



Aylık Rapor

Haziran 2009

AYLIK RAPOR'DA BU AY...

- **Mart Sanayi üretim endeksindeki düşüş hızı yavaşlamaya devam etmektedir, buna karşın diğer makro ekonomik veriler büyüme açısından olumlu bir tablo çizmiyor...**

Son dokuz aydır düşüşte olan sanayi üretimi, yılın ilk dört ayında düşük baz yılının ve vergi indirimlerinin desteklediği sektörlerin olumlu etkisiyle Nisan ayında önceki aylara göre daha sınırlı bir daralma göstermiştir.

- **TÜFE Enflasyonu 39 yılın en düşük seviyesine gerilerken, ÜFE Enflasyonu 61 yıldan beri ilk defa yıllık olarak negatif gerçekleşti...**

Krizle birlikte daralan talep nedeniyle düşüş trendine giren TÜFE, Mayıs ayında aylık bazda ise beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Mayıs ayı tüketici fiyatlarındaki artışın kaynağında %11.5 oranında mevsimsel artış yaşayan giyim fiyatları yer almıştır.

- **Merkez Bankası beklentilerin üzerinde faiz indirimine gitti...**

Türkiye Merkez Bankası 16 Haziran 2009 tarihinde yaptığı Para Politikası Kurulu toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını 25 baz puan olan piyasa beklentilerinin üzerinde 50 baz puan indirmiştir. Böylece %9.25 olan borç verme faiz oranı %8.75'e; %11.75 olan borç alma faiz oranı ise %11.25'e düşürülmüştür.

- **Cari işlemler açığı Ocak-Nisan döneminde 2.7 milyar dolar olarak gerçekleşti...**

Bir önceki yılın Nisan ayında 5.179 milyar dolar açık veren cari işlemler hesabı, bu yılın Nisan ayında 1.239 milyar dolar açık vermiştir. Bu gelişmede, bir önceki yılın Nisan ayında 5.049 milyar dolar açık veren dış ticaret dengesinin bu yılın Nisan ayında 1.466 milyar dolar açık vermesi en büyük etken olmuştur. Böylece 2009 yılı Ocak – Nisan döneminde cari işlemler açığı, 2.66 milyar dolar olarak gerçekleşerek, geçen yılın aynı dönemine göre, %85 oranında daralmıştır.

- **2009 yılı Nisan ayında dış ticaret açığı geçen yıla göre %61 oranında geriledi...**

TÜİK tarafından açıklanan Nisan ayı dış ticaret verilerine göre, ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %33.3 azalarak 7.6 milyar dolara, ithalat ise %43.4'lük azalışla 10.1 milyar dolara gerilemiştir. Böylece, 2008 yılı Nisan ayında 6.5 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %61 oranında azalışla 2.5 milyar dolara düşmüştür. Böylece ihracattaki azalışa karşın ithalatın çok daha yüksek oranda azalması 2008 yılının Nisan ayında %63.5 olan ihracatın ithalatı karşılama oranının %74.9'a çıkmasına neden olmuştur.

- **Merkezi yönetim bütçesi 2009 yılının Mayıs ayında 610 milyon TL açık verdi...**

Merkezi yönetim bütçesi 2008 yılının Mayıs ayında 3.389 milyar TL fazla vermişken, 2009 yılının aynı ayında %117.1 gibi önemli bir oranda gerileme kaydederek 610 milyon TL açık vermiştir. 2009 yılının ilk beş ayı itibarıyla oluşan bütçe açığı 20.683 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Böylece bütçe açığı 2009 yılının ilk beş ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %854 oranında artış göstermiştir.

- **Merkezi Yönetim Borç Stoku Mayıs ayında 1.9 milyar TL artarak 411.2 milyar TL olarak gerçekleşti...**

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2009 yılı Nisan ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre 1.9 milyar TL artarak, 411.2 milyar TL'ye (268 milyar dolar) ulaşmıştır. Söz konusu artış, dış borç stoku 2.2 milyar TL azaldığı halde iç borç stokunun 4.1 milyar TL artmasından kaynaklanmıştır.

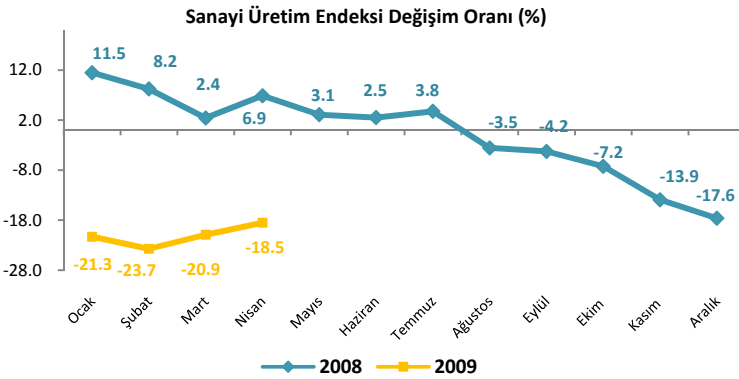
- **Bankacılık sektörü net dönem karı Ocak-Nisan döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre, %30 oranında artmıştır...**

Özkaynak karlılığı, incelenen dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 38 baz puan artarak %7.67 seviyesinde gerçekleşmiştir. Nisan 2008'de 0.88 düzeyinde bulunan aktif karlılığı ise 2009'un aynı döneminde %0.98'e yükselmiştir.

- **ABD'de enflasyon endişeleri bir miktar azaldı...**

Son dönemde piyasalara hakim olan piyasada oluşan faiz arttırımı beklentileri, Fed yetkilileri ile Dünya Bankası'nın büyümeye ilişkin aşağı yönlü revizyonları ve açıklanan son enflasyon verilerinin de etkisiyle azalmıştır.

Sanayi üretim endeksindeki düşüş hızı yavaşlamaya devam etmektedir, buna karşın diğer makro ekonomik veriler büyüme açısından olumlu bir tablo çizmiyor...

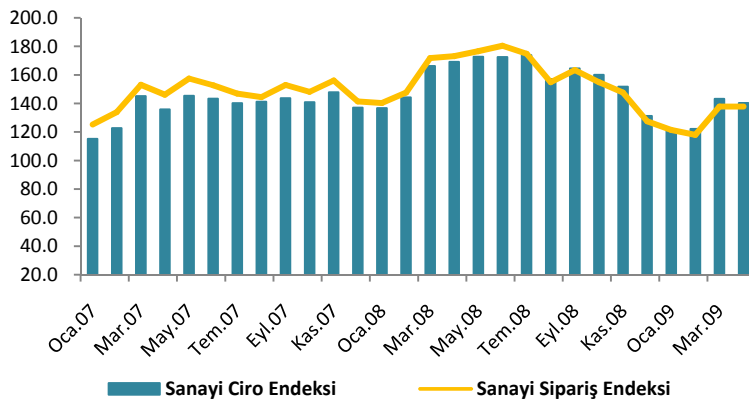


Global krizin etkisiyle Şubat ayında %23.8 ile rekor seviyede gerileyen, Mart ayında %20.8 azalan sanayi üretimi Nisan ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %18.5 azalarak, piyasanın %18 beklentisinin üzerinde, bizim tahminimizle uyumlu bir daralmaya işaret etmiştir. Böylece son dokuz aydır düşüşte olan sanayi üretimi, yılın ilk dört ayında düşük baz yılının ve vergi indirimlerinin desteklediği sektörlerin olumlu etkisiyle Nisan ayında önceki aylara göre daha sınırlı bir daralma göstermiştir.

Yıl içindeki en sınırlı sanayi üretimi daralışının yaşanmasına karşın, üretim eğrisinde olumlu bir hareketin başlangıcı olup olmadığını söylemek için henüz erken olduğu düşünülmektedir.

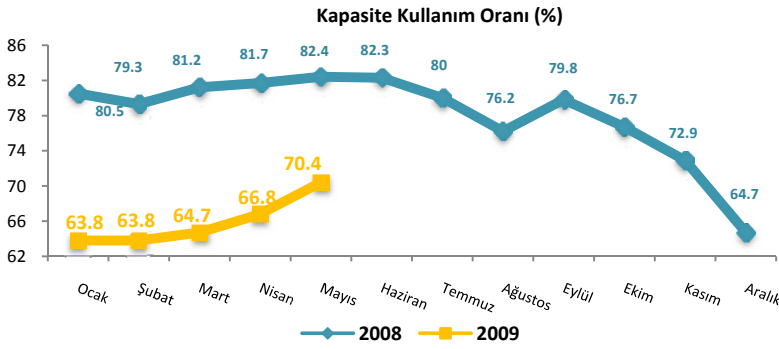
Ana Sanayi Gruplamasına göre 2009 Nisan ayında bir önceki yılın aynı ayına göre en yüksek düşüş %41.8 ile sermaye malı imalatında görülürken, aynı dönemde ara malı imalatı %20, dayanıklı tüketim malı imalatı % 15.4, dayanıksız tüketim malları imalatı ise %4.2 oranında azalmıştır.

Sanayi Üretim Endeksi altı gruplar bazında incelendiğinde, yüksek payıyla endeksin seyrini belirleyen imalat sanayinde %20.6, madencilik sektöründe %5.4, elektrik, gaz ve su sektöründe %5.3'lük düşüş gerçekleşmiştir. Nisan ayında imalat sanayinin alt sektörlerinde geçen yılın aynı ayına göre üretimi en fazla düşen sektörler, %50.2 ile otomotiv sektörü olurken, bunu %35.2'lik düşüş ile makine teçhizat hariç metal ürünleri imalatı ve %33.2'lik düşüş ile kok kömürü rafine edilmiş petrol ürünleri takip etmiştir. Vergi indirimlerinden yararlanan mobilyada Nisan ayında %12.9 daralma yaşanırken, söz konusu küçülmenin bu yıl sektörde yaşanan en düşük oranlı küçülme olması, Mart ayı ortasından itibaren bu sektörde başlatılan vergi indirimleri ile açıklanabilir. Benzer durumun Mayıs ve Haziran aylarında da sürmesi beklenebilir. Nisan ayında 4 sektörde çok düşük de olsa yıllık bazda üretim artışı gerçekleşirken, en belirgin artışlar kömür madenciliği ve büro makineleri ve bilgisayar imalatında gerçekleşmiştir.



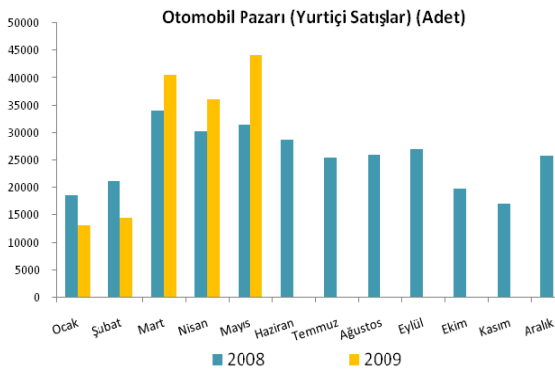
Son aylarda sanayi üretimindeki düşüşün hız kesmesine paralel olarak sanayi sektörüne ilişkin diğer veriler de benzer işaretler vermektedir. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanmaya başlanan ciro ve sipariş endekslerinde Mart ve Nisan aylarında bir toparlanma dikkat çekmektedir. Söz konusu toparlanmada krize karşı alınan önlemlerin yurtiçi satışlarda yarattığı canlanma etkili

olmuştur. Vergi indirimleri sayesinde satışların artmasıyla stok seviyelerinin gerilemesi ve sektörlerde yeniden üretime geçilmesi Mayıs ayında sanayi üretiminde %17.8 civarında daha ılımlı daralma beklentimizi güçlendirmektedir.

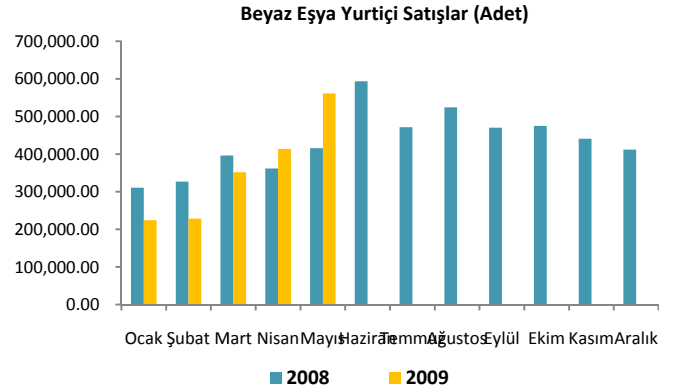


Nisan ayında 64.7 değerini alan kapasite kullanım oranı Mayıs ayında geçen yılın aynı ayına göre 12 puan azalırken, bir önceki aya göre 3.6 puan artarak 70.4 değerini almıştır. Böylece Şubat ayında başlayan aylık artış seyri Mayıs ayında da devam etmiştir. Mayıs ayı itibariyle 22 sektör içinde kapasite kullanım artışı yaşanan yalnızca iki sektör olmuştur. Buna göre bütün ürünlerinde kapasite

kullanımı %72.3'den %74.3'e, basım ve yayım imalatında ise %71.7'den %74'e çıkmıştır. Mayıs ayında işyerlerinin tam kapasite ile çalışmama nedenleri arasında ilk sırayı, bir önceki ayda olduğu gibi, talep yetersizliği almıştır. Kapasite kullanım oranının 2009 yılı başından bu yana aylık bazda en yüksek artışı kaydetmesi, sanayi sektörünün önümüzdeki ay nispeten ılımlı bir şekilde daralmaya devam edeceğini göstermektedir.

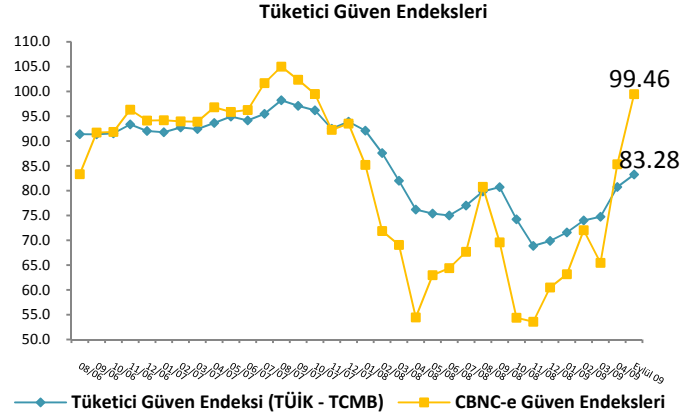
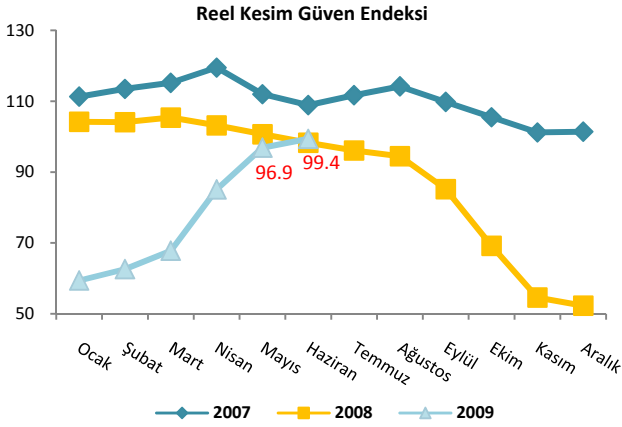


Kaynak: OSD



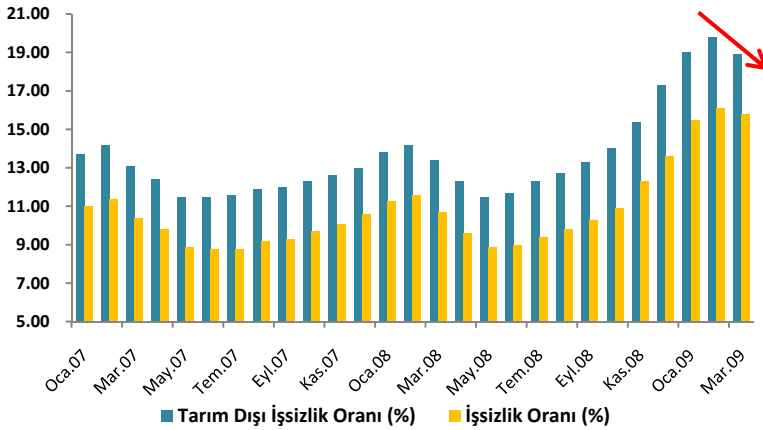
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Krizden en çok etkilenen sektörlerin başında gelen otomotiv sektöründe, otomobil satışları Mayıs ayında beklentilerin üzerinde artış kaydetmiştir. Otomotiv Sanayii Derneği'nin aylık verilerine göre, Nisan ayında aylık bazda %11 oranında azalan yurtiçi otomobil satışları, Mayıs ayında aylık bazda %22.05, yıllık bazda ise %40.3 artış kaydetmiştir. Otomotiv sektörünün önceki aylara göre nispeten daha ılımlı bir tablo sergilemesi, kısmen sektöre uygulanan ÖTV indirimlerinden kısmen de ihracatının büyük kısmını gerçekleştirdiği Avrupa gibi ana pazarların az da olsa canlanmasından kaynaklanmıştır. Üretim ve ihracatın Ocak-Mayıs 2009 döneminde, 2008 yılının aynı dönemine göre sırasıyla %39.2 ve %44.1 düşüş kaydetmesine rağmen, düşüş oranları Ocak-Nisan dönemi ile kıyaslandığında daralma hızının yavaşladığı görülmektedir. İç talepteki hareketliliğin bir diğer göstergesi olan yurtiçi beyaz eşya satışlarında 2009 yılı başından beri görülen artış sürmektedir. Nisan ayında aylık bazda %17.5, yıllık bazda ise %14.4 artan beyaz eşya satışları, Mayıs ayında Nisan ayına göre %35.7, 2008 yılının aynı dönemine göre ise %34.9 artış kaydetmiştir. 15 Haziran'da sona eren, ancak Eylül ayına kadar uzatılan vergi teşviklerinin etkisiyle beyaz eşya ve otomotiv satışlarının önümüzdeki bir kaç ay daha artmaya devam etmesi beklenmektedir.



Nisan ayında güçlü gerçekleşen tüketici güven endekslerindeki artış Mayıs ayında da devam etmiştir. Tüketici Güven Endeksi Nisan'daki 85.32 değerinden Mayıs'ta 99.46 seviyesine yükselirken, Merkez Bankası'nın Reel Kesim Güven Endeksi de Mayıs'ta 96.9 değerini almıştır. Haziran ayında ise Reel Kesim Güven Endeksi Mayıs ayına göre 2.5 puan artarak, 99.4 seviyesine yükselmiştir. Böylece 2009 yılı başından bu yana aralıksız artan endeks, Mayıs 2008'den bu yana en yüksek değerine ulaşırken, ekonomik duruma ilişkin iyimser ve kötümser durumu ayıran 100 seviyesine çok yaklaşmıştır. Reel Kesim Güven Endeksi ile ilgili detaylar incelendiğinde, sırasıyla, son üç aydaki toplam sipariş miktarı, genel gidişat eğilimi, mevcut toplam sipariş miktarı, gelecek üç aydaki toplam istihdam beklentisi, sabit sermaye yatırım harcaması ve gelecek 3 aydaki ihracat sipariş miktarı beklentilerinin, endeksi artış yönünde etkileyen faktörler olduğu görülmüştür. Gelecek 3 aydaki üretim hacmi ve mevcut mamul mal stok miktarına ilişkin değerlendirmeler ise endeksi azalış yönünde etkilemiştir. Tüketici güven endekslerindeki yükselişin aralıksız devam etmesi, ekonomiye yönelik kısmi toparlanma beklentilerinin arttığına işaret etmektedir. ÖTV ve KDV indirimleriyle piyasada meydana gelen canlanmanın beklentilerin

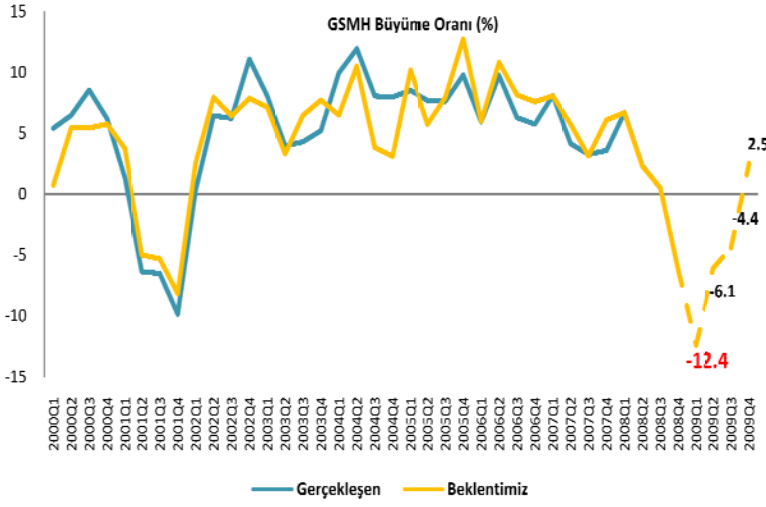
olumluya dönmesinde önemli etken olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede, vergi teşviklerinin süresinin uzatılmasının önümüzdeki aylarda endeksler üzerinde etkili olmaya devam etmesi beklenmektedir.



Mart ayında işsizlik oranı Şubat ayındaki %16.1 değerinden %15.8'e gerilemiş, 2008 yılının aynı dönemine göre ise 4.8 puan artış kaydetmiştir. Ancak tarım dışı işsizlik, çalışma çağındaki nüfus ve toplam istihdam rakamları incelendiğinde, işsizlik oranının aslında arttığı görülmektedir.

Tarım-dışı işsizlik oranı 2008 Mart ayındaki %13.4'ten 2009 Mayıs ayında %18.9'a tırmanmıştır. 2009 yılı Mart döneminde çalışma çağındaki nüfus bir önceki yılın aynı dönemine göre 862 bin kişi artarken, toplam istihdamda 241 bin kişilik düşüş yaşanmıştır. Aynı dönemde tarım istihdamındaki 74 bin kişilik artışa rağmen, ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın etkisiyle tarım-dışı istihdamda 315 bin kişilik gerileme yaşanmıştır. Bunun yanısıra en önemli gösterge olan sanayi sektöründe çalışanların sayısı geçen yıl Mart ayında Şubat ayına göre 32 bin kişi azalırken, bu yıl aynı aylarda 58 bin kişi azalmıştır. Mart ayında işsizlik oranında bir önceki aya göre görülen düşüşün mevsimsel faktörlerin ortaya çıkmasından (tarım sektöründeki işgücünün artması) kaynaklandığı görülmektedir. Önümüzdeki dönemde, mevsimsel etkilerin daha da belirginleşmesiyle, işsizlik oranının aylık bazda gerilemeye devam etmesi ve 15.3 değerini alması beklenmektedir.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan Nisan ayı dış ticaret verilerine göre, ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre %33.3 azalarak 7.576 milyon dolar, ithalat %43.4 azalarak 10.119 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılı Nisan ayında 6.525 milyon dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılı Nisan ayında



bir önceki yılın ayına göre %61 azalarak 2.543 milyon dolar olmuştur. İhracattaki düşüşte imalat sanayi ihracatının bir önceki yıla göre %34.1 azalması, ithalattaki düşüşte ise sermaye malları ithalatının %32.6, ara malı ithalatının %48.4 gerilemesi etkili olmuştur. Nisan ayı dış ticaret rakamları bir yandan küresel krizin etkisiyle global piyasalarda yaşanan talep düşüşünün sürdüğünü gösterirken, diğer taraftan da yurtiçinde yaşanan talep daralmasının alınan önlemlere karşın tam olarak toparlanmadığını göstermektedir.

Merkez Bankası'nın yaptığı faiz indirimleri ve iç piyasayı canlandırmak için alınan önlemlerin etkisi, büyümeye ilişkin veriler üzerinde açıkça görülmektedir. Bu durumun önümüzdeki aylarda yurtiçi talebi destekleyeceği düşünülmektedir. Hükümetin büyümeyi orta vadede desteklemek amacıyla açıkladığı teşvik paketinde bazı sektörlerde vergi indirimi aynen devam ederken, bazılarında indirim oranı düşürülmüştür. Otomobil, bilgisayar, mobilya ve beyaz eşyada talebi canlandırma amacıyla başlatılan teşviklerin iç talepte belirli ölçüde canlanmaya yol açtığı göz önüne alınırsa, teşviklerin devamının yaz aylarında da piyasayı olumlu etkilemesi beklenmektedir. Diğer taraftan iç talebin kalıcılığına ilişkin belirsizlik halen devam etmektedir. Ancak tüketici güvenindeki artış eğiliminin güçlenmesi oldukça olumlu bir gelişme olarak görülmektedir. Merkez Bankası'nın Haziran ayındaki faiz indiriminden sonra yaptığı açıklamada, ekonomide kısmi bir toparlanma görüldüğünü ancak, küresel ekonomideki olumsuzlukların giderilmesinin uzun zaman alabileceğini belirtmiştir. Enflasyonda ise Haziran ayında geçici bir yükseliş görülse de düşüş trendinin devam edeceği vurgulanmıştır. Açıklamada en çok dikkat çeken unsur, bundan sonraki faiz indiriminin ölçülü olabileceği ve ekonomide toparlanmanın belirginleşmesi halinde faiz indirimlerinde bir yavaşlama veya indirimlere ara vermenin gündeme gelebileceği değerlendirilmiştir. Bu çerçevede Temmuz ayında yapılacak toplantıda faiz oranlarının değiştirilmeden bırakılması beklenmektedir.

Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak 30 Haziran tarihinde açıklanacak 2009 yılının ilk çeyreğine ilişkin büyüme oranının -%12.4 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. 2009 yılı büyüme oranı tahminimizi ise -%5.1 olarak korumaktayız. IMF ile Dünya Bankası'nın 2009 yılı için %5.1 ve -%5,5'lik büyüme beklentileri göz önüne alındığında, Katılım Öncesi Ekonomik Program'da yer alan 2009 yılı için %3.6 küçülme tahmininin de %5'e revize edilmesi beklenebilir.

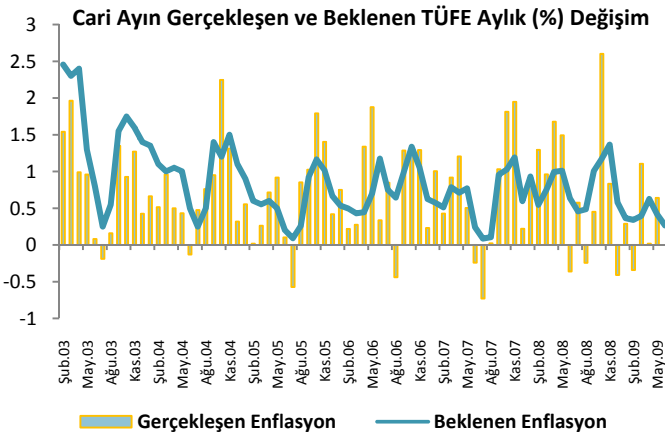
Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı büyüme oranı tahminimiz -%5.1'dir.

Mayıs ayında TÜFE yıllık bazda %5,24 ile son 39 yılın en düşük seviyesine geriledi...

% Değişim	TÜFE	ÜFE
(2003=100)	Mayıs.09	Mayıs.09
Bir önceki aya göre	0.64	-0.05
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	1.71	2.30
Bir önceki yılın aynı ayına göre	5.24	-2.46
On iki aylık ortalamalara göre	9.49	8.96

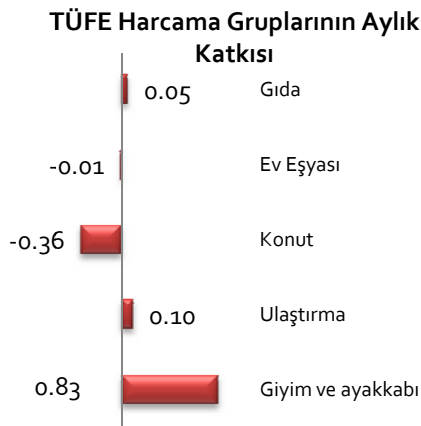
Kaynak:TÜİK

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan verilere göre, Mayıs ayında Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bir önceki aya göre %0.64 oranında artmıştır. Böylece yıllık bazda TÜFE’de artış %5.24’e gerilerken, açıklanan rakam son 39 yılın en düşük yıllık TÜFE değerine işaret etmektedir. Mayıs ayı verileri enflasyonda yaşanan düşüş trendinin devam ettiğini yansıtırken, önümüzdeki günlerde ise düşük baz etkisinin ortadan kalkmasıyla yıllık enflasyonda yukarı yönlü bir seyir izlenmesi beklenmektedir. Özellikle son günlerde petrol fiyatlarında yaşanan yükselişler bu beklentileri güçlendirmektedir.



Krizle birlikte daralan talep nedeniyle düşüş trendine giren TÜFE, Mayıs ayında aylık bazda ise beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir (piyasa beklentisi:%0.45). Mayıs ayı tüketici fiyatlarındaki artışın kaynağında %11.5 oranında mevsimsel artış yaşayan giyim fiyatları yer almıştır. Enflasyonun beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinin de ise Mart ayında %3.9’luk artışın ardından, Nisan ayında düşüş yaşayan gıda fiyatlarının Mayıs ayında mevsimsel olarak gerilemeye devam etmek yerine yükselmesi etkili olmuştur. Bu artışta ise işlenmemiş gıda fiyatlarının Mayıs ayında %0.30 oranında artması ve grup yıllık

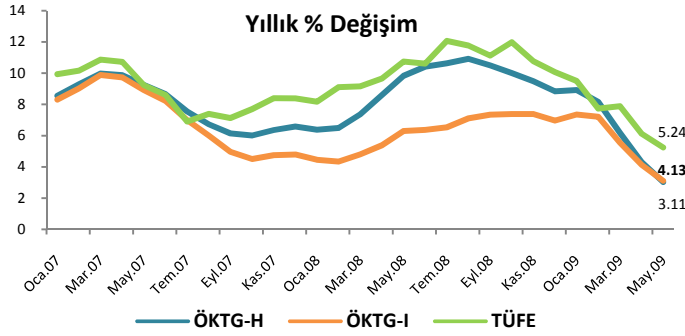
enflasyonunun %13.59’a yükselmesi rol oynamıştır.



TÜFE’de ana harcama ağırlığı detayları incelendiğinde doğalgaz fiyatlarındaki %25’lik düşüşün etkisiyle, %1.91 puan gerileme gösteren konut fiyatları kategorisinin giyim ve gıda kaynaklı artışları sınırladığı görülmektedir. ÖTV indirimlerinin ise enflasyon üzerindeki aşağı yönlü etkisinin devam ettiği izlenirken, bu etkinin Mayıs ayında oldukça yavaşladığı dikkat çekmektedir. Vergi indirimlerinin Haziran ayında son bulmasının ardından alınan yeni kararlar da vergi indirimlerine kısmen devam ediliyor olması enflasyonun geçici olarak yükselme riski bulunduğuna işaret etmektedir. Yeni düzenlemeye göre, binek otomobiller üzerindeki ÖTV %18’den %27.2’ye yükseltilirken, geçici vergi indirimi uygulaması başlamadan önce söz konusu oranın %37’de bulunması vergi indirimlerinin kısmen devam ettiğini yansıtmaktadır.

Diğer taraftan Bakanlar Kurulu, tütün ve tütün mamüllerinden alınan (ÖTV) tutarlarını 50 kuruş artırma kararı alırken, söz konusu artışın Haziran ayı enflasyon rakamları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturması beklenmektedir. Nisan ayı TÜFE rakamlarında yaşanan yükselişte rol oynayan diğer önemli bir grup ise petrol fiyatlarında yaşanan artışın izlendiği ulaştırma grubu olmuştur. Global piyasalarda yaşanan toparlanmaya bağlı olarak Mayıs ayında 60 dolar/varil seviyesine kadar yükselen petrol fiyatları söz konusu grubun %0.79

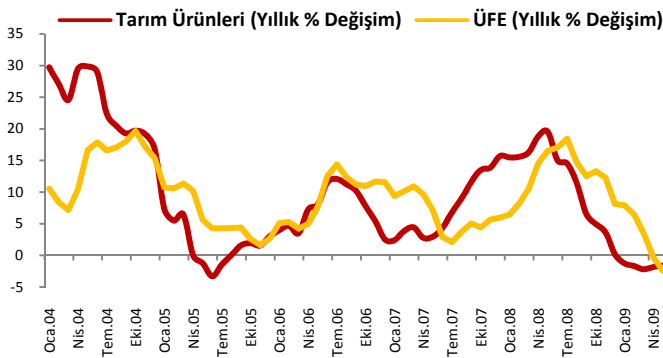
oranında artmasına neden olmuştur. Önümüzdeki günlerde 70 dolar/varil seviyelerine yükselmiş olan petrol fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi enflasyon üzerinde son derece önemli bir baskı oluşturacaktır.



Çekirdek enflasyon göstergelerinin tümünün yıllık bazda önceki aya göre Nisan ayında gerilemeye devam ettiği görülmektedir. Enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altını dışlayan ÖKTG-H endeksinin yıllık artış oranı 1.28 puan gerileyerek %3.03 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu endeksten işlenmiş gıda ürünleri çıkarılarak elde edilen ÖKTG-I göstergesinin yıllık artış oranı ise 0.97 puan düşerek %3.17 seviyesine gerilemiştir. Özel kapsamlı enflasyon göstergelerindeki bu

belirgin azalışın Haziran ayı itibariyle durması beklenmektedir. Özellikle söz konusu endekslerdeki baz etkisinin sona ermesi bu beklentileri güçlendirmektedir.

ÜFE'de ise, talep daralmasının etkisi daha sert bir şekilde hissedilmektedir. ÜFE enflasyonu Mayıs ayında aylık bazda -%0.05 ile Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar olarak bizim beklentimize (%0.01) paralel olarak piyasa beklentisinin (%0.60) altında gerçekleşmiştir. 2008 yılında rekor seviyelere yükselmesinden dolayı, baz etkisiyle yıllık olarak ise deflasyona işaret eden endeks -%2.46 seviyesine gerilemiştir. Böylece, ÜFE enflasyonu 61 yıldan beri iki kez üst üste yıllık olarak negatif bir değer alırken, fiyatlardaki düşüşün güçlü baz etkisinin devam etmesi nedeniyle Ağustos ayına kadar devam etmesi mümkün olabilir. ÜFE enflasyonunun alt grupları incelendiğinde, tarım grubu fiyatlarının bir önceki yıla göre gerilemeye devam ettiği görülmektedir. Mayıs ayında imalat sanayi fiyatlarında ise belirgin bir değişim izlenmezken, grup yıllık enflasyonunun -%5'e gerilemesi ekonomik aktivitedeki daralmaya işaret etmektedir. Doğalgaz indirimleriyle %10 gerileyen elektrik, gaz ve su kategorisi fiyatlarıyla aylık ÜFE değişiminin negatif alanda kalması ise yaşanan düşüşte etkili olan diğer bir gelişme olmuştur.



Son dönemde enflasyon oranında yaşanan düşüşün yerini, 3 Temmuz'da açıklanacak olan Haziran ayı rakamlarında baz etkisi ve vergi oranlarındaki ayarlamalar nedeniyle sınırlı artışlara bırakmasını bekliyoruz. Haziran ayında yıllık enflasyonda yükseliş yaşanacakken, TCMB Para Politikası Kurulu (PPK) Haziran ayı toplantısına ilişkin özetlerde bu yükselişin kalıcı olmayacağını beklediğini belirtmiştir. TCMB enflasyondaki gerilemenin tüm alt kalemlere yayılması nedeniyle, özellikle hizmet kalemindeki yavaşlamanın

giderek belirginleşmesinin altını çizirken tüketim talebine ilişkin göstergelerin Mart ayındaki yukarı yönlü seyrini Nisan ve Mayıs aylarında da sürdürse de henüz belirgin bir canlanma gözlenmemekte olduğunu dolayısıyla talepteki belirgin yavaşlamanın enflasyon üzerindeki etkisinin önümüzdeki günlerde devam edebileceğine değinmiştir. Diğer taraftan önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki yükselişler, ÖTV indirimlerinin olumlu katkısının hafiflemesi ve yılın ikinci yarısında baz etkisinin desteğinin sınırlanması sebebiyle dezenflasyonun yavaşlamasına neden olabilecektir. Bu doğrultuda yılsonu enflasyon beklentimizi %6.75 seviyesinde korumaya devam ediyoruz.

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

Merkez Bankası beklentilerin üzerinde faiz indirimine gitti...

TCMB O/N Faiz Oranları		
	Borç Alma	Borç Verme
14.08.2008	16.75	20.25
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

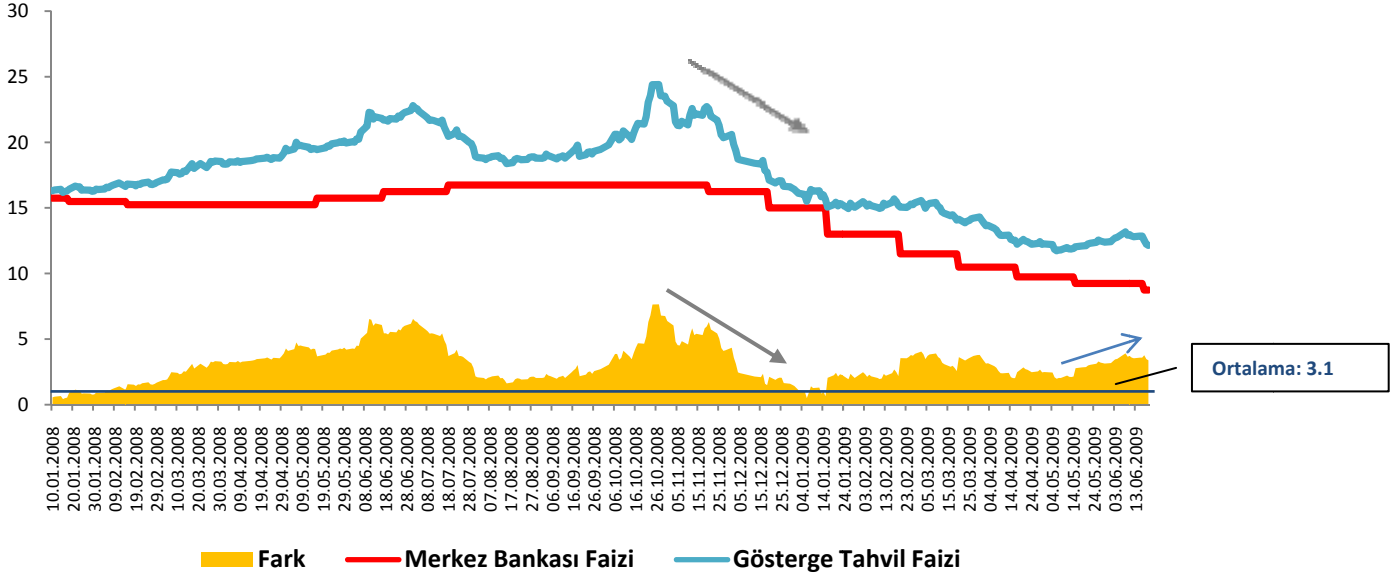
Kaynak:TCMB

Türkiye Merkez Bankası 16 Haziran 2009 tarihinde yaptığı Para Politikası Kurulu toplantısında gecelik borçlanma faiz oranlarını 25 baz puan olan piyasa beklentilerinin üzerinde 50 baz puan indirmiştir. Böylece %9.25 olan borç verme faiz oranı %8.75'e; %11.75 olan borç alma faiz oranı ise %11.25'e düşürülmüştür. Merkez Bankası ayrıca bankaların likidite durumlarına vurgu yaparak haftalık repo işlemlerine ek olarak, üç aya kadar vadeli repo ihalelerinin kullanılabilmesine karar vermiştir. Böylece Merkez Bankası'nın hızlı faiz indirim sürecine başladığı 2008 yılı Ekim ayından bu yana yaptığı faiz indirimi 8 puanı; 2009 yılı başından itibaren yaptığı faiz indirimi ise 6.25 puanı bulmuştur.

14 Mayıs	16 Haziran
Son dönemde açıklanan veriler özel tüketim talebinde kısmi bir canlanma yaşanabileceğine işaret etmektedir.	Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyete dair kısmi toparlanma işaretleri içermektedir.
...küresel ekonomiye ilişkin göstergelerde henüz belirgin bir iyileşme gözlenmemektedir.	...küresel ekonomideki olumsuzlukların giderilmesinin uzun zaman alabileceği anlaşılmaktadır.
Petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki birikimli gerilemenin de katkısıyla kısa vadede enflasyondaki düşüşün devam edeceği tahmin edilmektedir.	Haziran ayında baz etkisi ve vergi ayarlamaları nedeniyle yıllık enflasyonda gözlenebilecek yükselişin kalıcı olmayacağı tahmin edilmektedir.
Kurul, bundan sonraki faiz indiriminin ölçülü olabileceği ve para politikasının aşağı yönlü esnekliğini uzunca bir süre korumasının gerekebileceği değerlendirilmesinde bulunmuştur.	Kurul, bundan sonraki faiz indiriminin ölçülü olabileceği ve para politikasının aşağı yönlü esnekliğini uzunca bir süre korumasının gerekebileceği, iktisadi faaliyete dair toparlanma işaretlerinin belirginleşmesi halinde ise faiz indirimlerinde bir yavaşlamanın veya indirimlere ara vermenin gündeme alınabileceği değerlendirilmesinde bulunmuştur.

Merkez Bankası son faiz indirimi yaptığı toplantının ardından yayımladığı yazılı açıklama bir önceki faiz kararlarının ardından yapılan açıklamalardan bir takım farklılıklar içermektedir. Söz konusu farklılıklara ilişkin belirlemeler yapmak ise Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönemde izleyeceği para politikasına ilişkin önemli ipuçları taşımaktadır. Merkez Bankası'nın son Para Politikası Toplantısı'na (PPK) ilişkin notta bir öncekinden farklı olarak sadece özel tüketim talebine değil iktisadi faaliyetin tamamına vurgu yapılmış ve kısmi canlanma yerine kısmi toparlanma ifadesi kullanılmıştır. Toplantıyı izleyen günlerde Merkez Bankası Başkanı'nın yaptığı konuşmada "tünelin ucunda bir ışık görüldü" ifadesi de PPK kararındaki ifadelerle paralellik taşımaktadır. Ancak, Başkanın söz konusu ifadesinde ortaya konulan temkinli duruş da gözden kaçırılmamalıdır. Merkez Bankası'nın yazılı açıklamasında bir başka önemli ifade de küresel ekonomik görünüme ilişkin yapılan varsayımlarda kendini göstermektedir. Önceki raporlarda küresel ekonomide henüz bir toparlanma görülmediği belirtilirken, son açıklamada yer alan olumsuzlukların giderilmesinin uzun zaman alacağı ifadesi küresel ekonomiye ilişkin daha olumlu bir algılamaya işaret olarak kabul edilebilir. Türkiye ekonomisinde enflasyona dair yapılan yorumlarda Haziran ayına ilişkin bir takım özel ifadeler yer almasına karşın düşüşün devam edebileceği görüşünün korunduğu görülmektedir. Kararların ardından yapılan açıklamalar içinde Merkez Bankası'nın gelecekteki duruşuna ilişkin en önemli ipucunu veren farklılık ise üçüncü paragrafta yer

almaktadır. Daha önceki açıklamalarda Merkez Bankası sıklıkla para politikasının aşağı yönlü esnekliğini uzunca bir süre korumasının gerekebileceği vurgusunu yaparken en son açıklamasında bu vurguya ek olarak, ekonomilerdeki toparlanmanın kalıcı olması durumuna ilişkin bir senaryoyu ortaya koymuştur. Buna göre Merkez Bankası'nın iktisadi faaliyete dair toparlanma işaretlerinin belirginleşmesi halinde faiz indirimlerinde bir yavaşlamanın veya indirimlere ara vermenin gündeme alınabileceği değerlendirilmesi, orta vade için önemli bir bakış açısı kazandırmaktadır.



Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin piyasa faizlerini yönlendirmedeki başarısı son dönemde uygulanan faiz indirim politikasının işlevselliği açısından önemli bilgiler içermektedir. 2008 yılı Ekim ayından itibaren uygulanan sert faiz indirimleri, o dönemde Merkez Bankası tarafından çeşitli çalışmalarda da ortaya konulduğu şekilde sürpriz etkisinin de yardımıyla piyasa faiz oranlarını hızla aşağı çekmiştir. Merkez Bankası'nın gevşek para politikasını uzun süre kesintisiz uygulamasında küresel olarak bir çok ülkenin faiz oranlarını eşgüdümlü olarak aşağı çekmesi de etkili olmuştur.

Gelişmiş ülkelerle birlikte gelişmekte olan ülkelerin de gevşek para politikası uygulaması Türkiye'nin faiz oranlarının görece olarak düşük kalmasını engellemiş ve TL'nin cazibesini devam ettirerek düşük faizlerin kur üzerinde baskı yaratmasını önlemiştir. 2009 yılının başından itibaren Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin piyasa faizlerini aşağı çekmedeki etkisinin bir miktar azaldığı ve faiz indirimlerinin devam etmesine karşın gösterge tahvilin yatay bir seyir izlediği görülmüştür. Son dönemde de Merkez Bankası'nın Mayıs ayındaki faiz indirimine karşın gösterge tahvilin getirisinde bir yükseliş yaşandığı dikkat çekmektedir. Söz konusu yükselişte, yurtdışında IMF görüşmelerine ilişkin belirsizliğin devam etmesi önemli rol oynarken, ABD'de devlet tahvili getirilerindeki artış da etkili olmuştur. Sonuç olarak Mayıs ayından itibaren gösterge tahvil getirisi ile Merkez Bankası'nın borç alma faizi arasındaki fark artmıştır. Merkez Bankası'nın son yaptığı 50 baz puanlık indirimin piyasalarda olumlu algılanması ve yurtdışı piyasalardaki olumlu havanın devam ettiği bir ortamda IMF anlaşmasının yapılabileceğine ilişkin ortaya çıkan söylentiler gösterge tahvilin getirisinin düşmesine neden olmuştur. Bu durum, farkın bir miktar daralmasına neden olsa da bu etkinin kalıcı olmayabileceğine ilişkin soru işaretleri bulunmaktadır.

Son dönemde piyasalarda konuşulan ekonomilerdeki toparlanmanın gerçekleşmesi faiz indirim sürecinde olan bir çok ülkenin artan enflasyon endişeleri ile faiz artırımlarına başlayabileceği ihtimalini doğurmaktadır. Bu durum daha önce de belirttiğimiz gibi Türkiye ekonomisinin yüksek dış finansman ihtiyacı nedeniyle benzer olarak faizleri artırmaya neden olabilecektir. Ayrıca küresel ekonomilerdeki canlanmanın emtia ve gıda fiyatlarında yaratabileceği yükseliş trendi de enflasyon bağlantısı nedeniyle Merkez Bankası'nın para politikasını sıkılaştırmasına neden olabilecektir. Tüm bu etkilere paralel olarak, daha önceki raporlarımızda vurguladığımız gibi enflasyondaki baz etkisinin ortadan kalkması da piyasada sıklıkla yer alan enflasyonun %5 seviyelerine gerileyebileceği senaryosunun gerçekleşme ihtimalini azaltmaktadır. Sonuç olarak,

ekonomilerdeki toparlanma eğiliminin devam etmesinin Merkez Bankası'nı yılın son çeyreğinde faiz arttırımına zorlayabileceğini düşünmekteyiz. Ayrıca Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin sonuna gelmiş olma ihtimali de göz önünde bulundurulmalıdır.

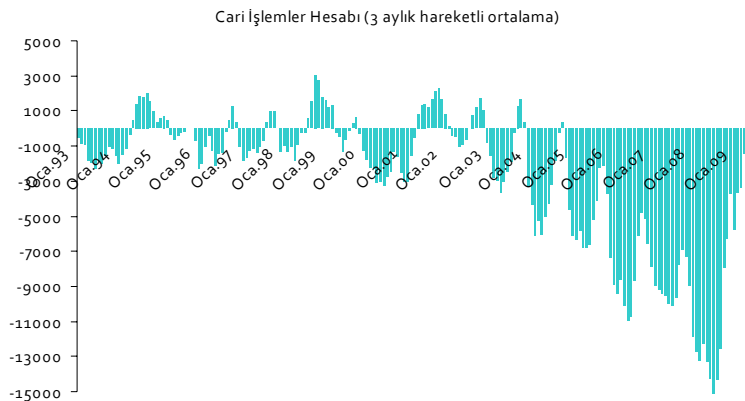
Vakıfbank Hazine Başkanlığı, Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yıl sonu TCMB gecelik borçlanma faiz oranı tahminimiz %12'dir.

Cari işlemler açığı Ocak-Nisan döneminde 1.24 milyar dolar olarak gerçekleşti...

Ödemeler Dengesi						
(Milyar dolar)	Nisan			Ocak-Nisan		
	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-5.179	-1.239	-76.08	-17.473	-2.659	-84.78
Dış Ticaret Dengesi	-5.049	-1.466	-70.96	-17.182	-2.662	-84.51
İthalat	-17.067	-9.618	-43.65	-64.380	-36.943	-42.62
İhracat	12.018	8.152	-32.17	47.198	34.281	-27.37
Hizmetler Dengesi	0.408	0.727	78.19	1.683	1.846	9.69
Gelir Dengesi	-0.648	-0.604	-6.79	-2.573	-2.443	-5.05
Cari Transferler	0.110	0.104	-5.45	0.599	0.600	0.17
Finans Hesabı	5.363	1.384	-74.19	17.030	-3.206	-
Doğrudan Yatırımlar	0.652	0.653	0.15	4.152	2.548	-38.63
Portföy Yatırımları	-2.135	0.875	-	-3.451	-2.334	-32.37
Diğer Yatırımlar	5.961	-2.815	-	15.503	-7.273	-
Net Hata Noksan	-0.184	-0.145	-21.20	0.443	5.865	-
Rezerv Varlıklar	0.815	2.671	201.81	0.263	3.173	366.46
Resmi Rezervler	0.885	2.671	201.81	0.826	3.853	366.46

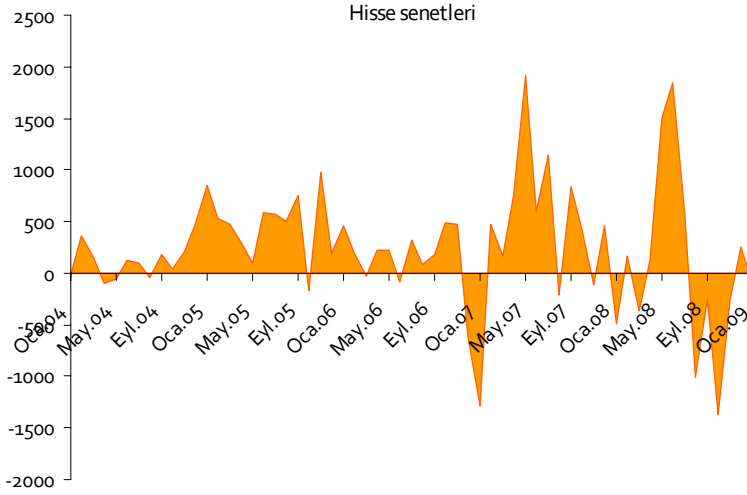
Kaynak: TCMB

Bir önceki yılın Nisan ayında 5.179 milyar dolar açık veren cari işlemler hesabı, bu yılın Nisan ayında 1.239 milyar dolar açık vermiştir. Bu gelişmede, bir önceki yılın Nisan ayında 5.049 milyar dolar açık veren dış ticaret dengesinin bu yılın Nisan ayında 1.466 milyar dolar açık vermesi en büyük etken olmuştur. Bu ise ithalatın oransal olarak ihracattan daha sert bir şekilde daralmasından kaynaklanmıştır. Böylece 2009 yılı Ocak – Nisan döneminde cari işlemler açığı, 2.66 milyar dolar olarak gerçekleşerek, geçen yılın aynı dönemine göre, %85 oranında daralmıştır.



Cari İşlemler Hesabı incelendiğinde, hizmetler dengesinde turizm alt kaleminde Ocak-Nisan döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %10'luk düşüş görülmesine rağmen, hizmetler dengesindeki döviz girişi Ocak-Nisan döneminde %9.7 oranında artarak, 1.85 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Gelir dengesindeki açık ise, faiz ödemelerinde görülen döviz çıkışının kar transferlerinde görülen artıştan fazla olması sebebiyle

daha da artmıştır. Gelir Dengesi'ndeki döviz çıkışının, Nisan ayında geçen yılın aynı ayına göre %6.8 oranında azalmasının etkisiyle, Ocak-Nisan döneminde söz konusu çıkış, geçen yılın aynı dönemine göre %5 oranında daralmıştır. Ocak-Nisan döneminde geçen yılın aynı dönemine göre bir miktar artan kamunun, reel sektörün ve bankaların faiz ödemeleri Nisan ayında 557 milyon dolar açık olarak gerçekleşmiştir.



Sermaye ve finans hesabı incelendiğinde ise, cari işlemler dengesinin finansmanında görülen bozulmanın bir miktar toparlandığı görülmektedir. Özellikle geçen yılın Ağustos ayında başlayan döviz çıkışı, Nisan ayında tersine dönerek 1.38 milyar dolar döviz girişi olarak olumlu yönde değişmiştir. Söz konusu iyileşme yurtdışı piyasalarda başlayan olumlu hava ile birlikte hükümetin krize karşı ek önlemler almaya başlamasından kaynaklanmaktadır. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)'deki çıkış Nisan ayında devam etmesine karşın, hisse senetlerinde

görülen döviz girişinin finans hesabındaki toparlanmanın ana kaynağı olduğu görülmektedir. Ayrıca diğer yatırımlar alt kaleminde görülen kredilerin geri ödemelerindeki döviz çıkışı devam etmektedir. Net hata noksan kaleminde de uzun bir süredir devam eden yüksek seviyeler Nisan ayında azalarak geçen yılın aynı ayına göre %21 oranında gerilemiştir. Net hata noksan kalemi, Ocak-Nisan döneminde ise, yılın ilk çeyreğinde görülen yüksek seviyelerin etkisiyle 5.87 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Sermaye ve finans hesabında Nisan ayında görülen hafif toparlanmanın yurtdışında yeni bir dalgalanmanın olmadığı sürece yaz ayları boyunca devam etmesini bekliyoruz. İhracattaki ve ithalattaki düşüşün uzun bir süre daha gerilemeye devam etmesini, yurtdışı piyasalarda güven ortamının yeniden oluşmasıyla eski haline dönmesini öngörmekteyiz. Buna karşın, ABD ekonomisindeki resesyonun "W" şeklinde olacağı öngörüsünün gerçekleşmesi durumunda yurtdışındaki piyasalar yeniden bozulmaya başlayacak ve cari işlemler dengesindeki açık, kısa sürede kapanabilecektir. Ekonomik Araştırmalar olarak, krizin son çeyrekte sonlanmasıyla birlikte, canlanacak olan ithalatın etkisiyle cari işlemler açığının yıl sonu itibarıyla 12-15 milyar dolar arasında olmasını, buna karşın krizin 2010 yılına sarkacağı kesinleşmesi halinde ise, dış ticaret hacmini daha da azalmasıyla cari işlemler açığının 10 milyar doların altına inmesini beklemekteyiz. Hatta cari işlemler dengesinin GSYİH'nın %0'ına kadar gerilemesi mümkün gözükmektedir.

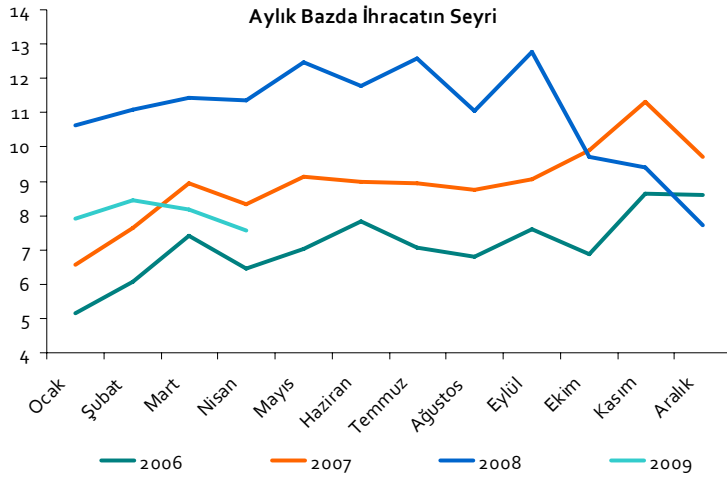
Vakıfbank Hazine Başkanlığı Ekonomik Araştırmalar Müdürlüğü olarak, 2009 yılı cari işlemler açığı tahminimiz 13.1 milyar dolardır.

2009 yılı Nisan ayında dış ticaret açığı geçen yıla göre %61 oranında geriledi...

Dış Ticaret						
Milyon dolar	Nisan			Ocak – Nisan		
	2008	2009	Değ. (%)	2008	2009	Değ. (%)
İhracat	11,364	7,576	-33.3	44,500	32,075	-27.9
İthalat	17,889	10.119	-43.4	67,066	38,910	-42.0
Dış Ticaret Dengesi	-6,525	-2,543	-61.0	-22,567	-6,835	-69.7
Karşılama Oranı (%)	63.5	74.9		66.4	82.4	

Kaynak:TÜİK

TÜİK tarafından açıklanan Nisan ayı dış ticaret verilerine göre, ihracat, bir önceki yılın aynı ayına göre %33.3 azalarak 7.6 milyar dolara, ithalat ise %43.4'lük azalışla 10.1 milyar dolara gerilemiştir. Böylece, 2008 yılı Nisan ayında 6.5 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2009 yılının aynı ayında %61 oranında azalışla 2.5 milyar dolara düşmüştür. Böylece ihracattaki azalışa karşın ithalatın çok daha yüksek oranda azalması 2008 yılının Nisan ayında %63.5 olan ihracatın ithalatı karşılama oranının %74.9'a çıkmasına neden olmuştur.



2009 yılı Mart ayında ihracatta en yüksek paya sahip olan ve yaklaşık son 6 aydır ciddi şekilde artış gösteren inci, kıymetli taş ve metal mamulleri, Nisan ayında aylık bazda gerileyerek en yüksek ikinci paya sahip olan fasıla olmuştur. %2 oranında gerileyen söz konusu fasıla, Ocak- Nisan döneminde ise en yüksek paya sahip olan fasıla olmaya devam etmiştir. Nisan ayında ihracatta en yüksek paya sahip olan Kara taşıtları ve aksesuarları fasılası %55 oranında gerileyerek 851.5 milyon dolara düşmüştür. Üçüncü en yüksek paya sahip olan makineler ve mekanik cihazlar fasılası %32.4 oranında gerileyerek 663.99 milyon

dolar olarak gerçekleşmiştir. En yüksek artış gösteren fasıllar ise, canlı hayvanlar ve hububat fasılları olurken ihracattaki paylarının düşük olmasından dolayı etkisi sınırlı kalmıştır. Ocak-Nisan döneminde ise, Kara taşıtları ve aksesuarları fasılları %54.2 oranında azalarak 3.28 milyar dolara gerilerken bakır ve bakırdan eşya fasılası %70 oranında düşmüştür. Ocak-Nisan döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre, yüksek artış gösteren fasıllar ise, canlı hayvanlar ve hububat gibi fasıllar olmuştur.

Sektörler bazında ithalat incelendiğinde, 2009 yılı Nisan ayında ara malı ithalatı %48 oranında gerileyerek 6.98 milyar dolara düşerken toplam ihracat içerisindeki payı %75.8'den %69'a düşmüştür. Ocak-Nisan döneminde ise, ara malı ithalatı %45 oranında düşerken toplam ithalat içerisindeki payı %74.9'dan %70.7'ye gerilemiştir. Sermaye ve tüketim mallarında Nisan ayında bir önceki yılın aynı ayına göre düşüş görülmesine rağmen, toplam ithalat içerisindeki paylarında artış görülmüştür. Ayrıca, ithalatta petrol fiyatlarında görülen artışın etkisiyle mineral yağlar ve yakıtlar grubundaki yükseliş Nisan ayında da devam etmiştir. Bu fasılayı makineler, mekanik cihazlar, kazanlar ve aksesuar-parçaları, elektrikli makina ve cihazlar ve demir-çelik izlemiştir.

2008 Nisan ayında %51.8 olan Avrupa Birliği'nin (AB) ihracattaki payı 2009 Nisan ayında %45.5'e gerilemiştir. AB'ye yapılan ihracat, 2008 yılının aynı ayına göre %41.4 azalırken 2009 Nisan ayında en fazla ihracat yapılan ülke Almanya olmuştur. Bu ülkeye yapılan ihracat 2008 Nisan ayına göre %39.1 azalırken, Almanya'yı sırasıyla Fransa, Irak ve İtalya takip etmiştir. İthalatta ise Rusya Federasyonu ilk sırada yer almış, bu ülkeden yapılan ithalat %59.1 azalmıştır. İthalatta Rusya'yı sırasıyla Almanya, Çin ve İtalya izlemiştir.

(Milyon TL)	Mayıs			Ocak-Mayıs			Hedef	Gerç.Oranı(%)
	2008	2009	Reel Değ. (%)	2008	2009	Reel Değ.(%)		
Bütçe Harcamaları	15.823	19.464	16.9	86.023	106.898	18.1	259.156	41.2
Faiz Dışı Harc.	14.141	14.473	-2.7	66.425	80.780	15.6	201.656	40.1
Personel ve SGKDP	4.490	5.140	8.8	23.090	26.665	9.7	64.454	41.4
Mal ve Hizmet Al.	1.813	1.671	-12.4	7.426	8.798	12.6	25.454	34.6
Cari Trans.	6.243	6.330	-3.7	30.289	38.338	20.3	87.956	43.6
Sermaye Giderleri	1.034	0.776	-28.7	2.960	3.706	19.0	14.839	25.0
Faiz Harcamaları	1.681	4.991	182.0	19.598	26.119	26.6	57.500	45.4
Bütçe Gelirleri	19.212	18.854	-6.7	83.962	86.215	-2.4	248.758	34.7
Vergi Gelirleri	16.902	15.275	-14.1	70.060	66.233	-10.2	202.090	32.8
Diğer Gelirler	2.309	3.579	47.2	13.902	19.982	36.6	40.867	48.9
Bütçe Dengesi	3.389	-610	-117.1	-2.060	-20.683	854.0	-10.398	198.9
Faiz Dışı Denge	5.070	4.381	-17.9	17.538	5.436	-70.5	47.102	11.5

Kaynak:Maliye Bakanlığı

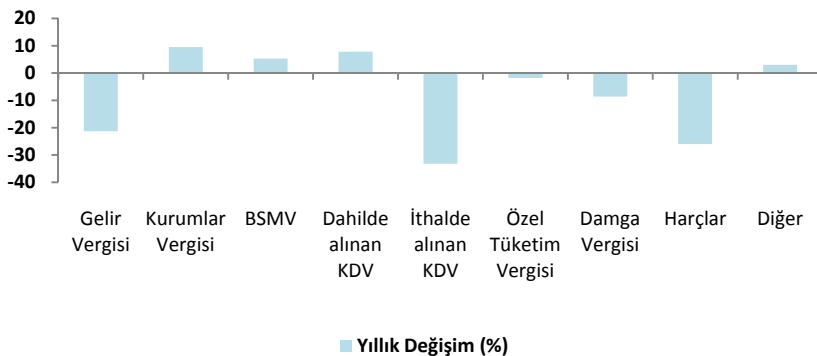
Mayıs ayına ilişkin ihracat rakamları incelendiğinde, Mayıs ayında da keskin düşüşün devamına işaret etmektedir. TİM verilerin göre, Mayıs ayında ihracat %39.97 düşüşle 7.354 milyar dolar olurken ilk beş aydaki ihracat ise, 35.849 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Otomotiv sektörü Mayıs ayında 1.331 milyar dolar ile, ihracatta sektörler bazında en yüksek paya sahip olurken 1 milyar doların üzerinde ihracat gerçekleştiren tek sektör olmuştur. Otomotivi, 995 milyon dolar ile Hazır giyim ve Konfeksiyon ve 823 milyon dolar ile Kimyevi Maddeler sektörleri takip etmiştir.

Söz konusu veriler, dış ticaret hacminin bir süre daha azalacağına işaret etmekle birlikte, yaz aylarında azalış oranının bir miktar toparlanmasını bekliyoruz. Mart ayı sonuna doğru yürürlüğe giren otomotivdeki ÖTV ve KDV indirimlerinin, Haziran ayında artarak da olsa devam etmesi dış ticaret hacmi açısından olumlu bir gelişme olsa da ithalattaki düşüş ihracattaki düşüşten daha fazla olması bekliyoruz.

Merkezi yönetim bütçesi 2009 yılının Mayıs ayında 610 milyon TL açık verdi...

Merkezi yönetim bütçesi 2008 yılının Mayıs ayında 3.389 milyar TL fazla vermişken, 2009 yılının aynı ayında %117.1 gibi önemli bir oranda gerileme kaydederek 610 milyon TL açık vermiştir. 2009 yılının ilk beş ayı itibarıyla oluşan bütçe açığı 20.683 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Böylece bütçe açığı 2009 yılının ilk beş ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %854 oranında artış göstermiştir. 10.3 milyar TL açık öngören yılsonu bütçe hedefinin aşıldığı görülmektedir. 2008 yılının Mayıs ayında 5.070 milyar TL olan faiz dışı fazla ise 2009 yılının aynı ayında 4.381 milyar TL olmuştur. Böylece faiz dışı denge 2009 yılının ilk beş ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %70.5 oranında gerileyerek 5.436 milyar TL fazla olarak gerçekleşirken, 47.102 milyar TL olarak belirlenen yıl sonu hedefinin tutturulamayacağına ilişkin endişeleri artırıyor.

Vergi Kalemleri 2008 Mayıs - 2009 Mayıs Değişim (%)



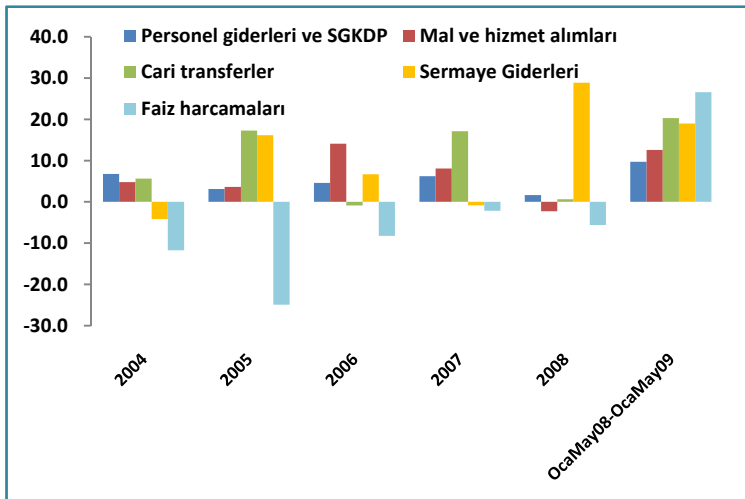
2009 yılının Mayıs ayında bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı ayına göre %6.7 gerileyerek 20 milyar 854 milyon TL olmuştur. 2009 yılının Mayıs ayında vergi dışı diğer genel bütçe gelirleri geçen yılın aynı ayına göre reel olarak %47.2 oranında artarak 3 milyar 579 milyon TL olmuştur. Vergi dışı diğer genel bütçe gelirlerinde ortaya çıkan artışta, KİT ve kamu bankaları gelirleri etkili olmuştur. Vergi gelirleri Nisan ayında aynı yılın bir önceki ayına göre %14.1 oranında düşüş göstermiştir. Vergi türleri incelendiğinde, 2009 yılının Mayıs ayında geçen yılın aynı ayına göre Kurumlar Vergisinde %9.5, BSMV'de %5.3 ve Dahilde Alınan KDV'de %7.8 oranında bir artış görülmektedir. Dahilde alınan KDV'de meydana gelen artışta uygulamaya konulan vergi indirimlerinin etkisinin olduğunu söyleyebiliriz. Buna karşın vergi gelirlerindeki düşüşte söz konusu dönemde ithalattaki daralmaya paralel olarak ithalde alınan KDV'de %33.2'lik , gelir vergisinde %21.3'lük ve ÖTV'de %1.8'lik düşüş etkili olmuştur. Krizin etkileriyle birlikte sanayileşmenin yüksek olduğu şehirlerin vergi gelirlerinde ciddi kayıplar gözlenmiştir. Dünya genelinde ve yurt içi ekonomik büyümede yaşanan sıkıntılar dikkate alındığında vergi gelirlerindeki azalışın önümüzdeki aylarda hız keserek devam etmesi beklenmektedir.

VERGİ GELİRİ EN ÇOK AZALAN ON İL (milyon TL)

İller	2008 Ocak - Mayıs	2009 Ocak - Mayıs	Değişim(%)
Kocaeli	9.863	8.192	-16,94
İstanbul	30.194	29.367	-2,74
İzmir	7.158	6.512	-9,02
Bursa	1.817	1.439	-20,80
Zonguldak	417	160	-61,63
Mersin	1.364	1.208	-11,44
Samsun	412	346	-16,02
Kırıkkale	155	93	-40,00
Antalya	878	819	-6,72
Sakarya	151	95	-37,09

Kaynak: Gelir İdaresi Başkanlığı

artışın belirlenen hedef dikkate alındığında beklenen bir gelişme olduğunu söyleyebiliriz. Faiz dışı harcamaların alt kalemlerine baktığımızda, söz konusu dönem için bütün kalemlerde artış gözlenmiştir. Ancak en yüksek artış cari transferler kaleminde gerçekleşmiştir.



Ocak – Mayıs döneminde bütçe harcamaları bir önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak %16.9 oranında artış göstermiştir. 2009 yılının Mayıs ayında bütçe harcamaları bir önceki yılın aynı ayına göre %6.2 artarak 19 milyar 464 milyon TL olmuştur. Faiz dışı harcamalar 2009 yılının Ocak-Mayıs döneminde reel olarak %15.6 oranında artarak 80 milyar 780 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Böylece söz konusu dönemde faiz hariç giderler için öngörülen 201 milyar 656 milyon TL ödeneğin %40.1'i kullanılmıştır. Faiz dışı harcamalardaki

Sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerindeki artış dikkat çekmektedir. Bu artışta, ekonomik gelişmelere birlikte Sosyal Güvenlik Kurumu'nun prim gelirleri tahsilatındaki yavaşlamanın etkisi görülmüştür. Ayrıca, 2008 yılının Ekim ayından itibaren uygulanmaya başlanan sosyal güvenlik primi işveren hissesinin 5 puanlık kısmının Hazine tarafından ödenmesi de bu artışta etkili olmuştur. Faiz giderleri 2009 yılının Mayıs ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %182 oranında artış göstererek 4 milyar 991 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Böylece bütçede faiz giderleri için öngörülmüş olan 57 milyar 500 milyon TL

ödeneğin, %45.4'ü kullanılmıştır. Faiz giderlerindeki bu artış borç stokunun vade yapısına bağlı olarak ortaya çıkarken, faiz giderleri program hedefleri ile uyumlu hareket etmektedir.

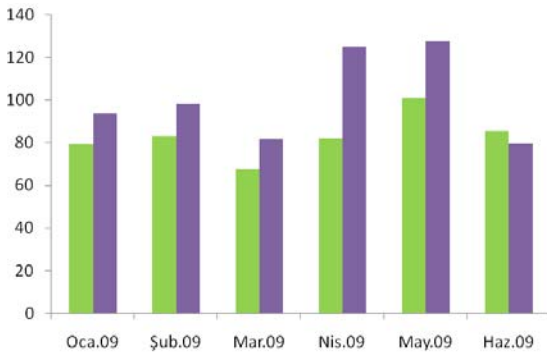
Bütçenin ilk 5 aylık performansı geçen yılın aynı dönemine göre değerlendirildiğinde ciddi bir bozulmaya işaret etmektedir. Bütçe dengesindeki bozulma daha çok harcamalardaki artıştan kaynaklanmıştır. 2003 yılından beri uygulanan sıkı maliye politikası ile kamunun borçlanma ihtiyacı düşürülerek faiz harcamalarında reel olarak gerileme sağlanmıştır. Ancak küresel piyasalarda yaşanan krizin kamu dengelerinde yarattığı bozulmanın borçlanma ihtiyacını artırması faiz harcamalarında artışa neden olmuştur. Yurt dışı borçlanma

imkanlarının azaldığı, maliyetlerinin arttığı ve yurt içi ve yurt dışı talepteki daralmaya bağlı olarak vergi gelirlerinin azaldığı bir ortamda kamunun harcamalarını yurt içi borçlanmayla finanse etmesi beklenirken, kamunun borçlanma ihtiyacının artması faiz oranlarını da yükseltici bir etkiye neden olabilecektir. Büyümedeki daralma göz önüne alındığında vergi gelirlerindeki riskler de devam etmektedir. Azalan taleple birlikte ithalatın da gerileye başlaması ithalden alınan KDV'nin düşmesine yol açmıştır. Bütçe açığının Mayıs ayı sonu itibarıyla 2009 yılı için hedeflenen tutarı aşması önümüzdeki günlerde bütçe beklentilerine ilişkin bir revizyona gidilmesi ihtimalini artırmaktadır.

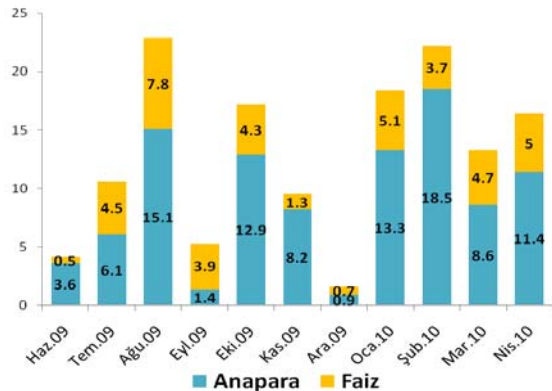
Para politikası araçlarının küresel krizin etkilerini gidermekte yetersiz kalması bazı ülkeleri maliye politikası araçlarına yönlendirmiştir. Bunun sonucunda ülkeler krizin etkilerini hafifletmek için bir dizi destek paketleri açıklamıştır. Açıklanan destek paketlerinde maliye politikası önlemleri kamu harcamalarının artırılması, vergi oranlarının düşürülmesi şeklinde kendini göstermiştir. Ekonomide stabilizasyonun sağlanması açısından hayati önem taşıyan teşvik paketleri ülkelerin bütçeleri üzerinde ciddi baskılar yaratmıştır. 2009 yılında krizin etkilerini hafifletmek için uygulanan politikaların pek çok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de mali disiplinde gevşemeye yol açması beklenen bir durumdur.

Merkezi Yönetim Borç Stoku Mayıs ayında 1.9 milyar TL artarak 411.2 milyar TL olarak gerçekleşti...

Hazine Müsteşarlığı Haziran ayına ait "İç Borçlanma Stratejisi"ne göre, Haziran ayında iç piyasalara yapılacak 4.1 milyar TL'lik itfaya karşılık, iç piyasalardan 3.5 milyar TL tutarında iç borçlanma yapılmasını öngörürken, 23 Haziran'da 20 ay vadeli TL cinsi iskontolu tahvil ve 4 yıl vadeli TL cinsi sabit kuponlu tahvil ihalesi düzenlemiştir. Hazine Haziran ayında gerçekleştirdiği ihalelerde planladığı miktarın altında 3.466 milyar TL borçlanma gerçekleştirmiştir. Böylece Hazine'nin iç borç çevirme oranı Haziran ayında kamu kurumları olmadan %79.6, kamu kurumları katıldığında ise %84 olarak gerçekleşmiştir.



■ İç Borçlanma Öngörüsü/ İtfa
■ Gerçekleşen İç Borçlanma / İtfa



■ Anapara ■ Faiz

Hazine, 2009 yılında gerçekleşecek iç borç itfalarının altında borçlanmayı hedeflediğini açıklamasına rağmen, Haziran ayına kadar yapılan ihalelerde hedeflediği düzeyin üzerinde borçlanmıştır. Hazine'nin iç borçlanma tutarının itfalara oranı 2009 yılının ilk beş ayında ortalama %105 olmuştur. Haziran ayında ise Hazine, bu yıl ilk kez olmak üzere öngördüğü düzeyin altında borçlanmıştır.

Piyasa oyuncuları Haziran ayında toplam iç borç ödemelerinin nispeten düşük olması sebebiyle, ihaleye gelen talebin yetersiz olmasını geçici bir durum olarak görmektedir. Bu durumun yüksek iç borç itfasının olduğu Ağustos ayında da devam etmesi faizleri yukarı çekebilecektir. Ağustos dönemine kadar IMF ile ilgili olumsuz bir gelişme yaşanmaması halinde Ağustos dönemindeki yüklü itfaların da rahat atlatılması mümkün görünmektedir.

Merkezi Yönetim Borç Stoku (milyar TL)

	Şub.2009	Mar.2009	Nis.09	May.09
Toplam Borç Stoku	403.5	407.7	409.3	411.2
İç Borç Stoku	288.9	292.3	297.8	301.9
Dış Borç Stoku	114.6	115.4	111.6	109.3

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre, 2009 yılı Nisan ayında Merkezi Yönetim Borç Stoku, bir önceki aya göre 1.9 milyar TL artarak, 411.2 milyar TL'ye (268 milyar dolar) ulaşmıştır. Söz konusu artış, dış borç stoku 2.2 milyar TL azaldığı halde iç borç stokunun 4.1 milyar TL artmasından kaynaklanmıştır. Merkezi Yönetim

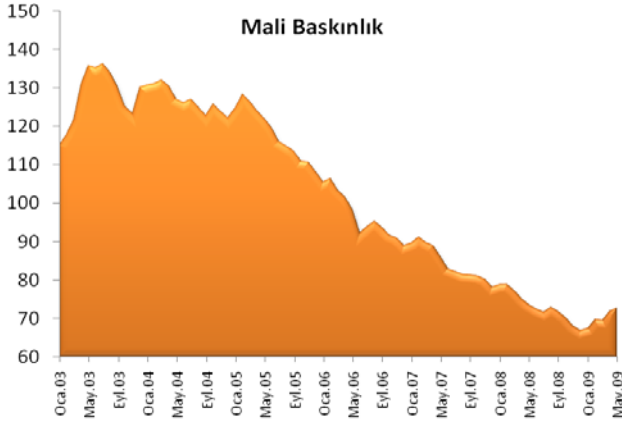
Borç Stokunun TL-YP ayrımı incelendiğinde, TL cinsinden borcun toplam borç stoku içindeki payı 2009 yılı Mayıs ayında bir önceki aya göre bir miktar artarak %68,6 olarak gerçekleşmiştir.

Finansman Programı (Milyar TL) Haziran

Ödemeler	6.7
İç Borç	4.1
Dış Borç	2.6
Finansman	6.7
Piyasadan İhale Yoluyla İç Borçlanma	3.5
Kamuya Satışlar	0.0
Dış borçlanma	2.0
Diğer finansman	1,2
Faiz Dışı Denge	-4.8
Kasa- Banka Değişim	6.0

Merkezi Yönetim İç Borç Stoku, 2009 yılının Mayıs ayında, bir önceki aya göre 4.1 milyar TL artarak 301.9 milyar TL (196.7 milyar dolar) olmuştur. İç borç stokunun %16.2'ini kamuya, %57.2'ini ise piyasaya yapılan borçlar oluştururken, Mayıs ayında kamuya yapılan borçların payı 1.8 milyar TL azalmıştır. Mayıs ayında, sabit faizli iç borç stokunun, toplam iç borç stoku içindeki payı bir miktar azalarak %48.6 olarak gerçekleşirken, toplam iç borç

stokunun TL-YP ayrımında ise önemli bir değişiklik meydana gelmemiştir. Böylece TL cinsinden borçlanmanın payı Mayıs ayında da %93.4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku ise, 2009 yılının Nisan ayında, bir önceki aya göre 2.2 milyar TL azalarak 109.3 milyar TL (71.3 milyar dolar) olarak gerçekleşmiştir.



Kamu kesiminin mali piyasalardaki ağırlığını gösteren ve mali baskınlık olarak ifade edilen göstergeye bakıldığında 2003 yılından itibaren uygulanan sıkı maliye politikaları ile mali baskınlığın önemli ölçüde azaltıldığı görülmüştür. Mali baskınlığı Merkezi Yönetim Borç Stoku / M2Y olarak ifade edebiliriz. 2003 yılında %130 olarak gerçekleşen mali baskınlık oranı %68 seviyesine kadar çekilmiştir. Ancak son dönemde kamunun borçlanma ihtiyacının yükselmesi söz konusu oranın Mayıs ayı itibarıyla %72.9'a ulaşmasına neden olmuştur.

Bankacılık sektörü net dönem karı Ocak-Nisan döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre, %30 oranında artmıştır...

Bankacılık Sektörü Bilançosu	Değişim (%)				
(Milyon TL)	Ara.08 (1)	Mar.09(2)	Nis.09(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Nakit Rezervler	94,686	97,887	84,509	-10.75	-13.67
Men.Değ. Port.	193,988	211,124	212,757	9.68	0.77
Krediler	367,445	366,239	360,685	-1.71	-1.52
Duran Aktifler	22,723	23,606	23,926	5.29	1.36
Diğer Aktifler	53,660	54,409	53,480	-0.34	-1.71
Toplam Aktif	732,502	753,782	735,833	0.45	-2.38
Mevduat	454,599	467,13	456,752	0.47	-2.22
Mevduat Dışı Kayn.	191,501	194,916	185,088	-3.35	-5.04
Özkaynaklar	86,402	91,737	93,994	8.79	2.46
Toplam Pasif	732,502	753,782	735,833	0.45	-2.38

Kaynak: BDDK

Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri, son bir ayda TP aktiflerdeki %0.64, YP aktiflerde ise %6.2'lik gerilemeye bağlı olarak, %2.38 oranında azalarak 2009 yılı Nisan ayı itibariyle 735.83 milyar TL'ye gerilemiştir. Toplam aktiflerdeki gerilemede nakit rezervler kaleminin Mart ayına göre %13.67 gerilemesinin yanında, kredilerde görülen durgunluğun devam etmesi etkili olmuştur. Mart ayında aylık bazda %21.9 oranında artan nakit rezervler kaleminde Nisan ayında görülen azalış bankacılık sektörünün likiditesinin azaldığına işaret etmektedir. Menkul değerler portföyü içerisinde son bir aylık dönemde hem satılmaya hazır hem de vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler kalemlerinde sınırlı artış görülmüştür. Bu durum, Nisan ayında bankacılık sektörünün menkul kıymet portföyünde dengeli bir dağılımı tercih ettiğini göstermektedir.

Bankacılık sektörü kredileri Nisan ayında Türk parası (TP) cinsinden verilen kredilerdeki %0.46'lık artışa karşın yabancı para (YP) cinsinden kredilerin %6.2 oranında azalması sonucu bir önceki aya göre %1.52 gerileyerek 361 milyar TL'ye inmiştir. TP kredilerde Nisan ayında görülen artışta teşvik paketi çerçevesinde yapılan Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) indirimlerinin tüketici kredilerine talebi artırması etkili olmuştur. Tüketici kredileri ve kredi kartları kalemleri Nisan ayında sırasıyla %1.41 ve %1.15 oranlarında artmıştır. YP kredilerdeki azalışta ise dış ticaret hacmindeki azalışa bağlı olarak YP cinsinden ihracat ve ithalat kredilerindeki azalış etkili olmuştur. Nisan ayında bankacılık sektörü KOBİ'lere 79.9 milyar TL nakdi, 26.8 milyar TL gayri nakdi kredi kullanmıştır. KOBİ'lere kullanılan kredilerdeki takibe dönüşüm oranı %2.6 olarak gerçekleşmiştir.

Bankacılık sektörünün Nisan ayı itibariyle fon kaynakları incelendiğinde, kaynakların %87.2'sinin yabancı kaynaklardan; %12.8'inin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Nisan ayında bir önceki aya göre, mevduatta %2.2, mevduat dışı kaynaklarda ise %5'in üzerinde azalış yaşanmıştır.

Bankacılık sektörünün mevduat dışı yabancı kaynakları içerisinde Nisan ayında %21.9'luk paya sahip olan repo işlemlerinden sağlanan fonlar kaleminde, önceki aylarda görülen artışların aksine Nisan ayında %11.2 oranında azalış görülmüş, yıllık bazda görülen artış ise devam ederek %43'e ulaşmıştır. Söz konusu kaleminde Nisan ayındaki düşüşte TL faiz oranlarında bu dönemde yaşanan gerilemenin etkisiyle yatırımcıların repo işlemlerini azaltmalarının etkili olduğu söylenebilir. Mevduat dışı kaynaklar içinde payı nispeten küçük olan Para Piyasasına Borçlar kalemindeki hızlı düşüşe karşılık, Merkez Bankasına Borçlar kaleminde artış gözlenmiştir. Bu durum söz konusu dönemde döviz kurunda görülen yükseliş nedeniyle bankaların merkez bankasından döviz borçlanmalarını artırdıklarını buna karşın bankalararası piyasada döviz likiditesinin azalması sonucu bankaların piyasadan borçlanmada güçlük çektiklerini göstermektedir.



Bankacılık sektöründe vadelerine göre mevduat incelendiğinde, toplam mevduat içinde en yüksek paya sahip olan 1-3 ay arası vadeli mevduatın Nisan 2008'de toplam mevduat içerisinde %43.3 olan payı Nisan 2009 itibarıyla %45.7'ye yükselmiştir. Geçen yıla göre yatırımcıların vadesiz mevduatlarını azalttıkları görülmektedir. Nisan 2008 itibarıyla %15 düzeyinde olan vadesiz mevduatın toplam mevduat içindeki payı Nisan 2009 itibarıyla %13.9'a gerilemiştir. Buna karşılık vadeli mevduatının Nisan 2008'de %84 olan toplam mevduat içindeki payı 2009 yılında %86'ya yükselmiştir.

Bankacılık sektörünün yurt dışından sağladığı sendikasyon kredileri, Ekim ayından itibaren başladığı düşüşe Nisan ayında da devam etmiştir. Nisan 2009 itibarıyla sendikasyon kredileri bir önceki yılın aynı ayına göre %8.7, Mart ayına göre ise %8.4 oranında azalarak 15.4 milyar TL'ye gerilemiştir. Söz konusu azalışın mevduat bankaları aracılığıyla yaşandığı görülmektedir. Seküritizasyon kredileri ise, bir önceki yılın aynı ayına göre %4.2 oranında azalarak 19.6 milyar TL'ye gerilemiştir.

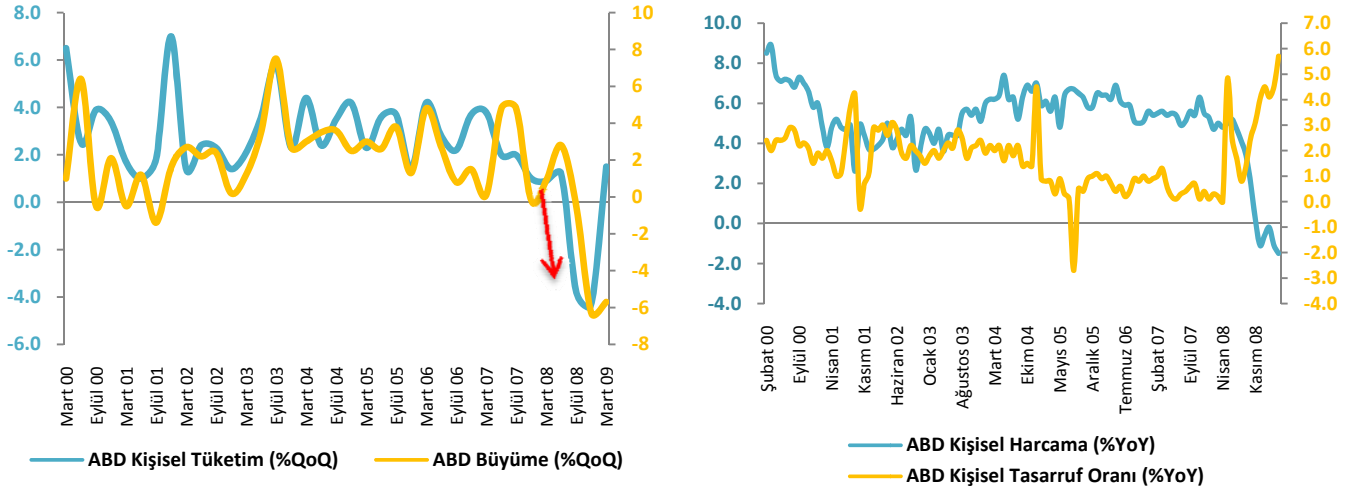
Sektör özkaynakları incelendiğinde, son bir aylık dönemde, geçmiş yıllardan kalan zararın %84 artmasına rağmen, dönem karınının %40 oranında artması ve yedek akçelerle ödenmiş sermayede görülen artışlar, toplam özkaynakları Nisan 2009 itibarıyla bir önceki aya göre %2.46 oranında artırmıştır. Sonuç olarak toplam özkaynaklar 91.7 milyar TL'den 94 milyar TL'ye yükselmiştir.

Sektörün net dönem karı Ocak-Nisan döneminde geçen yılın aynı dönemine göre, %30 oranında artmıştır. Böylece 2008 yılı Ocak-Nisan döneminde toplam 5.55 milyar TL olan net dönem karı, 2009 yılı aynı döneminde 7.2 milyar TL'ye yükselmiştir. Geçtiğimiz yılın Nisan ayına göre, toplam faiz gelirlerinde %17.6'lık artışa karşılık toplam faiz giderlerinin daha sınırlı ölçüde (%7.7) artması, bunun yanında faiz dışı gelirlerde görülen artış net dönem karının artmasında etkili olmuştur.

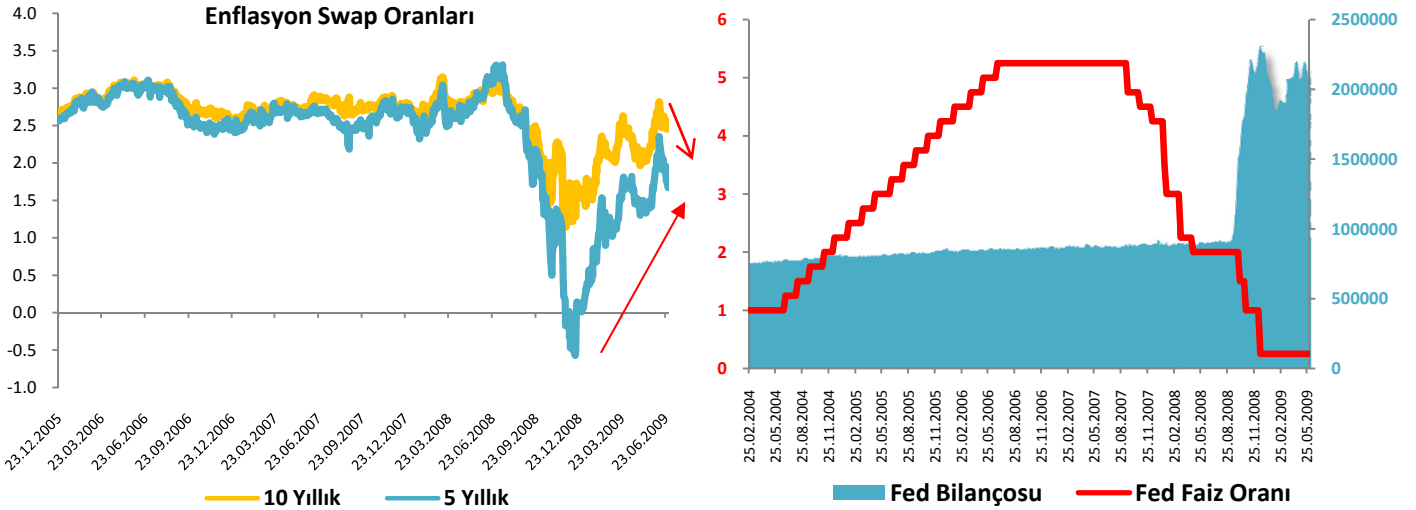
Özkaynak karlılığı, incelenen dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 38 baz puan artarak %7.67 seviyesinde gerçekleşmiştir. Nisan 2008'de 0.88 düzeyinde bulunan aktif karlılığı ise 2009'un aynı döneminde %0.98'e yükselmiştir. Nisan 2008 döneminde 496 milyar TL seviyesinde olan toplam bilanço dışı işlemler, %1.14 artarak Nisan 2009 itibarıyla 501.6 milyar TL seviyesine yükselmiştir.

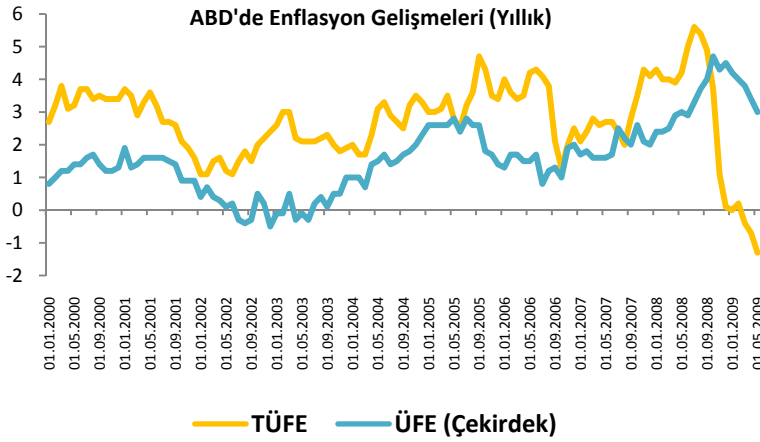
Son bir aylık dönemde yasal özkaynak %1.3 artarken, risk ağırlıklı kalemler %1.5 oranında azalmıştır. Bunun sonucunda da, sermaye yeterliliği standart rasyosu, Mart ayına göre 54 baz puan artarak, Nisan 2009 itibarıyla %19'a yükselmiştir.

ABD'de enflasyon endişeleri bir miktar azaldı...



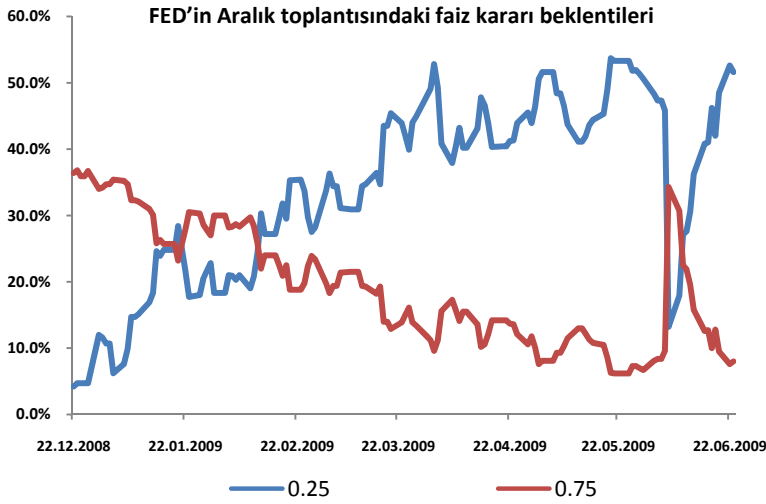
ABD'de ilk olarak %6.1 olarak açıklanan ve daha sonra %5.7'ye revize edilen 2009 yılı ilk çeyrek daralma verisi üçüncü revize rakamlarında %5.5 olarak açıklanmıştır. Bu yılın ilk çeyreğinde yatırım harcamaları rekor seviyede düşerken, emlak sektörü ve yurt içi talep son 29 yılın, ihracat ise son 38 yılın en sert düşüşünü yaşamıştır. ABD ekonomisindeki küçülmenin azalmasında etkili olan başlıca faktör olarak tüketim harcamalarındaki artış eğilimi dikkat çekmektedir. Son dönemde ABD'de büyümenin en önemli kaynağı olan tüketici harcamalarında bir miktar kıyırındanma göze çarpsa da tasarruf oranındaki yükselişin devam ediyor oluşu önemli bir risk unsuru olarak algılanmaktadır.





ABD'de beklentilerin üzerinde gelen makroekonomik veriler ABD ekonomisinin toparlanma eğiliminde olduğu beklentilerini desteklerken resesyondan çıkılmasının ardından ABD ekonomisinin ciddi bir enflasyon tehdidiyle karşılaşabileceği endişelerini artırmıştır. Ayrıca, ABD'de küresel krize karşı Merkez Bankası'nın (FED) uygulamaya koyduğu parasal genişleme politikası resesyondan son bulmasının ardından enflasyonda ortaya çıkabilecek hızlı yükseliş tedirginliklerini artırmıştır. Bu durum piyasaların gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentilerini yansıtan

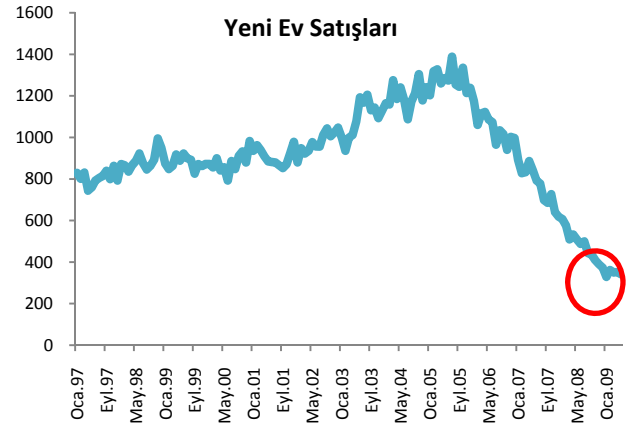
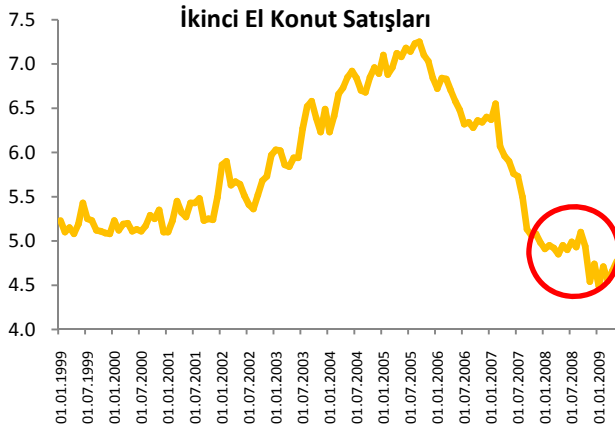
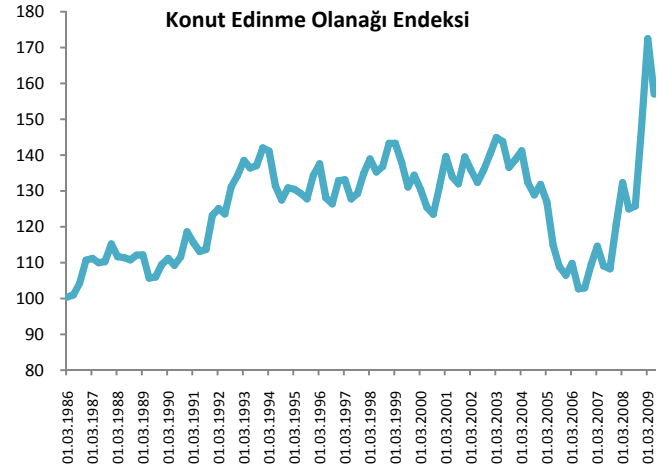
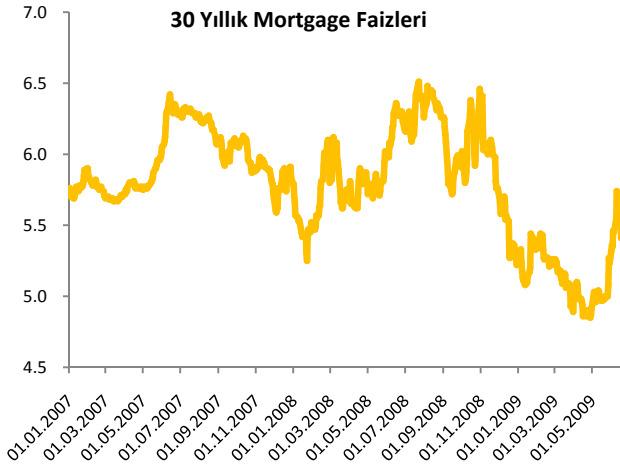
enflasyon swap oranlarında da kendini göstermiştir. Haziran ayının ikinci yarısından itibaren ABD'de açıklanan verilerin karışık bir görünüm çizmesi resesyondan çıkış sürecine ilişkin soru işaretlerini de beraberinde getirmiştir. Mevcut durumda enflasyondaki düşüş trendinin devam ettiği bir ortamda ABD'nin gelecekte yüksek enflasyonla karşılaşabileceği algılamaları zayıflamıştır. Her ne kadar deflasyon riskinin ortaya çıkma ihtimali zor görünse de enflasyon swap oranlarında başlayan düşüş enflasyona ilişkin algılamaya değişimini de yansıtmaktadır.



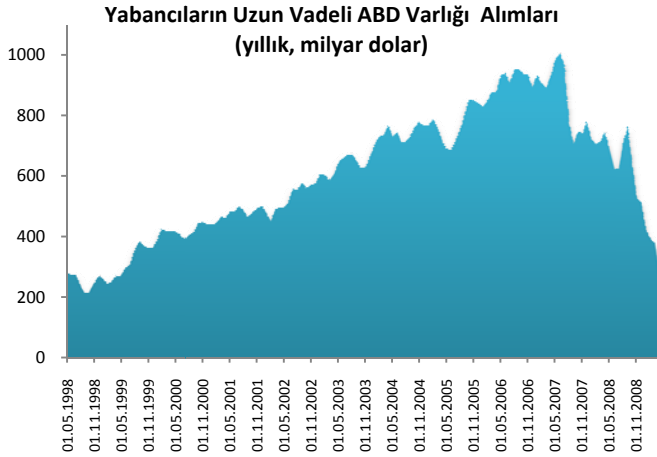
Piyasalarda yatırımcıların enflasyon beklentileri ABD Merkez Bankası'nın faiz politikasına ilişkin beklentileri de belirlemektedir. Yukarıda belirttiğimiz gibi toparlanma beklentilerine paralel olarak, ABD Merkez Bankası'nın yıl sonuna doğru ekonomide yeni bir bozulma görülmemesi durumunda faiz arttırmalarına başlayabileceği beklentileri de gündeme gelmiştir. Ancak son dönemde piyasalara hakim olan faiz arttırımı beklentileri, FED yetkilileri ile Dünya Bankası'nın büyümeye ilişkin aşağı yönlü revizyonları ve açıklanan son enflasyon verilerinin de etkisiyle azalmıştır.

Dünya Ekonomisine İlişkin Beklentiler			
	2009	2010	2011
BÜYÜME			
DÜNYA	-2.9	2.0	3.2
Gelişmiş Ülkeler	-4.2	1.3	2.4
ABD	-3.0	1.8	2.5
Euro Bölgesi	-4.5	0.5	1.9
Gelişmekte Olan Ülkeler	1.2	4.4	5.7
TÜFE			
Gelişmiş Ülkeler	0.5	0.8	1.3
ABD	0.3	1.2	2.0
Dünya Ticaret Hacmi	-9.7	3.8	6.9
Petrol Fiyatları (dolar/varil)	55.5	63.0	65.9

Geçtiğimiz ay Dünya Bankası'nın küresel ekonomiye ilişkin yayımladığı raporda yer alan tahminleri piyasalar üzerinde önemli bir etkiye yol açmıştır. Dünya Bankası'nın dünya ekonomisine ilişkin büyüme tahminlerini aşağı çekmesi piyasalarda oluşan küresel ekonomilerde toparlanın başladığı yönündeki beklentilerin zayıflamasına neden olmuştur. Dünya Bankası dünya ekonomilerinin 2009 yılında %2 oranında büyüyeceğini tahmin ederken söz konusu oranın 2010 yılında %3.2'ye yükseleceğini belirtmiştir. Ancak Dünya Bankası geliştirmekte olan ülkelerde Çin ve Hindistan hariç tutulduğunda 2009 yılında negatif büyüme ile karşılaşılacağını söylemiştir. Dünya ekonomilerinin büyüme tahminlerine paralel olarak ABD ekonomisine ilişkin büyüme tahminleri de aşağı çekilmiş ve 2009 yılı büyüme oranı -%4.2 olarak tahmin edilmiştir. Dünya Bankası 2009 yılında enflasyonun düşük gerçekleşeceği yönündeki beklentilerini korumuş ve dünya ticaret hacmindeki daralma beklentilerini ise %9.7 olarak açıklamıştır. Rapor'da ekonomik etkinlikte en keskin düşüşün özellikle dayanıklı tüketim malı ve yatırım malı üretiminde uzmanlaşmış ülkeler ile önceden ciddi makroekonomik zayıflıkları bulunan ülkelerde yoğunlaştığını belirtirken, dünya finans sisteminin daha sıkı ve etkili bir şekilde yönetilmesini gerektirecek daha yavaş bir büyüme çağına girildiği vurgulanmıştır.



ABD’de küresel krizin temel kaynaklarından biri olan konut sektöründeki gelişmeler yine resesyondan çıkış zamanının belirlenmesi açısından başlıca izlenen alanlardan birisini oluşturmaktadır. ABD’de son dönemde açıklanan konut satışları verileri söz konusu sektördeki düşüş trendinin son bulduğu yönündeki algılamaları artırmaktadır. Özellikle son açıklanan ikinci el konut ve yeni ev satışları konut sektöründeki satışlardaki düşüşün yavaşladığını göstermektedir. Ancak konut sektöründe kalıcı bir düzelmeye başladığı söyleyebilmek için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. Bu bağlamda, son dönemde 30 yıllık mortgage faizlerindeki yükseliş sektöre ilişkin önemli bir risk unsuru olarak göze çarpmaktadır. ABD ekonomisinin artan mali açıkları nedeniyle yüksek fon ihtiyacının uzun vadeli faiz oranları üzerinde yarattığı baskı mortgage faizlerinde de yükselişlere neden olmaktadır. Konut kredisi faizlerindeki yükseliş ise konut edinme olanağı endeksinde gerileme yaşanacağı beklentilerini artırmaktadır. Bu durum ABD konut satışlarında önümüzdeki dönemde düşüş trendinin yeniden hakim olabileceği ihtimalini güçlendirmektedir.



Son yayımlanan veriler doların dünyadaki rezerv para olma özelliğinin sorgulanmaya başladığı bir ortamda, yabancıların ABD uzun vadeli varlık alımlarının azaldığını göstermiştir. ABD’de açıklanan verilere göre Nisan ayında 60 milyar dolar olarak gerçekleşmesi beklenen yabancıların uzun vadeli varlık alımlarının 11.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleştiği görülmüştür. Böylece krizle birlikte söz konusu alımlardaki düşüş de devam etmiştir. Özellikle Rusya ve Çin’in net satıcı konumda bulunmaları ABD’ye sermaye girişindeki düşüşte baş rolü oynamıştır. Buna karşın, ekonomilerde düzelme işaretlerinin görüldüğü bir ortamda, ABD’nin cari

açığındaki azalma riski düşürmesine karşın, sermaye akımındaki söz konusu azalma ABD’de faizler üzerinde baskı yaratabilecektir. Ayrıca ABD’nin giderek yükselen bütçe açıkları sonucunda artan borçlanma ihtiyacı da ABD’de faizler üzerinde baskı yaratmaktadır. Bu nedenle son dönemde ABD Hazinesi’nin düzenlediği ihaleler piyasalar tarafından yakından takip edilmektedir.

Kutu : ABD’de finansal sistemi düzenleme ve denetleme planı

FİNANSAL KURULUŞLARIN DÜZENLENMESİ VE DENETLENMESİ

- Ulusal banka denetleme kurumu kurularak denetim hızlanacak
- Finansal hizmetler izleme kurulu kurulacak
- Sermaye ve likidite standartları sıkılaştırılacak
- SEC (ABD’nin SPK’sı) büyük yatırım bankalarını denetleme görevini FED’e devredecek

FİNANSAL PİYASALARIN KAPSAMLI OLARAK DÜZENLENMESİ

- Menkul kıymet piyasası ve tezgahüstü türev araçlarına denetim getirilecek
- Varlığa dayalı menkul kıymet ihraç eden kuruluşlar ayrıntılı belgeleme yapacak
- Menkul kıymetleştirme yapanlar riskin en az %5’ini üzerine alacak
- Denetleme kuruluşlarının borç ihraçlarını değerlendirmede kredi değerlendirme kuruluşlarına bağımlılığı azalacak

TÜKETİCİ VE YATIRIMCILARIN KORUNMASI

- Tüketiciyi Finansal Koruma Kurumu kurulacak
- Başta mortgage kredileri olmak üzere klasik bankacılık ürünlerine standartlar getirilecek
- Şeffaflığın, anlaşılabilirliğin ve adaletin sağlanması için çalışılacak

HÜKÜMETE FİNANSAL SİSTEMİ YÖNLENDİRMESİ İÇİN İHTİYACI OLAN ARAÇLAR SAĞLANACAK

- Finansal sistemin istikrarını tehdit edebilecek finansal holding kuruluşlarının kamu kontrolüne alınması sağlanacak

ULUSLARARASI DÜZENLEYİCİ STANDARTLARI YÜKSELTMEK VE İŞBİRLİĞİNİ ARTTIRMAK

- Muhasebe standartları geliştirilecek
- Uluslararası sermaye çerçevesi geliştirilecek
- Global finansal sisteminin denetimi sıklaşacak

MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER					
	2007	2008	En Son Yayımlanan		2009 HEDEF
Reel Ekonomi					
GSYİH (Cari Fiyatlarla, Milyon TL)	856 387	950144	950 144	(2008)	
GSYİH Büyüme Oranı (%)	4.5	1.1	1.1	(2008)	
Sanayi Üretim Endeksi Yıllık Değ. Oranı (%)	5.4	-17.8	-18.5	(Nisan-2009)	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	81.8	64.7	70.4	(Mayıs-2009)	
İşsizlik Oranı (%)	9.9	13.6	15.8	(Mart-2009)	
Fiyat Gelişmeleri					
TÜFE (Yıllık % Değişim)	8.4	10.06	5.24	(Mayıs-2009)	7.5
ÜFE (Yıllık % Değişim)	5.94	8.11	-2.46	(Mayıs-2009)	
Parasal Göstergeler (Milyon TL)					
M1	77,675	83,380	89,682	(12.06.2009)	
M2	345,028	434,205	447,552	(12.06.2009)	
M3	370,078	458,383	475,067	(12.06.2009)	
Emisyon	27,944	30,468	31,735	(12.06.2009)	
TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon \$)	71,568	70,075	69,015	(19.06.2009)	
Döviz Kuru					
Dolar/TL	1.1593	1.5400	1.5335	(26.06.2009)	
Euro/TL	1.706	2.143	2.1558	(26.06.2009)	
Kur Sepeti (1\$+0.77Euro)	2.473	2.5077	3.1832	(26.06.2009)	
Euro/Dolar	1.4589	1.3978	1.4051	(26.06.2009)	
Dolar/Yen	112.01	90.6	95.22	(26.06.2009)	
TÜFE Bazlı Reel Kur Endeksi	190	168.800	167.300	(Mayıs 2009)	
Faiz Oranları					
TCMB O/N (Borç Alma)	15.75	15.00	8.75	(26.06.2009)	
TRILIBOR O/N	15.76	15.00	8.75	(26.06.2009)	
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)					
Cari İşlemler Açığı	-37,996	-41,416	-1,239	(Nisan 2009)	
İthalat	170,048	201.961	-10,119	(Nisan 2009)	
İhracat	107,184	132,001	7,576	(Nisan 2009)	
Dış Ticaret Açığı	-62,863	-69,959	-2,543	(Nisan 2009)	
Kamu Ekonomisi (Milyon TL)					
Bütçe Gelirleri	188.159	208.898	18.854	(Mayıs 2009)	248.758
Bütçe Giderleri	203.501	225.967	19.464	(Mayıs 2009)	259.156
Bütçe Dengesi	-13.883	-17.069	-610	(Mayıs 2009)	-10.398
Faiz Dışı Denge	34.848	33.592	4.381	(Mayıs 2009)	47.102
Borç Stoku Göstergeleri					
Merkezi Yön. İç Borç Stoku (Milyar TL)	255.3	274.8	301.9	(Mayıs – 2009)	
Merkezi Yön. Dış Borç Stoku (Milyar TL)	78.1	105.5	109.3	(Mayıs – 2009)	
Kamu Net Borç Stoku	249	271.6	271.6	(2008 4. Çeyrek)	
İMKB					
İMKB-100	55,538	26,864	36,756	(26.06.2009)	

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

(Milyon TL)	2007	2008	Mar.09	Nis.09
Toplam Aktif	581.424	732.502	754.247	735.833
Nakit Rezervler	60.272	94.686	97.948	84.509
Krediler	285.653	367.445	366.372	360.685
Menkul Değerler Portföyü	164.727	193.988	211.124	212.756
Mevduat	356.865	454.599	467.130	456.752
Mevduat Dışı Kaynaklar	148.866	191.501	195.187	185.088
Özkaynaklar	75.693	86.402	91.930	93.994
Net Dönem Karı	14.916	13.415	3.206	7.214
Seçilmiş Rasyolar %				
Kredi / Mevduat	80	80.83	78.4	78.9
Men.Değ.Port. / Mevduat	46.2	42.67	45.2	46.6
Özkaynak Karlılığı	19.7	18.62	6.02	8.34
Aktif Karlılık	2.6	2.54	0.87	1.20
Sermaye Yeterlilik Rasyosu	18.2	17.59	18.50	19.00

ULUSLARARASI EKONOMİK GÖSTERGELER

	2007	2008	En Son Yayımlanan	
Emtia				
Altın (ons) \$	833.2	878.2	938	(26.06.2009)
ABD Ham Petrolü (Varil) \$	95.98	44.6	69.16	(26.06.2009)
Borsa Endeksleri				
NASDAQ (ABD)	2,674	1,577	1,838	(26.06.2009)
DOW JONES (ABD)	13,264	8,776	8,438	(26.06.2009)
NİKKEİ (JAPONYA)	15,307	8,859	9,783	(29.06.2009)
DAX (ALMANYA)	8,067	4,810	4,780	(26.06.2009)
BOVESPA (BREZİLYA)	63,886	37,550	51,486	(26.06.2009)
MERVAL (ARJANTİN)	2,151	1.079	1,579	(26.06.2009)
ABD 10 Yıllık Hazine Tahvili Getirisi (%)	4.077	2.2241	3.5429	(26.06.2009)
Türkiye 2030 Vadeli Eurobond Getirisi (%)	6.813	7.724	7.038	(26.06.2009)

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.ozalpturkarsan@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.