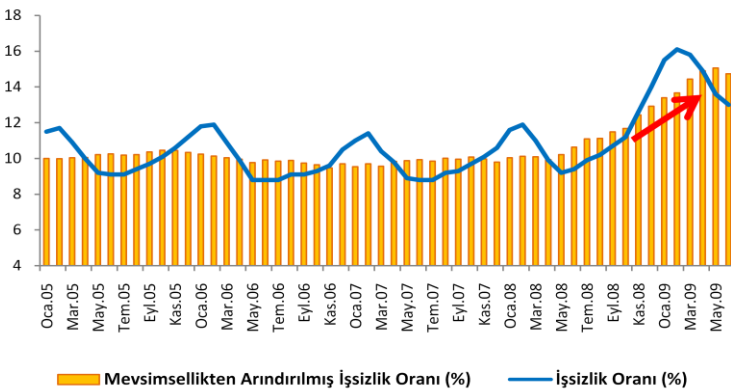
Kaynak:TÜİK

gerilemeyle %69.5'e indi. Böylece 2009 Şubat ayından itibaren aralıksız artış kaydeden kapasite kullanımının Ağustos ayında 2.6 puan gerilemesi sanayi üretiminin ilerleyen aylarda gerilemeye devam edeceği beklentisini artırdı.



Kaynak:TÜİK, CNBC-e

gerileme Ağustos ayında yavaşlayarak da olsa devam etti ve böylece endeks Ağustos ayında bir önceki aya göre %1.7 düşerek 93.24 düzeyine geriledi. Mart ayında yürürlüğe konan vergi indirimlerinin Haziran ayından itibaren kısmen geri alınmasıyla tüketici güvenindeki canlanmanın geçici olduğu görülmüştür. Tüketici güveninde gözlenen aşağı yönlü hareket önümüzdeki dönem için risk oluşturmaktadır.



göre %0.6 oranında geriledi. Mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranı incelendiğinde, Mart 2008 tarihinden beri görülen yükselişin yerini düşüşe bıraktığı ve mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranının Haziran ayında 15 ay aradan sonra ilk defa düştüğü görüldü. Tarımdışı işsizlik oranı ise Haziran ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre 4.5 puanlık artışla %16.4 seviyesinde gerçekleşirken, Mayıs ayına göre geriledi. Haziran ayında işsizlik oranında bir önceki aya göre görülen düşüşte mevsimsel etkilerin de (tarım ve turizm sektörlerindeki işgücünün artması) katkısı olduğunu söylemek mümkündür. Bu çerçevede mevsimsel etkiler kaynaklı düşüşün yaz döneminin etkilerinin gözleneceği bir ya da iki dönem daha devam etmesi

İmalat sanayinde kapasite kullanım oranı Ağustos ayında geçen yılın aynı ayına göre 6.5 puan, bir önceki aya göre de 2.6 puan azalarak %69.7 seviyesinde gerçekleşti. Haziran ayında kamu üretimindeki artışla 7 ayın en yüksek seviyesine çıkan kapasite kullanımı, Ağustos ayında iç pazardaki talep yetersizliğine bağlı olarak hem kamuda hem de özel sektörde geriledi. Aylık bazda incelendiğinde, kapasite kullanımı geçen yıla göre kamuda 4.6 puan düşüşle %88.9 olurken, özel sektörde ise 4.3 puanlık bir

Tüketici güven endekslerinde Temmuz ayında başlayan gerilemenin Ağustos ayında da devam etmesi, tüketim tarafındaki problemlerin sürdüğünü ve ihracat tarafında toparlanma başlamadığı sürece üretim ve tüketimde canlanmanın sağlanamayacağını gösterdi. Tüketici Güven Endeksi, Ağustos ayında bir önceki aya göre %1.29 oranında azalarak 81.30 oldu. Mart ayından itibaren sürekli yükseliş kaydeden CNBC-e Tüketici Güven Endeksi'nde de Temmuz ayında başlayan

TÜİK tarafından açıklanan hanehalkı işgücü araştırması 2009 Haziran dönemi sonuçlarına göre, Türkiye genelinde işsiz sayısı geçen yılın aynı dönemine göre 972 bin kişi artarak, 3 milyon 269 bin kişiye yükseldi. İşsizlik oranı ise bizim beklentimiz olan %12.8 oranının bir miktar üzerinde gerçekleşirken, piyasa beklentileri doğrultusunda açıklandı. İşsizlik oranı, bir önceki yılın aynı dönemine göre 3.6 puanlık artış ile %13 seviyesinde gerçekleşirken, bir önceki aya

beklenirken, yıl sonuna doğru mevsimsel etkilerin olumlu katkısının ortadan kalkması ile işsizlik oranının %15 seviyelerine kadar yükseleceği öngörülmüştür.

Birinci çeyrek büyüme rakamlarının ardından, ikinci çeyrekte de daralmanın devam ettiğini fakat, hızının yavaşladığını söylemek mümkün olabilir. Gelen öncül verilerden sanayi üretim endeksi ve kapasite kullanım oranı daralmanın yılın üçüncü çeyreğinde de devam edeceğine fakat, yılın ilk iki çeyreğindeki kadar sert olmayacağına işaret etmektedir. Bu çerçevede yılın üçüncü çeyreğine ilişkin büyüme beklentimiz şimdilik -%3.6'dır. Ancak önümüzdeki günlerde yurtiçi dinamiklerdeki olumlu gelişmeler ve yurtdışı piyasalardaki toparlanmanın belirginleşmesi, büyüme beklentilerimizi yukarı yönlü revize etmemize neden olabilir. Yıl sonu büyüme beklentimizi ise birinci çeyrek verisindeki revizyona paralel olarak -%5.5 oranına düşürüyoruz.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı büyüme oranı tahminimiz -%5.5'dir.

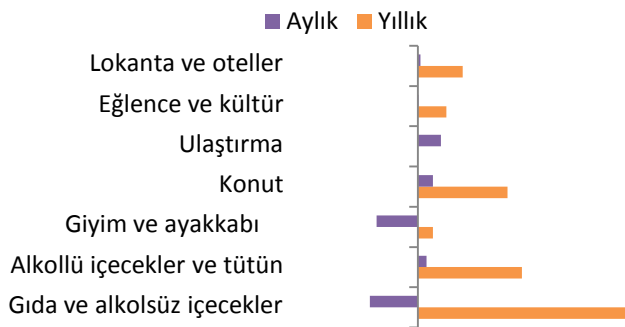
Ağustos ayında yıllık bazda düşen enflasyon önümüzdeki aylarda yükselebilir...

% Değişim (2003=100)	TÜFE Aug.09	ÜFE Aug.09
Bir önceki aya göre	-0.30	0.42
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	1.78	2.97
Bir önceki yılın aynı ayına göre	5.33	-1.04
On iki aylık ortalamalara göre	7.99	4.19

Kaynak:TÜİK

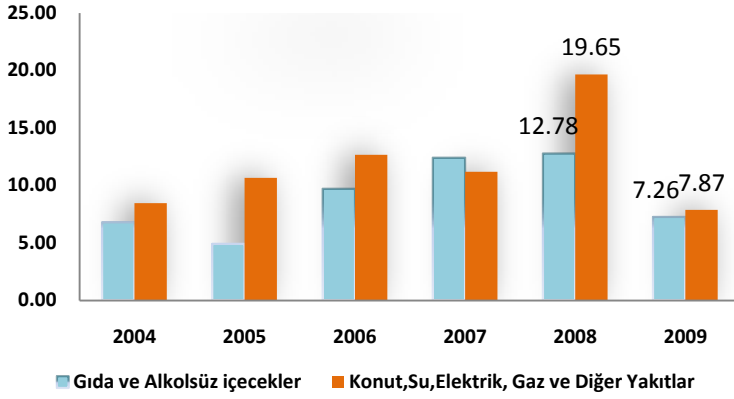
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Ağustos ayında Tüketici Fiyatları Endeksi'nde (TÜFE) bir önceki aya göre %0.30 oranında düşüş yaşandı. Böylece yıllık bazda TÜFE %5.33'e geriledi. Bu durum son dönemde enflasyon rakamlarında görülen düşüş trendinin Haziran ayında sona ermesinin geçici olduğunu ortaya koydu. Enflasyondaki düşüş

trendinin devam ediyor olması, TCMB'nin önümüzdeki dönemde faiz indirimlerine devam edeceği beklentilerini güçlendirdi. Alt kalemler bazında değerlendirildiğinde, çekirdek TÜFE göstergelerinin ise yıllık bazda ana eğilimi düşük düzeylerdeki seyri sürdürürken, enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan ÖKTG-H endeksinin yıllık artış oranı 0.13 puan gerileyerek %2.65 olarak gerçekleşti. ÖKTG-H endeksinden işlenmiş gıda ürünleri çıkarılarak elde edilen ÖKTG-I göstergesinin yıllık artış oranı da 0.02 puan azalarak %3.76 oldu.



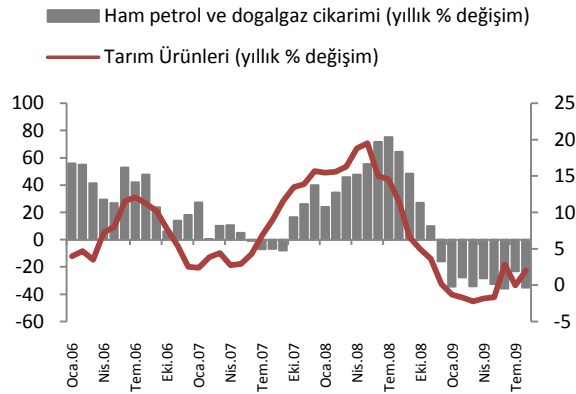
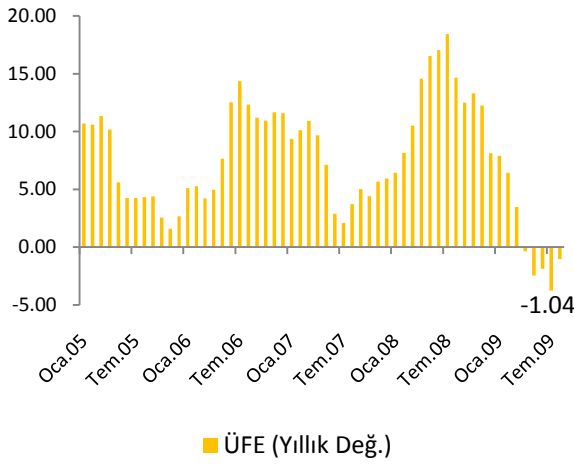
TÜFE'de ana harcama grup detayları incelendiğinde, Ağustos ayında TÜFE'de yaşanan düşüşte en fazla katkının -0.44 puan ile gıda ve alkolsüz içecekler grubundan geldiği görülürken, bunu -0.37 puan ile giyim ve ayakkabı grubu takip etti. Diğer yandan alkollü içecekler ve tütün grubunda yıllık bazda %20.80 oranındaki artış dikkat çekti. Bu gruptaki artışta tütün grubuna getirilen ÖTV zammı belirleyici olmuştur. Söz konusu grubun yıllık bazdaki katkısı 0.95 puan olarak dikkat çekerken, bu durum TÜFE'de yıllık bazda yaşanan düşüşü sınırlandırdı. Konut

sektöründe yaşanan canlanma konut fiyatlarında aylık bazda yaşanan %0.74'lük artış ile fiyatlara yansdı. Öte yandan, gıda tarafından gelen deflasyonist etkinin ulaştırma fiyatlarındaki artışla frenlendiği görülmektedir. Ulaştırma grubunda Ağustos ayında yaşanan %1.67 oranındaki artışın enflasyonu 0.21 puan artırıcı yönde etkilediği görülmektedir.

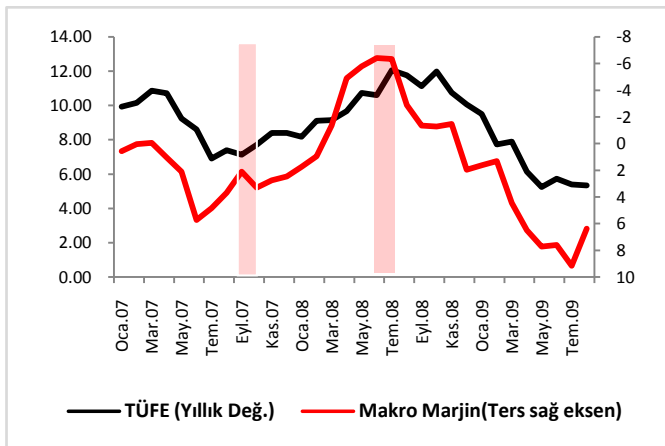


Tüketici harcamalarının neredeyse yarısını oluşturan ve enflasyondaki genel trend üzerinde belirleyici olan gıda-alkolsüz içecekler ile konut fiyatlarında yıllık bazda görülen düşüşler ise dikkat çekti. 2008 yıl sonunda yıllık %12.7 artan gıda fiyatları 2009 Ağustos ayında %7.2 seviyesine gerilerken, geçen yıl sonunda %19.6 artan konut fiyatları, yılın Ağustos ayında %7.8'e geriledi. Konut fiyatlarındaki düşüşün daha belirgin olması, ev ve kira fiyatlarındaki düşüşün yanı sıra, yakıtların konuta dahil edilmesi nedeniyle dolaylı olarak petrol fiyatlarındaki

düşüşten kaynaklandı. Gerek gıda gerekse konut fiyatlarının enflasyona negatif katkısı büyük olduğundan, önümüzdeki dönemde enflasyonun düşük seviyelerde seyredebileceği görüşünü kuvvetlendirmektedir.



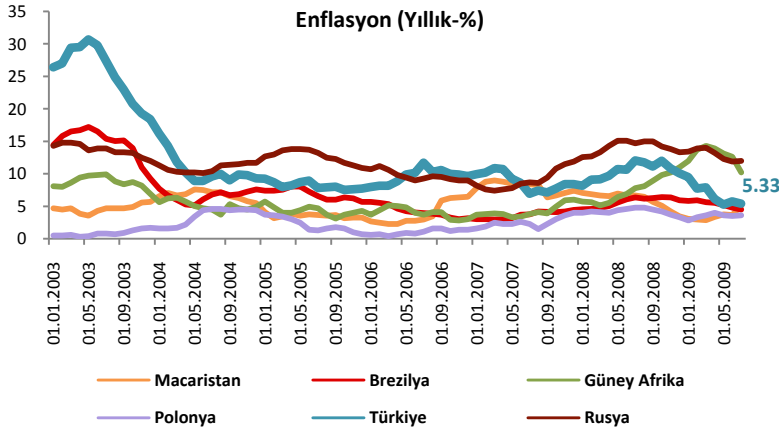
2009 yılı Ağustos ayında Üretici Fiyat Endeksi'nde (ÜFE) ise bir önceki aya göre %0.42'lik artış yaşanırken, böylece yıllık bazda ÜFE -%3.75'ten -%1.04'e yükseldi. Bir önceki aya göre fiyatların en fazla artış gösterdiği alt sektör %7.45 ile metal cevheri ve %6.94 ile kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri imalatı alt sektörleri oldu. Tarım fiyatlarının ise Ağustos ayında aylık bazda yatay seyrettiği izlenirken, yıllık bazda bir önceki yıla göre %2.02 oranında arttığı görülmektedir. Petrolün imalat sanayinde girdi malı olarak kullanıldığı göz önüne alındığında, son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan yükselişlerin ÜFE'de yaşanan yukarı yönlü hareketi desteklediği görülmektedir.



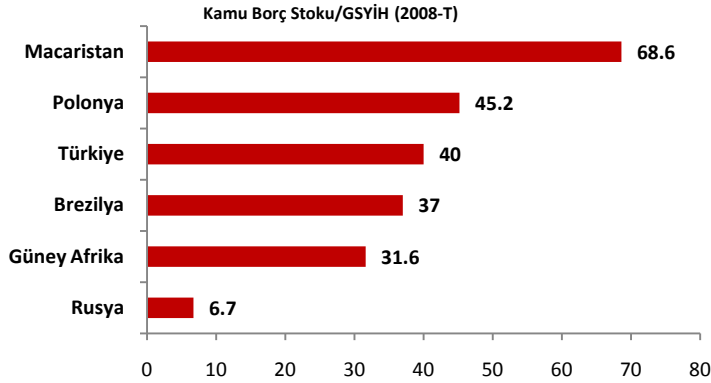
Yandaki grafikten de görüldüğü üzere Haziran 2007'de TÜFE'den ÜFE'nin çıkarılmasıyla bulunan makro marjının (TÜFE-ÜFE) 5.71 seviyesine yükselmesinin ardından daralmaya başlaması, Ağustos ayından itibaren TÜFE'nin yükselmesine neden olmuştur. 2007 yılında TÜFE'deki bu yükselişin hem talep kaynaklı hem de maliyet kaynaklı olduğu dikkati çekerken, bu duruma 2007 yılının başından itibaren yükselişe geçen petrol fiyatlarının neden olduğu maliyet artışının üretici maliyetlerinde artışa yol açarak tüketici fiyatlarına yansıtılmasının neden olduğu söylenebilir. Yine aynı şekilde yaşanan global krizin etkisiyle birlikte

2008 yılının Haziran ayında tepe noktasına ulaşan TÜFE ve ÜFE arasındaki marjının bu seviyeden itibaren düşmeye başlaması Ağustos ayında TÜFE'nin de düşmeye başlamasının göstergesi olmuştur. Makro marjının

öncü gösterge niteliğinde olduğu dikkate alındığında; Temmuz ayında 9.14 seviyesine kadar yükselen TÜFE ve ÜFE arasındaki marjin, Ağustos ayında yeniden 6.37 seviyesine kadar gerilemiştir. Marjindeki bu daralma TÜFE üzerinde yeniden yukarı yönlü baskıların oluşmaya başladığına işaret etmektedir.



Enflasyonun tek haneli rakamlara inmesine karşın, Türkiye'nin de aynı grupta yer aldığı gelişmekte olan ülkelerin enflasyon verileri incelendiğinde; 6 gelişmekte olan ülke arasında Türkiye'nin enflasyon oranı yüksekliği bakımından dördüncü ülke olduğu görülmektedir. Rusya ve Güney Afrika Türkiye'den daha yüksek enflasyon oranlarına sahip ülkeler olarak son sıralarda yer almaktadır. Bu nedenle enflasyondaki düşüşe rağmen Türkiye'de enflasyonunun hala diğer ülkelere kıyasla yüksek seviyelerde seyrettiğini söylemek mümkündür.



Kaynak: CIA World Fact Book

Bunun yanı sıra, incelenen ülkeler arasında kamu borç stoku/GSYİH'ya oranı açısından üçüncü sırada yer alan Türkiye'nin önümüzdeki dönemlerde hem kamu borç stokundaki artış beklentisi, hem de bütçe açığının yüksek seviyelere ulaşması enflasyon üzerinde baskı yaratabilecek unsurlar olarak dikkati çekmektedir.

Genel olarak bir değerlendirme yapıldığında, finansal piyasalarda devam eden belirsizlik ve işgücü piyasasının olumsuz bir tablo çizmeye devam etmesi ile tüketim talebinde belirgin bir canlanma beklenmezken, önümüzdeki dönemde enflasyon artışlarının talep tabanlı nedenlerden değil, maliyet tabanlı nedenlerden kaynaklanacağı düşünülmektedir. Bunun temel nedenleri, emtia fiyatlarındaki yükselişler, TL'nin değer kaybetmeye devam etmesi ve faiz oranlarında oluşabilecek yukarı yönlü baskılardır. Elektrik tarifelerine %20 oranında zam yapılacak olması, Eylül ve Ekim aylarının yeni sezon başlangıçları olması ve vergi indirimlerinin etkisinin hafiflemesi gibi nedenlerle enflasyonda yükselişler yaşanabilir. Dolayısıyla piyasalarda genel beklenti, yıl sonu enflasyon oranlarında %5.00-6.00 seviyesine işaret ederken, Ekonomik Araştırmalar olarak bizim beklentimiz %6.50 ile daha yüksek bir orana işaret etmektedir. Ağustos ayında beklentilerin altında açıklanan enflasyon rakamları ise Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine devam edeceği beklentilerini kuvvetlendirmiştir. Bu doğrultuda 17 Eylül tarihinde yapılacak PPK toplantısında faiz oranları 50 baz puan indirilerek %7.25 seviyesine çekilmiştir. Ekim ayında ise TCMB'nin yeniden 25-50 baz puanlık bir indirime daha giderek %7-%6.75 seviyesinde faiz oranıyla yıl sonuna girmesi beklenmektedir. Ancak yukarıda sıraladığımız ve enflasyonun artmasına neden olabilecek tüm bu faktörler göz önüne alındığında; Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak piyasanın aksine 2010 yılının ikinci yarısından itibaren TCMB'nin faiz oranlarında arttırmaya gitmeye başlamasını ve 2010 yılı sonunda faiz oranlarının %9.50 seviyesine kadar yükselmesinin mümkün olabileceğini düşünüyoruz.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı TÜFE artış oranı tahminimiz %6.50'dir.

Merkez Bankası faiz indirimlerine beklentilere paralel olarak 50 baz ile Eylül ayında da devam etti...

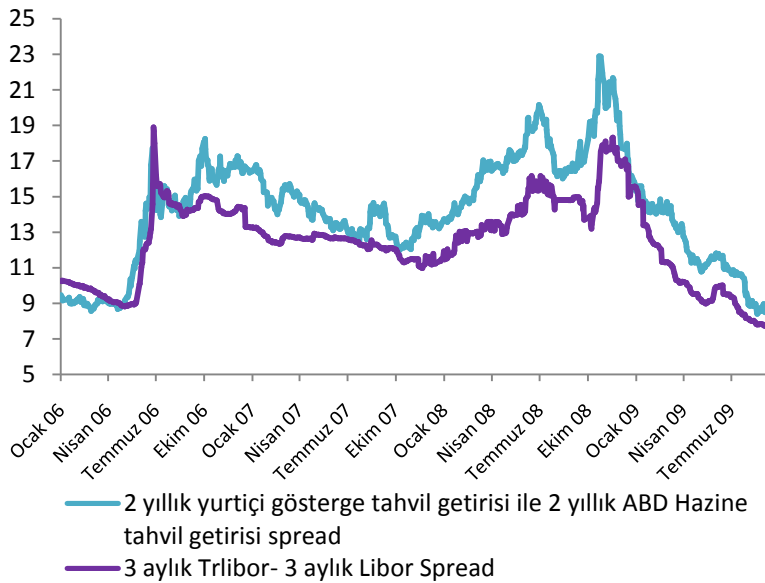
TCMB O/N Faiz Oranları

	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	15.00	17.50
16.01.2009	13.00	15.50
19.02.2009	11.50	14.00
19.03.2009	10.50	13.00
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
17.09.2009	7.25	9.75

Kaynak:TCMB

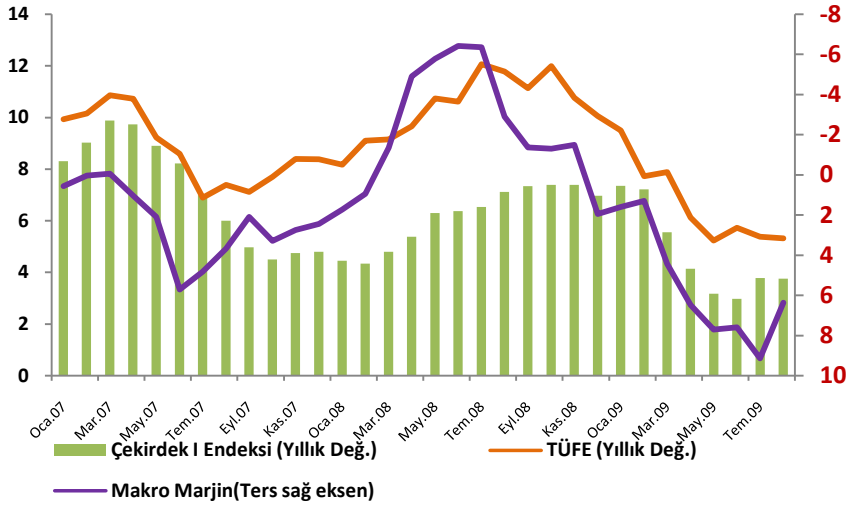
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) 17.09.2009 tarihinde yaptığı Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını piyasa beklentilerine paralel olarak 50 baz puan indirdi. Böylece %7.75 olan borç verme faiz oranı %7.25'e; %10.25 olan borç alma faiz oranı ise %9.75 seviyesine düştü. Merkez Bankası'nın hızlı faiz indirim sürecine başladığı 2008 yılı Ekim ayından bu yana yaptığı faiz indirimi böylece 9.5 puanı; 2009 yılı başından itibaren yaptığı faiz indirimi ise 7.75 puanı buldu.

Merkez Bankası söz konusu toplantının ardından yayımladığı yazılı açıklamada iktisadi faaliyetteki toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağını teyit etti. Merkez Bankası ayrıca tüketim talebinin ikinci çeyrekte sergilediği yükselişten sonra önümüzdeki günlerde daha zayıf bir seyir izlemesini beklediğini vurguladı. İşsizlikte ise herhangi kalıcı bir düzelmelerin işaretlerinin ortaya çıkmaması nedeniyle enflasyondaki düşük seyrin bir süre daha devam edeceğini belirtti. Kurul, ayrıca 2008 yılı Kasım ayından bu yana sürdürülen faiz indirimlerinin, küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin sürmesi halinde, kredi piyasası üzerindeki etkisini göstermeye başlayacağını öngördü. Bununla birlikte, küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olmasının ve istihdam koşullarındaki olumsuz seyrin, toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizliklerin devam etmesine neden olduğu belirtti. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu açıklamasında para politikasında aşağı yönlü esnekliğin devam etmesi yönündeki görüşünün devam ettiğini vurgularken, faiz indirimlerinin büyüklüğünün ve ne kadar süreceğinin iktisadi faaliyetteki toparlanmanın hızına bağlı olacağını altını çizdi. Ayrıca, risk priminde gözlenebilecek ilave iyileşmeye bağlı olarak indirimlerin daha uzun sürmesinin söz konusu olabileceği belirtildi.



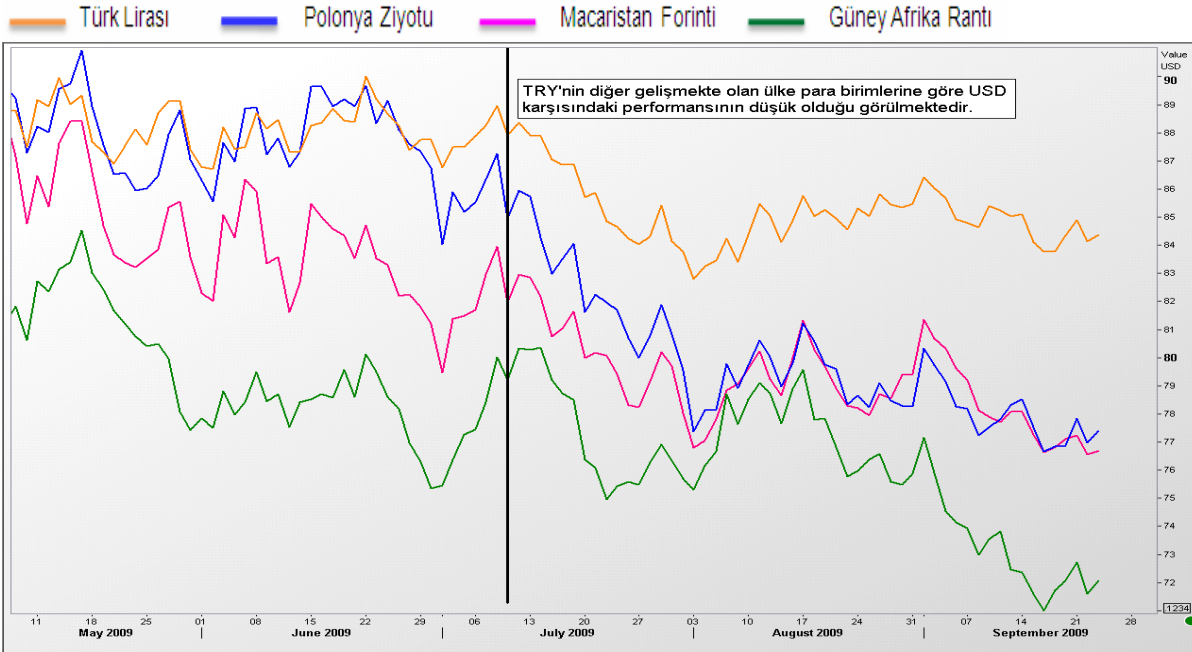
TCMB'nin beklentiler doğrultusunda yapmış olduğu 50 baz puanlık faiz indiriminin ardından yaptığı açıklamanın daha önceki açıklamalardan çok farklı olmadığı görülürken; yapılan en önemli değişiklik faiz indirimlerinin büyüklüğü ve süresinin toparlanmanın hızına bağlı olacağını belirtilmesi olmuştur. Bu durum önümüzdeki günlerde faiz indirimlerinin hızının yavaşlayacağı şeklinde yorumlanmaktadır. Dolayısıyla TCMB'nin faiz indirimlerine önümüzdeki dönemde 25 baz puan ile devam etmesi mümkün olabilir. Faiz indirimlerine ne kadar süre daha devam edeceği ise 2 yıllık gösterge tahvilin ortalama bileşik getirisi ile 2

yıllık ABD Hazine tahvil getirisi arasındaki spreadine ek olarak 3 aylık Trlibor ile 3 aylık Libor arasındaki spreadin de tarihi dip seviyelerde seyredışı değerlendirildiğinde, TCMB'nin faiz indirimleri için çok da fazla alanı kalmadığına işaret etmektedir.



Diğer yandan açıklanan enflasyon rakamlarının Ağustos ayında da aşağı yönlü trendine devam ettiği izlenmektedir. Enflasyonda devam eden düşüş TCMB'nin faiz indirimlerine destek olurken, TÜFE'den ÜFE'nin çıkarılmasıyla bulunan makro marjinin (TÜFE-ÜFE), TÜFE'nin öncül göstergesi olduğu dikkat çekmektedir. TÜFE ve ÜFE arasındaki marjin, Temmuz ayında ulaştığı 9.14 seviyesinden Ağustos ayında 6.37 seviyesine gerilemesi TÜFE'nin yükselebileceğine işaret etmektedir.

Artan bütçe açığı ile birlikte IMF ile bir anlaşma yapılmaması önümüzdeki dönemde faiz indirimlerindeki alanın daralmasına yol açabilecek diğer bir gelişme olarak dikkat çekmektedir.



Gelişmekte olan ülke para birimlerinin USD karşısındaki değerleri Mart 2009 tarihi baz alınarak endeksleştirilmiştir

Son dönemde global piyasalarda USD'nin değer kaybetmesinin etkisiyle yurtiçi piyasalarda da TRY'nin güçlü bir performans sergilediği ve kuru 1.4500 seviyelerine kadar gerilediği görülmüştür. TCMB'nin faiz indirimlerine rağmen kurdaki düşüş altında global piyasalarda USD'nin değer kaybetmesi etkili olurken, TRY'nin performansı diğer ülkelerle karşılaştırıldığında ise, kurdaki düşüşün diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha sınırlı olduğu görülmektedir. TRY'nin performansını diğer ülke para birimleriyle karşılaştırmak için Mart 2009 yılı baz alınarak yapılan endeksleme sonucunda özellikle Haziran sonu itibarıyla kurdaki düşüşün diğer ülkelerden ayrıştığı izlenmiştir. Bunun altında TCMB'nin hızlı faiz indirimlerinin etkili olduğu söylenebilir. Dolayısıyla, faizlerdeki sert indirimler karşısında kuru sağlam yapısı üzerinde önümüzdeki günler için risklerin arttığı söylenebilir. Bu durum da yine faiz indirimlerinde sona yaklaşılması gerektiğine işaret etmektedir.

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 Merkez Bankası'nın büyüme odaklı temkinli duruşunu sürdürmesine neden olabilecektir. Son dönemde açıklanan sanayi üretim

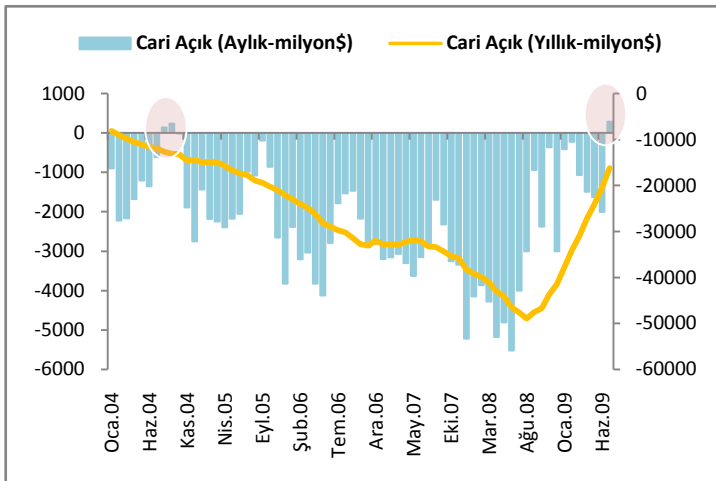
endeksindeki toparlanma büyüme yönlü baskıları hafifletirken, önümüzdeki günlerde endesin baz etkisinin olumlu katkısı nedeniyle toparlanmayı sürdürmesi mümkün olabilir. Diğer yandan tüketici talebine ilişkin göstergelerdeki düşüş, kapasite kullanım oranındaki gerileme büyüme yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. Bu kapsamda TCMB'nin pek çok göstergede faiz indirimlerinin sonuna yaklaştığı sinyalleri görülmesine karşın faiz indirimlerine bir sonraki toplantıda da devam etmesi mümkün olabilir. Fakat son faiz kararında da hissedildiği üzere faiz indirimlerindeki büyüklüğün yavaşlatılması beklenmektedir. Diğer bir ifadeyle Merkez Bankası'nın faizleri Ekim ayında 25 baz puan ve Kasım ayında 25 baz puan olarak toplamda 50 baz puan indirerek %6.75 seviyesine düşürmesi ve yılsonuna kadar faizlerin bu seviyede sabit bırakılması beklenmektedir. Fakat yukarıda belirttiğimiz gibi bu beklentiler üzerinde güçlü riskler bulunmaktadır. 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 %6.75 olarak gerçekleşeceğini bekliyoruz fakat bu oran üzerinde yukarı yönlü riskleri oldukça güçlü olduğunu düşünüyoruz.

Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yıl sonu TCMB gecelik borçlanma faiz oranı tahminimiz %6.75'dir.

Cari işlemler dengesi Temmuz ayında 2004 yılının Eylül ayından beri ilk defa fazla verdi...

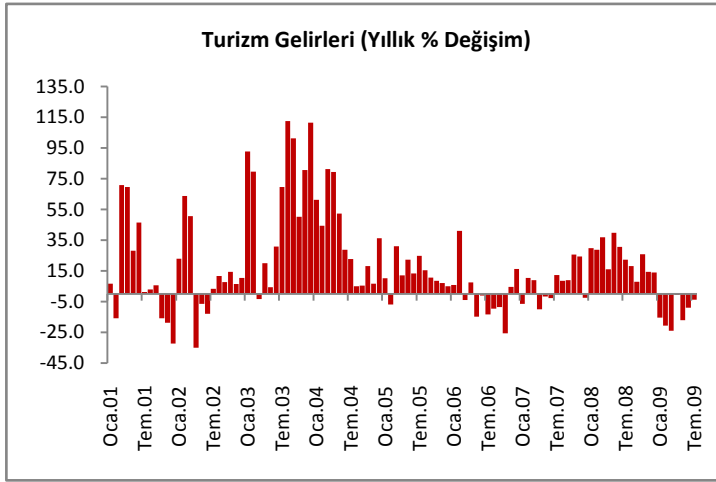
Ödemeler Dengesi	Temmuz			Ocak-Temmuz		
	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
(Milyon dolar)						
Cari İşlemler Hesabı	-4,006	286	-107.1	-31,800	-6,553	-79.4
Dış Ticaret Dengesi	-6,385	-2,214	-65.3	-35,253	-10,244	-70.9
İthalat	-19,728	-12,024	-39.1	-121,450	-71,469	-41.2
İhracat	13,343	9,810	-26.5	86,197	61,225	-29.0
Hizmetler Dengesi	2,659	2,850	7.2	7,248	7,275	0.4
Gelir Dengesi	-483	-474	-1.9	-4,905	-4,682	-4.5
Cari Transferler	203	124	-38.9	1,110	1,098	-1.1
Finans Hesabı	5,117	1,661	-67.5	32,234	-3,074	-109.5
Doğrudan Yatırımlar	1,377	651	-52.7	9,825	4,039	-58.9
Portföy Yatırımları	885	1,277	44.3	2,535	959	-62.2
Diğer Yatırımlar	2,855	-267	-109.4	19,874	-8,072	-140.6
Net Hata Noksan	-814	-896	10.1	-2,433	6,928	-384.8
Rezerv Varlıklar	-297	-1,051	253.9	1,999	2,699	35.0
Resmi Rezervler	-297	-1,051	253.9	-659	3,379	-612.7

Kaynak: TCMB



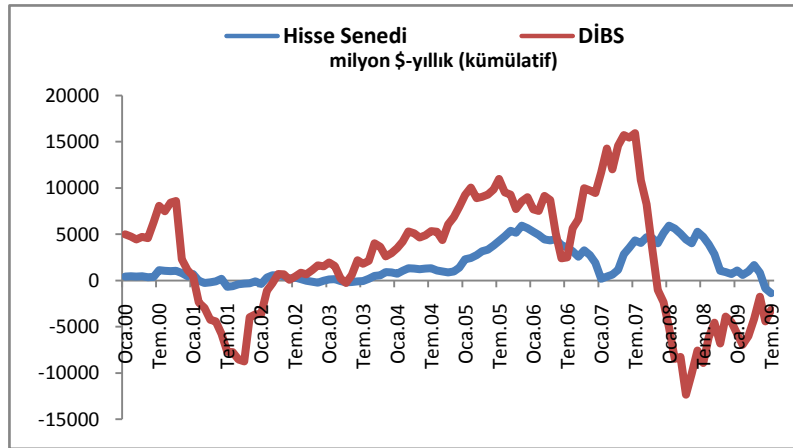
Bir önceki yılın Temmuz ayında 4 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılının Temmuz ayında %107.1 oranında gerileyerek 286 milyon dolar fazla verdi. Bu gerilemede, bir önceki yılın Temmuz ayında 6.4 milyar dolar olan dış ticaret açığının bu yılın Temmuz ayında %65.3 oranında azalarak 2.2 milyar 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 yedi ayında 31.8 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2009 yılı Ocak – Temmuz döneminde

%79.4 oranında gerileyerek 6.5 milyar dolar, son bir yıllık dönemde ise 16.2 milyar dolar olarak gerçekleşti.



önceki yılın aynı dönemine göre bir miktar artmasını sağladı. Gelir dengesindeki açığın ise, geçen yılın aynı dönemine göre daraldığı dikkati çekti. Bu daralmada kar transferlerinden kaynaklanan döviz çıkışının azalması etkili olurken, gelir dengesindeki döviz çıkışı, Ocak-Temmuz döneminde %4.5 oranında azaldı. Doğrudan yatırımlardaki yurtdışına kar transferleri Ocak-Haziran döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %27.7 azalırken, portföy yatırımlarındaki kar transferi %110 arttı. Kamunun, reel sektörün ve bankaların faiz ödemeleri ise %4.6 oranında azaldı.

Cari işlemler hesabının ayrıntıları incelendiğinde, 2009 yılının ilk altı ayında aylık ortalama %15 oranında gerileyen turizm gelirlerinin Temmuz ayında %3.8 azalarak ortalamasının hayli altında kalması cari işlemler hesabının Temmuz ayında fazla vermesinin bir diğer nedeni olurken, taşımacılıktan sağlanan gelirlerdeki artış nedeniyle hizmetler dengesinden kaynaklanan net gelirler de sözkonusu ayda %7.2 oranında artış gösterdi. Ocak-Temmuz döneminde ise turizm gelirlerindeki %10.6'lık azalışa rağmen, taşımacılıktan sağlanan net gelirlerin %400 oranında artması hizmetler dengesinin bir



çıkış yaşanırken, DİBS piyasalarından 3.2 milyar dolarlık çıkış gerçekleşti. DİBS piyasasında ise 2008 yılının Nisan ayından itibaren yaşanan toparlanma dikkati çekerken, hisse senedi piyasalarından Temmuz ayı itibariyle çıkışların bir önceki aya göre arttığı görüldü.

Sermaye ve finans hesabı incelendiğinde ise, Ocak-Haziran döneminde cari işlemler dengesinin finansmanındaki bozulmanın devam ettiği görüldü. Özellikle doğrudan yatırımlar kalemindeki %58.9'luk azalış dikkat çekerken, diğer yatırımlar ve portföy yatırımlarında ise küresel krizin başlangıcından bu yana ciddi anlamda bir gerileme söz konusu oldu. Temmuz ayı itibariyle son bir yıllık dönemde hisse senedi piyasalarından 1.4 milyar dolarlık

Net hata noksan kaleminde ise uzun süredir devam eden yüksek seviyeler Temmuz ayında da devam etti ve 2009 yılının ilk yedi ayında net hata noksan kaleminde görülen artış %384'ün üzerine ulaşarak 6.9 milyar dolar olarak gerçekleşti.

Sonuç olarak, 2008 yılının Temmuz ayında yıllık 47.6 milyar dolar olan cari işlemler açığı bu yılın aynı döneminde 16.2 milyar dolara gerilerken, 2009 yılının ilk yedi ayında 6.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak cari işlemler açığının yıl sonunda 13.1 milyar dolara gerilemesini bekliyoruz.

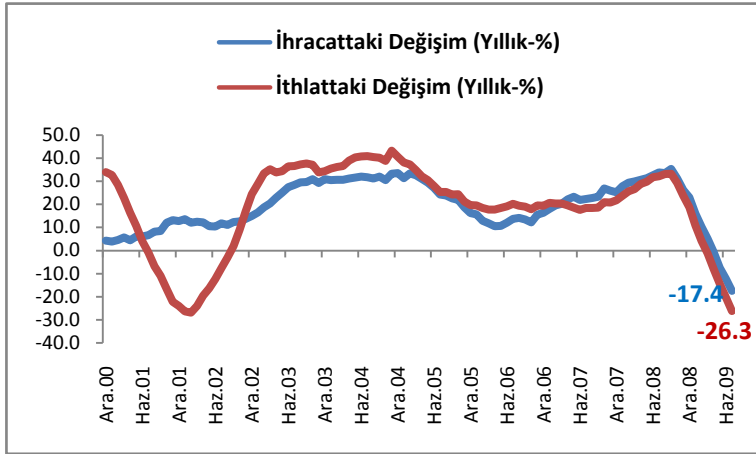
Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 13.1 milyar dolardır. Cari açığın GSYİH içindeki payının ise %2 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.

Temmuz ayında dış ticaret açığı 3.4 milyar dolara geriledi...

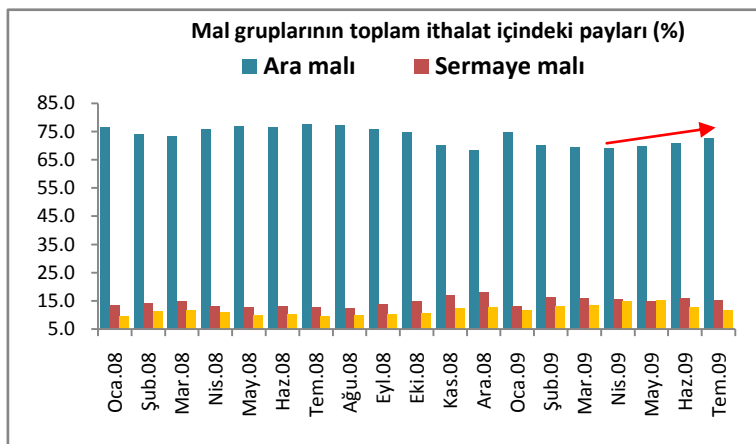
Dış Ticaret						
	Temmuz			Ocak – Temmuz		
Milyon dolar	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
İhracat	12,595	9,034	-28.3	81,347	56,770	-30.2
İthalat	20,557	12,431	-39.5	126,407	74,769	-40.9
Dış Ticaret Dengesi	-7,962	-3,398	-57.3	-45,060	17,999	-60.1
Karşılama Oranı (%)	61.3	72.7		64.4	75.9	

Kaynak:TÜİK

TÜİK tarafından açıklanan Temmuz ayı dış ticaret verilerine göre ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %28.3 azalarak 9 milyar dolara, ithalat ise %39.5 azalarak 12.4 milyar dolara geriledi. Böylece, 2008 yılı Temmuz ayında 7.97 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %57.3 azalışla 3.4 milyar dolara geriledi. Böylece ihracattaki azalışa karşın ithalatın daha yüksek oranda azalması, 2008 yılının Temmuz ayında %61.3 olan ihracatın ithalatı karşılama oranının %72.7'ye çıkmasına neden oldu.



Yurt dışı talepteki daralmanın devam etmesine bağlı olarak ihracattaki gerileme Temmuz ayında da devam etti. Ülkemizde ihracat 2008 yılının Eylül ayından itibaren hızla gerilemektedir. Yandaki grafikten de görüldüğü üzere yurt içi tüketim ve üretimdeki azalışa bağlı olarak ithalattaki daralmanın ihracattan çok daha keskin olduğu dikkati çekmektedir. Özellikle ihracatımızın en yoğun olduğu Avrupa ülkelerinin toparlanma sürecine girmeleri ihracattaki düşüşün hız kesmesi ihtimalini arttırmaktadır.



2009 yılı Temmuz ayında ihracat fasıllar bazında incelendiğinde en yüksek paya sahip olan kara taşıtları ve aksamları fasılası bir önceki yılın aynı ayına göre %34.6 oranında azalırken, makinalar, aksam ve parçaları fasılası ise, %18.2 oranındaki gerilemeyle en yüksek paya sahip olan ikinci fasıla oldu. Demir ve Çelik ise %61.9 oranındaki gerilemeyle üçüncü sırada yer aldı. Artış gösteren fasıllar ise, canlı hayvanlar, yenilen sebze ile hububat fasılları olurken, ihracattaki paylarının düşük olmasından dolayı etkileri çok sınırlı

kaldı.

2009 yılı Temmuz ayı ithalat gelişmeleri incelendiğinde, sermaye malı ithalatının bir önceki yılın aynı ayına göre %28.3, ara malı ithalatının ise %43.1 oranında gerilediği görülmektedir. Tüketim malları ithalatı ise, 2009 yılı Temmuz ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %24.9 oranında geriledi. Ayrıca, tüketim mallarının toplam ithalat içerisindeki payı, diğer kalemlere göre düşük oranlı azalış nedeniyle %9.5'den %11.8'e yükselirken, ara malları ithalatının payı %77.4'den %72.8'e geriledi. Ancak ara malı ithalatının toplam ithalat içindeki payının

Nisan ayından itibaren arttığı görülmektedir. Yatırım mallarının toplam ithalat içerisindeki payı ise sözkonusu dönemde %12.7'den %15'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 ile elektrikli makina ve cihazlar izledi.

2008 yılının Temmuz ayında %48.5 olan Avrupa Birliği'nin ihracattaki payı, 2009 Temmuz ayında %47.8'e geriledi. AB'ye yapılan ihracat, 2008 yılının aynı ayına göre %29.2 azalarak 4.3 milyar dolar olarak gerçekleşti. 2009 Temmuz ayında en fazla ihracat yapılan ülke Almanya olurken, Almanya'yı sırasıyla Fransa, İngiltere, İtalya ve Irak takip etti. İthalatta ise Rusya Federasyonu ilk sırada yer alırken, Rusya'yı sırasıyla Almanya, Çin ve İtalya izledi.

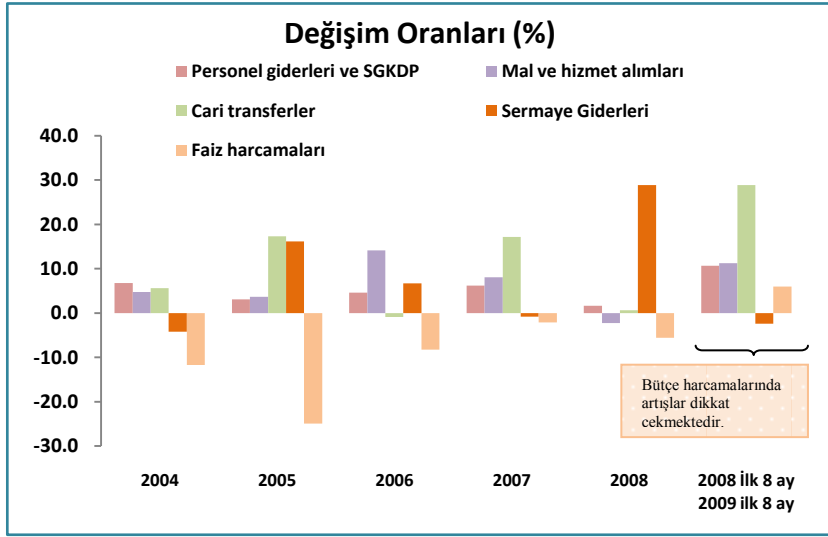
2009 yılının ilk 8 ayında bütçe açığı %745 oranında artarak 31.336 milyar TL oldu...

(Milyar TL)	Ağustos			Ocak- Ağustos		
	2008	2009	Reel Değ. (%)	2008	2009	Reel Değ. (%)
Bütçe Harcamaları	20.437	23.518	9.25	142.263	171.741	14.61
Faiz Dışı Harc.	12.297	15.461	19.36	105.947	131.215	17.58
Personel ve SGKDP	4.065	4.951	15.64	36.290	42.301	10.66
Mal ve Hizmet Al.	1.924	2.278	12.38	13.150	15.409	11.25
Cari Trans.	4.457	6.448	37.33	44.333	60.182	28.88
Sermaye Giderleri	1.441	1.297	-14.53	7.775	7.996	-2.37
Faiz Harcamaları	8.140	8.058	-6.03	36.316	40.526	5.94
Bütçe Gelirleri	26.447	21.994	-21.05	146.873	140.405	-9.25
Vergi Gelirleri	18.920	19.296	-3.17	115.450	112.815	-7.23
Diğer Gelirler	7.528	2.674	-66.28	31.424	27.590	-16.65
Bütçe Dengesi	6.010	-1.525	-124.08	4.610	-31.336	-745.29
Faiz Dışı Denge	14.150	6.533	-56.17	40.926	9.189	-78.68

Kaynak: Maliye Bakanlığı

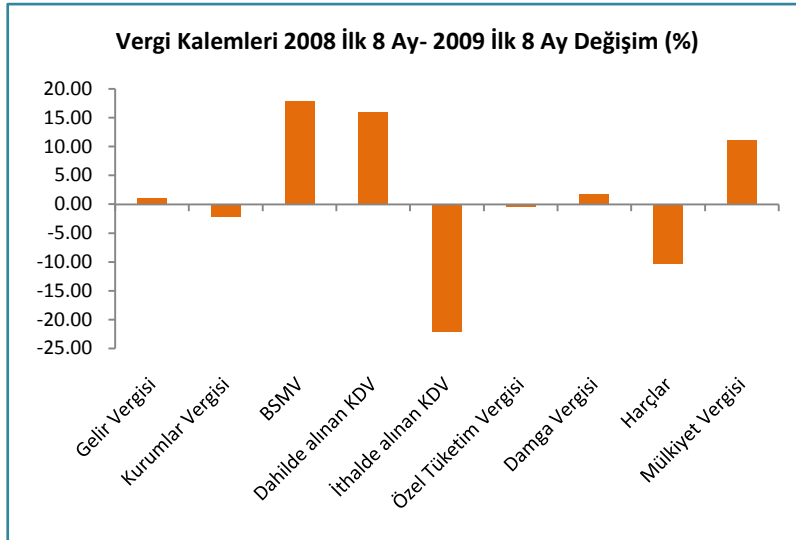
Merkezi yönetim bütçesi 2008 yılının Ağustos ayında 6.010 milyar TL fazla vermişken, 2009 yılının aynı ayında %124.08 gibi önemli bir oranda gerileme kaydederek 1.525 milyar TL açık verdi. Böylece 2009 yılının ilk 8 ayı itibariyle oluşan bütçe açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %745 oranında artarak 31.336 milyar TL olarak gerçekleşti. Açıklanan bütçe gerçekleştirmeleri yerel seçimler ile bozulmaya başlayan mali disiplinin Temmuz ve Ağustos ayında da bozulmaya devam ettiğine işaret etti. Sene başında yılsonu için 10.398 milyar TL bütçe açığı öngörülürken, bu rakamın yılın ilk 2 ayında aşılması ile yılsonu bütçe dengesi 48.3 milyar TL açık şeklinde revize edilmişti. Mali disiplinin bozulmaya devam etmesi ile 16 Eylül'de açıklanan orta vadeli program çerçevesinde yılsonu bütçe açığı 62.8 milyar TL olarak yeniden revize edildi. Ağustos ayında faiz dışı denge 6.533 milyar TL fazla şeklinde açıklandı. Yılın ilk 8 ayı açısından faiz dışı fazla 9.189 milyar TL olarak gerçekleşirken 47.102 milyar TL olarak belirlenen yıl sonu hedefinin tutturulamayacağına ilişkin endişeler artmaktadır.

2009 yılının ilk yarısında bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %9.25 oranında geriledi. Bütçe harcamaları ise söz konusu dönemde reel olarak %14.61 oranında arttı. Bütçedeki açığındaki artış hem bütçe harcamalarındaki artıştan hem de bütçe gelirlerindeki azalıştan kaynaklandı. Bütçe harcamalarının alt kalemlerini incelediğimizde; faiz giderlerinin reel olarak arttığı görüldü. Ağustos ayında yüklü iç borç ödemelerinin olması faiz giderlerindeki artışta rol oynadı. Faiz oranları gerilemesine karşın iç borç stokunun artması faiz giderleri üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturuyor. IMF anlaşması ile ilgili



belirsizliğin sürdüğü göz önüne alındığında, bütçe açığı iç borçlanma yoluyla finanse edileceğinden faiz giderleri önümüzdeki dönemde de artış gösterebilir. Faiz dışı harcamalar kalemindeki artışta ise en büyük payın cari transferler kalemine ait olduğu görülüyor. Sağlık emeklilik ve sosyal yardım giderleri geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %62.3 oranında artarken, bu gruptaki artış %17.6 ile sosyal güvenlik açık finansmanından kaynaklandı. Sosyal Güvenlik açığının finansmanının geçen yılda bütçeye baskı yaptığı görülürken, bu kalemin bütçe üzerinde yarattığı baskının 2009 yılının ilk 8 ayında daha da güçlendiğini söyleyebiliriz. Yaşanan krizle birlikte Sosyal Güvenlik Kurumu'nun prim gelirleri tahsilatında yavaşlama görüldü. Ayrıca, işten çıkarmaları azaltmak amacıyla 2008 yılının Ekim ayından itibaren uygulanmaya başlanan sosyal güvenlik primi işveren hissesinin 5 puanlık kısmının Hazine tarafından ödenmesi ile devletin sosyal güvenlik katkı payı ilk 8 ayda 7.308 milyar TL artış gösterdi.. Faiz dışı harcamalarda bir diğer önemli artış personel giderlerinde yaşandı. Bu durum 2009 yılının ilk 8 ayında yeni personel alımı olduğunu ortaya koyuyor.

Küresel krizle birlikte daralan tüketim talebi, bütçe gelirlerinin önemli bir kısmını vergi gelirleri oluşturduğundan bütçe gelirlerinde önemli oranda düşüşe neden oldu. Vergi gelirlerinde reel olarak %8'e yakın bir düşüş dikkat çekiyor. Yılın ilk 8 ayında ÖTV gelirlerinde önemli bir değişiklik olmazken, dahilde alınan KDV gelirlerinde %16 oranında artış kaydedildi. Hükümetin uygulamaya koyduğu ÖTV ve KDV indirimleri ile birlikte iç talep canlandırılmaya çalışılırken bu sayede dahilde alınan KDV gelirlerinde artış görüldü. Dahilde alınan ÖTV gelirlerinde ise artış görülmemesine karşın ÖTV gelirlerinin düşmemesi de önemli görünmektedir. Ekonominin canlandırılması amacıyla uygulamaya konulan KDV ve ÖTV



indirimleri Eylül ayı sonunda sona ererken, vergi indirimleri önümüzdeki dönemlerdeki talebin öne çekilmesine neden olmuştur. Bu nedenle KDV ve ÖTV gelirlerinde önümüzdeki dönemde ciddi riskler ortaya çıkabilir. Yaşanan küresel krizle birlikte tüketim talebi daralırken, kurdaki artışa bağlı olarak ithal malların daha pahalı hale gelmesi ile ithalat geriledi. Bu nedenle ithalde alınan katma değer vergisi %22 oranında geriledi. Son dönemde yurtdışında ve uluslararası piyasalarda açıklanan verilerin ekonomide toparlanmanın

başladığına işaret etmesi ile önümüzdeki dönemde ithalde alınan KDV gelirlerinde de toparlanma gözlemlenebilir.

Bütçenin ilk 8 aylık performansı geçen yılın aynı dönemine göre değerlendirildiğinde ciddi bir bozulmaya işaret etmektedir. Küresel piyasalarda yaşanan krizin kamu dengelerinde yarattığı bozulmanın borçlanma ihtiyacını artırması faiz harcamalarında artışa neden olmuştur. Bundan önceki dönemlerde ise uygulanan sıkı maliye politikası ile kamunun borçlanma ihtiyacı düşürüldü ve böylece faiz oranlarında reel olarak gerileme sağlandı. Yurtdışı borçlanma imkanlarının azaldığı, maliyetlerinin arttığı yurtiçi ve yurtdışı talepteki daralmaya bağlı olarak vergi gelirlerinin azaldığı bir ortamda kamunun harcamalarını yurtiçi borçlanmayla finanse etmesi beklenirken, kamunun borçlanma ihtiyacının artması faiz oranlarını da yükseltici bir etkiye neden olabilir. Büyümedeki daralma göz önüne alındığında vergi gelirleri ile ilgili riskler de devam etmektedir. Yılbaşında yerel seçimlerle birlikte başlayan bütçe dengesindeki bozulma Temmuz ve Ağustos ayında da devam etti. Mali disiplinin bozulmuş olması nedeniyle bozulan güven ortamının yeniden tesisi için hükümet Orta Vadeli Program açıkladı.

Orta Vadeli Mali Plan

Orta Vadeli Mali Plan (OVMP), Orta Vadeli Programda belirlenen amaçların hayata geçirilmesine yönelik olarak hazırlanan, merkezi yönetim bütçe büyüklüklerini ve kurumsal bazda ödenek teklif tavanlarını belirleyen bir belge niteliğindedir. OVMP'de, 2010-2012 dönemi merkezi yönetim bütçesinin hazırlığına esas teşkil edecek temel makroekonomik göstergeler, gelir ve gider tahminleri, hedef bütçe açığı ve açık finansmanı ile genel ve özel bütçeli idarelerin ödenek teklif tavanlarına yer verilmektedir. Sağlık, eğitim ve sosyal nitelikli harcamalar ile büyümeyi ve istihdamı destekleyen ve bölgesel gelişmişlik farkının azaltılmasına yönelik harcamalara öncelik verilecekken, Güneydoğu Anadolu Projesi, Doğu Anadolu Projesi, Konya Ovası Projesi başta olmak üzere kamu yatırımlarının yoğunlaştırılması ve AB'ye üyelik yönündeki politikaların hayata geçirecek yatırımların hızlandırılması düşünülmektedir. Bütçe gelir politikalarındaki temel amaç ise büyüme, yatırım ve istihdamın desteklenmesine yönelik politikaların geliştirilip ekonomide kayıtdışılığın azaltılmasının sağlanmasıdır. Özellikle vergilendirme konusunda öngörülebilirliğin sağlanması temel hedef olarak ele alınmaktadır. Vergi mevzuatında sadeleşme öngörüldükçe, AB mevzuatı ile uyumlulaştırma çabalarının devam edeceği belirtilmektedir. OVMP çerçevesinde merkezi yönetim bütçe dengesinin 2009 sonunda 62.8 milyar TL ve faiz dışı dengenin ise 19.8 milyar TL açık şeklinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

	2009	2010	2011	2012
Bütçe Dengesi (milyar TL)	-62.8	-50	-45.1	-39.1
Faiz Dışı Denge (milyar TL)	-19.8	-3.5	4.4	11.9

Kaynak: Maliye Bakanlığı

Mali Kural Uygulaması

Hükümet Orta Vadeli Program'da mali kural için yasal altyapının en geç 2010 yılının ikinci çeyreğinde tamamlanmasını hedeflerken, 2011 yılı bütçe döneminden itibaren kamu mali yönetimi belirlenen mali kural ile uyumlu olarak yürütülecektir. Mali kuralda, orta ve uzun vadede kamu açığının milli gelire oranının sürdürülebilir bir borç yapısı ile uyumlu bir düzeyde gerçekleşmesi temel hedef olarak alınmıştır. Bu nedenle mali kuralın matematiksel formülünde birinci faktör olarak kamu açığının milli gelire oranı yer almaktadır. Kamu açığının orta- uzun vadeli açık hedefleri ile ilişkisi kurulurken, hedefe yakınsama katsayısı da modele eklenmiştir. Mali kuralda yer alan ikinci faktör ise konjonktürün etkisidir. Büyümeyi etkileyen konjonktürel değişimlere yönelik bir katsayının modele eklenmesi ile kamu açığındaki uyarılama büyümenin uzun dönem ortalamasının üzerinde olduğu yıllarda daha yüksek, altında olduğu yıllarda daha düşük olacaktır.

Öngörülen mali kural

$$\Delta a = y(a_{-1} - a^*) + k(b - b^*)$$

Δa : Kamu açığındaki uyarılama/GSYİH

a_{-1} : Bir önceki yıl gerçekleşen kamu açığı/GSYİH

a^* : Orta-uzun vadede hedeflenen kamu açığı/GSYİH

b : GSYİH reel büyüme hızı

b^* : GSYİH reel büyüme hızının uzun dönemli ortalaması

y : Kamu açığının orta-uzun vadeli hedefine yakınsama hız katsayısı

k : Konjonktürel etkiyi yansıtma katsayısı

❖ k ve y katsayıları negatif rakamlardır.

Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre 10.1 milyar TL arttı...

Döviz Yapısı	Ağu.2008	Ağu.2009	Yıllık D. (%)
TOPLAM STOK	346,042	424,706	22.73
YTL	245,065	296,471	20.98
USD	56,468	72,188	27.84
EUR	29,695	38,734	30.44
SDR	11,146	11,844	6.26
JPY	2,986	4,634	55.19
Diğer	681	835	22.61
İç Borç Stoku	264,176	315,426	19.40
YTL	245,065	296,471	20.98
USD	13,020	12,857	-1.25
EUR	6,091	6,099	0.13
Dış Borç Stoku	81,866	109,280	33.49
USD	43,448	59,331	36.56
JPY	2,986	4,634	55.19
EUR	23,604	32,636	38.26
SDR	11,146	11,844	6.26
Diğer	681	835	22.61
ABD Doları alış kuru	1.175	1.490	26.81
USD/Euro Parite	1.474	1.435	-2.65
USD/SDR Parite	1.571	1.564	-0.45

Hazine Müsteşarlığı Eylül ayına ait "İç Borçlanma Stratejisi"ne göre, Eylül ayında iç piyasalara yapılacak 6 milyar TL'lik itfaya karşılık, iç piyasalardan 6.3 milyar TL tutarında iç borçlanma yapılmasını öngörürken, 7 Eylül'de 6 ay vadeli TL cinsi iskontolu bono, 8 Eylül'de 20 ay vadeli TL cinsi iskontolu tahvil ve 5 yıl vadeli TL cinsi sabit kuponlu tahvil, 29 Eylül'de 5 yıl vadeli değişken kuponlu tahvil ihaleleri düzenlenecek. Hazine, Eylül ayında Ağustos ayına göre hayli az bir miktarda borçlanacak olmasına rağmen borçlanma miktarı yinede yüksek seviyelerde olmaya devam ediyor. İç borç çevirme oranı Ağustos ayında %114.2 seviyelerinde iken Eylül ayında bu oran yüksek seviyelerini korudu. Vergi gelirlerinin düşmeye devam etmesi, hükümet tarafından alınan tedbirler sonucu kamu harcamalarının artması, Hazine'nin ileriki aylarda

piyasadan daha fazla borçlanma ihtiyacı duyacağını gösteriyor. Son birkaç aydır yapılan açıklamalara göre, Hazine'nin kalan 34 milyar TL'lik itfasına karşılık, piyasadan ihale yoluyla 50 milyar TL'lik borçlanma gerçekleştirmesi durumunda, iç borç çevirme oranı %120'lere kadar yükselebilir.

Finansman Programı (Milyar TL) Eylül	
Ödemeler	8.4
İç Borç	6.0
Dış Borç	2.4
Finansman	8.4
Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma	5.8
Kamuya Satışlar	0.5
Dış borçlanma	0.0
Diğer finansman	2.1
Faiz Dışı Denge	-6.5
Kasa- Banka Değişim	8.6

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2009 yılı Ağustos ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre 10.1 milyar TL artarak, 424.7 milyar TL'ye (285 milyar dolar) ulaştı. Söz konusu artış, iç borç stokunun 7.7 milyar TL, dış borç stokunun da 2.5 milyar TL artmasından 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 %69.8 olarak gerçekleşti. Böylelikle YP cinsinden borcun toplam borç toku içerisindeki payı %30.2'ye 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 kaynaklandığı görülüyor. Ayrıca, Hazine'nin TL cinsi borçlanmaya ağırlık verdiği dikkat çekiyor.

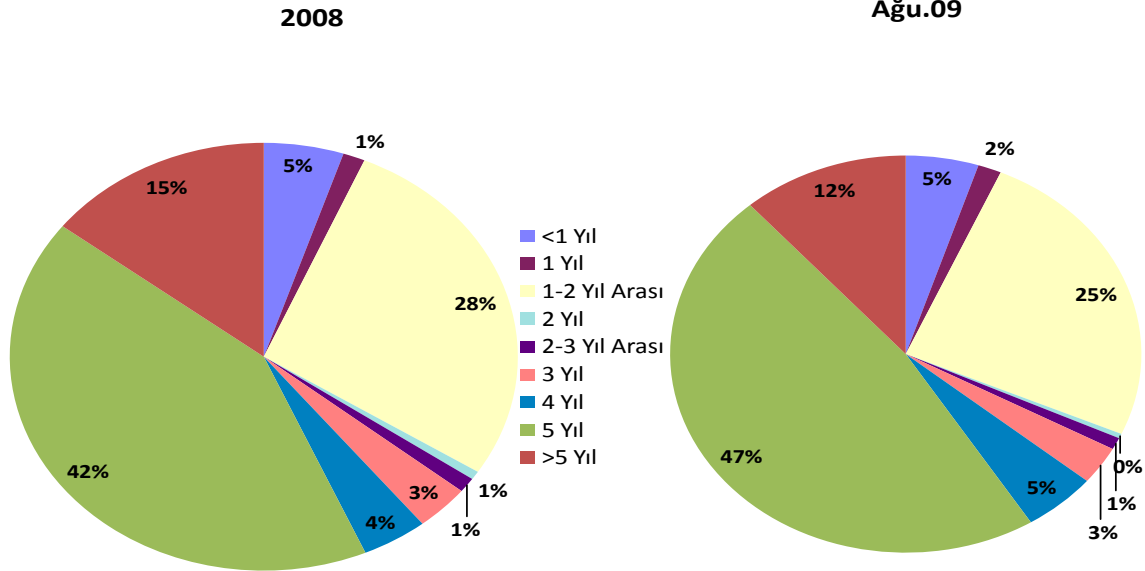
Merkezi Yönetim Borç Stoku (milyar TL)

	Ara.2008	Haz.2009	Tem.2009	Ağu. 2009
Toplam Borç Stoku	380.3	408.9	414.5	424.7
İç Borç Stoku	274.8	301.7	307.7	315.4
Dış Borç Stoku	105.5	107.2	106.8	109.3

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku, 2009 yılının Ağustos ayında, bir önceki aya göre 7.7 milyar TL artarak 315.4 milyar TL oldu. İç borç stokunun kamuya yapılan kısmında artış görülmesine rağmen toplam iç borç stoku içerisindeki payı %22.2'den %21.7'ye geriledi. Piyasaya yapılan borçlanma ise, kamuya yapılan borçlanmanın çok üzerinde artarak toplam içindeki payı %77.8'den %78.3'e yükseldi. Toplam iç borç stokunun TL-YP ayrımında önemli bir değişiklik olmasa da TL cinsinden iç borçlanma artmaya devam etti. Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku ise, 2009 yılının Ağustos ayında, bir önceki aya göre 2.5 milyar TL azalarak 190.3 milyar TL (73.3 milyar dolar) olarak gerçekleşti.

İç borç stokunun Vade Yapısı:



Finansal piyasalarda yaşanan krizle birlikte global olarak azalan güven ortamıyla özel sektör kredilerine olan ilgi azalırken, Hazine ihalelerine olan ilgiyi artırdı. İç borç stokunun vade yapısına bakıldığında, özellikle kısa vadeli tahvillere olan talebin azaldığı ve 5 yıl vadeli tahvillere yönelimin arttığı görülmektedir. Söz konusu durum, kısa süre içerisinde faizlerin artırılmayacağı beklentisinin piyasada hakim olduğuna işaret ederken uzun vadede enflasyonun artması suretiyle faizlerin eski yüksek düzeyine geleceği beklentisinin ağırlıkta olduğunu göstermektedir. Bunun yanısıra söz konusu durum, uzun vadede Hazine'ye olan güvenin arttığını göstermekle birlikte, piyasada geçmiş dönemlere göre faizlerdeki oynaklığın nispeten daha az olduğu şeklinde yorumlamasına neden oluyor. Merkez Bankası'nın uzun zamandır sürekli olarak faizleri indirmesi, kısa vadeli tahvillerin getirilerini azaltması nedeniyle de, yatırımcıların uzun vadeli tahvillere yönelmesine neden olan bir diğer sebeptir.

Mevduatın vadesi kısılıyor...

Bankacılık Sektörü Bilançosu (Milyon YTL)	Değişim (%)				
	Ara.08 (1)	Haz.09 (2)	Tem.09(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	94,686	99,965	90,700	-4.21	-9.27
Men.Değ. Port.	193,988	221,778	226,213	16.61	2.00
Krediler	367,445	368,150	365,581	-0.51	-0.70
Duran Aktifler	22,723	24,485	24,904	9.60	1.71
Diğer Aktifler	53,660	53,830	53,063	-1.11	-1.42
Toplam Aktif	732,502	768,209	760,460	3.82	-1.01
Mevduat	454,599	467,613	475,010	4.49	1.58
Mevduat Dışı Kayn.	191,501	202,823	184,995	-3.40	-8.79
Özkaynaklar	86,402	97,773	100,450	16.26	2.74
Toplam Pasif	732,502	768,209	760,460	3.82	-1.01

Kaynak: BDDK

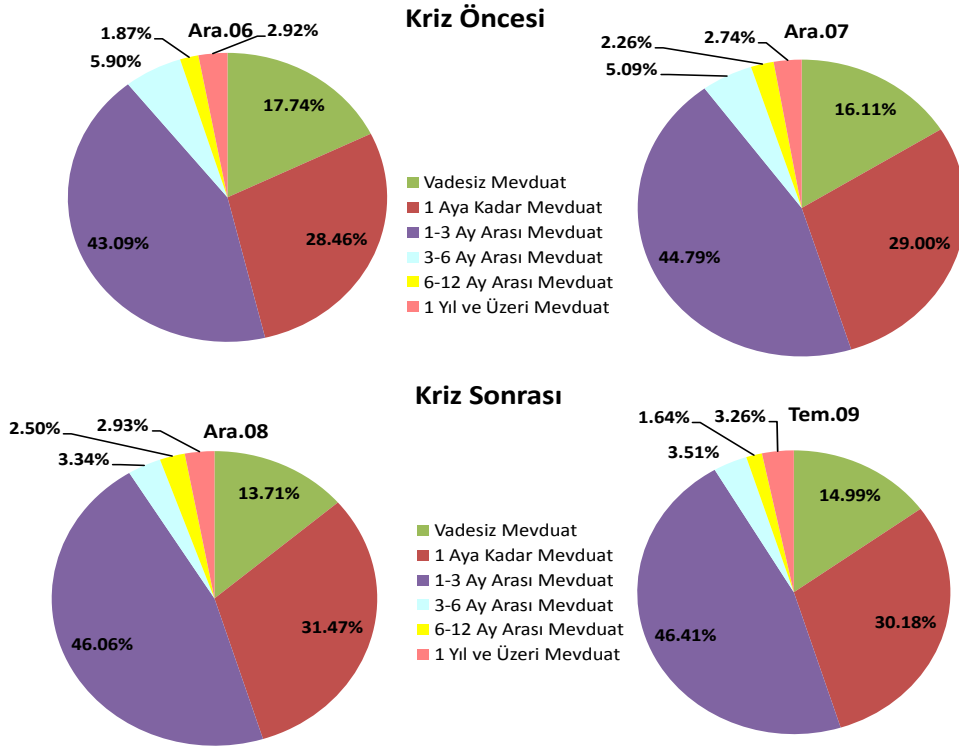
Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri, son bir ayda YP aktiflerin %3.65 oranında, TP aktiflerin %0.06 oranında azalmasına bağlı olarak %1.01 azalarak 760.46 milyar TL'ye geriledi. Söz konusu azalışta son bir aylık dönemde %9.27 oranında azalan nakit rezervler kaleminin yanısıra kredilerde ve diğer aktiflerde yaşanan azalışların etkili olduğu görülmektedir. Nakit rezervler kaleminde görülen bu gerilemenin, bu kalem içinde en yüksek paya sahip olan bankalardan alacaklar alt kaleminin %8.4 oranında azalması ve Merkez Bankasından alacakların %19.8 oranında azalmasından kaynaklandığı görülmektedir. Son bir aylık dönemde en çok artış gösteren kalem ise, %2 oranında artan Menkul Değerler Portföyü oldu. Söz konusu kalemin hemen hemen tüm alt kalemlerinde artış görüldü. Artış gösteren bir diğer kalem olan duran aktiflerin ise, tim alt kalemlerinde astış meydana geldi.

Haziran 2009 itibariyle son bir aylık dönemde YP kredilerde %2.5 oranında azalış görülmesine rağmen, TP kredilerin değişmemiş olması, toplam kredi hacminin Temmuz ayında 368.1 milyar TL'den 365.6 milyar TL'ye yükselmesine neden oldu. 2008 yılı son çeyrek döneminin başından beri ya değişmeyen ya da azalan kredilerde son iki aydır görülen artış, Temmuz ayında yerini tekrar gerilemeye bıraktı. Söz konusu azalışta diğer yatırım kredilerindeki düşüş etkili olurken tüketici kredilerinin artmış olması, toplam kredilerin azalışını bir miktar sınırladı. Temmuz ayında özellikle konut kredileri en çok artan kredi tipi olurken, taşıt kredileri son bir ayda %3.5 oranında azaldı.

Bankacılık sektörünün Temmuz ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde, kaynakların %86.8'inin yabancı kaynaklardan; %13.2'sinin ise özkaynaklardan oluştuğu görüldü. Temmuz ayında bir önceki aya göre, mevduatta %1.58, mevduat dışı kaynaklarda ise, %8.76'ya yakın düşüş görüldü. 2009 yılının başından beri sürekli olarak artan mevduat dışı kaynaklar içerisindeki bankalara borçlar ve repo işlemlerinden sağlanan fonlar alt kalemlerinde Temmuz ayında düşüş yaşandı. Söz konusu azalışlar mevduat dışı kaynaklar kaleminin Temmuz ayında bir önceki aya göre %8.79 oranında gerilemesini sağlarken, karşılıklar ve fonlar alt kalemlerinde görülen artışlar bu azalışı bir miktar sınırladı.

Piyasaların son dönemde düzelmeye başlamasıyla artan sendikasyon kredilerinin tutarı Temmuz ayında yeniden düşmeye başladı. 2009 yılının başında 17.19 milyar TL olan sendikasyon kredileri, Haziran ayında 14.94 milyar TL, Temmuz ayında da 13.03 milyar TL olarak gerçekleşti. Söz konusu miktar geçen yılın aynı ayına göre %13.2 oranında düşerken bir önceki aya göre %12.78 oranında geriledi. Seküritizasyon kredileri ise, Temmuz ayında bir önceki aya göre, %4.8 oranında azalırken, bir önceki yılın aynı dönemine göre %22.08 artarak 17.594 milyar TL olarak gerçekleşti.

Mevduatın Vade Türü Açısından İncelenmesi



Yıllar itibarıyla mevduat vade türlerine göre bakıldığında, kriz öncesi ve kriz sonrası yatırımcıların vade tercihlerinde bir miktar değişiklik olduğu görülmektedir. Kriz öncesi dönem olarak seçilen 2005 ve 2006 yıl sonunda 1-3 ay arası mevduat en çok tercih edilen mevduat çeşidi olurken, kriz sonrası söz konusu tercih artarak devam ettiği görülmektedir. 2005 yıl sonu itibarıyla toplam mevduat içerisindeki payı %43.1 olan 1-3 ay arası mevduat, en son açıklanan veri olan Temmuz 2009 itibarıyla %46.4'e yükselmiştir. Söz konusu kısa vadeye yatırım eğilimi, uzun dönemde Türkiye'deki risklerin artarak devam ettiğine işaret ederken yatırımcıların Türkiye için 'kısa vadede yatırım yapılabilir' düşüncesinin ağırlıkta olduğu şeklinde yorumlanabilir. Çünkü vadesiz mevduatın gelişimi incelendiğinde ise, kriz öncesinde %16-18 arasında olan oranının, kriz sonrası %14-15 arasına kadar gerilediği görülmektedir. Faiz oranlarıyla ilgili beklentilerin gelecek 12 ay için tam olarak gelişmemiş olması ise, yatırımcıların 6-12 ay arası mevduat yatırımını en az oranda tercih etmesine neden olmuştur. Söz konusu durum, hem kriz öncesi hem kriz sonrası durum için görülmektedir. 1 yıl ve üzeri mevduat da 6-12 ay arası mevduat gibi, en az tercih edilen vade süresi olmaktadır.

Sektör özkaynakları incelendiğinde, son bir aylık dönemde, dönem karının %15.5 oranında artmasıyla birlikte, Menkul Değerler Değerleme farkının %60'dan fazla artması, özkaynak artışında önemli değişkenler oldu. Söz konusu yüksek artışlara rağmen özkaynaklar içerisinde en yüksek paya sahip olan yedek akçelerin hemen hemen değişmemiş olması bu yükselişi sınırladı. Toplam özkaynaklar bir önceki aya göre %2.2 oranında, bir önceki yılın aynı dönemine göre ise %24.99 oranında arttı.

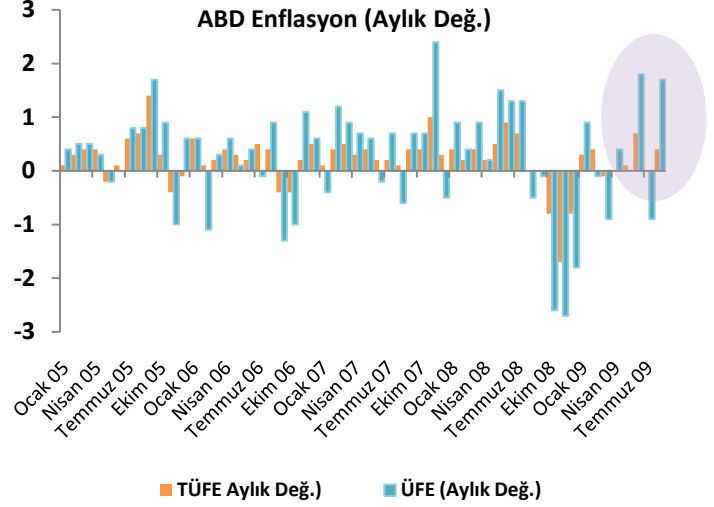
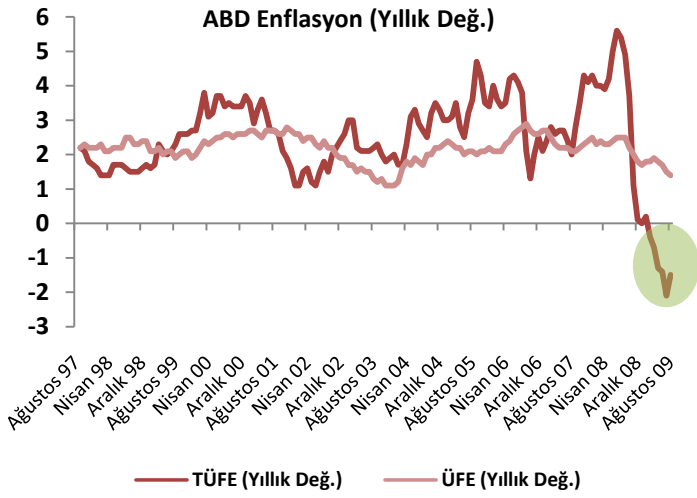
Sektörün net dönem karı Ocak-Temmuz döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre %32.01, bir önceki aya göre ise, %15.46 oranında arttı. Böylelikle, 2008 yılı Ocak-Temmuz toplamında 37.8 milyar TL olan net dönem karı, 2009 yılı aynı döneminde 49.97 milyar TL'ye yükseldi. Geçtiğimiz yılın Temmuz ayına göre, toplam faiz gelirlerinde %11.5 oranında artış yaşanırken, toplam faiz giderlerinde sadece %2.80 azalış görüldü. Faiz dışı gelir ve giderler incelendiğinde ise, toplam faiz dışı gelirler %7.9 artarken toplam faiz dışı giderler %5.35 oranında yükseldi. Genel olarak gelirlerin giderlerden daha sert bir şekilde yükselmesi bankacılık sektörünün



karlılığının devamını sağlarken, bankalardaki karlılığın sürmesindeki en önemli etken, Merkez Bankası'nın faizleri sert bir şekilde indirimesinin etkisiyle, bankaların mevduat faizlerini aynı hızda indirmelerine karşın kredi faizlerini, aynı hızda indirmemeleri ve maliyetleri önemli oranlarda azaltmalarıdır. Ayrıca, risksiz varlık olarak bilinen Hazine tahviline bankaların çok talep göstermesi de gelirlerini garanti altına almalarında etkili olmuştur.

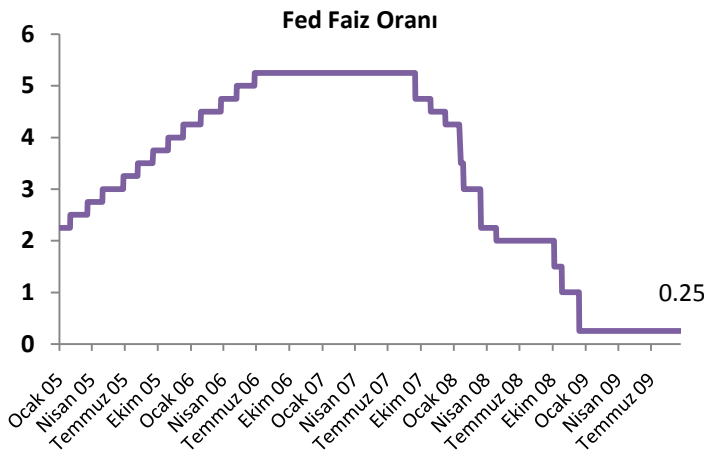
Özkaynak karlılığı, incelenen dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre 150 baz puan artarak %13.19 seviyesinde gerçekleşti. Aktif karlılığı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 22 baz puan artarak %1.88'den %2.10 seviyesine yükseldi. 2008 yılı Temmuz ayında 500.55 milyar TL seviyesinde olan toplam bilanço dışı işlemler, %4.5 artarak 2009 yılının aynı döneminde 522.89 milyar TL seviyesine yükseldi. Temmuz ayında yasal özkaynak bir önceki yılın aynı dönemine göre, %22.5 artarken, risk ağırlıklı kalemler ise %8.19 oranında arttı. Bunun sonucunda da, sermaye yeterliliği standart rasyosu, %17.46'dan %19.78 seviyesine yükseldi.

ABD'de enflasyonun aşağı yönlü trendi bozuldu...

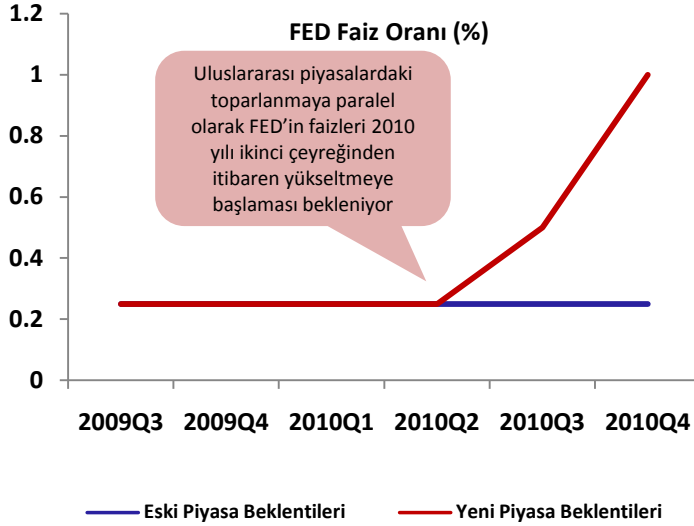


ABD'de beklentilerden olumlu açıklanan makroekonomik veriler ABD ekonomisinin toparlanmaya başladığı yönündeki düşünceleri desteklerken, resesyondan çıkışın ardından enflasyon tehditinin oluşabileceği yönündeki endişeler de arttı. Diğer ülkelerde olduğu gibi ABD'de de genişletici para politikalarının krizden çıkış için kullanılması, piyasaya verilen likiditenin enflasyon riski doğuracağı yönündeki endişeleri desteklemektedir. Son günlerde başta petrol fiyatları olmak üzere emtia fiyatlarında yükselişler görülmesi önümüzdeki dönem için enflasyon beklentilerini kuvvetlendirmektedir. ABD'de Ağustos ayında tüketici enflasyonu aylık %0.4 ile beklentilerin üzerinde artarken, Temmuz ayında -%2.1 olan yıllık değişim Ağustos ayında -%1.5 olarak gerçekleşti. ÜFE ise aylık bazda %0.8 artış yönünde olan beklentilerin çok üzerinde %1.5 olarak açıklandı. Böylece enflasyondaki düşüş trendinin Ağustos ayında bozulduğunu söyleyebiliriz. Enflasyondaki yükseliş ağırlıklı olarak petrol fiyatlarındaki artıştan kaynaklanırken, gıda ve enerji fiyatlarındaki değişimi dışlayan çekirdek TÜFE'de aylık bazda %0.1, çekirdek ÜFE'de ise aylık bazda %0.2 artış yaşandı.

FED Eylül ayında da faiz oranlarını değiştirmede...



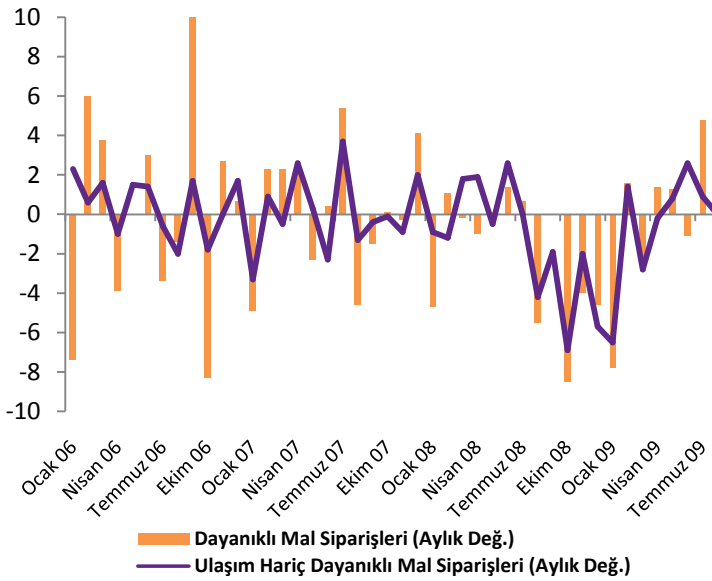
23 Eylül'de yapılan ABD Merkez Bankası (FED) toplantısında faiz oranlarında beklendiği gibi bir değişiklik yapılmadı. FED resesyondan büyümeye geçildiğini belirterek ABD ekonomisiyle ilgili değerlendirmelerini yükseltmesine karşın faiz oranlarının uzun bir süre düşük seviyelerde tutulacağını teyit etti. Ayrıca FED'in, bankanın mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet alımlarını yavaşlatarak alım programının süresini Mart 2010 sonuna kadar uzatacağını belirtmesi resesyondan döneminde ekonomiye sağlanan likidite desteğinin ölçülü olarak geri çekileceğine işaret etti.



Piyasalarda toparlanma beklentilerinin arttığı gözlenirken, ABD'de geçmiş resesyonlar sonrasında yaşanan toparlanmanın güçlü olduğu görülmektedir. Özellikle 1957-1958 yılında yaşanan resesyonda ekonomi çeyrek bazda %10.4 oranında daralırken, resesyonun sona ermesi ile birlikte ekonomi bir çeyrek bazda %10.5 ile sert bir şekilde büyümüştür. Ekonominin sert şekilde büyümesinde baz etkisinin rolü olduğu söylenebilir. Ancak bu durumun 1 yıldan kısa süren krizlerde de yaşandığı dikkat çekmektedir. 2001 yılında yaşanan resesyonda ekonomide %1.1 daralma dikkat çekerken, resesyondan sonra ekonomi %3.5 oranında büyüme

kaydetmiştir. Daha önce, 2010 yılı sonuna kadar faizlerin sıfıra yakın seyretmesi beklenirken, 2010'un birinci çeyreği için oluşan güçlü büyüme performansı beklentileri FED'in faiz oranlarını 2010 yılının ikinci yarısından itibaren arttırmaya başlayabileceği beklentilerini gündeme getirmiştir.

ABD'de Ağustos ayında imalat sektöründe toparlanma zayıfladı...



ABD'de Ağustos ayında, dayanıklı mal siparişlerinin %0.5 artması beklenirken dayanıklı mal siparişleri %2.4 geriledi. Bu düşüş Ocak ayından bu yana görülen en büyük düşüşe işaret ederken, 2009 yılının ilk sekiz ayında siparişler, 2008 yılına göre yaklaşık % 25 düştü. Ağustos ayında dayanıklı mal siparişlerinin gerilemesinde, ticari uçaklara olan talebin gerilemesi büyük rol oynadı. Temmuz ayında neredeyse iki katına çıkan ticari uçak siparişlerinin Ağustos ayında %42.2 düştüğü görüldü. Ulaşım ile ilgili mallar dışarıda tutularak hesaplanan ulaşım dışı dayanıklı mal siparişlerinin bir önceki aya göre değişmediği dikkat çekmektedir. Dayanıklı mal siparişlerinde son 3 ayda 2 kez görülen düşüş ekonomideki toparlanmanın zayıf ve yavaş olacağına işaret etmektedir.

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2007	2008	En Son Yayımlanan		2009 HEDEF
Reel Ekonomi					
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL)	856 387	950 144	228 817	(2009 2. Çeyrek)	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	4.5	1.1	-7.00	(2009 2. Çeyrek)	
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	5.4	-17.8	-9.2	(Temmuz 2009)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81.8	64.7	69.7	(Ağustos 2009)	
İşsizlik Oranı (%)	9.9	13.6	13.0	(Haziran 2009)	
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	8.4	10.06	5.33	(Ağustos 2009)	7.5
ÜFE (Yıllık % Değişim)	5.94	8.11	-1.04	(Ağustos 2009)	
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
M1	77,675	83,380	94,677	(11.09.2009)	
M2	345,028	434,205	464,760	(11.09.2009)	
M3	370,078	458,383	491,167	(11.09.2009)	
Emisyon	27,944	30,468	33,094	(11.09.2009)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	71,568	70,075	70,101	(18.09.2009)	
Döviz Kuru					
Dolar/TL	1.1593	1.5400	1.4859	(28.09.2009)	
Euro/TL	1.706	2.143	2.1747	(28.09.2009)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.473	3.1901	3.1604	(28.09.2009)	
Euro/Dolar	1.4589	1.3978	1.4619	(28.09.2009)	
Dolar/Yen	112.01	90.6	89.6	(28.09.2009)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	190	168.800	169.400	(Ağustos 2009)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	15.75	15.00	7.25	(28.09.2009)	
TRILIBOR O/N	15.76	15.00	7.25	(28.09.2009)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-37,996	-41,416	286	(Haziran 2009)	
İthalat	170,048	201.961	-12,024	(Temmuz 2009)	
İhracat	107,184	132,001	9,810	(Temmuz 2009)	
Dış Ticaret Açığı	-62,863	-69,959	-2,214	(Haziran 2009)	
Kamu Ekonomisi (Milyon TL)					
Bütçe Gelirleri	188.159	208.898	21.994	(Ağustos 2009)	248.758
Bütçe Giderleri	203.501	225.967	23.518	(Ağustos 2009)	259.156
Bütçe Dengesi	-13.883	-17.069	-1.525	(Ağustos 2009)	-62.8
Faiz Dışı Denge	34.848	33.592	6.533	(Ağustos 2009)	47.102
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL)	255.3	274.8	315.4	(Ağustos 2009)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL)	78.1	105.5	109.3	(Ağustos 2009)	
Kamu Net Borç Stoku	249	271.6	287.4	(2009 1. Çeyrek)	
İMKB					
İMKB-100	55,538	26,864	47,816	(28.09.2009)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

(Milyon TL)	2007	2008	Haz.09	Tem.09
Toplam Aktif	581.424	732.502	768,209	760.460
Nakit Rezervler	60.272	94.686	99,965	90.700
Krediler	285.653	367.445	368,150	365.581
Menkul Değerler Portföyü	164.727	193.988	221,778	226.213
Mevduat	356.865	454.599	467,613	475.010
Mevduat Dışı Kaynaklar	148.866	191.501	202,823	184.995
Özkaynaklar	75.693	86.402	97,773	100.450
Net Dönem Karı	14.916	13.415	11.018	49.970
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	80	80.83	78.7	77.0
Men.Değ.Port. / Mevduat	46.2	42.67	47.4	47.6
Özkaynak Karlılığı	19.7	18.62	12.68	13.19
Aktif Karlılık	2.6	2.54	1.83	2.10
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	18.2	17.59	19.23	19.78

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER

	2007	2008	En Son Yayımlanan	
Emtia				
Altın (ons) \$	833.2	878.2	990	(28.09.2009)
ABD Ham Petrolü (Varil) \$	95.98	44.6	66.84	(28.09.2009)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2,674	1,577	2,131	(28.09.2009)
DOW JONES (ABD)	13,264	8,776	9,789	(28.09.2009)
NİKKEİ (JAPONYA)	15,307	8,859	10,083	(28.09.2009)
DAX (ALMANYA)	8,067	4,810	5,736	(28.09.2009)
BOVESPA (BREZİLYA)	63,886	37,550	61,317	(28.09.2009)
RTS (RUSYA)	2,290	631	1,249	(28.09.2009)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4.077	2.2241	3.28	(28.09.2009)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	6.813	7.724	6.592	(28.09.2009)

Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü

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