

# EKONOMİK GÖRÜNÜM

## OCAK 2006

### REEL SEKTÖR

Üretim Yöntemine Göre GSYİH Özet Sonuçları				
	Cari Fiyatlarla Milyar ABD Doları	Dolar Bazında Gelişme Hızı (%)	1987 Fiyatlarıyla (Milyon YTL)	1987 Fiyatlarıyla Gelişme Hızı (%)
<b>GSYİH</b>				
2004-I	60.8	45,1	28.1	11,8
2004-II	65.8	26,3	32.9	14,4
2004-III	91.2	14,9	42.2	5,3
2004-IV	82.8	21,9	33.4	6,3
2004 Yıllık	300.6	24,6	136.7	8,9
2005-I	70.5	16	29.5	4,8
2005-II	80.6	22,5	34.3	4,2
2005-III	112.1	23	45.2	7
2005- 9 Aylık	263.3	20,9	109	5,5

*Kaynak: DİE*

2004 yılını %8,9'luk rekor büyümeyle kapatan ve GSYİH'si 300.6 milyar ABD Dolarına ulaşan Türkiye ekonomisi 2005 yılında da büyümeye devam etmiş, yılın ilk üç aylık döneminde %4,8, ikinci üç aylık döneminde %4,2, üçüncü üç aylık dönemde %7 oranında büyümüştür. Geçen yıl yüksek oranlarda gerçekleşen büyüme oranlarının yarattığı

baz etkisi, ertelenmiş tüketim harcamalarının büyük oranda 2004 yılında gerçekleştirilmiş olması, 2005 yılının ilk iki çeyreğindeki görece düşük büyüme oranlarını açıklayıcı gelişmeler olarak öne çıkmıştır. Durgunluğa girildiği yönünde endişe uyandıran ilk iki çeyrek rakamlarının ardından, üçüncü çeyrekte %7 olan büyüme oranı bu endişeleri giderici bir etki yapmış, ileriye yönelik olumlu beklentilerin öne çıkmasını sağlamıştır.

#### ► Üretim Yönünden Değerlendirme

Sektörel Büyüme Hızları (%) (1987 yılı fiyatlarıyla)				
Sektörler	2005 I. Dönem	2005 II. Dönem	2005 III. Dönem	2005 Yılı 9 Aylık
Tarım	0	0,1	6,4	4,5
Sanayi	5,5	3,9	5,6	5
İnşaat	16,5	22,2	19,7	19,7
Ticaret	5,8	4,3	7,1	5,8
Ulaştırma ve Haberleşme	1,6	2,2	7,4	3,9
Mali Kuruluşlar	0,7	0,3	-0,5	0,1
Konut sahipliği	1,4	1,6	1,8	1,6
Serbest Meslek ve Hizmetler	4,7	4,1	7,1	5,5
Devlet Hizmetleri	-0,6	0,4	0,8	0,2
Kar Amacı Olmayan Kuruluşlar	-1,3	0,1	-0,2	-0,4
İthalat Vergisi	8,4	8,7	14,1	10,5
GSYİH	4,8	4,2	7	5,5
GSMH	5,3	3,4	7,3	5,5

*Kaynak: DİE*

Üçüncü çeyrekte büyüme oranının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde, GSYİH içerisinde sırasıyla %20,3 ve %25,4 oranlarında payı olan tarım ve sanayi sektörlerinde tahmin edilenin üzerinde bir büyüme performansı gösterilmesinin önemli katkısı olmuştur. Tarım sektöründeki bu büyüme performansı, geçen yıl aynı dönemde düşük gerçekleşen büyüme oranlarının yarattığı baz etkisi ve bazı ürünlerde hasat mevsimi olmasının tetiklediği artışla ortaya çıkmıştır. Tarım sektöründeki bu gelişme sürpriz olarak algılanıp, sürdürülüp sürdürülemeyeceği yönünde öngörü

yapılmasa da, sanayi sektöründeki beklenmedik canlılık, hem ulaştırma ve ticaret gibi alt sektörlerde bir hareketliliğe neden olmuş, hem de önümüzdeki dönem için yatırımların devam edeceği ve böylece ekonomide

sürdürülebilir bir büyüme performansının yakalanabileceği yönünde iyimser beklentilerin oluşmasına katkıda bulunmuştur.

GSYİH içindeki payı %4 gibi düşük bir düzeyde olmasına rağmen, birçok alt sektörde canlanma sağlayan inşaat sektöründe, yılın ilk çeyreğinde başlayan hızlı büyüme trendinin, üçüncü çeyrekte de sürmesi dikkat çekicidir. İnşaat sektöründeki bu gelişmeler yanında, GSYİH içinde önemli paya sahip ticaret (%23,5) ve ulaştırma (%11,8) sektörlerinde de sırasıyla %7,1 ve %7,4 oranlarında büyüme performansı yakalanmasıyla, GSYİH'nin yaklaşık %45'ini oluşturan hizmetler sektöründeki üretim artışı %8,6 olarak gerçekleşmiştir.

### ► Harcamalar Yönünden Değerlendirme

Harcamalar Yönünden Değerlendirme (1987 Fiyatlarıyla)				
Büyüme Hızı (%)	2005 I. Dönem	2005 II. Dönem	2005 III. Dönem	2005 Yılı 9 Aylık
<b>Özel Nihai Tüketim Harcamaları</b>	<b>4</b>	<b>4,4</b>	<b>11,2</b>	<b>6,9</b>
Gıda ve İçki	4,6	8,8	10,3	8,3
Dayanıklı Tüketim Malları	1,5	2,6	3,1	11,2
Yarı Day. ve Dayanaksız Tük. Malları	12	4,2	5,1	7,1
Enerji, Ulaştırma, Haberleşme	-3,1	-0,7	0,3	-1,1
Hizmetler	4,2	3,7	7,6	5,5
Konut Sahipliği	1,4	1,6	1,8	1,6
<b>Devletin Nihai Tüketim Harcamaları</b>	<b>4,3</b>	<b>4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>
<b>Gayrisafi Sabit Sermaye Oluşumu</b>	<b>6,9</b>	<b>17,9</b>	<b>27,8</b>	<b>18,1</b>
Kamu Sektörü	36,6	31,1	32,8	32,7
Özel Sektör	4,8	15,8	26,7	15,9
<b>Stok Değişimleri</b>	<b>1,2</b>	<b>7,2</b>	<b>-74,3</b>	<b>-17,8</b>
<b>Mal ve Hizmet İhracatı</b>	<b>11,3</b>	<b>4,7</b>	<b>2,7</b>	<b>5,8</b>
<b>Mal ve Hizmet İthalatı</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>11,9</b>	<b>10,1</b>
<b>GSYİH</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>7</b>	<b>5,5</b>
<b>GSMH</b>	<b>5,3</b>	<b>3,4</b>	<b>7,3</b>	<b>5,5</b>

*Kaynak: DİE*

talebin yükselmesi, iç talepteki %11,2'lik artışı destekleyen unsurlar olmuştur.

2005 yılı üçüncü çeyreğinde harcamalar tarafında dikkat çeken gelişmeler, tüketim, yatırım ve ithalattaki artışlardır. Beklentilerin üzerinde büyüyen ve GSYİH içerisinde %67,5 oranında payı olan özel nihai tüketim harcamalarındaki artışın, büyümeye önemli katkısı olmuştur. İşsizlik oranı sabit kalsa da artan istihdam nedeniyle binlerce kişinin gelir elde etmeye başlaması, nispeten yükselen reel ücretler, reel faizlerin son on yılın en düşük seviyesine gerilemesi, tüketici güven endeksindeki gelişme, bankalararası rekabetin artması, bireysel kredi kullanımının yaygınlaşması, konut sektöründeki gelişmelerle birlikte mobilya gibi dayanıklı tüketim mallarına

Devletin maaş, ücret harcamalarında bir yükseliş görülmemekle beraber, diğer cari harcamalar artışından kaynaklanan, başarılı bütçe performansı ile desteklenen nihai tüketim harcamalarındaki artış trendi, yavaşlamakla birlikte devam etmektedir.

GSYİH'de önemli bir kalem olan gayri safi sabit sermaye oluşumu, ilk iki çeyrekte sırasıyla %6,9 ve %17,9 oranında arttıktan sonra üçüncü çeyrekte %27,8 oranında gelişme göstermiştir. Üçüncü çeyrekte, makine-teçhizat yatırımları %80,2; bina yatırımları %27,2 ve bina dışı yatırımları %18,5 olmak üzere kamu sektörü yatırımları %32,8 oranında artmıştır. 2002'nin son çeyreğinde başlayan ve 2005'in ilk çeyreğine kadar devam eden ortalama %59'luk özel sektör makine-teçhizat yatırımları artışı, 2005 yılının ilk çeyreğinde %1,2'ye gerilemiş, ikinci çeyrekte %13,6 oranında arttıktan sonra üçüncü çeyrekte önemli bir ivme kazanarak %27,4'e yükselmiştir. Bu veriler ışığında özel kesimde yatırımların devam ettiği görülmektedir. Bina inşaatı yatırımlarındaki artış trendinde ise, 2005 yılının ilk dokuz ayına ilişkin yapı kullanma izin belgeleri ve yapı ruhsatları istatistiklerinde görüldüğü üzere, ticari amaçlı bina yatırımlarındaki artışın etkili olduğu düşünülmektedir. Sözkonusu istatistiklere göre, yapı ruhsatlarında artış ticari amaçlı binalarda %68,3; ikamet amaçlı binalarda %57,3 olarak gerçekleşmiştir. Yapı kullanma izin belgelerinde artış ticari amaçlı binalarda %64,5; ikamet amaçlı binalarda %37,5 olmuştur. Toplamda ise yapı ruhsatı verilen daire sayısında %57,3; yapı kullanma izin belgesi verilen daire sayısında ise %37,5 oranında artış kaydedilmiştir.

Yatırımlardaki artış trendini açılan şirket sayısındaki artışla da teyit etmek mümkündür. Ocak-Eylül döneminde kurulan şirket, kooperatif ve ticaret unvanlı işyeri sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %19,6; kapananların sayısı ise %13,2 oranında artmıştır. Açılan şirketlerdeki artış Ekim ve Kasım aylarında da devam etmiştir. Kasım ayı verilerine göre, açılan şirket sayısı %19,5 oranında, kapanan şirket sayısı ise %11,7 oranında artmıştır.

Bu veriler paralelinde işgücü piyasasındaki gelişmeleri değerlendirdiğimizde, işsizlik oranlarında yatırımlardaki artışlara rağmen belirgin bir iyileşme kaydedilmediği görülmektedir. Yaşanan krizin ardından önemli ölçüde artan işsizlik oranları, 2004 yılında yatırımlardaki gelişme trendiyle birlikte bir miktar gerilemiş, bu gerileme 2005 yılında da devam etmiştir. Ancak, işsizlik oranlarındaki düşüş, işgücü üzerindeki yüksek vergi yükü

nedeniyle kayıtdışı işçi çalıştırmanın yaygınlaşması (mevcut işgücünün %50'si kayıtdışı), halihazırdaki işsiz sayısına artarak devam eden yeni girişlerin olması, tarım sektöründeki daralma nedeniyle bu sektörden işgücü piyasasına geçişler, artan sermaye birikimi ve gelişen teknoloji ile emek yoğun sektörlerde sermaye yoğun üretim olanaklarının gelişmesi gibi etkenlerle hissedilebilir ve arzu edilen bir düzeyde olmamaktadır. Temmuz döneminde (Haziran-Temmuz-Ağustos) mevsimsel etkilerle %9,1'e kadar gerileyen işsizlik oranları, Ağustos döneminde (Temmuz-Ağustos-Eylül) %9,4'e; son yayımlanan Ağustos-Eylül-Ekim verilerine göre ise %9,7'ye yükselmiştir.

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu (Bin Kişi)	2004 IV.	2005	2005	2005
	Dönem	Temmuz	Ağustos	Eylül
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus	70.949	71.645	71.736	71.827
15 ve daha yukarı Yaştaki Nüfus	50.189	50.833	50.938	50.991
İşgücü	24.297	25.544	25.219	24.989
İstihdam	21.870	23.227	22.838	22.566
Eksik İstihdam	764	845	826	813
İşsiz	2.428	2.317	2.381	2.423
İşgücüne Katılma Oranı(%)	48,4	50,3	49,5	49
İstihdam Oranı (%)	43,6	45,7	44,8	44,3
İşsizlik Oranı(%)	10	9,1	9,4	9,7
Eksik İstihdam Oranı(%)	3,1	3,3	3,3	3,3

Kaynak: DİE

Üretimin önemli unsurlarından biri olan işgücü verimliliğinde artış, geçen yıla göre düşük kalsa da devam etmektedir. Emek verimliliğindeki artışın, enflasyon oranlarını zorlamadan üretim artışı sağlayıcı, TL'nin değer kazanmasının ihracat ve cari açık üzerinde oluşturabileceği olumsuzlukları giderici bir etkisi olmaktadır. 2005 yılı üçüncü üç aylık dönemde imalat sanayiinde üretimde çalışan başına ve çalışılan saat başına verimlilik geçen yılın aynı

dönemine göre %6,1 oranında artmıştır. 2001 kriziyle birlikte ciddi ölçüde erozyona uğrayan reel ücretlerde 2004 yılında hafif bir kıpırdanma yaşanmasının ardından, bu yılın ilk üç çeyreklik döneminde de artışlar söz konusu olmuştur. Yılın üçüncü çeyreğinde imalat sanayiinde, çalışılan saat başına reel ücret endeksi bir önceki yılın aynı dönemine göre %1,6 oranında artarak 92.2 seviyesinden 93.7'ye yükselmiştir.

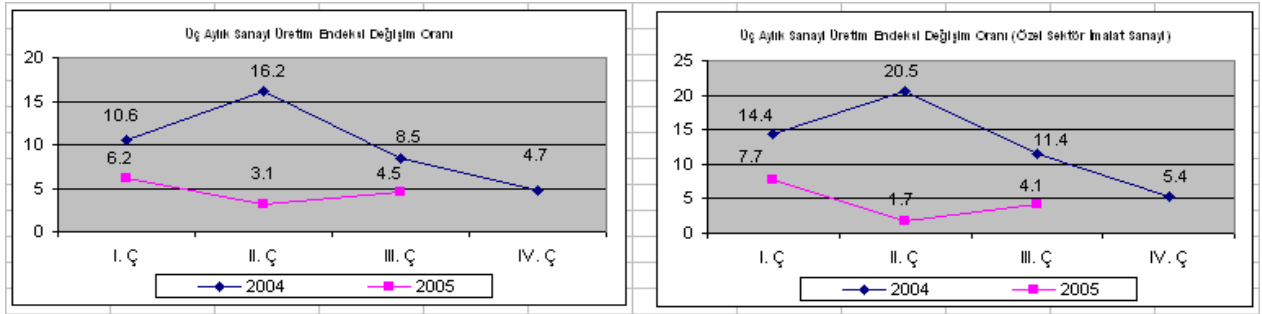
Özel nihai tüketim harcamalarındaki artış eğilimi ile 2005 yılının ilk iki çeyreğinde sırasıyla %9,7 ve %11,2 olarak gerçekleşen stokların GSYİH içerisindeki payının %1'e gerilemesi, yatırımların sürdüğünü ve bu yatırımlarla sağlanan üretimin talep edildiğini göstermekte; büyüme trendinin devamı konusunda olumlu beklentilerin kuvvetlenmesini desteklemektedir. Bu gelişmeler doğrultusunda dördüncü çeyrekte de yüksek bir büyüme oranının yakalanması ve 2005 büyüme hedefi olan %5'in aşılması mümkün olacaktır.

Önümüzdeki dönemde kurumlar vergisi oranlarındaki indirimle, yatırımlarda bir artış yaşanması olası görünmekle birlikte kesin bir öngörü yapmak mümkün olmamaktadır. Vergi oranlarındaki indirim, yatırım indirimi niteliğinde değildir; kurumların vergi sonrası karlarını artırıcı bir etkisi söz konusu olacaktır. Geliri ve tasarrufu artan kurumların bunu ne şekilde kullanacakları dönemin koşullarına göre değişebilecektir.

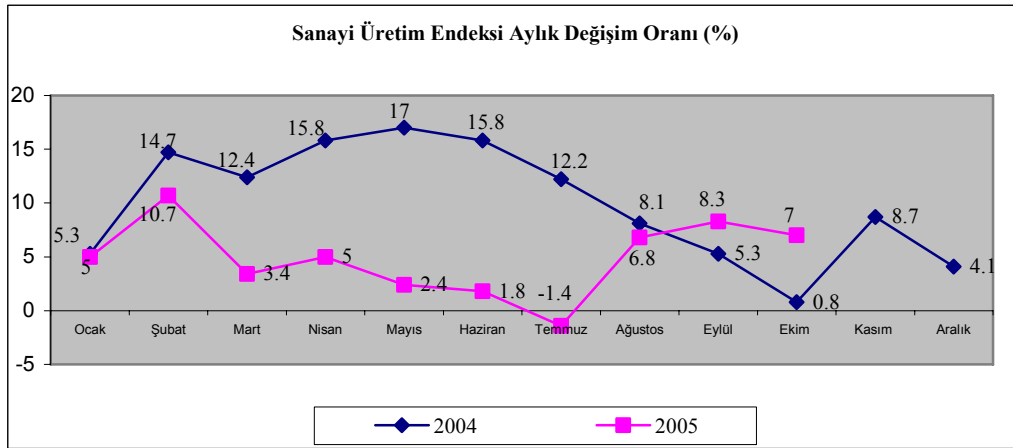
Üçüncü çeyrekte ihracattaki sınırlı %2,7'lik artışa karşılık, değerli TL nedeniyle ithal malların fiyatlarının göreceli olarak ucuzlaması sebebiyle ithal mallara olan talebin artması, ithalatta %11,9 oranında gelişme kaydedilmesine neden olmuştur. Bu gelişmelerle birlikte net ihracatın GSYİH'yi daraltıcı etkisi %43,9 oranında olmuştur.

#### ► Sanayi Üretim Endeksindeki Gelişmeler

Sanayi üretim endeksi (1997=100), yılın üçüncü üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %4,5 oranında artış göstermiş ve 134.9'a yükselmiştir. Sanayi üretim endeksinin önemli bir unsuru olan imalat sanayiindeki üretim artışı %4,1 olarak gerçekleşmiş, madencilik sektöründeki artış %2,3; elektrik, gaz ve su sektörlerinde ise %8,4 olmuştur. Nispeten düşük gerçekleşen artışlar, sanayi üretim endeksindeki artışın geçen yıl yüksek oranlarda gerçekleşmesinden kaynaklanan baz etkisiyle açıklanabilir. Söz konusu dönemde tekstil, giyim, deri gibi imalat sanayiinde önemli payları olan, Çin rekabetinin yoğun olarak hissedildiği, ihracat potansiyeli zayıflayan sektörler ile elektrikli makine ve cihaz imalatı sektörleri dışındaki sektörlerde, özellikle inşaat sanayiyle birlikte ivme kazanan mobilya, ağız ve mantar ürünleri ve plastik-kauçuk sektörleri olmak üzere diğer sektörlerde üretim artışları yaşanmıştır.

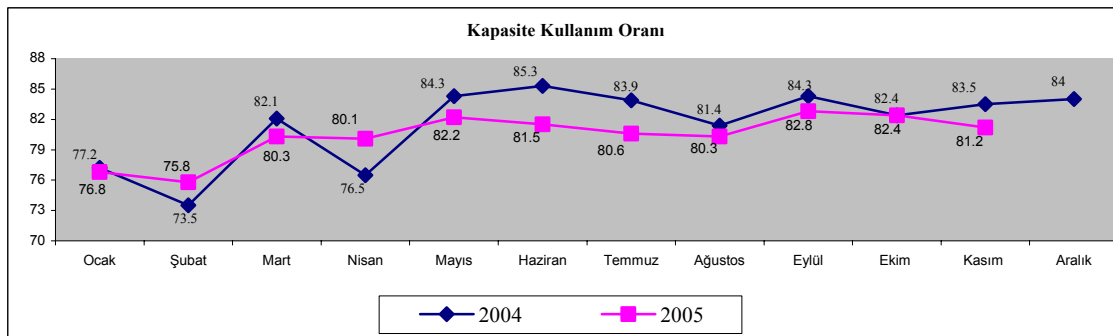


Yılın son çeyreğinde ekonominin performansını değerlendirmede önemli göstergelerden biri olan Ekim ayı sanayi üretim endeksinde gelişme %7 oranında olmuştur. Geçen yılın aynı döneminde sanayi üretim endeksi artışının hız kaybetmesi nedeniyle baz etkisinin nispeten azalması ve Çin etkisiyle ihracatı gerileyen sektörlerin dışında, ihracata dayalı üretim gerçekleştiren sektörlerdeki üretim artışları, Eylül ayında hız kazanan aylık sanayi üretim endeksinin Ekim ayında da %7 oranında artmasını mümkün kılmıştır.



### ► Kapasite Kullanım Oranları

Üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranları, 2004 yılından bu yana, iktisadi açıdan üretim artışının devam ettiği ve enflasyonist baskı yaratmayan %80'ler düzeyinde seyretmektedir. Kasım ayında Eylül ve Ekim aylarına göre bir düşüş görülse de, bu durumun Şeker Bayramı nedeniyle çalışılan gün sayısının azalmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Kasım döneminde 22 alt sektörden gıda, tekstil, ağaç ve mantar ürünleri, kağıt, rafine edilmiş petrol ürünleri, kimyasal madde ürünleri, plastik-kauçuk, ana metal sanayi, makine-teçhizat, elektrikli cihazlar ve mobilya olmak üzere 11'inde kapasite kullanım oranları düşerken 11 sektörde yükselmiştir. Kapasite kullanım oranları, gıda, tütün, deri, basım-yayım, kimya, metal eşya, makine-teçhizat, elektrikli cihazlar, ve diğer ulaşım araçları olmak üzere 9 alt sektörde %80'in altına düşmüştür.



► **Türkiye’de Büyümenin Kalitesi ve Sürdürülebilirliği**

Türkiye ekonomisi, krizin ardından on beş çeyreklik dönemde kesintisiz büyümüştür. 2002-2004 yılları arasında güven ortamının yeniden tesisi ve ertelenmiş yatırım ve tüketim harcamalarının da devreye girmesi ile ortalama %7,9 oranında büyüme kaydedilmiştir.

2005 yılında inşaat sektöründeki canlılığın tetiklediği tüketim artışı ve ithalata dayalı bir büyüme görülmektedir. İnşaata dayalı büyüme kısa dönemde ilgili birçok alt sektörü harekete geçirip ekonomik ortamda bir canlılık sağlasa da uzun dönemde buradan sağlanan ürünlerin ticarete konu olmaması, ihraç edilememesi nedeniyle sürdürülebilir bir büyüme sağlayamayacağı açıktır. Üstelik, bu şekilde bir büyüme, enflasyon rakamlarında da bir yükseliş beraberinde getirecektir. İktisadi açıdan kaliteli ve sürdürülebilir bir büyümenin koşulu, mal ve hizmet üretiminde yüksek katma değer yaratıp bunu yurtdışına ihraç eden bir büyüme modelidir.

Değerli TL, işgücü ve enerji gibi sanayinin önemli üretim girdileri üzerindeki yüksek vergi yükü, sanayimizin dış dünya ile rekabet edebilme gücünü azaltmaktadır. İhracatı gerileyen Türkiye ekonomisi, ucuzlayan ithal mallara yönelmektedir. Bu süreçte ekonomi, ciddi bir cari açık sorunuyla boğuşmakta, önemli bir istihdam artışı sağlayamamakta, ekonomide varolan sorunlar giderilememektedir. Türkiye’nin bu kısır döngüden kurtulması için bir yapısal dönüşüme ihtiyacı vardır. Kurumlar vergisi oranlarındaki indirim, kayıtdışı önlemeye yönelik hazırlanan paket, istihdam ve enerji maliyetleri üzerindeki vergi yükünün indirilmesine yönelik düzenlemelerin gündemde olması sürdürülebilir ve kaliteli bir büyüme için atılan önemli adımlardır. Bu reformların başarıyla uygulanmasıyla birlikte, büyümenin önemli unsurlarından biri olan verimlilik olgusunun kalıcı kılınması, sanayiinin rekabet gücünü destekleyici, sürdürülebilir büyümeyi sağlayıcı ve ekonomiyi büyüme-cari açık sarmalından kurtaracak çok önemli bir faktördür. Yapılan hesaplamalara göre yıllık %5-7 arasında potansiyel büyüme oranına sahip olan Türkiye’nin, yapısal sorunlarının çözülmesi ve verimlilik artışına odaklanması durumunda bu oranlarla büyümeye devam etmesi mümkün görünmektedir.

Genel olarak ele alındığında sağlıklı biçimde büyüyen bir ekonomi kısa dönemde potansiyel büyüme oranından çok fazla sapmalar göstermeden büyüyen; uzun dönemde ise yapısal reformları tamamlayarak potansiyel büyüme oranını yükseltebilen bir ekonomidir. Bir ekonominin kısa dönemde potansiyel büyüme oranından daha hızlı büyümesi makro ekonomik dengeleri bozucu etkiler yapabilir. Çünkü büyüme demek finansman ihtiyacı demektir. Türkiye ekonomisi hem yıllık bazda bakıldığında hem de üç aylık bazda bakıldığında potansiyel büyüme oranından sapmaların yüksek olduğu bir ekonomidir. Bu sapmalar üçer aylık dönemler itibarıyla bakıldığında daha belirgin hale gelmektedir. Potansiyel büyüme oranından sapmaların kısa dönemde yüksek olması bir yandan büyümeyi finanse eden kaynakların sürdürülebilir halde tutulmasını diğer yandan ise ekonomide toplam talebin para ve maliye politikaları aracılığı ile yönetimini son derece önemli olgular haline getirmektedir. Kısa dönem büyüme performansı ile ilgili genel manzaranın böyle olmasına ek olarak, DPT’nin yaptığı bir araştırmada da vurgulandığı gibi 1990-2000 döneminde toplam faktör verimliliğinin büyümeye katkısı 3,3 olarak gerçekleşirken; 2002-2004 döneminde toplam faktör verimliliğinin büyümeye katkısı 51,3 olmuştur. Yani büyümenin kaynaklarında verimlilik artışı lehine önemli bir değişim ortaya çıkmıştır.

Bir bütün olarak değerlendirildiğinde şu saptama yapılabilir; 2000 ve 2001 krizleri sonrası döneme özellikle bakıldığında potansiyel büyüme oranından sapmaların büyük olduğu ancak bu sapmaların önemli verimlilik artışlarıyla birlikte ortaya çıktığı bir ekonomik yapı söz konusudur. Bu çerçeveden bakıldığında 2005 yılının ilk iki çeyreğine ilişkin rakamlar 2004 yılı ile karşılaştırmalı olarak değerlendirilirken, Türkiye ekonomisinin bir durgunluk sürecine girmesi durumunun söz konusu olmadığı aksine üçüncü çeyrek büyüme rakamı ile birlikte ele alındığında büyüme rakamlarının potansiyel büyüme rakamlarına doğru bir yakınsama göstermekte olduğu ortaya çıkmaktadır. *2002 ve sonrası döneme ilişkin olarak büyüme süreci analiz edilirken büyümenin kaynaklarının yapısal olarak farklılaştığı ve gerçekleşen yüksek büyümenin 1980 sonrası döneme ilişkin olarak yüksek büyüme- düşük enflasyon olgusunun yaşandığı “tek örnek dört yıl” olduğu dikkate alınmalıdır.*

## PARA POLİTİKASI ANALİZİ

### ► TCMB Bilanço Analizi

Aşağıdaki tabloda TCMB Analitik Bilançosu'nun belli başlı kalemlerinin ve Bilanço'dan hareketle hesaplanmış bir takım büyüklüklerin 2003 yılı sonundan itibaren gelişmeleri verilmiştir.

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)				
	23.12.05	25.11.05	31.12.04	31.12.03
<b>Toplam Bilanço Büy.</b>	89.26	86.85	74.67	76.50
<b>Dış Varlıklar</b>	71.29	68.39	53.59	52.89
<b>İç Varlıklar</b>	17.97	18.45	21.08	23.61
<b>Toplam Döviz Yük.</b>	49.89	45.73	49.93	52.36
<b>Merkez Bankası Parası</b>	39.37	41.11	24.74	24.13
<b>Emisyon</b>	19.44	18.99	13.47	10.68
<b>Dış Varlık - Top. Döv. Yük.</b>	21.40	22.66	3.66	0.53
<b>Dış Varlık / Top. Döv. Yük.</b>	1,43	1,50	1,07	1,01
<b>Dış Varlık / Emisyon</b>	3,67	3,60	3,98	4,95
<b>İç Varlık / Dış Varlık</b>	0,25	0,27	0,39	0,45
<b>Emisyon / Top. Bilanço</b>	0,22	0,22	0,18	0,14

Kaynak:TCMB

TCMB döviz pozisyonu<sup>1</sup> 2005 yılı Aralık ayı itibariyle yaklaşık 21.4 milyar YTL fazla vermiştir. 2004 yılı sonundan 2005 yılının Aralık sonuna kadar olan, yaklaşık bir yıllık sürede, TCMB'nin döviz pozisyonu fazlasının yaklaşık 17.7 milyar YTL (3.66 milyar YTL' den 21.4 milyar YTL' ye) yükseldiği görülmektedir. Söz konusu gelişmede etkili olan unsurlar, ters para ikamesi sürecinin devam etmesi, kamunun dış borçta net ödeyici durumuna gelmesi, TCMB'nin döviz alımları ve yükümlülüklerinde YTL'nin payının artması olarak özetlenebilir.

Yine bu gelişmelere bağlı olarak TCMB'nin kur riski oranı<sup>2</sup> da yükselmiş ve 23.12.05 tarihi itibariyle 1,43 olarak gerçekleşmiştir. Bu sayede kur riski azalmış ve döviz kurlarında yaşanacak olası bir yükseliş karşısında TCMB Bilançosu daha dayanıklı hale gelmiştir.

25.11-23.12.2005 tarihleri arasında yaklaşık bir aylık sürede TCMB'nin döviz pozisyonu fazlası 1.26 milyar YTL azalmıştır. Söz konusu gelişme, bu dönemde kamunun TCMB'deki mevduatının bileşiminin yabancı para lehine değişmesinden kaynaklanmaktadır. Bu değişim TCMB'nin döviz yükümlülüklerinin artmasına neden olmuştur. MBP'nin (Merkez Bankası Parası) bir bileşeni olarak kamunun YTL mevduatının azalması, MBP'nin 41.11 milyar YTL'den 39.37 milyar YTL'ye gerilemesine neden olmuştur.

Bilanço kalemleri incelendiğinde öne çıkan bir diğer gelişme de TCMB varlıklarının kompozisyonunda yaşanan değişim olmuştur. İç varlıkların dış varlıklara oranına bakıldığında, bu oranın düşmekte olduğu ve 23.12.05 tarihinde de 0,25 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bunun anlamı TCMB'nin ağırlıklı olarak dış varlık karşılığında para üretiyor olmasıdır. Bu orana bakıp, incelenilen dönemde, TCMB'nin aktif kalitesinin arttığını söyleyebiliriz.

Analitik Bilançodaki % Değişim					
	23.12.05	25.11.05	31.12.04	31.12.04	31.12.03
	Nom.	Nom.	Reel	Nom.	Reel
<b>Toplam Bilanço Büyüklüğü</b>	2,78	16,30	5,68	-2,38	-10,71
<b>Dış Varlıklar</b>	4,24	27,62	15,96	1,32	-7,31
<b>İç Varlıklar</b>	-2,64	-12,46	-20,46	-10,70	-18,31
<b>Toplam Döviz Yükümlülüğü</b>	9,09	-8,41	-16,77	-4,65	-12,78
<b>Dış Varlık-Toplam Döv. Yük.</b>	-5,55	518,65	462,14	592,04	533,05
<b>MBP</b>	-4,24	66,16	50,98	2,52	-6,22
<b>Emisyon</b>	2,35	41,05	28,16	26,13	15,38

Kaynak:TCMB

Reel değişimlerin hesaplanmasında 1994 bazlı TÜFE kullanılmıştır. Kaynak:DİE

Bilançonun yükümlülükler<sup>3</sup> (Toplam Bilanço Büyüklüğü) kısmına bakıldığında da dikkat çekici gelişmeler yaşandığı görülmektedir. Toplam yükümlülükler 2004 yılı sonundan 25.11.05 tarihine kadar olan dönemde %16,3 artarken, MBP nominal olarak yaklaşık %66,2, reel olarak %51 oranında artmıştır. Söz konusu artış, büyük oranda emisyon artışından kaynaklanmıştır. Emisyon hacmindeki reel artış 2004 yıl sonuna göre, 25.11.05 tarihinde yaklaşık %28,2' dir. Emisyonun toplam bilanço büyüklüğüne

oranına bakıldığında da, bu oranın artmakta olduğu ve 23.12.05 tarihi itibariyle %22 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu ise ekonomide yaşanan iyileşme süreciyle birlikte YTL'ye yönelik talebin artmasından kaynaklanmaktadır. Bilançoda YTL'nin itibarının arttığını gösteren bir diğer gelişme de dış varlıkların emisyon oranında gözlenen gerilemedir. Bu oran 23.12.05 tarihi itibariyle 3,67 olarak gerçekleşmiştir.

<sup>1</sup> TCMB'nin Dış Varlıkları ve Toplam Döviz Yükümlülükleri arasındaki fark.

<sup>2</sup> Dış varlıkların Toplam Döviz Yükümlülüklerine oranı.

<sup>3</sup> Merkez Bankası'nın toplam yükümlülükleri döviz yükümlülükleri ve YTL yükümlülüklerinden (Merkez Bankası Parası oluşmaktadır).



MBP'deki Değişimin Kaynağı (%)	23.12.05	25.11.05	31.12.04
	25.11.05	31.12.04	31.12.03
YTL İşlemler	30,4	-16,6	-629,7
YP İşlemler	69,6	116,6	729,7

Kaynak: TCMB

MBP TCMB'nin YTL ve yabancı para işlemlerinden kaynaklanmaktadır<sup>4</sup>. MBP'deki değişimin kaynaklarına baktığımızda MBP'de yaşanan artışa YTL işlemlerinin katkısının negatif, yabancı para işlemlerinin katkısının ise pozitif ve YTL işlemlerine göre daha baskın olduğu görülmektedir. Bu gelişme para politikası uygulamasında yaşanan yapısal değişimi açıkça ortaya koymaktadır:

TCMB artık, sadece döviz karşılığında para yaratmak istemektedir.

23.12-25.11.2005 tarihleri arasında MBP yaklaşık 1.7 milyar YTL azalmıştır. Yukarıdaki tablo'dan görüldüğü gibi bu azalışın %30,4'ü YTL işlemlerinden, %69,6'sı ise YP işlemlerinden kaynaklanmıştır. Kamunun TCMB bünyesindeki yabancı para mevduatının azalıp YTL mevduatının artması, YTL karşılığı döviz satım işlemi gibi etki yaratmış ve MBP'nin azalmasına yol açmıştır.

MBP'nin Bileşimi	2005	2004	2003	2002
RP / MBP	0,80	0,72	0,56	0,55
APİ / MBP	0,14	0,22	0,37	0,39
Kam.Mev. / MBP	0,06	0,06	0,07	0,06

Kaynak: TCMB Analitik Bilanço (Ortalama Değerler Kullanılmıştır.)

TCMB'nin döviz alımları nedeniyle MBP' de yarattığı artış, ekonomideki likiditeyi büyük ölçüde arttırmıştır. TCMB 2005 yılında (23 Aralık itibariyle) piyasalardan açık piyasa işlemleri ile ortalama olarak, aylık 4.3 milyar YTL likidite çekmiştir, 2004 yılında ise bu büyüklük 5.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. TCMB'nin bu çabası temelde, piyasaya verdiği para miktarındaki artışı kontrol etmeye yöneliktir. Yandaki tablodan görüldüğü gibi, RP'nin (Rezerv Para) MBP'deki payı artarak 2005 yılında ortalama %80 olarak gerçekleşirken, APİ'nin payı azalmış ve ortalama %14 düzeyinde kalmıştır. RP'deki bu artış, daha önce değinildiği gibi, temelde artan para talebi ile ilişkilidir. Para talebinin artması TCMB'nin, döviz alımları nedeniyle ortaya çıkan likidite artışını sınırlamak için yaptığı sterilizasyon işlemlerinin maliyetinin görece olarak düşük kalmasını sağlamıştır.

MBP büyük ölçüde yabancı para işlemlerden kaynaklandığından mutlak büyüklüğü TCMB'nin döviz rezervlerini nasıl yönettiği ile yakından ilişkilidir. 01 Eylül 2005 tarihinde TCMB tarafından yayınlanan "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Döviz Rezervi Yönetimi" adlı raporda bu konuyla ilgili detaylı bilgiler verilmiştir. Raporda TCMB'nin uluslararası rezervlerini daha da güçlendirmeyi hedeflediğini, böylece ülkemizin risk primini dolayısıyla Hazine'nin uluslararası piyasalardan borçlanma maliyetini düşürmeyi ve uyguladığı para ve kur politikasının etkinliğini arttırmayı amaçladığı vurgulanmıştır. TCMB Ocak 2002-23 Aralık 2005 tarihleri arasında piyasalardan, döviz alım ihaleleri ve doğrudan alım yoluyla, yaklaşık 38 milyar dolar döviz alımı gerçekleştirmiş ve TCMB'nin döviz rezervleri 23.12.05 tarihi itibariyle 49.3 milyar dolara ulaşmıştır. TCMB 2005 yılının başından 23 Aralık tarihine kadar geçen dönemde ihalelerle 7.4 ve yapılan altı müdahaleyle 14.6 milyar dolar olmak üzere toplam 22 milyar dolara yakın döviz alımı gerçekleştirmiştir. Raporda, TCMB'nin bu rezervlerin yönetimi açısından her zaman muhafazakar bir yatırım stratejisi izlediği ve bu doğrultuda rezervlerini uluslararası piyasalarda riski düşük yatırım araçlarında değerlendirdiği vurgulanmıştır.

TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyar Dolar)	
31.12.2003	33.6
31.12.2004	36.0
23.12.2005	49.3

Kaynak: TCMB

TCMB rezervlerinde tarihsel olarak en büyük paya sahip olan işçi dövizlerinin payı 1995 yılının başında %90'ların üzerindeyken son dönemlerde %40'ın altına düşmüştür. Söz konusu gelişme bu hesapların yüksek maliyeti göz önüne alındığında dikkat çekici ve olumlu bir gelişme olarak nitelendirilmektedir. Ancak bu oranın azalması işçi dövizleri hesapların mutlak olarak azalmasından değil rezervlerinin artmasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda TCMB'nin döviz piyasalarına müdahaleleri bir yandan bu piyasalardaki istikrarı katkıda bulunmaya ve ılımlı bir rezerv biriktirme politikası sürdürmeye diğer yandan da görece olarak düşük maliyetli rezerv sağlayarak rezervlerinin ortalama maliyetini azaltmaya yönelik işlemler olarak değerlendirilebilir.

TCMB'nin döviz rezervi biriktirme davranışı tartışma konusu olan politika uygulamalarından birisidir. TCMB'nin bu davranış biçimi iki farklı açıdan değerlendirilmektedir. Bunlardan ilki, TCMB'nin döviz alımlarıyla ortaya çıkan likidite fazlasının APİ ile piyasadan çekilmesi nedeniyle oluşan zarara dikkat çekmektedir. İkinci görüş ise YTL'nin aşırı değerli olduğu ve TCMB'nin daha fazla döviz alması gerektiği savını ileri sürmektedir. Bu noktada TCMB'nin hali hazırdaki davranış biçiminin nedenleri önem kazanmaktadır. TCMB bir yandan döviz rezervlerini yükseltmenin getirisinin maliyetinden fazla olduğu düşüncesiyle rezerv biriktirmekte diğer yandan döviz kurlarının uzun dönemli denge değerini etkilememek için bu piyasalara aşırı

<sup>4</sup> Yabancı para ile ilgili, yalnızca YTL karşılığı döviz alım ve satım işlemleri MBP'yi etkilemektedir.

müdahalelerden kaçınmaktadır. TCMB raporlarında bu konuyla ilgili sık sık vurgular yapılmakta ve literatürde “**imkansız üçlü**” diye bilinen bir kavrama gönderme yapılmaktadır. Buna göre sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide TCMB hem faiz hem de döviz kurunu kontrol edememektedir.

#### ► Parasal Gelişmeler:

Aşağıdaki Tablo'dan da görüldüğü gibi incelenilen dönemde M1, M2 ve M2Y tanımlarına göre, para arzında dikkat çekici artışlar yaşanmıştır. Ekonomide dezenflasyon sürecinin yaşandığı bir dönemde, para arzında yaşanan bu artışlar Merkez Bankası raporlarında da sık sık vurgulanmakta ve yaşanan bu olumlu gelişme para talebinde meydana gelen artışla ilişkilendirilmektedir. Para çoğaltanının 2005 yılında düşmesine rağmen para arzında ciddi miktarda artış yaşanması para talebinin artması ile yakından ilişkilidir. Böyle bir süreçte para arzının belirlenmesinde parasal taban baskın unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Parasal Göstergeler	02.12.2005	2004	2003	% Değişim	
	(1)	(2)	(1)	(3)-(2)	(2)-(1)
M1	36,8	28,8	23,0	31,3	25,1
M2	147,0	108,5	82,7	34,4	31,2
M2Y	221,1	184,4	151,0	19,3	22,1
Parasal Taban	34,5	23,9	23,3	53,6	2,9
DTH/M2Y	0,34	0,41	0,45	-	-
M2/Parasal Taban	4,26	4,53	3,55	-	-

Kaynak: TCMB

Döviz Tevdiat Hesaplarının M2Y'ye oranı ekonomideki para ikamesi derecesini ifade etmekte kullanılmakta olup, yandaki tablodan da görüldüğü gibi bu oran azalmaktadır, bunun anlamı, en basit tanımla, ekonomik birimlerin, dövizden YTL'ye

dönmekte olduklarıdır. Bu süreç literatürde ters para ikamesi olarak adlandırılmaktadır.

#### ► TCMB Faiz Kararı

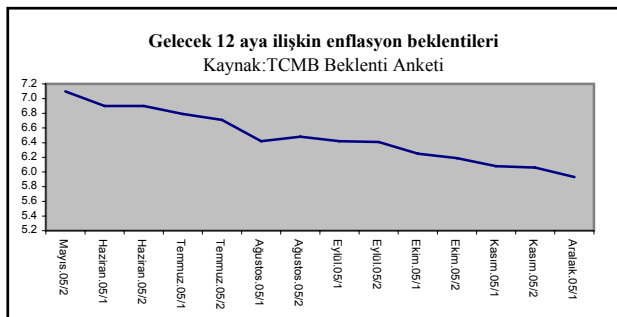
TCMB O/N Faiz Oranları	Borç Alma		Borç Verme	
11.01.2005	17,00	21,00		
09.02.2005	16,50	20,50		
09.03.2005	15,50	19,50		
11.04.2005	15,00	19,00		
10.05.2005	14,50	18,50		
09.06.2005	14,25	18,25		
11.10.2005	14,00	18,00		
09.11.2005	13,75	17,75		
<b>09.12.2005</b>	<b>13,50</b>	<b>16,50</b>		

Kaynak: TCMB

TCMB'den 9 Aralık tarihinde yapılan açıklamada kısa vadeli faiz oranlarının 0,25 puan indirilmesine karar verildiği duyurulmuştur. TCMB kararın gerekçesi niteliğinde olan Enflasyon ve Görünüm Raporu'nu da yine aynı gün kamuoyuna açıklamıştır. Bu kararlar birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %13,50, borç vermede ise %17,50 olarak belirlenmiştir. Buna ek olarak, Banka tarafından 30 Aralık 2005 tarihinde yapılan duyuruda teknik faiz düzenlemeleri çerçevesinde, borç verme faizinin 2 Ocak 2006'dan itibaren geçerli olmak üzere, %16,50 düzeyinde belirlendiği açıklanmıştır.

9 Aralık 2005 tarihli Enflasyon ve Görünüm Raporunda, kısa vadeli faizlerin önümüzdeki dönem aşağı doğru olma olasılığının diğer olasılıklardan daha fazla olduğu ancak sabit kalma olasılığının da diğer dönemlere göre güçlendiği belirtilmiştir. Söz konusu belirsizliği ortaya çıkaran faktörler, enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerin gerektirdiği düzeyin üzerinde seyretmesi, talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin azalmış olması, hizmet fiyatlarındaki katılık, uluslararası likidite koşullarına ve petrol fiyatlarının seyrine ilişkin belirsizlikler olarak ifade edilmiştir.

**Ana Senaryo:** Petrol fiyatlarının 2006 yılında bugünkü seviyesinin biraz altında kalacağını, uluslararası likidite koşullarında önemli bir değişimin olmayacağı, maliye politikasının yıl sonu hedefiyle tutarlı olarak yürütüleceği ve para politikasının temkinli duruşunu sürdüreceği temel varsayımlar altında, TCMB bünyesinde yapılan orta vadeli tahminler; 2006 yıl sonu enflasyonunun belirlenmiş olan hedefe yakın gerçekleşeceği yönündedir. (TCMB Kasım Ayı Enflasyonu ve Görünüm Raporu, Aralık 05)



TCMB petrol fiyatlarında meydana gelen artışın enflasyon üzerindeki etkisini iki açıdan ele almaktadır: birincil etkiler ve ikincil etkiler. Birincil etkiler, petrolü yoğun olarak kullanan sektörlerdeki fiyatlamada davranışları üzerindeki doğrudan ve kısa vadeli etkilerdir. Dolayısıyla bu etkiler hali hazırda meydana çıktığından ve bu etkilerin orta vadeli enflasyon eğilimi hakkında içerdiği bilgiler sınırlıdır. İkincil etkiler ise, petrol girdisini yoğun olarak kullanmayan sektörlerde, enflasyon beklentileri ve



fiyatlama davranışları üzerindeki orta vadeli etkilerdir. Bu nedenle, 2006 yılı başından itibaren enflasyon hedeflemesine geçmiş olan TCMB için, alınacak kararlarda petrol fiyatlarının ikincil etkileri asıl önemli unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Raporda iki yıldır enflasyon üzerinde baskı yaratan petrol fiyatlarının son dönemde enflasyondaki düşüş sürecine olumlu katkı yaptığı ve orta vade de aynı eğilim devam ettiği takdirde ikincil etkilere dair kaygıların azalacağı belirtilmiştir. Ancak öngörülmesinin son derece güç olması nedeniyle, petrol fiyatlarının enflasyon hedefleri açısından risk unsuru olduğu da ifade edilmiştir.

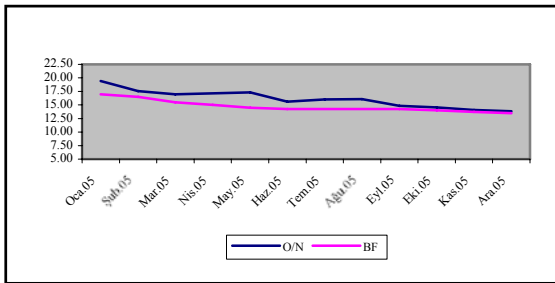
TCMB Kasım raporunda, hizmet fiyatlarındaki artışların son bir yıl içinde kademeli olarak yavaşladığını ve %12 seviyesine gerilediğini, ancak bu artışın genel enflasyon eğiliminin üzerinde olduğunu belirtmiştir. Bu nedenle hizmet fiyatlarındaki gelişmeler TCMB'nin faiz kararlarında temkinli davranmasının hala önemli bir nedenidir. Ancak şunu belirtmek gerekir ki hizmet sektöründeki fiyat katılıkları sektörün dinamikleri ile ilgili bir gelişmedir. Söz konusu gelişme literatürde “Alman Hastalığı” olarak bilinen ve gelişmekte olan ülkelerin temel sorunu olan bir olguya işaret etmektedir. TCMB'nin Kasım raporunda bu konuyla ilgili olarak, **Balassa-Samuelsan etkisi** kavramından hareketle şu saptama yapılmıştır. “Dış ticarete konu olan mal grubundaki verimlilik artışlarının yüksek olduğu bir ekonomide, hizmet grubu fiyat artışlarının genel enflasyonun üzerinde seyretmesi doğaldır.” (TCMB Kasım Ayı Enflasyonu ve Görünüm Raporu, Aralık 05).

TCMB'nin enflasyon hedefleriyle ilgili olarak sık sık vurguladığı diğer faktörler, iç ve dış talep gelişmeleri, arz faktörleri, mali disiplin, yapısal reformların devamlılığı ve uluslararası gelişmelerdir.

Raporda uluslararası likidite koşullarında ortaya çıkabilecek bir olumsuzluğun önemine dikkat çekilmektedir. Bu açıdan ele alındığında yapısal reformların devreye sokulmasıyla birlikte ekonominin dışsal şoklara duyarlılığının azaltılması önemli bir vurgu olarak ortaya çıkmaktadır.

Kasım ayı görünüm raporunda kısa dönemde ihracattaki artışların devam edeceği ancak ithalattaki artışların da sürmesiyle net dış talebin büyümeye katkısının düşük olacağı vurgulanmıştır. Orta vadede ise dış açıklığın artmasının mal fiyatlarındaki artışı sınırlayıcı bir etki yapmasının beklendiği belirtilmiştir. İç taleple ilgili yapılan tespitlerde ise tüketim talebinde belirgin bir artışın gözlemlenmediği, büyümenin daha çok yatırım kaynaklı olduğu ifade edilmiştir. Bu durum ekonominin arz potansiyelini artırdığından, gelecek dönem enflasyonu açısından olumlu bir gelişme olarak nitelendirilmiştir. Kuşkusuz iç talep gelişmeleri ile ilgili en önemli gelişmelerden biri kredilerde yaşanan artışlardır. TCMB bu artışların faizlerdeki düşüşle birlikte devam edebileceğini ifade etmekte ve gerek tüketici gerekse firmalara kullanılan kredilerde görece bir istikrar eğiliminin görüldüğünü belirtmektedir.

Görünüm raporundaki açıklamalar genel olarak bu şekilde olmakla birlikte, TCMB'nin raporlarında dikkat çeken özel bir konu TCMB'nin beklenti yönetiminin enflasyonla mücadelede ne kadar önemli olduğuna yönelik yaptığı açıklamalardır. TCMB'nin politika uygulamaları açısından dikkate aldığı en önemli veri beklentilerdir. Beklenti yönetimi ve beklentilerin politika hedeflerine yakınsaması ekonominin geçmiş enflasyonla bağlantısının koparılması açısından son derece önemlidir.



Bu çerçevede şekillenen faiz kararı 2005 yılı içerisindeki dokuzuncu indirim olup, TCMB bu kararlarla birlikte faizleri 2005 yılında kademeli olarak %18'den %13,50'ye indirmiştir. TCMB temel politika aracı olan kısa vadeli faizleri değiştirerek ekonomik faaliyet üzerinde etkili olmaya çalışmaktadır. Bu noktada vurgulanması gereken konu kısa vadeli faizlerle orta ve uzun vadeli faizler arasındaki ilişkinin niteliğidir. Grafikten de görüldüğü gibi TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları ile borçlanma faizleri arasındaki ilişki son dönemlerde netleşmeye başlamıştır. Ancak önemli olan

bu ilişkinin istikrarlı bir yapıya kavuşması ve bu sayede öngörülebilir olmasıdır. Böyle bir ilişki ise düşen enflasyon ortamında değil fiyat istikrarının sağlandığı ve sürdürüldüğü bir süreçte net bir şekilde ortaya çıkabilecektir.

► **2006 Yılında Para ve Kur Politikası**

TCMB 05/12/2005 tarihinde “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 yılında Para ve Kur Politikası” adlı duyuruyu yayımlamıştır. Duyuruda enflasyon hedeflemesi ile ilgili genel bilgilerin yanında 2006 yılında uygulanacak para ve kur politikasına ilişkin operasyonel bilgiler de yer almaktadır.

Yapılan açıklamada, geçiş aşaması olarak düşünölen 2005 yılında, dalgalı kur rejimine uyumun arttığı ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için elverişli bir ortam oluşmasına yönelik önemli mesafeler alındığı ve TCMB'nin 2006 yılında para politikası kurumsallaşma süreci çerçevesinde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamasına geçeceği belirtilmiştir. Bu uygulama ile TCMB açısından önümüzdeki dönemin başlıca gündem maddelerinin, şeffaflığın, hesap verebilirliğin ve öngörülebilirliğin artırılması olduğu ifade edilmiştir.

*Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi:*

TCMB bünyesinde yapılan çalışmalar sonucunda Türkiye'ye özgü bir model geliştirilmiştir;

1. Hedef TÜFE üzerinden tanımlanmaktadır ve nokta hedefidir.
2. Hedefler üç yıllık ilan edilmektedir ve 2006 yılı için %5, 2007 ve 2008 yılları için %4 olarak belirlenmiştir.
3. Hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmalar aynı şekilde değerlendirilecektir.
4. Hedeften aşırı sapma meydana geldiğinde, TCMB bunun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri ayrı bir raporla hükümete sunacak ve bu raporu kamuoyu ile paylaşacaktır. Sapmanın düzeyi “belirsizlik aralığı” olarak adlandırılmış ve aralık 2006 yılı için +/-2 olarak belirlenmiştir.

Yıl Sonu Hedefi İle Tutarlı Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı				
	Mart 2006	Haziran 2006	Eylöl 2006	Aralık 2006
<b>Belirsizlik Aralığı Üst Sınır</b>	9,4	8,5	7,8	7
<b>Hedefle Tutarlı Patika</b>	7,4	6,5	5,8	5
<b>Belirsizlik Aralığı Alt Sınır</b>	5,4	4,5	3,8	3

*Kaynak: TCMB*

5. TÜFE enflasyonu, zaman zaman para politikasının denetiminde olmayan unsurlar tarafından etkilenebilmektedir. Bu nedenle, ana enflasyon eğiliminin daha iyi anlaşılabilmesi bağlamında, Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG), TCMB'nin ileriye yönelik enflasyon analizinin ve iletişim politikasının bir parçası olmaya devam edecektir.
6. Hedefler, sadece, para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda değişecektir. Bu durumda, yeni hedef yine Hükümet ile beraber saptanacaktır.
7. IMF programı çerçevesinde, Net Uluslararası Rezervler performans kriteri olmayı sürdürecektir, ancak Para Tabanı performans kriterinin ve Net İç Varlıklar gösterge hedeflerinin yerini “enflasyon gözden geçirme kriterleri” alacaktır. Üçer aylık hedeflerden 1 puanlık sapmalar (aşağı ve yukarı doğru) olduğu takdirde, gözden geçirmelerde IMF teknik elemanlarıyla görüşmeler yapılacaktır. Ayrıca bu durum kamuoyuna raporlarla açıklanacaktır. Hedeflerden 2 puanlık sapmalar ise program şartlılığının ihlali anlamına gelecek ve program esasları dahilinde alınması gereken önlemler açıklanacaktır.
8. TCMB'nin para politikası kararlarında orta vadeli yaklaşımı devam edecektir. Bu doğrultuda kısa vadede hedefle tutarlı politikadan önemli bir sapma olacağı anlaşıldığında eğer orta vadeli görünüm hedeflerle tutarlı ise bu durum kamuoyuna açıklanacak ve para politikası tepki vermeyecektir.
9. Para politikasının temel iletişim aracı üç ayda bir yayımlanacak Enflasyon Raporu olacaktır. Raporlar 2006 yılında Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarının son haftasında yayımlanacaktır. Raporlarda TCMB'nin niceliksel enflasyon öngöröleri yer alacaktır.
10. Enflasyon ve Görünüm Raporu yerini ikili bir raporlama sistemine bırakacaktır: Para politikası kararının hemen ardından, karar ile birlikte kararın gerekçesini özetleyen kısa bir metin yayımlanacaktır. Para Politikası Kurulu'nun değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin ise toplantı tarihinden sonra 5 iş günü içinde yayımlanacaktır. Ayrıca raporun içeriği bir basın toplantısıyla tanıtılacaktır.
11. İletişim politikasının bir diğer ayağı, TCMB'nin yayımladığı teknik raporlar, aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılmasına yönelik notlar ve enflasyon tahminlerinde kullanılan yöntemlere ilişkin sunuşlar olacaktır. ancak bu aşamada bir model yayımlanmayacaktır.
12. Yeni dönemde Para Politikası kurulu tavsiye veren konumdan, karar alıcı konuma geçecektir. toplantılar yine ayda bir yapılacak ve alınan karar aynı gün kamuoyuna kısa bir metinle duyurulacaktır.

### Döviz Kuru Politikası ve Döviz Alım İhaleleri:

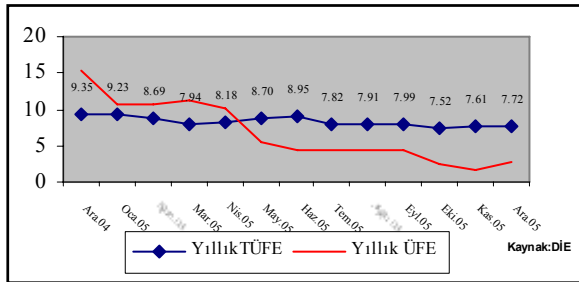
1. TCMB 2006 yılında da düzenli döviz alım ihalelerine devam edecektir. Bunun yanı sıra TCMB döviz piyasalarında oluşabilecek aşırı oynaklığı engellemek için doğrudan alım ya da satım yönünde bu piyasalara müdahale edebilecektir.
2. İhalelerde alım yapılacak tutarlar 2006 yılı başından itibaren günlük 15 milyon ABD dolarından 20 milyon ABD Dolarına çıkarılacaktır. Böylece ihaleyi kazanacak bankalara tanınacak ek satım opsiyonu da 40 milyon ABD dolarına çıkacaktır. Sonuçta günlük ihalelerde alınabilecek maksimum döviz miktarı 60 milyon ABD doları olacaktır.
3. 26 Aralık 2005 tarihi itibarıyla MB'nin Döviz ve Efektif Piyasalarındaki aracılık işlemleri tamamen sona erecektir.

### ► Aralık Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri:

% Değişim (2003=100)	TÜFE Aralık.2005	ÜFE Aralık.2005
Bir önceki aya göre	0,42	-0,04
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	7,72	2,66
Bir önceki yılın aynı ayına göre	7,72	2,66

Kaynak:DİE

2005 Aralık döneminde TÜFE' de bir önceki aya göre % 0,42 oranında artış gerçekleşirken, ÜFE'de %0,04 oranında azalış meydana gelmiştir. Böylece, 2005 yılında TÜFE'deki artış %7,72 olmuş ve %8'lik yıl sonu hedefinin altında gerçekleşmiştir. ÜFE'de ise yıllık artış %2,66 olarak kaydedilmiştir.



Aralık 2005 döneminde alkollü içecekler ve tütün alt grubunda yaşanan %4,92'lik artış bu dönemde TÜFE'deki artışın temel belirleyicisi olmuştur. Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden olan, enerji ve alkollü içkiler ile tütün ürünleri hariç hesaplanan "E" grubu endeksindeki bir aylık artışın %0,17 ile genel artışın altında kalması bu etkiyi yansıtmaktadır. Bu dönemde en çok artış gösteren ikinci ana harcama grubu ise %2,40'lık artış ile çeşitli mal ve hizmetler alt grubudur.

Ekim ve Kasım aylarında yüksek oranlı artış gösteren gıda ve alkolsüz içecekler alt grubu endeksi ise, Aralık ayında %0,27 azalmış ve TÜFE artışını sınırlayan temel etken olmuştur.

Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre % değişim
GENEL	100	-0,04
Tarım	20,65	1,72
Sanayi	79,35	-0,53
Madencilik	1,51	-0,82
İmalat	72,07	-0,58
Elektrik, gaz ve su	5,77	0,44

Kaynak:DİE

ÜFE Aralık ayında sanayi ürünleri fiyatlarında yaşanan düşüşün etkisiyle, %0,04 oranında azalmıştır. Rakamlar sektörler itibarıyla değerlendirildiğinde, sadece tarım sektöründe bir artış yaşandığı görülmektedir. Mevsimsel etkiler nedeniyle son aylarda ortaya çıkan bu artışların TÜFE üzerinde de yansımaları görülmektedir.

2005 yılında ÜFE'deki artışın %2,66 ile TÜFE'deki artışın oldukça gerisinde kalması enflasyon gelişmeleri açısından en dikkat çekici gelişmelerden birisidir. ÜFE kapsamında hizmet sektörünün bulunmaması söz konusu farklılığı yaratan temel unsurdur. Bilindiği gibi 2005 yılında enflasyonun düşüş sürecini sınırlayan en önemli etken hizmet fiyatlarındaki katılık olmuştur.

## KAMU MALİYESİ

### ► Bütçe Gelişmeleri

Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri	KASIM			OCAK-KASIM		
	2004	2005	Reel Değ. (%)	2004	2005	Reel Değ. (%)
Milyar YTL						
<b>BÜTÇE GELİRLERİ</b>	11.4	14.7	28,9	98.7	121.2	11,1
<b>VERGİ GELİRLERİ</b>	9.9	10.4	5,0	81.0	96.7	8,0
<b>DİĞER GELİRLER</b>	1.5	4.3	186,6	17.7	24.5	25,2
<b>BÜTÇE HARC.</b>	11.0	10.7	-2,7	123.1	126.7	-6,9
<b>FAİZ DIŞI HARC.</b>	7.8	8.1	3,8	70.8	85.3	9,0
<b>PERSONEL</b>	2.4	2.7	12,5	26.8	29.8	0,6
<b>SOSYAL GÜV.</b>	1.5	1.9	26,6	17.7	22.1	12,9
<b>FAİZ HARC.</b>	3.3	2.6	-21,6	52.3	41.4	-28,4
<b>BÜTÇE DENGESİ</b>	<b>0.4</b>	<b>3.9</b>	<b>875</b>	<b>-24.4</b>	<b>-5.4</b>	<b>-80,0</b>
<b>FAİZ DIŞI DENGE</b>	<b>3.7</b>	<b>6.6</b>	<b>78,3</b>	<b>27.9</b>	<b>36.0</b>	<b>16,7</b>

Kaynak: HAZİNE

Reel değişimler hesaplanırken 1994 bazlı TÜFE kullanılmıştır.

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan 2005 yılı Kasım ayı bütçe gerçekleştirmelerine göre, Kasım ayında geçen yılın aynı ayına göre reel olarak %28,9 artan gelirlerle birlikte harcamalar %2,7 azalmıştır. Ertelenen vergi ödemelerinin bu ay toplanmasıyla bütçe Kasım ayında 3.9 milyar YTL fazla vermiştir. Yılın on bir aylık döneminde 126.7 milyar YTL'lik harcamaya karşılık, 96,7 milyar YTL'si vergi, 24.5 milyar YTL'si vergi dışı gelirler olmak üzere 121.2 milyar YTL gelir elde edilmiştir. Bu dönem itibarıyla toplam gelirlerin giderleri karşılama oranı geçen yılın aynı dönemine göre 15,5 puan artarak %95,6'ya ulaşmıştır.

Konsolide bütçede Kasım ayında 6.6 milyar YTL faiz dışı fazla verilmiştir. Yılın on bir ayı itibarıyla konsolide bütçe faiz dışı fazlası 36 milyar YTL ulaşarak 31.4 milyar YTL olan yıl sonu hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde bütçe açığı ise geçen yılın aynı dönemine göre %79,6 gerileyerek 5.4 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bütçede yaşanan bu olumlu gelişmelerle Bütçe açığının GSMH'ya oranının 2005 yılı sonunda Maastricht kriterlerinde belirtilen %3'lük seviyeye yaklaşması beklenmektedir.

Bütçe gelirlerinin yılın ilk on bir aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre reel olarak %11,1 artışının en önemli dönemsel nedeni vergi dışı gelir kalemindeki artıştır. Bu artış devlet tahvili primli satış gelirleri ve diğer faiz gelirleri tahsilatından kaynaklanmıştır. Gelirler açısından bir diğer önemli nokta ise dolaylı vergilerin artış oranının dolaysız vergilerden yüksek olmasıdır. Ocak-Kasım dönemindeki vergi geliri artışına, gelir üzerinden alınan vergilerden çok, başta ÖTV olmak üzere harcamalar üzerinden alınan vergilerdeki artışlar kaynaklık etmiştir. Bu gelişmelerle dolaylı vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payı %71 olarak gerçekleşmiştir.

Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (ÖİB) verilerine göre, bu yıl özelleştirme uygulamaları Türk Telekom dahil toplam 16.9 milyar dolara ulaşmıştır. Bu kapsamda, Hazine Müsteşarlığı'na da 2.66 milyar dolar aktarılmıştır. ÖİB'nin 1986-2004 döneminde gerçekleştirdiği toplam özelleştirme uygulamaları 9.5 milyar dolar olmuştur. 4568 sayılı yasa gereğince özelleştirme gelirleri öncelikle fonun giderlerinin karşılanmasında kullanılacak, kalan fazla ise iç ve dış borç ödemelerinde kullanılmak üzere Hazine'ye aktarılacaktır. Özelleştirme gelirlerinden elde edilecek bu kaynak, ekonomi üzerinde bir risk unsuru olma özelliğini sürdüren borç stokunun, faiz ve kurlara olan duyarlılığının azaltılması ve ekonomi üzerindeki yükünün hafifletilmesi için bir fırsat sunmaktadır.

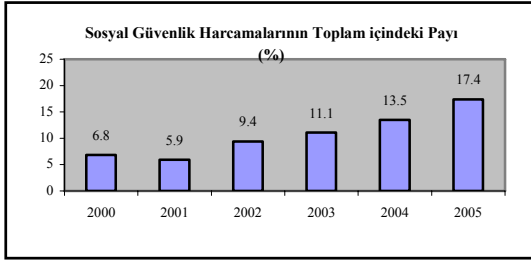
Kamu gelirleri açısından 2006 yılında önemli değişiklikler öngörülmektedir. Yeni bütçe yasasına göre 2005 yılında 106 milyar YTL olan vergi gelirlerinde 2006 yılında 24 milyar YTL'lik bir artış öngörülmektedir. Bu gelir artışının büyük bölümü dolaylı vergilerdeki artışlar yoluyla sağlanması beklenmektedir. Kurumlar vergisi oranındaki düşüş yatırım yapıp yapmadığına bakılmaksızın tüm firmalara standart uygulanırken, yatırım indirimlerinin kaldırılması bu açıdan sadece yatırım kapasitesi yüksek firmaları etkileyecektir. Gelirlerde yapılan bu düzenlemelerin vergi hasılatı üzerine etkilerinin anlaşılabilmesi için firmaların davranışları önem kazanmaktadır.

#### 2006 Yılında Vergilerdeki Değişiklikler

1. Kurumlar Vergisi oranı %30'dan %20'ye düşürülecektir.
2. Gelir Vergisinde en yüksek oran %40'dan %35'e düşürülecek ve yeni dilimler %15, %20, %27 ve %35 olarak uygulanacaktır.
3. Yatırım indirimi kaldırılacaktır.
4. DİBS'lere %15 stopaj uygulanması baslatılacaktır.

Konsolide bütçe harcamaları Ocak-Kasım döneminde reel olarak geçen yılın aynı dönemine göre %6,9 gerilemiştir. Ocak -Kasım döneminde faiz dışı harcamalar %9 artarken, düşen faizlere paralel olarak faiz harcamaları %25,2 azalmıştır. Böylece faiz dışı harcamaların toplam harcamalar içindeki payı 2004 yılındaki

%59,7 seviyesinden %67,3'e yükselmiştir. Harcamalardaki artışı engelleyen en önemli etken düşen faiz oranlarıyla birlikte azalan faiz harcamaları olmuştur.

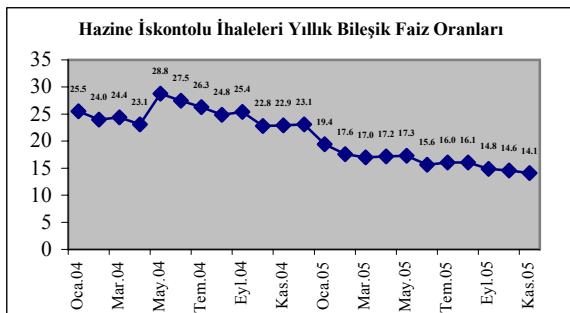


Faiz dışı harcamalardaki reel artış yüksek seyretmektedir. Bunun temel nedeni sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transfer harcamalarının giderek artmasıdır. Toplam harcamalar içindeki payı 2004 yılında %13,5 olan sosyal güvenlik harcamalarının payı 2005 yılı Kasım ayı itibarıyla %17,7'e yükselmiştir. Bu gelişmelerin temelinde bu kuruluşlara yapılan ek transferler ve prim tahsilatında ortaya çıkan sorunlar yatmaktadır. Sosyal güvenlik kuruluşlarında prim tahsilatlarını olumsuz etkileyecek gelişmeler ve sağlık

harcamalarını disipline edilememesi, sosyal güvenlik harcamalarının bütçe üzerindeki baskısını arttıracaktır. Sosyal güvenlik sistemine ilişkin düzenlemeler IMF ile yürütülen program kapsamında belirtilen yapısal koşullar arasında yer almaktadır. 2006 yılına ait bütçe hedeflerine ulaşılabilmesi de büyük ölçüde sosyal güvenlik sisteminden doğan açıkların kapatılmasına bağlıdır. Niyet mektubunda da belirtildiği üzere, sosyal güvenlik sistemine ilişkin gösterge niteliğinde performans kriterleri belirlenmiştir. Bu kriterlerin karşılanmasına yönelik sosyal güvenlik prim tahsilatlarının iyileştirilmesini amaçlayan yasa tasarısı TBMM'ye sunulmuştur ve 2006 yılının başında onaylanması beklenmektedir. Bununla birlikte yine Niyet Mektubu'nda değinilen, emeklilik reformu yasa tasarısı da Meclise sunulmuştur.

Bütçe performansı değerlendirilirken harcama kalemlerinin kalitesi gözardı edilmemesi gereken bir noktadır. Harcamaların mal ve hizmet üretmeyen ve esnekliği az olan alanlara kayması harcama kalitesini düşüren gelişmelerdir. Türkiye'de uzun yıllardır faiz ve transfer harcamalarının büyük bir ağırlığı söz konusudur. Yatırım harcamalarının toplam harcamalar içindeki payı tarihsel olarak düşük seyredirken faiz ve transfer harcamalarının payı oldukça yüksektir. Bu süreçte kamunun tasarruflarını devam ettirmesi için harcama esnekliği az olan alanlara yönelik yapısal reformları gerçekleştirmesi gerekmektedir. Maliye politikalarının esnekliğinin sağlanabilmesi için sosyal güvenlik ve vergi düzenlemelerinin yanında bir diğer önemli konu kayıtdışı ile mücadeledir. Vergi sisteminde yapılacak değişiklikler kayıtdışı ile mücadeleyi amaçlayan düzenlemeleri de içermektedir. Yapısal reformların önemli bir ayağını oluşturan 2006 yılında uygulamaya geçecek olan çok yıllık Merkezi Yönetim Bütçe Sistemi maliye politikası açısından önemli adımlar içermektedir. Yeni bütçe sistemi kamu sektörünün bütününe içermekte ve uygulanan maliye politikalarına orta vadeli bakış açısı kazandırmaktadır.

### ► Borçlanma



Hazine son dönemlerde finanse etmesi gereken tutarın üzerinde net borçlanma gerçekleştirmektedir. Bu Hazine'nin borç yönetiminden nakit yönetimine geçiş yaptığına ilişkin bir gösterge olarak görülse de elde edilen tutarın sadece rezerv şeklinde değerlendirilip farklı kullanımlara yönlendirilmemesi nakit yönetimine geçiş algılamasının henüz erken olduğunu göstermektedir. Nakit açığından daha fazla net borçlanma gerçekleştiren Hazine, rezerv biriktirerek olası şoklara karşı ihtiyatlı davranma eğilimindedir. Ayrıca izlenen bu politika Merkez Bankası'nın para politikasıyla kordineli olarak ekonomideki fazla likiditeyi çekmek için

kullanılmaktadır.

Hazine iskontolu ihalelerin yıllık bileşik faizi değerlendirildiğinde, faiz oranı geçen aya göre 0,5 puanlık bir düşüş göstererek 14,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu düşüşteki temel etkenler temel makro ekonomik göstergelerdeki iyileşme ve Avrupa Birliği ile müzakerelerin başlamasıdır. Faizlerdeki bu düşüş eğilimine paralel olarak borçlanma maliyetleri de düşmektedir.

Toplam net borçlanmanın tamamından fazlasını oluşturan iç borçlanmanın ağırlıklı ortalama vadesi Ekim ayında şimdiye kadar ki en yüksek değer olan 36,7 aya yükselmiştir. Bu gelişmelerle 2004 yılında ortalama 17,3 olan ortalama vade 2005 yılı Ocak - Kasım döneminde 27 aya yükselmiştir.



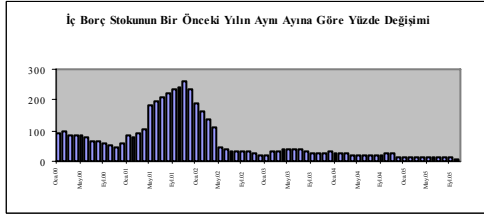
### ► Borç Stoku

İç borç stoku:

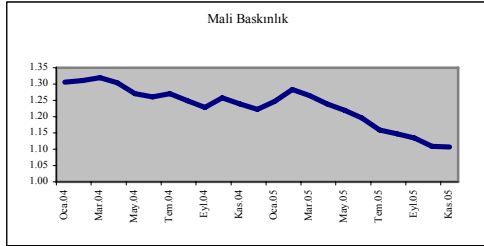
Konsolide Borç Stoku			
Milyar \$	2004	Kas.05	Değ. (2004 Yıl sonu)
<b>İç Borç Stoku</b>	167.3	180.6	7,9
Piyasa	105.2	122.0	15,9
Kamu	62.1	58.6	-5,6
<b>Kamu / Piyasa (%)</b>	59	48	

Kaynak: HAZİNE

Hazine tarafından açıklanan iç borç stoku rakamlarına göre Kasım ayında iç borç stoku 243.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Ekim ayına göre 1 milyar YTL'lik artış Hazine'nin itfasından fazla borçlanması sonucunda gerçekleşmiştir. Dolar bazında ise 180.6 milyar dolara ulaşan iç borç stoku 2004 yılı sonuna göre %7,9 artmıştır. Ekonomik istikrarın sağlanması Hazine'nin yurtiçi piyasalardan borçlanmasını kolaylaştırmıştır. Bu sayede kamuya olan borç stokunun payı piyasaya olan borçlar karşısında görece olarak azalmıştır. Kamuya olan borç stoku 2004 yılında piyasaya olan borç stokunun %49'u iken 2005 yılı Kasım ayı itibarıyla %48'ine düşmüştür.

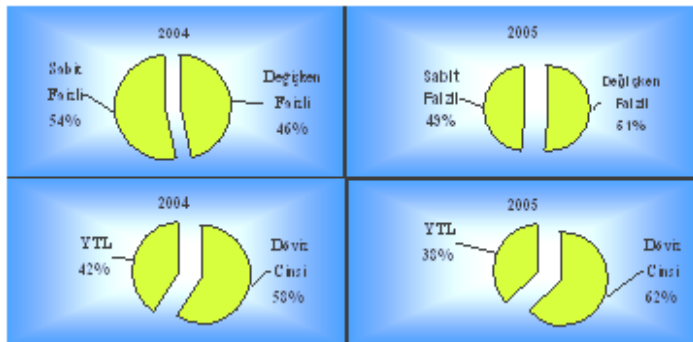


Uygulanan istikrar programıyla birlikte gerek kamunun mali disiplini sağlanmasıyla gerekse borçlanma maliyetlerinin düşmesiyle iç borç stokunun büyümesi yavaşlamıştır.



İç borç stokunun M2Y'ye oranı olarak tanımladığımız mali baskınlık oranında 2005 yılının başından itibaren hızlı bir düşüş göze çarpmaktadır. Mali baskınlıktaki bu düşüş kamunun finansal olarak ağırlığının azaldığına bir işaret olsa da borç stokunun barındırdığı riskler, örneğin kısa vadeli borçların payı, bu noktada dikkat edilmesi gereken noktalarlardır.

Hazine tarafından 2003 yılı itibarıyla hesaplanan iç borç stokunun reel faizi, iç borcun çevrilebilme riski hakkında önemli bir göstergedir. Eylül ayında yüzde 7,76 olan iç borç stokunun reel faizi Ekim ayı itibarıyla yüzde 7,45'e gerilemiştir. Bu gerilemedeki en önemli etken, iç borç stokunun önemli bir bölümünü oluşturan piyasaya olan borç stokunun reel faizindeki düşüştür. 2003 yılı sonunda yüzde 16,45 olarak gerçekleşen bu oran Ekim ayında 9,02'ye gerilemiştir.



İç borç stokunun faiz yapısı incelendiğinde değişken faizli Hazine kağıtlarının payının artmakta olduğu görülmektedir. 2004 yılında %46 olan değişken faizli senetlerin payı 2005 yılı Ekim ayı itibarıyla %51'e yükselmiştir.

Değişken faizli DİBS'ler borç stokunun faiz değişimlerine olan duyarlılığını arttırsa da faizlerin düştüğü bir ortamda Hazine açısından olumlu bir gelişmedir. İç borç stokunun döviz yapısında dikkat

çeken gelişme döviz ve dövize endeksli borç stokunun toplam içindeki payının azalmasıdır. İç borç stokundaki bu gelişmeyi Hazine'nin iç borçlanmalarını YTL cinsi gerçekleştirilmesi sağlamıştır.

Borç Stokunun Vadesi	Kasım	
	2004	2005
İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi (Ay)	20,6	23,1
Dış Borç Tahvil Stokunun Vadeye Kalan Süresi (Yıl)	6,8	8,4

Kaynak: HAZİNE

Hazine'nin piyasalardan uzun vadeli borçlanmasının artmasıyla tahvil stokunun toplam içindeki payı da artmıştır. 2004 yılı sonunda %86,5 olan toplam tahvil stokunun payı Kasım ayı itibariyle %92,7'ye yükselmiştir. Ekonomik belirsizliklerin azalmasıyla yurtdışı piyasalardan da uzun vadeli borçlanma imkanı bulunması borç stokuna yansımıştır. Bu gelişmeler sonucunda hem iç hem de dış borç stokunun vadeye kalan süresi uzamıştır. İç ve dış borç stokunda göze çarpan vadelerin uzaması Hazine açısından rahatlatıcı bir gelişmedir. Hazine'nin akımlarda yakaladığı iyi performans stoklara yansımaktadır.

Devlet iç borçlanma senetlerinin alıcılara göre dağılımına bakıldığında hanehalkı adına bankalarda saklanan DİBS'lerin payındaki düşüş göze çarpmaktadır. Bu düşüşün temel nedeni, hanehalklarının faizlerdeki düşme sonucunda portföylerini getirisi daha yüksek finansal enstürmanlara yönlendirmeleridir. Yurtdışı yerleşiklerin ellerinde bulundurdukları DİBS'lerin oranı 2002 yılındaki %2,8'lik seviyesinden Eylül 2005 itibariyle %13,4'e ulaşmıştır. Bu artışın nedeni yüksek reel faizlerin yanı sıra yabancıların ülke ekonomisine bakışlarının daha olumlu olmasıdır.

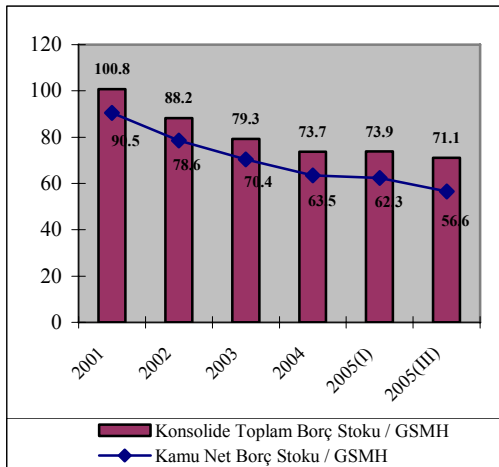
#### Dış borç stoku:

Toplam Dış Borç Stoku	2005		
	2004	2005 (II)	2005 (III)
Dış Borç Stoku	161.8	161.8	165.2
Kısa Vadeli	31.9	33.5	36.9
Orta-Uzun Vadeli	129.9	128.3	128.3

Kaynak: HAZİNE

2005 Yılı ilk üç çeyreği itibariyle toplam dış borç stoku 165.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğindeki 4.6 milyar dolarlık artış, özel sektörün borç stokundaki artıştan kaynaklanmıştır. Kamunun orta ve uzun vadeli borç stoku IMF'ye yapılan ödemelerle 9.8 milyar dolar azalırken özel sektörünki 8 milyar dolar artmıştır. Dış borç stokunun vade yapısı dikkate alındığında, orta ve uzun vadeli borç stokunda 1.8 milyar dolar azalma görülürken kısa vadeli borç stoku 5.1 milyar dolar artış göstermiştir. Bu artışın 2.9 milyar dolarlık kısmı ticari bankaların aldığı sendikasyon kredilerinden oluşmaktadır. Böylece kısa vadeli dış borç stokunun toplam içindeki payı 2003 yılının 3. çeyreğinden itibaren artışa geçmiş ve yüzde 22,3'lük seviyeye ulaşmıştır. Kısa vadeli dış borç stokunun yüksek oranda seyretmesi IMF tarafından da ekonomideki kırılganlık olarak ifade edilmektedir. Döviz kurundaki gelişmeler borç stoku üzerindeki etkisini devam ettirmektedir. Uluslararası karşılaştırmaların kolay yapılabilmesi için dolar olarak ifade edilen dış borç stoku, döviz kuru değişimlerinden dolayı 2005 yılının dokuz aylık bölümünde 8,1 milyar dolar azalmıştır.

#### Kamu Net Borç Stoku:



Konsolide toplam borç stokunun GSMH'ya oranında 2005 yılının ilk çeyreğindeki yükselişin ardından ikinci çeyrekte bir gerileme göze çarpmaktadır. 2004 yılı sonuna göre 2.6 puan gerileyen rasyo 71.1 olarak gerçekleşmiştir.

Kamu net borç stoku 2005 yılı üçüncü çeyreği itibariyle 267.3 milyar YTL olmuştur. Toplam borç stokunun 213.3 milyar YTL'si iç, 54 milyar YTL'si dış borç stokudur. Kamu net borç stokunda sağlanan istikrar ortamıyla birlikte son dönemde bir yavaşlama dikkat çekmektedir. Kamu net borç stokundaki bu azalmada Merkez Bankası varlıklarında ve kamu mevduatındaki artış etkili olmuştur. 2005 yılının üçüncü dönemi itibariyle %56,6'ya gerileyen kamu net borç stoku kamunun borç yükünün azaldığını göstermektedir.

$$\text{KAMU NET BORÇ STOKU} = \text{BRÜT KAMU BORÇ STOKU} - \text{MERKEZ BANKASI NET VARLIKLARI} - \text{KAMU MEVDUATI} - \text{İŞSİZLİK SİGORTASI FONU NET VARLIKLARI}$$

## ÖDEMELER DENGESİ

### ► Cari Açığın Nedenleri Değişiyor

Cari işlemler hesabındaki açık kamu ve özel sektörün tasarruf açıklarının toplamına eşittir. Geçmişte hem özel sektörün tasarruf açığı hem de kamu kesimindeki gevşek mali disiplinin doğurduğu bütçe açıkları, yüksek miktarda cari açığa neden olmuştur. 2001 yılında yaşanan ekonomik krizden sonra uygulanan istikrar programı çerçevesinde kamu açıkları önemli ölçüde azaltılmış, yaşanan büyüme süreciyle birlikte özel sektörün yatırımları hızla artmıştır. Bu açıdan bakıldığında cari açığın nedeni geçmişten farklı olarak özel kesimin yatırımlarının tasarruflarından hızlı artmasından kaynaklanmaktadır.

**CARİ AÇIK = KAMU KESİMİ TASARRUF AÇIĞI + ÖZEL KESİM TASARRUF AÇIĞI**

Ödemeler Dengesi (MİLYAR \$)	Ekim		Ocak-Ekim			
	2004	2005	Değ. (%)	Değ. (%)		
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.8</b>	<b>300,0</b>	<b>-10.8 -17.1</b>	<b>58,4</b>	
Mal Dengesi	-1.4	-2.5	78,6	-18.9	-27	
İthalat	-7.6	-9.3	22,0	-73.0	-89.3	
İhracat	6.2	6.8	10,1	54.1	62.3	
Hizmetler Dengesi	1.4	1.8	29,0	11.7	13.4	
Turizm	1.5	1.8	20,0	12.3	14.3	
Yatırım Geliri Dengesi	-0.3	-0.3	0	-4.6	-4.7	
Cari Tansferler	0	0.1	89,9	0.9	1.2	
<b>Finans Hesabı</b>	<b>0.7</b>	<b>4.0</b>	<b>471,0</b>	<b>15.1</b>	<b>30.0</b>	<b>99,1</b>
Doğrudan Yatırımlar	0.2	0.2	0	1.7	3.2	
Portföy Yatırımları	1.2	-0.2	-117,0	5.6	8.7	
Diğer Yatırımlar	-0.7	4.1	686,0	7.7	18.1	
<b>Net Hata Noksan</b>	<b>0.3</b>	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>0.3</b>	<b>3.6</b>	<b>1009,3</b>
<b>Rezerv Varlıklar</b>	<b>-0.8</b>	<b>-3.1</b>	<b>288,0</b>	<b>-4.6</b>	<b>-16.5</b>	<b>259,3</b>

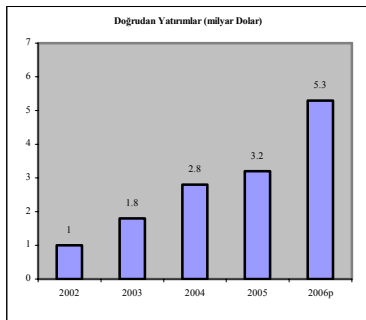
*Kaynak: TCMB*

Merkez Bankası tarafından açıklanan ödemeler dengesi gelişmeleri rakamlarına göre Ekim ayında cari işlemler hesabı 884 milyon dolar açık vermiştir. Geçen yılın aynı ayında ise açık 343 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılı Ocak – Ekim dönemi değerlendirildiğinde, cari işlemler hesabı geçen yılın aynı dönemine göre %58,4'lük bir artış göstererek 17.1 milyar dolara ulaşmıştır. Ekim ayı sonu itibariyle yıllık açık ise 22 milyar dolara yaklaşmıştır.

Ekim ayındaki bu açığın temel kaynağı, daha önceki dönemlerde olduğu gibi dış ticaret açığıdır. Ödemeler dengesinde tanımlandığı şekliyle dış ticaret açığı geçen yılın aynı ayına göre %78,6 artış göstererek 2.5 milyar dolara ulaşmıştır. Bu hesaptaki on aylık açık ise 27 milyar dolardır.

Ekim ayında cari işlemler açığını azaltan en önemli etken hizmetler dengesinde oluşan fazla olmuştur. Hizmetler hesabı bu ayda 1.8 milyar dolar fazla vermiştir. Ocak – Ekim döneminde ise 13.4 milyar dolara ulaşan fazla geçen yıla göre 1.7 milyar dolarlık bir artışa işaret etmektedir. Yılın ilk on ayı itibariyle net turizm gelirleri ise 14.3 milyar dolar olmuştur.

Ekim ayında sermaye ve finans hesaplarında 4 milyar dolar sermaye girişi yaşanmıştır. Bu ayda, doğrudan yatırımları ve diğer yatırımlar yoluyla sırasıyla 0.2 ve 4.1 milyar dolar sermaye girişi yaşanırken, portföy yatırımları kaleminde 0.2 milyar dolar sermaye çıkışı gözlemlenmiştir. Ocak – Ekim döneminde ise finans hesabından döviz girişi geçen yılın aynı dönemine göre %99,1 artarak 30 milyar dolar gerçekleşmiştir. Bu yoğun sermaye girişinin %60'lık kısmı diğer yatırımlar kalemiyle olmuştur.



Cari açığın borç yaratmayan finansman kalemlerinden biri olan doğrudan yatırımlarda Ocak-Ekim dönemi itibariyle net döviz girişi 3.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bu tutar şimdiye kadar elde edilen en yüksek tutar olmasına rağmen toplam sermaye girişlerinin %10'unu oluşturmaktadır.

Son zamanlarda tartışılan yurtdışı yerleşiklerin ülkemizdeki gayrimenkul alımları dolayısıyla net döviz girişi Ocak – Ekim döneminde 1.2 milyar dolar olmuştur. Geçen yıla göre %7'lik bir artış olmasına rağmen gayrimenkul gelirlerinin net doğrudan yatırımlar içindeki payı azalmıştır. 2004 yılında %71 olan bu oran Ekim ayı itibariyle %37,8'e gerilemiştir.

Portföy yatırımları, Ocak – Ekim döneminde 2004 yılının aynı dönemine göre %55 artarak 8.7 milyar dolar döviz girişi ile sonuçlanmıştır. Bu hesaptaki temel döviz kaynakları, yabancıların hisse senedi ve DİBS alımları olmuştur. Yurtdışı yerleşikler bu dönemde 4.5 milyar dolarlık hisse senedi almışlardır. Devlet İç Borçlanma Senetleri piyasasında yaptıkları net alım ise 3.8 milyar dolar olmuştur.

Yabancıların portföy tercihleri				
(%)	2003	2004	Ocak-Ekim	
			2004	2005
Hisse Senedi / DİBS	30	17,8	12,4	79,5

Kaynak: TCMB

daha cesaretli davrandıklarını göstermektedir.

Diğer yatırımlar kaleminde Ekim ayında 4 milyar dolarlık döviz girişi yaşanmıştır. Finans hesabındaki döviz girişinin tamamını oluşturan bu rakam incelendiğinde bankacılık sektörünün belirleyici olduğu görülmektedir. Özellikle bankaların döviz varlıklarındaki 4.9 milyar dolarlık pozitif bakiye dikkat çekmektedir. 2005 yılının ilk on ayında diğer yatırımlar kalemindeki net döviz girişi geçen yılın aynı dönemine göre %135,1 artış göstererek 18.1 milyar dolar olmuştur.

Yurtdışı Kredi Kullanımı			
Milyar Dolar	Ocak-Ekim		
	2004	2005	Değ.(%)
<b>Bankalar</b>	<b>3.5</b>	<b>5.9</b>	<b>69,7</b>
Uzun Vadeli	1.2	4.5	283,3
<b>Reel Sektör</b>	<b>4.7</b>	<b>5.9</b>	<b>26,3</b>
Uzun Vadeli	4.2	5.2	22,7

Kaynak: TCMB

2005 yılı Ocak-Ekim döneminde bankaların kullandığı krediler yoluyla net döviz girişi geçen yılın aynı dönemine göre %69,7 artarak 5.9 milyar dolara ulaşmıştır. Bu tutarın %77 kısmını ise uzun vadeli krediler oluşturmaktadır. Uzun vadeli kredilerin hem tutar hem de pay olarak yükselmesinin nedeni bankalar tarafından yurtdışından sağlanan sendikasyon ve sekütirizasyon kredilerinin vadelerinin uzamasıdır. Yaşanan büyüme ortamıyla birlikte tasarruf açığı artan reel kesimin de yurtdışı kaynak kullanımı artmıştır. Bankacılık sektörüne paralel olarak reel sektörde kullandığı kredilerin büyük bölümü uzun vadeli kredilerden oluşmaktadır.

Bu gelişmeler sonucunda Ocak Ekim döneminde net hata ve noksan kaleminin de hesaba katılmasıyla toplam döviz açığı 13.5 milyar dolar olmuş ve 30 milyar dolarlık sermaye girişi ile finanse edilmiştir. Finansman ihtiyacının oldukça üzerinde olan sermaye girişi rezervlere yansımış ve bu dönemde rezervlerdeki artış 16,5 milyar dolar olmuştur. Resmi rezervler ise 11.5 milyar dolarlık artış göstermiştir.

**TOPLAM DÖVİZ AÇIĞI = CARİ İŞLEMLER AÇIĞI + NET HATA VE NOKSAN**

#### ► Cari Açığın Finansman kalitesi artmaktadır

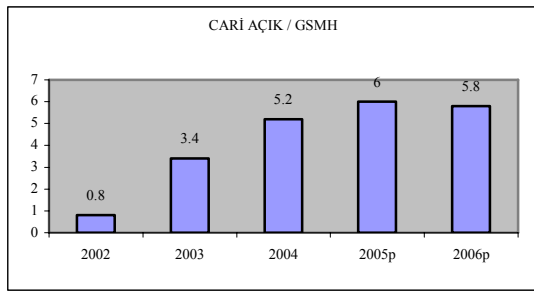
Finans hesabından ülkeye giren döviz, borç yaratan ve borç yaratmayan kaynaklardan oluşmaktadır. Ocak-Ekim 2005 dönemi itibariyle bakıldığında 30 milyar ABD doları olan toplam dış kaynak kullanımının %29,9'i borç yaratmayan finansman kalemleriyle sağlanmaktadır. 2000 yılında toplam finansman içinde %4,6'lık paya sahip olan borç yaratmayan kalemlerin günümüzde bu oranlara ulaşması cari açığın finansmanında kalitenin arttığına bir işarettir. Doğrudan yatırımlardaki ve uzun vadeli döviz girişlerindeki artış bu olumlu sonucu doğurmaktadır. Cari açığın finansmanındaki gelişmelere rağmen, finansman kalitesinin henüz bekleneninin altında olması ve yüksek oranlı borçluluk dolayısıyla ekonomi, dış gelişmelere ve global likiditenin durumuna karşı duyarlılığını sürdürmektedir.

#### ► Cari Açığın Finansmanında Ekonomik Birimlerin Rolü Değişmektedir

Son dönemlerde cari açığın finansmanı geçmişten farklılık göstermektedir. 2000-2002 yılları arasında cari açığın borç yaratan finansmanında kamu kesimi yaklaşık %163'lük bir paya sahipken 2002 yılından sonra uygulanan sıkı maliye politikalarının ve düşen reel faizlerin kamunun borçlanma gereksinimini düşürmesiyle bu oran kademeli olarak %24'lere kadar düşmüştür. Tasarruf açıkları artan reel sektör cari açığın finansmanında kamunun yerini almıştır.

### ► Sıcak Para Riski

Sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli yabancı finansal sermaye hareketlerini ülkeler arası getiri farkları belirlemektedir. Sıcak para<sup>5</sup> tanımlamasının nedeni, bu akımın getiri farklarındaki değişimlere çok hızlı tepki vererek tersine dönebilmesidir. Yaptığımız sıcak para tanımlamasına göre son üç yıl itibariyle ülkeye giren sıcak para miktarı 41.6 milyar doları bulmuştur. Son dönemlerde sıcak paranın artışı temel etmenler yabancıların DİBS ve hisse senedi alımlarındaki ve net hata noksan kalemindeki artıştır. Yabancıların 2004 yılı Kasım ayında 12.9 milyar dolar olan İMKB portföyleri 2005 yılında 31.7 milyar dolara yükselmiştir. Sıcak para miktarındaki artış ekonomi üzerinde kırılganlık yaratmaktadır. Ülke ekonomisinde yaşanacak herhangi bir olumsuz gelişme halinde ülkeyi hızla terk edebilecek olmaları bir risk unsurudur. Ancak Moody's'in not arttırımı ve bankaların kullandığı uzun vadeli yurtdışı krediler yabancıların olumlu bakış açısını yansıtmaktadır. Bununla birlikte yabancıların büyük hacimli hisse senedi portföyünün satışının kısa vadede zor oluşu ve uygulanan esnek kur sistemi sıcak paranın kısa vadede çıkışını engelleyecek gelişmelerdir.



Cari açığın ekonomi üzerindeki riski belirlenirken GSMH'ya oranı sıkça kullanılan bir göstergedir. Daha önceleri GSMH'nın %5'i seviyesindeki bir cari açık kriz göstergesi olarak algılanırken, günümüzde cari açığın ne ölçüde ve hangi yollarla finanse edildiği önem kazanmaktadır. Cari açığın finansman kalitesindeki artış cari açığa ilişkin kaygıları azaltsa da bu durum ekonomide bir kırılganlık yaratmaktadır. 2006 yılında global piyasalarda önemli bir değişiklik olmayacağı ve özelleştirme uygulamalarının devam edeceği

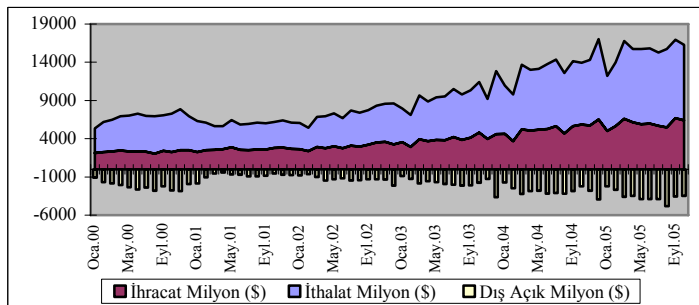
varsayımlarıyla cari açığın finansmanında sorunla karşılaşmayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte yüksek bir seviyede bulunan rezervler de cari açık üzerindeki kaygıları azaltmaktadır.

## DIŞ TİCARET

Milyar \$	Kasım			Ocak - Kasım		
	2004	2005	DEĞ. (%)	2004	2005	DEĞ. (%)
<b>İhracat</b>	5.7	5.7	0,4	50,8	66	16,9
<b>İthalat</b>	8.6	9.3	9,1	78.5	104,5	21,0
<b>Dış Ticaret Dengesi</b>	-2.8	-3.6	26,6	-27.6	-38,5	28,7
<b>Karşılama Oranı (%)</b>	66,9	61,6		65,0	63,1	

Kaynak: DİE

2005 yılı Kasım ayında ihracat geçen yılın aynı ayına göre %0,4 artarak 5.7 milyar dolar olurken, ithalat ise %9,1 artışla 9.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece dış ticaret açığı %26,6 genişleyerek 3.6 milyar dolar olmuştur. Yılın on bir aylık dönemi itibariyle değerlendirildiğinde, ihracat geçen yılın aynı dönemine göre %16,5 artarak 66 milyar dolar, ithalat ise %20,1 artışla 104.5 milyar dolar olmuştur. Dış ticaret açığı 2004 yılı Ocak - Kasım dönemine göre %28,7 artarak 38.5 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.



Kasım ayında ithalatta önemli bir yavaşlama göze çarpmaktadır. Ancak ihracatın artışının da düşük kalması ithalattaki yavaşlamanın dış ticaret açığına yansımaları engellemiştir.

İhracatın ithalatı karşılama oranı Ocak - Kasım 2005 dönemi itibariyle %63,1 olarak gerçekleşmiştir. Geçen yıl %65 olan bu oranda hafif bir gerileme göze çarpmaktadır.

<sup>5</sup> **SICAK PARA**= NET HATA NOKSAN + YABANCILARIN HİSSE SENEDİ ALIMLARI + BANKALARIN KULLANDIĞI KISA VADELİ KREDİLER + REEL SEKTÖRÜN KULLANDIĞI KISA VADELİ KREDİLER + BANKA MEVDUATLARI + YABANCILARIN DİBS ALIMLARI



### ► İhracat

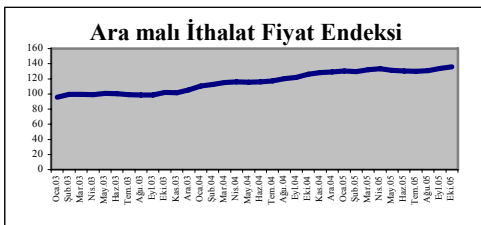
Ekonomik faaliyetler itibariyle değerlendirildiğinde, tarihsel olarak da ihracatımızın büyük kısmını oluşturan imalat sanayindeki ihracat, Kasım ayında %0,2 artışla 5.3 milyar dolar olmuştur. En büyük ihracat kalemlerinden demir çelik sektörlerinde daralma devam etmektedir. Bu sektördeki gerileme uluslararası fiyatlardaki düşüştü kaynaklanmıştır. Kara taşıtları sektöründe yaz aylarındaki durgunluğun geçen aylarda bitmesinin ardından Kasım ayında yeniden yavaşlama gözlenmektedir. Bu sektörün ihracatı kasım ayında geçen yıla göre %32,2 gerilemiştir. Rusya ile sorunların çözülmesinin ardından yenilen meyveler kaleminde artış devam etmektedir. Bu kalemin on bir aylık ihracatı 2.2 milyar dolara ulaşmıştır. Diğer önemli ihracat kalemleri olan, örme giyim eşyası ve örülmemiş giyim eşyası sektörlerinde ihracat yavaşlaması göze çarpmaktadır. Elektrikli makine ve cihazlar, kazanlar-makinalar-mekanik cihazlar sektörlerinde ise ihracat artışı sürmektedir.

2001 yılındaki kriz döneminden sonra yaşanan büyüme ortamında, ihracatımız büyük oranda artış göstermiştir. Bu dönemde verimlilik artışıyla birlikte reel ücretlerin düşüşü yerli firmaların rekabet gücünü arttırmış ve maliyet avantajı sağlamıştır. Yaşanan bu gelişmeler, değer kazanan YTL'ye rağmen ihracatımızın istikrarlı bir şekilde devam etmesini sağlamıştır. Verimlilik artışının, teknolojik yatırımların yetersiz kalması durumunda, ancak bir süre daha devam edebileceği ve reel ücretlerin artmaya başlaması göz önüne alındığında ihracatçıların düşük kurun etkisini daha fazla hissedebilecekleri düşünülmektedir. Tüm bu etkenler gözönüne alındığında, 2006 yılında dış ticaret açığında daralma yönünde bir gelişme beklenmemektedir.

### ► İthalat

Kasım ayı ithalatını ekonomik gruplar itibariyle incelediğimizde, ara malları ithalatının artış hızı, önceki aylara göre yavaşlamıştır. Kasım ayında ara mallarındaki artışın yavaşlamasına rağmen, sermaye malları ithalatı %20,3, tüketim malları ithalatı ise %19,3 artmıştır. Tüketim malları ithalatının artış hızı uzun bir dönemdir toplam ithalat artışının üzerinde seyretmektedir. Bunun nedeni olarak iç talepte yaşanan genişleme gösterilmektedir. Yatırım talebinin devam etmesi de sermaye malları ithalatının artmasına neden olmaktadır. Kasım ayında ham petrol ithalatı geçen yılın aynı ayına göre %17,8 artarak 699 milyon dolara ulaşmıştır. Dünya petrol fiyatlarındaki gevşeme ham petrol ithalatının geçmiş aylara göre görece düşük kalmasını sağlamıştır. Kasım ayındaki ithalat artışının %13,6'lık kısmı petrol faturasındaki bu artıştan ortaya çıkmıştır. Ham petrol ithalatının yılın ilk on bir aylık dönemdeki toplam faturası ise 7.9 milyar dolara ulaşmıştır. Kasım ayında artış gösteren diğer kalemler, kazanlar-makinalar-mekanik cihazlar, mineral yakıtlar ve yağlar ve kara taşıtları olmuştur. Özellikle mineral yakıtlar ve yağlar kalemindeki artış toplam artışın %74'lük kısmını oluşturmaktadır.

İthalatın büyük orandaki artışının arkasında yatan bir diğer neden, "Dahilde İşleme Rejimi" uygulamasını incelediğimizde karşımıza çıkmaktadır. İhraç edilecek malların üretiminde kullanılacak ithal girdilere bir takım gümrük muafiyetleri tanıyan bu uygulama, ihraç ettiğimiz malların büyük bir bölümünün ithal girdi kullanımıyla üretildiğini göstermektedir. Böylece ihracata dayalı büyüme stratejisi izleyen Türkiye ihracat artışını devam ettirmek için ithalatını da arttırmak zorunda kalmaktadır. Bu süreç, ihracattaki artışın dış ticaret açığını azaltmasını engellemektedir.

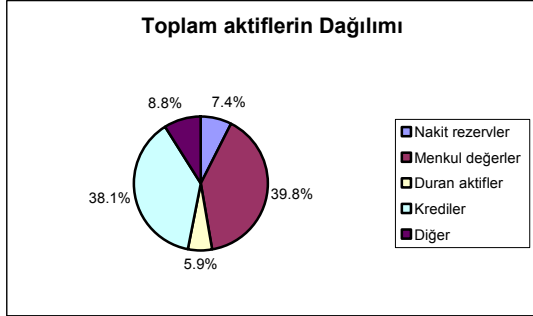


Toplam ithalatımızın %70'ini oluşturan ara malı ithalatı yılın ilk on bir ayında geçen yılın aynı dönemine göre %22,1 artışla 73.8 milyar dolara ulaşmıştır. Bu artıştaki temel etmenlerden biri de, dünya emtia ve hammadde fiyatlarındaki artıştır. Grafikten de görüldüğü gibi uluslararası fiyat değişimleri ara malı ithalatı üzerinde belirleyici olmuştur.

Ara malları ithalatındaki artışta fiyat hareketlerinin yanında, değer kazanan YTL ile üretimde ithal ara malı ikamesinin artmasının da payı vardır. 2002 yılından itibaren, sağlanan ekonomik istikrarla ve yüksek miktarda sermaye girişiyle değerlendirilen YTL ithal hammaddelerin fiyatlarının görece olarak düşmesini sağlamıştır. Bu noktada maliyet avantajı sağlayan yerli üreticiler ithal ara malı tercih etmişlerdir.

## BANKACILIK SEKTÖRÜ

### ► Aktif Yapısı



rezervlerin %28,3 oranında gerilemesine bağlı olarak %1,1 azalarak 360.125 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir.

Bankacılık sektörü aktif yapısı 2000 yılından bu yana incelendiğinde faiz oranları ve döviz kurlarında yaşanan gerilemeye bağlı olarak krediler lehine bir değişim gözlenirken, nakit rezervler, menkul kıymetler portföyü ve duran aktifler kalemlerinin payları azaldığı görülmektedir.

Sektörün aktif yapısı makroekonomik istikrar, büyüme ve yurtiçi talebin canlanması gibi gelişmelerden olumlu etkilenmiştir. Bankacılık sektörü toplam aktifleri 2004 yılı dönem sonuna göre %17,5 artarken, Eylül ayına göre nakit rezervleri olarak %1,1 azalarak 360.125 milyon YTL olarak

Banka gruplarının toplam bilanço büyüklüğü içerisindeki paylarına bakıldığında özel sermayeli mevduat bankalarının %58,7, kamu sermayeli mevduat bankalarının %32,4, yabancı sermayeli mevduat bankalarının %5,6 ve kalkınma ve yatırım bankalarının ise %3,4'lük paya sahip olduğu görülmektedir.

#### Nakit Rezervler:

	Değişim %		
	Ara.04(1)	Eyl.05(2)	Eki.05(3)
<b>Nakit Rezervler</b>	32.867	37.361	26.787
<b>Nakit Rezervler/T.Aktif</b>	10,7	10,2	7,4

Kaynak: BDDK

*Nakit rezervler=Nakit değerler+MB'dan Alacaklar+Para Piyasalarından alacaklar+Bankalardan Alacaklar*

göstermeleri, döviz kurlarının nominal olarak gerilemesi ve Merkez Bankası'nın piyasadaki likiditeyi yeterli düzeyde tutma çabalarına bağlı olarak bankaların diğer bankalardan ve para piyasalarından kaynak sağlama ihtiyaçlarının azalması nakit rezervlerin toplam aktifler içerisindeki payının 2004 dönem sonuna göre 3,3 puan azalarak %7,4'e gerilemesine neden olmuştur. Nakit rezervlerde Merkez Bankasından ve bankalardan alacaklar kalemlerindeki azalmaya bağlı olarak bir önceki aya göre ise %28,3'lük bir gerileme meydana gelmiştir.

#### Menkul Değerler Portföyü:

(Milyon YTL)	Değişim		
	Ara.04(1)	Eyl.05(2)	Eki.05(3)
<b>Menkul değerler portföyü</b>	123.680	142.016	143.303
<i>Alım-Satım amaçlı men.değ.</i>	19.086	18.604	17.090
<i>Satılmaya hazır men.değ.</i>	52.579	73.453	76.366
<i>Vad.kadar elde tut.men.değ.</i>	52.017	49.959	49.847
<b>(Al-sat.amaçlı+sat.hazır)/ Men.değ.Port.Top.</b>	58	64,8	65,2
<b>Men.Değ.Port./Top.Aktif</b>	40,4	39	39,8
<b>Men.Değ.Port./Mevduat</b>	64,7	64,2	64,4

Kaynak: BDDK

kalemleri itibariyle değerlendirdiğimizde alım-satım amaçlı ve satılmaya hazır menkul değerler toplamının toplam menkul değerler portföyüne oranı artarken, vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler portföyünün payı azalmaktadır. Bu oranın artması bankaların faiz oranı riskine katlanma olasılığını artırmaktadır. Ancak son yıllarda faiz oranları düşme eğiliminde olduğundan bankacılık sektörü için şu an böyle bir risk mevcut değildir. Mevduatın menkul değerler portföyüne dönüşüm oranı ise 2003 yılından itibaren düşme eğilimindedir.

Nakit rezervlerin toplam aktifler içindeki payı yıllar itibariyle azalma eğilimindedir. Bu payın azalması, bankaların ekonomideki beklentilerinin olumlu seyrettiğinin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Bankaların karlılık performanslarını artırmak amacıyla daha etkin bir likidite yönetimi

Bankaların karlılık performanslarını artırmak amacıyla daha etkin bir likidite yönetimi

Menkul değerler portföyü Ekim ayında dönem sonuna göre %15,9 artmıştır. Buradaki artış daha ziyade satılmaya hazır menkul değerler cüzdanındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Menkul değerler cüzdanı nominal olarak artmakla beraber bir yıllık dönemde menkul değerlerin bankacılık sektörü toplam aktifleri içindeki payı belirgin denebilecek seviyede azalmıştır. Menkul değerler portföyünü alt

*Krediler:*

(Milyon YTL)	Ara.04(1)	Eyl.05(2)	Eki. 05 (3)	Değişim	
				(3)-(1)	(3)-(2)
<b>Krediler</b>	99.396	133.223	137.304	38,1	3,1
Krediler/Toplam aktif	32,5	36,6	38,1		
<b>Krediler/Mevduat</b>	52	60,2	61,7		

*Kaynak: BDDK*

Makroekonomik göstergelerdeki ve beklendiğindeki iyileşme, ekonominin hızlı bir canlanma eğilimine girmesi, döviz kurları ve özellikle faiz oranlarındaki gerileme ve 2004 yılı itibariyle ertelenmiş tüketim harcamalarının gerçekleştirilmesi bankacılık sektörü kredi hacminin artmasına neden olmuştur. Kredilere tahsis edilen sektör kaynaklarındaki artış, bankaların temel işlevi olan aracılık fonksiyonunu daha etkin bir biçimde yerine getirdiğine işaret etmektedir. Kredi hacmi Ekim ayında yıl sonuna göre %38,1 oranında artmıştır. Yıllar itibariyle incelendiğinde kredilerin toplam aktifler içindeki payının artması bankacılık sektörünün reel sektörü giderek artan bir şekilde finanse ettiğini gösterirken, tasarrufların yatırıma dönüşümünün bir göstergesi olan mevduatın krediye dönüşüm oranlarının artması kamu kağıtlarının kredileri dışlama etkisinin yavaş yavaş ortadan kalktığına işaret etmektedir. Bu oran banka grupları itibariyle değerlendirildiğinde değerlendirildiğinde kamu bankalarında %31,7, özel bankalarda %74,4 ve yabancı bankalarda ise %105,8 olarak gerçekleşmiştir. Buradan da anlaşıldığı gibi yabancı bankalar mevduatlarından daha fazlasını kredi olarak kullanmaktadır.

Kredilerin Türlerine Göre Dağılımı			
% Pay	2004	2005-9	2005-10
<b>İhracat Kredileri</b>	13,9	11,6	11,5
<b>İthalat Kredileri</b>	0	0,06	0,09
<b>Yatırım Kredileri</b>	5,6	5,2	5,2
<b>İşletme Kredileri</b>	18,9	15,3	15,3
<b>İhtisas Kredileri</b>	3,2	3,3	3,3
<b>Tüketici Kredileri</b>	13,1	18,2	18,8
<b>Kredi Kartları</b>	14,3	12,5	12,3
<b>Diğer Krediler</b>	31	33,8	33,5

*Kaynak: BDDK*

2005 yılının ilk on ayı itibariyle bir önceki aya göre kredilerin dağılımında fazla bir değişiklik olmamakla birlikte bireysel kredilerin payında bir artış yaşanmıştır. Kredi portföyü içerisinde en fazla ağırlığa sahip krediler Ekim ayı itibariyle de yine ihracat, işletme ve bireysel krediler olurken, en düşük pay yine ithalat kredilerinin olmuştur. Tablodan da görüldüğü gibi dönem sonuna göre kredi hacmindeki artışın temel nedeni tüketici kredileri ve kredi kartlarında görülen artışlardır.

Bireysel Kredilerin Dağılımı					
(Milyon) YTL	Ara.04 (1)	Eyl.05 (3)	Eki.05 (3)	Değişim	
				(3)-(1)	(3)-(2)
<b>Bireysel Krediler</b>	26,130	39,914	41,618	59,3	4,3
<b>Konut kredisi</b>	2,630	9,014	10,093	283,7	12
Taşıt kredisi	4,190	5,505	5,634	34,5	2,3
Diğer	5,590	9,350	9,644	72,5	3,1
Bireysel kredi kartları	13,720	16,044	16,247	18,4	1,3
<b>Konut kredisi/t.aktif</b>	0,8	2,5	2,8		

*Kaynak: BDDK*

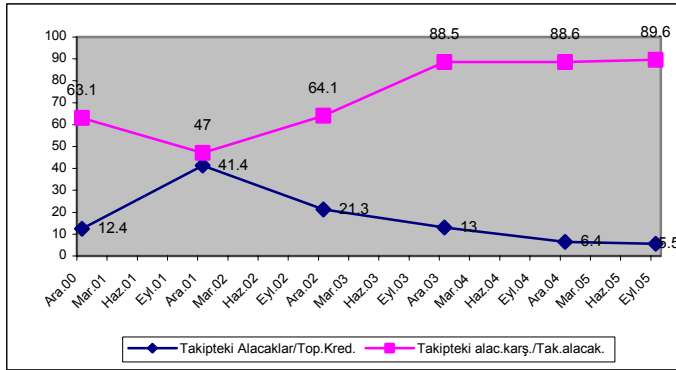
Tüketici kredileri Ekim ayında yıl sonuna göre % 59,3 oranında artmıştır. Tüketici kredileri içinde konut kredilerinde %283,7, taşıt kredilerinde %34,5, kredi kartlarında ise %18,4 oranında artış yaşanmıştır. Tüketici kredilerindeki en büyük artış konut kredilerinden kaynaklanmaktadır. Kredi kartlarında da ekonomideki ve kredi hacmindeki genişlemeye paralel olarak belirgin bir artış gerçekleşmiştir. Yıl sonunda %0,8 olan konut kredilerinin toplam aktiflere oranı 2005 yılının Ekim ayı itibariyle %2,8'e yükselmiştir. Konut kredilerinde meydana gelen bu artış faizlerin düşmesinden ve Mortgage sisteminin devreye girecek olmasından kaynaklanmaktadır.

*Kredilerin Sektörel Dağılımı:*

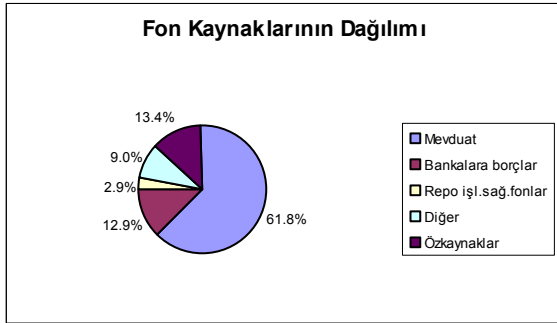
En çok Pay alan 5 Sektör % Pay					
2003	2004		2005-9		2005-10
Tekstil San	10,8	Top.Per.Tic.	10,4	Top.Tic.ve Kom.	8,9
Top.Per.Tic.	9,6	Tekstil San	7,6	Tekstil San	7,1
Gıda-Meş.-Tütün	6,8	Finansal Aracılık	4,9	İnşaat	5,2
Taş.-Dep.-Hab.	6,4	Gıda-Meş.-Tütün	4,8	Finansal Aracılık	4,8
İnşaat	5,5	İnşaat	4	Gıda-Meş.-Tütün	4,8
	39		32		31,5
					29,6

*Kaynak: BDDK*

Ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektör yıllar itibariyle incelendiğinde bireysel kredilerin artmasından kaynaklanan bir düşüş gözlenmektedir. 2005 Ekim ayı itibariyle en çok payı %7,7 ile toptan ticaret ve komisyonculuk sektörü alırken bunu sırasıyla tekstil, inşaat, finansal aracılık ve gıda-meşrubat-tütün sanayi izlemiştir.

*Takipteki Alacaklar:*

Takipteki kredilerin oranı düşerken, takipteki alacaklara ayrılan karşılıkların oranı giderek artmaktadır. TGA'larda karşılıkları oranı sektör genelinde %90 civarındayken kamu bankalarında %96,4, özel bankalarda %86 ve yabancı bankalarda ise %83 seviyesindedir.

► **Pasif Yapısı**

Bankaların fon kaynakları incelendiğinde %86,6'sının yabancı kaynaklardan, %13,4'ünün ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Bankacılık sektörü kaynakları son bir aylık dönemde, yabancı kaynaklardaki azalmaya bağlı olarak %1,1 gerilemiştir.

*Mevduat:*

				% Değişim	
(Milyon YTL)	Ara.04(1)	Eyl.05(2)	Eki.05(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
<b>Toplam Mevduat</b>	<b>191.065</b>	<b>221.195</b>	<b>222.558</b>	16,5	0,6
TP	105.705	134.912	139.375	27,6	3,3
YP	85.360	86.284	83.183	1,08	-3,1
<b>TP Mev./Top.Mev.</b>	<b>55,3</b>	<b>61</b>	<b>62,6</b>		
<b>YP Mev./Top.Mev</b>	<b>44,7</b>	<b>39</b>	<b>37,4</b>		
<b>T.Mev./T.Pasif</b>	<b>62,3</b>	<b>60,7</b>	<b>61,8</b>		
Kaynak:BDDK					

Alternatif fon kaynaklarına erişimin artması ve faizlerin düşme eğiliminde olması nedeniyle mevduatın toplam pasiflere oranı hafif bir şekilde azalmasına karşın halen fon kaynakları içindeki ağırlıklı yerini korumaktadır. Mevduatın TP-YP bileşimi ise 2003 yılından itibaren TP lehine bir gelişim göstermiştir. Bankacılık sektörünün aralık 2001'de 0,7 olan TP/YP oranı 2005 Ekim ayı itibarıyla 1,68'e kadar yükselmiştir. Banka grupları bazında TP/YP oranı; kamu bankalarında 3,23, özel bankalarda 1,19, yabancı bankalarda ise 0,9 olarak gerçekleşmiştir. Ekonomideki iyileşmeler ve TL'ye olan güvenin artması ters dolarizasyon sürecinin devam ettiğinin bir göstergesidir. Mevduat dağılımını banka grupları bazında incelediğimizde toplam mevduatın %39'u kamu bankalarında, %56,6'sı özel bankalarda, %4,4'ü ise yabancı bankalarda bulunmaktadır.

*Mevduat Dışı Kaynaklar:*

	Değişim %				
	Ara.04(1)	Eyl.05(3)	Eki.05(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
<b>Mevduat dışı kaynaklar</b>	<b>70.423</b>	<b>95.625</b>	<b>89.179</b>	26,6	-6,7
<b>Bankalara borçlar</b>	33.765	48.408	46.316	37,2	-4,3
<i>Yurtdışı bankalara borçlar</i>	24.650	37.397	36.606	48,5	-2,1
<i>Yurtiçi bankalara borçlar</i>	9.115	11.011	9.710	6,5	-11,8
Repo İşl.Sağlanan fonlar	10.596	15.015	10.571	-0,2	-29,6
<b>Bankalara Borçlar/Mev.dışı kay.</b>	48	50,6	51,9		
<b>Bankalara borçlar/Top.Pasif</b>	11	13,3	12,8		

Kaynak: BDDK

kaleminden kaynaklandığı görülmektedir. Bankalara borçlar kaleminin mevduat dışı kaynaklar içindeki payı %51,9 iken, repo işlemlerinden sağlanan fonların payı %11,8'dir. Bankalara borçlar; alt kalemleri itibariyle değerlendirildiğinde dönem sonuna göre yurtdışı bankalara borçlar %48,5 artarken, yurtiçi bankalara borçlar %6,5 artmıştır. Aylık değişimde ise gerileme görülmektedir.

**Dış Piyasalardan Sağlanan Krediler**

(Milyon USD)	Değişim %				
	Eki.04 (1)	Ara.04 (2)	Eyl.05 (3)	Eki.05 (4)	(4)-(1) (4)-(2) (4)-(3)
<b>Sendikasyon kredileri</b>	4.751	5.710	8.198	7.047	48,3 23,4 -14
<b>Seküritizasyon kredileri</b>	2.809	3.677	6.885	5.390	91,9 46,6 -21,7

Kaynak: BDDK

Bankalar varlıklarını fonlarken mevduata göre daha uzun vadeli olması ve uygun faiz oranlarının da etkisiyle dış kredilere yönelmeyi daha çok tercih etmişlerdir. 2005 yılının Ekim ayı itibariyle sendikasyon kredileri geçen yılın aynı dönemine göre %48,3 artarken, seküritizasyon kredileri %91,9 artmıştır. 2005 yılının eylül ayına göre ise sendikasyon kredileri %14 gerileyerek 7,047 milyon dolar olarak gerçekleşirken, seküritizasyon kredileri %21,7 azalma ile 5.390 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

*Özkaynaklar*

(Milyon YTL)	Değişim %				
	Ara.04(1)	Eyl.05(2)	Eki.05(3)	(3)-(1)	(3)-(2)
<b>Özkaynaklar (Milyon YTL)</b>	<b>45.975</b>	<b>47.421</b>	<b>48.388</b>	5,2	2
<b>Özkaynaklar (Milyon \$)</b>	<b>34.257</b>	<b>35.331</b>	<b>35.890</b>	4,8	1,6
<b>Özkaynaklar/top. Pasif</b>	14,7	13,0	13,4		

Kaynak: BDDK

2004 yılının Aralık ayında 45.975 milyon YTL olan özkaynaklar Ekim ayında dönem sonuna göre YTL bazında %5,2'lik artışla 48.388 milyon YTL olarak gerçekleşirken, bir önceki aya göre %2 artmıştır. Özkaynaklardaki bu artış bankacılık sektörü için önemli bir gösterge olan özkaynaklardan duran aktiflerin çıkarılması sonucu bulunan serbest sermaye rasyosunun %7'den %7,5'e yükselmesine neden olmuştur. Bir önceki aya göre özkaynak yapısındaki bu olumlu gelişme sonucu, orana esas sermaye tutarının artması ve incelenen dönemde risk ağırlıklı kalemler toplamının %1,7 oranında gerilemesi sermaye yeterlilik rasyosunun da %23,3'ten %23,6'ya çıkmasına neden olmuştur.

*Karlılık Performansı ve Gelir-Gider Yapısı*

(Milyon YTL)	Değişim %			
	Ara.04(1)	Eyl.05(2)	Eyl.05(3)	(3)-(2)
<b>Faiz gelirleri</b>	40.307	31.230	34.907	11,8
<b>Faiz giderleri</b>	22.708	17.423	19.602	12,5
<b>Net faiz geliri</b>	17.599	13.807	15.305	10,8
<b>Faiz dışı gelirler</b>	8.163	7.267	8.025	10,4
<b>Faiz dışı giderler</b>	14.526	14.404	15.573	8,1
<b>Faiz gelirleri/Top.Gelir</b>	82	77,7	78	
<b>Faiz dışı gelirler/Top.Gelir</b>	16,6	18,1	17,9	
<b>Faiz giderleri/Toplam gider</b>	61	54,7	55,7	
<b>Faiz dışı giderler/Toplam gider</b>	39	45,3	44,3	

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörünün faiz gelirleri ve giderleri faiz oranlarında yaşanan düşüşün etkisiyle gerilemiştir. Son dönemlerde Türk bankacılık sektöründe bankacılık hizmet gelirlerini oluşturan operasyonel işlemlerden daha fazla ücret alınmaya başlanması faiz dışı gelirlerin artmasında etkili olmuştur. Dönem sonunda faiz gelirlerinin toplam gelirler içindeki payı %82'den ekim ayı itibariyle %78'e gerilemiştir. Faiz gelirlerindeki en büyük pay kredi hacminin de artmasına bağlı olarak %47,2 ile kredilerden alınan faizlerdir. Bunu %26,8 ile menkul değerlerden alınan faiz gelirleri izlemektedir. Faiz dışı gelirlerin toplam gelirler içindeki payı ise %16,6'dan %17,9'a çıkmıştır. Faiz dışı gelirlerde en büyük pay %56,4 ile bankacılık



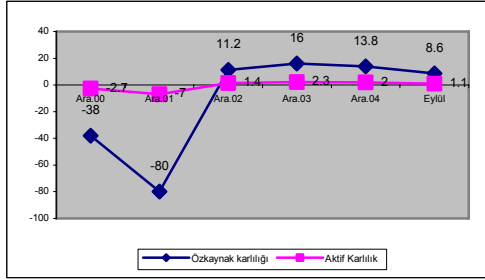
hizmet gelirlerine aittir. Faiz giderlerinin toplam giderler içindeki payı da yıllar itibariyle düşme eğilimindedir.

*Karlılık:*

				Değişim
(Milyon YTL)	Ara.04(1)	Eyl.05(2)	Eyl.05(3)	(3)-(2)
<b>Net Dönem Karı(Zararı)</b>	6.329	4.070	4.916	20,8

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörü karlılığı tarihsel olarak incelendiğinde iç talep artışına bağlı olarak kredi hacmindeki artışın kredilerden alınan faiz gelirlerini artırması, brüt takipteki alacakların gerilemesi sonucunda ayrılan karşılık oranlarının azalması, aktif pasif yapısına bağlı olarak faizlerdeki düşüşün getirdiği olumlu etki sonucunda büyümüştür. Ekim ayı itibariyle net dönem karı bir önceki aya göre %20,8 artarak 4.916 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir.



Bankacılık sektörü karlılık göstergelerini değerlendirdiğimizde de yine karlılıktaki iyileşmeye bağlı olarak özkaynaklardaki artış neticesinde, bir önceki aya göre özkaynak karlılığı %8,6'dan %10,1'e çıkarken; aktif karlılığı ise %1,1'den %1,4'e yükselmiştir.

### ► Bankacılık Sektörü Riskler

➤ *Kredi Riski:*

Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.04	Eyl.05	Eki.05
<b>Konut</b>	0,5	0,15	0,14
<b>Taşıt</b>	0,7	1,07	1,1
<b>Bireysel Kredi kartları</b>	4,6	7,7	7,9
<b>Ticari Krediler</b>	7,6	6,4	6,04

Kaynak: BDDK

artmasına rağmen TGA'ların azalması kredi portföy kalitesinin iyileşmesini sağlamıştır. TGA dönüşüm oranı düşerken Karşılık/TGA'ların oranı artmaktadır. Bu da bankacılık sektörünün kredi riskine karşı daha gerçekçi yaklaştığının bir göstergesidir. Tüketici kredilerinde ise sektörü en çok tehdit eden kredi türü bireysel kredi kartlarıdır. Kredi kartlarında takibe dönüşüm oranı %7,9 ile sektör ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleşirken, konut kredilerinde takibe dönüşüm oranı giderek düşmektedir. Tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payının artması riski daha çok müşteriye yaymaktadır ve ayrıca konut ve otomobil kredilerinde teminat kalitesi oldukça yüksek olduğu için kredi riskini azaltıcı bir etki yapmaktadır. Ticari krediler ise sektörü tehdit eden ikinci kredi türüdür. Ancak, bankacılık sektöründe kredilerin belirli sektörlerde yoğunlaşmayarak riskin dağıtılmış olması, hayata geçirilen düzenlemelerle kredi teminatlarının daha gerçekçi olarak belirlenmesinin sağlanması, ekonomik aktivitede yaşanan canlanma ve mevcut tahsili gecikmiş alacakların önemli bir bölümüne karşılık ayrılmış olması kredi riskini sınırlandıran faktörlerdir.

➤ *Piyasa Riski:*

Piyasa riski mali araçların fiyatlarının değişmesi sonucu bilanço içinde veya bilanço dışında alınan pozisyon nedeniyle zararın ortaya çıkma olasılığıdır. Basel Komitesi piyasa riskini faiz riski ve kur riski şeklinde değerlendirmektedir. *Faiz riskinde* bankaların portföylerindeki menkul değerler, repo ve ters repo işlemleri ile türev işlemleri, *kur riskinde* ise bankaların bilanço içi ve bilanço dışı tüm döviz ve dövizde endeksli varlıkları ile yükümlülükleri dikkate alınmaktadır.

- **Faiz Riski:** Türk bankacılık sektöründe piyasa riskinin en önemli unsurunu faiz riski oluşturmaktadır. Faizlerin düşme eğilimini sürdürmesiyle birlikte Türk bankacılık sektörü kısa vadeli kaynaklara daha fazla yönelmiş bu da vade uyumsuzluğunun artarak devam etmesine yol açmıştır. Dolayısıyla faiz riski, yüksek

vade uyumsuzluğu nedeniyle sektörde piyasa riskinin en önemli unsurunu oluşturmayı sürdürmektedir. Ancak bankacılık sektörü bilançosunda menkul değerler portföyünün toplam aktiflere oranı kamu kesimi borçlanma gereksinmesinin azalmasına bağlı olarak az da olsa düşme eğilimindedir. Şu anda bankacılık sektörü herhangi bir likidite sıkıntısı içinde olmadığı için herhangi bir faiz riskine maruz kalmamaktadır. Tabii burada yurt dışından sağlanan sendikasyon ve sekürütizasyon kredilerinin de büyük etkisi olmuştur.

- **Kur Riski:** Krizlerden sonra uygulamaya konulan dalgalı kur rejimi nedeniyle kur riskinin piyasa riski içindeki payı azalma eğilimine girmiştir. Bankaların yabancı para pozisyonları dengede seyrettiği için ilave sermaye yükümlülüğü bulunmamaktadır.

Yabancı Para Pozisyonu			
(Milyon YTL)	Bilanço İçi	Bilanço Dışı	Net Döviz Pozisyonu
Ara.04	-1.856	1.768	-88
Eyl.05	-2.425	2.000	-425
Eki.05	-2.505	2.358	-147

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörü net açık pozisyonu Eylül ayında 425 milyon YTL iken Ekim ayında 147 milyon YTL'ye düşmüştür. Bilanço içi döviz pozisyon açığı ise 2.425 milyon YTL'den 2.505 milyon YTL'ye çıkmıştır. Ekim ayında Eylül ayına göre bilanço içi döviz pozisyonu artarken, bilanço dışı döviz

pozisyonunda da artma görülmektedir. Bilanço dışı pozisyon bankaların vadeli döviz alım ve satım sözleşmelerini içermektedir. Sektör bilanço içerisinde aldığı kur riskini vadeli döviz sözleşmeleri ile azaltmaktadır. Yabancı Para Net Genel Pozisyonu (YPNG) / Özkaynak rasyosu da YPNGP'deki azalmaya bağlı olarak %0,9'dan %0,3'e gerilemiştir. Krizden sonra uygulamaya konulan dalgalı kur rejimi kur riskinin piyasa riski içindeki payını azaltmıştır.

#### ➤ Likidite Riski:

BDDK Risk Değerlendirme Raporuna göre, likidite riski 'fonlama likiditesi riski' olarak tanımlanmakta ve şöyle ifade edilmektedir: "Bankacılık sektörünün yükümlülükler ile varlıklar arasındaki likidite dengesizlikleri sebebiyle, bankaların yükümlülüklerini zamanında ve kabul edilemez bir düzeyde zarara uğramaksızın yerine getirememesi dolayısıyla, bankaların mevcut veya gelecekteki gelir ve sermayesinin azalması riskidir."

	Kalan Vadelerine Göre Varlıkların Yükümlülükleri Karşılama Oranı					
	vadesiz	1 aya kadar	1-3 ay	3-6 ay	6-12 ay	1 yıl ve üzeri
Ara.04	0,36	0,6	0,33	1,32	2,35	4,95
Eyl.05	0,49	0,54	0,39	1,6	2,5	5

Kaynak: TBB

Tablodan da görüldüğü üzere bankacılık sektörü yükümlülükleri 1-3 ay vadede yoğunlaşırken, varlıkları 1 yıl ve üstü vadede yoğunlaşmaktadır. 1-3 ay vadede varlıklar ortalama olarak yükümlülüklerin

%47'sini karşılarken, 1 yıl ve üstü varlıklar yükümlülüklerin katları ile ifade edilmektedir. Bu durum likidite açığı olarak değerlendirilmektedir. Kısa vadeli mevduat ağırlıklı kaynak yapısı nedeniyle faize duyarlı pasiflerin ortalama vadelerinin, faize duyarlı aktiflerin ortalama vadesinden kısa olması faiz oranlarındaki düşüşlerin sektörü olumlu, yükselmelerin ise olumsuz etkileyeceğini göstermektedir. Fakat artık bankaların son dönemlerde yurtdışı piyasalardan uzun vadeli krediler kullanabilmeleri şimdilik vade uyumsuzluğundan kaynaklanan likidite riskini azaltmaktadır.

#### ► Sektördeki Düzenlemeler

##### Disponibilite uygulamasının kaldırılması:

16 Kasım 2005'te disponibilite uygulamasının kaldırılması ile bankaların TCMB nezdinde DİBS tutma zorunluluğu kaldırılmıştır. Bu düzenleme, bankacılık sektörü kaynak maliyetini azaltan, bankaların plase edilebilir kaynaklarını artıran ve AB'ye uyum sürecinde atılan önemli bir adım olmuştur.

##### TCMB 2006 Yılı Likidite Yönetimi Kapsamında;

- 2005 yılı sonundan itibaren YTL zorunlu karşılıkların tamamı serbest mevduatlarda iki haftalık ortalama olarak tesis edilecektir. Böylece, geçici likidite sıkışıklığında bankaların zorunlu karşılıklarını daha esnek kullanmaları sağlanarak faizlerde görülebilecek dalgalanmaların azaltılmasına imkan tanınmıştır.

- Zorunlu karşılıkların zamanında tesis edilememesi ya da eksik tesis edilmesi halinde uygulanacak yaptırımlar değiştirilmiştir: Cezaî faizin bir defada ve nakit olarak tahsil edilmesi yerine, faizsiz mevduat tutturulması yoluyla bankaların likiditeleri ve dolayısıyla mali bünyeleri üzerindeki olası olumsuz etkileri en aza indirilerek, faizler üzerinde baskı oluşması da önlenmiş olacaktır.

- Türk parası ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerin tabii olduğu zorunlu karşılık oranlarında mevcut durum korunarak YTL yükümlülükler için yüzde 6 ve yabancı para yükümlülükler için yüzde 11 olan oranlar uygulanmaya devam edecektir.

*ÖFK'ların isim değişikliği:*

ÖFK'ların 'Katılım Bankası' olarak isminin değiştirilmesinin en büyük avantajı; tanınabilirlik ve ifade edilebilirlik olmuştur. Bu somut isimle birlikte ÖFK'lar uluslararası ilişkilerinde de teminat mektubu, akreditif açma gibi işlemlerde kolaylık sağlayacaklar ve körfez sermayesini ülkeye daha kolay çekebileceklerdir. Ayrıca yeni yasal düzenlemeyle birlikte Katılım Bankaları'ndaki tasarrufların 50,000 YTL'ye kadar olan bölümünü güvence altına alan 'Güvence Fonu' da TMSF'ye devrolmuştur.

## ULUSLARARASI PİYASALAR

Aralık ayında, G-7 maliye bakanları ve Merkez Bankası Başkanlarının Londra'da yaptıkları toplantı, Hong-Kong'ta yapılan Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) toplantısı ve Brüksel'de bir araya gelen Avrupa Birliği Dışişleri Bakanlarının bütçe görüşmeleri nedeniyle hareketli günler yaşayan uluslararası piyasalar üzerinde Amerika Merkez Bankası'nın (FED) ve Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) faiz artırımı kararlarından oldukça etkilenmiştir. Aralık ayında Türkiye gündeminde ise AB Komisyonu ile yapılan taramalar, katılım ortaklığı belgesinin imzalanması ve IMF İcra Direktörleri Kurulu'nun, stand-by düzenlemesinin birinci ve ikinci gözden geçirmelerini onaylayarak 1.6 milyar dolar tutarındaki kredi dilimini serbest bırakması yer almıştır. Türkiye'nin arka arkaya aldığı not artırımları, dünyanın önde gelen danışmanlık şirketlerinden A.T. Kearney'nin, Türkiye'nin yatırımcı açısından, dünyanın en cazip 10 ülkesi arasında yer aldığını açıklaması ve IMF yetkililerinin Türk ekonomisine ilişkin olumlu açıklamaları Türk tahvillerine olan ilgiyi artırırken, Türkiye'nin uluslararası piyasalardaki kredibilitesini de olumlu yönde etkilemiştir.

Avrupa Merkez Bankası'nın faiz oranlarını çeyrek puan artırmasının ardından toplanan G-7'ler yüksek faiz oranlarının ekonomiye etkisini tartışmıştır. Toplantıda küresel ekonominin büyümesi önündeki engelleri yüksek petrol fiyatları, korumacılık duygusunun artması, enflasyonist baskıların tırmanması, kambiyo kurlarında aşırı kırılganlık ve ticari dengesizlikler olarak tanımlarken, Çin'in para sisteminde daha fazla esneklik sağlamanın küresel ekonominin istikrarı ve faaliyetini artıracığı ifade edilmiştir. Hong Kong'da bir hafta süren DTÖ toplantısında ise gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler arasında sorun yaratan tarım sübvansiyonlarının 2013 yılına kadar aşamalı olarak kaldırılması ve gümrük vergilerinin indirilmesi konusunda anlaşmaya varılmıştır. Türkiye'nin tarım konusunda beklentilerinin büyük bir kısmı karşılanmıştır.

### ► Türkiye- IMF ve AB ile Gelişmeler

Aralık ayında IMF İcra Direktörleri Kurulu, stand-by düzenlemesinin birinci ve ikinci gözden geçirmelerini onaylayarak yaklaşık 1.6 milyar dolar (1.1 milyar SDR) tutarındaki kredi dilimini serbest bırakmıştır. Avrupa Komisyonu tarafından 9 Kasım'da hazırlanan Katılım Ortaklığı Belgesi yapılan değişikliklerin ardından 13 Aralık'ta dışişleri bakanları tarafından onaylanmıştır. Türkiye-AB katılım müzakereleri kapsamında 20 Ekim'de başlayan tarama sürecinde 3. Fasil olan İş Kurma Hakkı Hizmet Sunumu Serbestisi konusundaki Ayrıntılı Tarama Toplantısı, 8. Fasil olan Rekabet Politikası konusundaki Ayrıntılı Tarama Toplantısı ve 11. Fasil olan Tarım ve Kırsal Kalkınma konusundaki Tanıtıcı Tarama Toplantısı Brüksel'de yapılmıştır. Türkiye'nin 20 Ekim'de başladığı ve AB müktesebatını üstlenmeye yönelik 5 fasıldan bugüne kadar 7 tarama ve 6 ayrıntılı tarama yerine getirilmiştir.

Uluslararası rating kuruluşları Fitch ve Standard&Poor's'un ardından Moody's den gelen not artırımı piyasalarda olumlu yönde algılanmıştır. Uluslararası yabancı yatırımcıların Türkiye ile ilgili olumlu beklenti ve ilgilerinin sürmesi IMF, OECD gibi kuruluşların yayınladıkları raporlarda Türkiye ekonomisine yönelik olumlu beklentilerin yer almasını sağlamıştır. OECD'nin Ekonomik Görünüm Raporu'nda, Türkiye'nin 2006'da %6, 2007'de %6,4 büyüyeceği, cari açık/GSYİH rasyosunun ise 2006'da %6, 2007'de %6,7 seviyelerinde gerçekleşeceği ve işsizliğin azalacağı ifade edilmiştir. IMF'nin Türkiye Raporu'nda ise, Türkiye'de izlenen ekonomik programın son 4 yılda etkileyici sonuçlar verdiği, üretimin hızla arttığı,

enflasyonun bir nesil içinde en düşük düzeye indiği, kamu borçlarının önemli derecede gerilediği ifade edilmiş, önemli kırılma noktaları olan Türkiye ekonomisinde kazanımların sürdürülebilmesi için önemli yapısal reformların yapılması gerektiği belirtilmiştir.

### ► Global Gelişmeler

#### ABD

ABD ekonomisinin zayıf karnını oluşturan dış ticaret açığı Ekim ayında 68.9 milyar dolar ile rekor kırılmış, bu artışta petrol fiyatlarındaki yükseliş ve Çin ile yapılan ticaretteki açık etkili olmuştur. Cari açığın finansmanı için önemli olan net sermaye girişleri ise Ekim'de geçen aya göre artarak 106,8 milyar dolara ulaşmıştır. ABD'nin 3.çeyrek büyüme oranı beklentilerin üzerinde gerçekleşerek %4,1 olmuştur. FED'in faiz artırımı kararlarında enflasyon göstergesi olarak dikkate aldığı verilerden PCE (Kişisel Tüketim Harcamaları) endeksi Kasım ayında %0,4 düşmüş, yıllık artış oranı %1,8 olmuştur. Sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranı gibi bölgesel ekonomik canlılık göstergeleri de güçlü çıkmıştır. Kasım ayında tüketici fiyatları enerji maliyetlerindeki düşüş nedeniyle %0,6 oranında gerileme kaydederken, gıda ve enerji dışı fiyat artışı ile %0,2 olmuştur. Kasım ayı toptan fiyatları ise %0,7 gerilerken, çekirdek enflasyon ise %0,1 artmıştır. Yeni konut satışları %-11,3 ile beklentilerin altında düşüş kaydederken, Kasım ayı ev başlangıçları %5,3 ile beklentilerin üzerinde artmıştır. Enflasyon verileri FED'in önümüzdeki dönemde enflasyon konusunda endişesini azaltacağı ve faiz artırımı sürecinde sona yaklaşıldığı şeklinde yorumlanırken, 2006'da ABD Merkez Bankası başkanı olarak Ben Bernanke'nin atanmasının ardından ABD para politikasında nelerin değişeceği henüz netlik kazanmamıştır. Piyasalar Bernanke'nin Greenspan'ın politikalarını sürdürmesini ancak faiz artırımı sürecinde belirli bir noktaya gelmesi nedeniyle tam istihdam ve ekonomik istikrar için önceliği uzun vadeli fiyat istikrarının sağlanmasına vermesini beklemektedir. Öte yandan önümüzdeki yıl yapılacak başkanlık seçimi ve Irak'ta ABD askeri varlığının sürdürülmesiyle harcamaların artması cari açığı daha da artırması anlamına geleceğinden, ABD'nin cari açığı finanse etmek için daha fazla borçlanması ve dışarıdan yatırım çekmeye çalışması beklenmektedir.

#### AB

AB bütçe krizinin liderlerin uzun görüşmelerinin ardından aşılması, geçtiğimiz aylarda Avrupa'da yaşanan karışıklık ve kaos ortamının yerini ekonomik ve siyasi anlamda bir toparlanma sürecine bırakmasını sağlamıştır. Euro Bölgesi 3.çeyrek büyüme oranı beklentiler paralelinde %0,6 olarak gerçekleşirken, bir önceki yılın aynı dönemine göre de %1,6 büyüme kaydetmiştir. Büyüme oranında Fransa'da iç tüketimin artması ve Almanya'nın güçlü ithalat performansı etkili olmuştur. Euro Bölgesi'nde TÜFE %0,2'lik düşüş beklentisinin üzerinde %0,3 gerilemiş, 12 aylık TÜFE artışı ise %2,3 olmuştur. Bugüne kadar Euro Bölgesi'ndeki zayıf büyüme yüzünden faiz artırımından uzak duran Avrupa Merkez Bankası (ECB) az da olsa toparlanma yaşanması ve enflasyon beklentilerinin artması üzerine faiz artışını gündeme getirerek faiz oranlarını %2,25 seviyesine çıkarmıştır. ECB'nin bu politikasını takip eden aylarda da sürdürmesi beklenirken, ECB'den yeni faiz artırımı planlamadığı ancak ekonomik verilerin izlenmeye devam edileceğini yönünde açıklamalar gelmiştir. Öte yandan Euro Bölgesi'nde 2004 yılının 3. çeyreğinde 9,1 milyar euro olan cari açık, 2005 yılının aynı döneminde 21,1 milyar euro seviyesinde gerçekleşmiştir. Bölgenin iki büyük ekonomisinden biri olan Almanya'da ekonomik aktivitenin bir göstergesi olarak kabul edilen IFO endeksinin yükselmesi olumlu karşılanırken, Fransa'da ticaret açığı ekim ayında bir önceki aya göre artarak 2 milyar 463 milyon euro olmuştur.

Avrupa Merkez Bankası, kasım ayında yayınladığı raporda, 2005 yılı enflasyon beklentisini % 2.1'den % 2.2'ye, 2006 yılı beklentisini de % 1.8'den % 2.0'ye çıkarmış, 2007 yılı için daha önce yaptığı % 1.8 tahminini ise değiştirmemiştir. 2005 yılı için büyüme tahminini %1.4'ten %1.3'e, 2006 yılı büyüme tahminini %1.8'den %1.7'ye düşürürken, 2007 yılı tahminini değiştirmeyerek % 2.0'de bırakmıştır. Önümüzdeki dönemde yüksek petrol ve emtia fiyatlarının enflasyonist baskıları artırması ve gelişmiş ülkelerin büyük çoğunluğunda faiz oranlarının yükselmesi nedeniyle ECB'nin faiz oranlarını artırması beklenmektedir.

#### Japonya

Japonya'da çekirdek tüketici fiyatları endeksinin % 0.1, tüm hanehalkı harcamalarının ise Ekim ayında geçen yılın aynı dönemine göre %2.0 artması, yedi yıldır süregelen deflasyon sürecinin sona yaklaştığı yönündeki görüşleri güçlendirmiştir. İhracat artışı ve yerel tüketimin canlanmasıyla ekonomik büyümenin ivme kazandığı Japonya'da, imalat sektöründeki canlılık Aralık ayında iki yılın en hızlı büyüme oranını yakalarken, Japon Merkez Bankası Tankan endeksi de iş dünyası güveninin yılın en yüksek seviyesine ulaştığını ortaya koymuştur. Diğer taraftan Japonya'da gösterge faiz oranı sıfır düzeyine yakın tutulurken, euro bölgesinde son artırımla

birlikte %2.25, ABD'de ise %4.25 düzeyine yükselmesi, Yen'in diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine yol açarken faiz farkından kaynaklanan sermaye çıkışına da yol açmaktadır. 2006 yılında Merkez Bankası'nın küresel ekonomideki faiz trendi nedeniyle faiz artımına gitmesi beklenmektedir. Olası bir faiz artırımının bu ay içinde olumlu ekonomik verilerle son beş yılın zirvesini yapan Nikkei Borsasını yükseltmesi beklenmektedir. OECD'nin Japonya'da şirket karları ve istihdamla birlikte iç talebin canlanmaya başladığını ifade ederek japon ekonomisinin bu yıl %2,4, 2006 ve 2007'de ise %2 büyüyeceğini öngörmesi de piyasalarda olumlu karşılanmıştır.

### *Çin*

Dünya'nın en hızlı büyüyen ekonomisi niteliğindeki Çin'in hem büyüme hızı hem de parasını baskı altında tutarak döviz rezervini sürekli artırması piyasalarda kaygı yaratmaktadır. AB-25'de ve ABD'de ucuz malları nedeniyle yüksek ticaret açıklarına yol açan Çin'in para politikaları dikkatle izlenmektedir. Çin gelişmiş ülkeler tarafından yuanın biran önce serbestleştirilmesi yönünde yapılan baskılar sonucunda yuanın işlem gördüğü bandı genişletmiş ve yuanın değerini döviz sepetine bağlamıştır. Ancak Çin'in kambiyo kur rejiminde daha fazla serbestliğe gitmesi gerektiğini düşünen G-7'ler Çin'in para sisteminde daha fazla esnekliğin sağlanmasının küresel ekonominin istikrarı ve faaliyetini artıracaklarını ifade etmiştir. Aralık ayında Çin Merkez Bankası yetkililerinin Çin'in döviz rezervlerindeki artışı yavaşlatmayı ve daha sonra azaltmayı amaçladıkları yönündeki açıklamaları, Çin'in 769 milyar dolarlık rezervlerinin büyük bir bölümünün dolar tahvilleri ve bonolarına yatırılmış olması nedeniyle piyasalarda özellikle yüksek dış ticaret açığına sahip ABD'de endişe yaratmıştır. Ancak daha sonra yapılan Çin'in para birimine ilişkin politikasını kısa sürede değiştirmeyeceği yönündeki açıklamalar Çin'in döviz rejimi politikasında radikal değişiklikler yapmasından endişelenen piyasaları rahatlatmış, Asya para birimlerinin de dolar karşısında değer kaybetmesine yol açmıştır. Diğer taraftan Çin, sahip olduğu teknoloji sayesinde küresel ekonomide önemli bir rekabet gücü sağlamaya ve zengin doğal kaynaklarıyla tarımda da küresel ticaretin önemli tedarikçilerinden biri olmaya devam etmektedir. 2005 yılının 11 aylık döneminde 90 milyar dolar dış ticaret fazlasına sahip Çin'in küresel ekonomideki yerini 2006 yılında da koruması beklenmektedir. Çin Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonu, ay içinde yayınladığı raporunda, hükümetin uygulayacağı esnek mali ve parasal politikalarla bu yıl GSYH'nın % 8.5-9.0 ve tüketici fiyatlarının %2-3 artabileceğini öngörürken, Çin Merkez Bankası araştırma bölümü Çin'de GSYH'nın 2006'da % 9.4 artacağını, TÜFE'nin ise % 1.8 olacağını tahmin etmiştir.

Önümüzdeki dönemde Çin'in büyümeye devam etmesi beklenmektedir. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) küresel ticaretteki payının 2006-2007 döneminde artırmayı sürdüreceğini, Çin ekonomisinin 2005 yılında % 9,3, 2006'da % 9,4, 2007'de de % 9,5 oranında büyüyeceğini öngörmüştür.

### *Brezilya*

Brezilya'nın Uluslararası Para Fonu'na (IMF) 15.5 milyar dolarlık borcun tamamının yıl sonuna kadar kapatacağını açıklaması piyasalar tarafından olumlu karşılanmıştır. Geçen aylarda yaşanan not artırımları, rekor dış ticaret ve cari işlem fazlasına ulaşılması ve Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini artırmak için son aylarda döviz piyasasına alım yönünde müdahaleler yapması gibi etkenlerin bir araya gelmesi, hükümetin borcunu erken geri ödemesi konusunda etkili olmuştur. Öte yandan Brezilya Devlet Başkanı Luiz Inacio Lula da Silva, Merkez Bankası'nın faiz oranlarını kademeli olarak düşürme politikasına verdiği destek ve iş dünyasının faiz indirim hızının artırılması için yaptığı baskılar neticesinde Brezilya Merkez Bankası beklendiği gibi Selic (gösterge faiz) borç verme oranını %18.5'ten %18'e indirmiştir. 2006 yılında yapılacak seçimler nedeniyle hükümetin uyguladığı politikaları değiştirmemesi ve faiz oranının % 15-15.25 seviyesine kadar düşmesi beklenmektedir.

### *Arjantin*

Arjantin, Ekim'de geçen yılın aynı dönemine göre dış ticaret fazlasını artırarak 916 milyon dolara yükseltmiştir. Brezilya ve Türkiye'den sonra Uluslararası Para Fonu'na (IMF) en çok borcu bulunan ülke olan Arjantin Brezilya'nın ardından IMF'ye olan toplam 9.9 milyar dolarlık borcunun tamamını Ocak ayı içinde ödeyeceğini açıklamıştır. Ancak Arjantin ekonomisinin Brezilya ekonomisi kadar güçlü olmaması ve borç ödemesi için döviz rezervlerinin üçte birini kullanılacak olması, ülkenin mali yükümlülüklerini yerine getirme gücünü zayıflatacağı konusunda endişe yaratmıştır.



### Rusya

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poor's Rusya'daki ekonomik iyileşme nedeniyle uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notunu BBB'-den BBB'ye ve yerel para cinsinden uzun vadeli kredi notunu 'BBB'den 'BBB+'ya yükseltmiştir. Petrol fiyatlarındaki artıştan karlı çıkan ülkelerin başında gelen Rusya'nın dış ticaret fazlası Ocak- Kasım döneminde 113.8 milyar dolara ulaşmıştır. Rusya Ekonomik Kalkınma ve Ticaret Bakanlığı verilerine göre, Ocak-Kasım döneminde Rusya'nın dış ticaret hacmi geçen yıla göre % 33 artarak 331.4 milyar dolar olmuştur. GSYİH Ocak-Ekim döneminde geçen yılın aynı dönemine göre % 6.2 artarken, Rusya Ekonomik Kalkınma ve Ticaret Bakanlığı GSYİH'nın 2005'de %6 büyümesini beklemektedir. Döviz rezervleri de 9 Aralık haftasında bir önceki haftaya göre 700 milyon dolar artarak 169.1 milyar dolara yükselmiş, böylelikle rezervlerde 2005 yılı başından bu yana 43.1 milyar dolar artış kaydedilmiştir.

#### ► Euro/Dolar Paritesi

Aralık ayı parite bakımından oldukça dalgalı bir ay olmuştur. Avrupa Merkez Bankası'nın Aralık ayı toplantısında piyasa beklentileri doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarını % 2.25 seviyesine yükseltmesiyle euro/dolar paritesi euro lehine hareketle 1.1900-1.1950 seviyesine gelirken, toplantı sonrası yapılan açıklamalar bunun bir faiz artırımı sürecinin başlangıcı olmadığını şeklinde yorumlanmış ve piyasada ECB'nin kısa vadeli faiz oranlarını 2006 senesinde en fazla % 2.75 seviyesine kadar yükselteceği beklentisi oluşmuştur. Diğer tarafta Amerika Merkez Bankası Aralık ayı toplantısında kısa vadeli faiz oranlarını 25 baz puanlık artış ile % 4.25'e çıkarmış, ancak toplantı sonrası yapılan açıklamalar, FED'in bir veya iki faiz artırımından sonra faiz artırımı sürecini sonlandıracağı yönünde yorumlanmıştır. Amerikan ekonomisindeki rekor dış ticaret açığı bu ayda rekor yabancı portföy yatırımları ile finanse edilmeye devam edilmiştir. 2005 senesi boyunca büyüme ve faiz oranı farkında dolar lehine gelişme nedeniyle Amerikan ikiz açıklarını önemsemeyen piyasalarda FED'in faiz artırımlarında sona gelindiği beklentisi oluşmasıyla parite dolar aleyhine hareket ederek 1.2069'e kadar yükselmiştir. Ay ortasında yapılan Avrupa Birliği bütçe görüşmelerinde uzlaşma sağlanması euro lehine olumlu bir gelişme olsa da, Çin'den gelen dolar bağı rezervleriyle ilgili para politikasını kısa sürede değiştirmeyeceği yönünde açıklamalar paritenin dolar lehine hareketle 1.1854'e kadar gerilemesini sağlamıştır. Amerika kanadında açıklanan enflasyon ve konut sektörüne ilişkin veriler FED'in bundan sonraki dönemde enflasyon konusundaki endişesinin azalacağı ve faiz artırımı sürecinde sona yaklaşıldığı görüşünü desteklemiştir. ABD Merkez Bankası olumlu faiz farkı avantajını iyi değerlendirmesiyle dolar, ABD'nin yüksek bütçe ve cari açığına rağmen 2005 yılının en güçlü para birimi olmuştur. Ancak Avrupa Merkez Bankası'nın 2006'da 50 baz puanlık faiz artışını gerçekleştirmesi ve FED'in faiz artırımlarına son vermesi halinde AB ile ABD arasındaki faiz oranı farkının daralması sonucu doların zayıflaması beklenmektedir. Yeni FED Başkanı ile başlayacak dönemdeki olası değişikliklerin yanında Avrupa ve Japonya Merkez Bankalarının faiz artırımı konusunda alacağı kararların döviz piyasasında etkili olacağı tahmin edilmektedir. Şu ana kadar yaşanan gelişmeler doların 2005 senesinde gösterdiği güçlü performansı önümüzdeki sene devam ettirmesinin zor olduğuna işaret etmektedir.

#### ► Bono ve Tahvil Piyasaları

Ülke	Kredi Notu Moody's/Fitch	Kupon (%)	Vade	Getiri (%)	Spread
Türkiye	B1/Ba3/BB-	8,00	14.02.2034	7.134	261.4
Kolombiya	Ba2/BB	10,375	28.01.2033	7.611	308.8
Brezilya	B1/Ba3	11,00	17.08.2034	6,790	241.8
Venezuela	B+/B/BB	9,375	13.01.2034	7,874	335.0
Filipinler	Ba1/BB	10,625	16.03.2025	7.990	347,0

(\*) Kupon, Getiri, Spread 28.12.2005 tarihi itibarıyla verilmiştir.

Kaynak: Reuters

Dünyada faiz oranlarının düşük olması gelişmekte olan piyasaların çekiciliğini artırırken, Brezilya ve Türkiye'de piyasalar güçlü kalmaya devam etmiştir. Ay başında ABD çekirdek PCE endeksinin beklentinin altında artış kaydetmesinin enflasyonist kaygıları hafifletmesi üzerine ABD borsasında görülen yükseliş, gelişen ülke tahvillerinin fiyatlarının da toparlanmasına yardımcı olmuş, bu toparlanma hareketi sektörün göstergesi Brezilya tahvillerinin fiyatının 124.125/124.250 seviyesine gerilemesine yol açmıştır. Böylelikle JPMorgan gelişen ülke tahvilleri endeksinin (EMBI) Brezilya bölümü 322 puan ile tüm zamanların yeni en düşük düzeyini görmüştür. Türkiye'nin kredi notundaki artırımı da 2030 vadeli gösterge tahvilinin fiyatının 152.000 dolar ile tüm zamanların en yüksek düzeyini görmesini sağlamıştır. Ay ortasında Brezilya Merkez Bankası'nın faiz indirimine gitmesi ve IMF'ye olan borcunu zamanından önce ödeyeceğini açıklaması gelişen ülke tahvillerinin Amerika piyasasında yükselişine devam etmesini sağlamıştır. Brezilya'nın ardından Arjantin'in IMF'ye olan borçlarının tamamını

vadesinden önce kapatacağı yönündeki açıklaması ise piyasada kaygı yaratarak, tahvillerinin değer kaybına ve risk primini gösteren spread'lerinin genişlemesine neden olmuştur. Yılbaşı tatili öncesinde yatırımcıların bu yıl için hesaplarını kapatmalarıyla piyasada işlem hacmi düşmüş ve likidite azalmıştır.

Ülke	Rating Kuruluşu	Önceki Not	Verilen Not	Görünüm	Gerekeç
Türkiye	Moody's	Ba3	B1	Durağan	Türkiye'de son dört yıldır gerçekleştirilen siyasi ve ekonomik reformların yarattığı olumlu etki
Türkiye	Fitch	Görünüm: Durağan	Görünüm: Pozitif		Ekonomideki güçlü büyüme, azalan bütçe açığı ve borçlar ile geniş tabanlı ekonomik ve siyasi istikrarı gösterdi.
Rusya	Moody's	Baa3	Baa2	Durağan	Hızlı ve önemli miktarda artan döviz rezervleri ve petrol stabilizasyon fonu rezervlerindeki iyileşme
Rusya	Standard & Poor's	BBB-	BBB	Durağan	Ekonomik iyileşme
Brezilya	Fitch	Görünüm: Durağan	Görünüm: Pozitif		Ödemeler dengesindeki gelişme ve enflasyonu kontrol etmede kaydedilen ilerlemeler
Brezilya	Moody's	B1	Ba3	Pozitif	İstikrarlı makroekonomik bir ortama kavuşması ve ihracat sektöründe temel değişimler olduğu yönündeki göstergelerin dış borç rasyosunu destekleyen başlıca etkenlerden genel ihracat performansı güçlendirmesi.
Çin	Fitch	A-	A		Güçlü ödemeler dengesi ve finansal durumunun iyileşmesi

**Karşılaştırmalarda 'Yabancı Para Cinsinde Ülke Kredi Notu' esas alınmıştır**

**S&P,Moody's' Rating Kuruluşlarının Not Açıklamaları:**

**B:Spekülatif Derece**

**Ba/BB:** Tahvillerin ana para ve faiz ödemelerinde sadece ılımlı bir korumaya sahip olduğunu gösterir.

**B:** Genel olarak zayıf karakterli tahvillerdir. Geri ödemelerde riskin fazla olduğunu gösterir.

**Pozitif işaret ve en düşük sayı, ilgili kategorideki en iyi durumu yansıtır.**

**S & P :** B+ Yatırım niteliği tasımaz. Borçlanma şartlarına uymama ihtimali yüksektir.

**Moody's:** Ba3 Spekülatif özellik. Belirsizlikler tasirlar.

### ► Dünya Borsaları

Ülke	30 Kasım 2005	30 Aralık 2005	% Değişim
NASDAQ (ABD)	2.232	2.218	-0,63
DOW JONES (ABD)	10.888	10.784	-0,95
NIKKEİ (JAPONYA)	14.872	16.111	8,33
DAX (ALMANYA)	5.193	5.408	4,14
BOVESPA (BREZİLYA)	31.916	33.455	4,82
MERVAL (ARJANTİN)	1.554	1.543	-0,7
HANG SENG (HONKONG)	15.028	14.876	-1,01
RTSI (RUSYA)	1.037	1.128	8,77

Kaynak:Reuters

ABD borsaları yüksek faiz oranları ve ABD yatırımcılarının yurtdışına yatırım yapmayı tercih etmeleri nedeniyle çok parlak bir yıl geçirememiştir. Bu sene Dow Jones %0,9, Nasdaq Endeksi %3,4 yükselbilmiştir. Dünyada en çok kazandıran borsalar ise dolar bazında %100 değer artışı ile Mısır ve Kolombiya olmuştur. Rusya borsası yüksek petrol fiyatlarından karlı çıkarak %80 yükselirken, Meksika ve Türkiye borsaları ise %45 yükselmiştir.

Aralık başından itibaren ABD'de açıklanan makroekonomik verilerin FED'in faiz artırımı politikasını destekler nitelikte olması Dow Jones endeksinin 10.739 seviyelerine kadar gerilemesine neden olmuştur. Başta mali sektör hisse senetlerine gelen satışların genele yayılmasıyla birlikte 10.730 seviyelerine kadar gerileyen Dow Jones Industrial Endeksi, Aralık ayı ortasından itibaren gıda ve enerji dışı tüketim harcamalarına göre fiyat artışını gösteren çekirdek PCE endeksinin beklentilerin altında gelmesi ve Exxon Mobil Corp. gibi petrol üreticisi firmaların hisse senetlerine gelen yoğun talebe bağlı olarak tekrar toparlanma eğilimine girmiştir. Ay sonuna doğru piyasanın tekrar satış ağırlıklı seyre dönmesi ile düşüş hareketi ilk etapta 10.730 seviyelerine kadar gerilemiştir.

Aralık ayı Brezilya borsası açısından oldukça olumlu geçmiştir. Brezilya Merkez Bankası'nın faiz indirimine gitmesi ve oldukça yüksek gelen cari işlem fazlası Brezilya borsasına olan ilgiyi daha da artırmış, buna bağlı olarak da Bovespa Endeksi 33.800 seviyelerine kadar yükselerek tarihi rekorunu kırmıştır. Daha sonra gelen IMF'ye olan borçların tamamının kapatılacağı haberi piyasada bir miktar tedirginlik yaratsa da Brezilya borsası

33.000 seviyelerinin üzerinde tutunmayı başarmıştır. Bovespa'nın 2006 yılına da iddialı başlaması ve yeni rekor denemelerine girmesi beklenmektedir.

Brezilya'nın aksine Aralık ayı Arjantin Borsası için olumsuz bir ay olmuştur. Ay başında Merkez Bankası Başkanı Martin Redrado'nun istifa edebileceği beklentileri piyasada karamsarlık yaratırken, ardından Arjantin'in Merkez Bankası rezervinin üçte birini kullanarak IMF'ye olan 9,9 milyar dolarlık borcunu kapatacağını açıklaması, Merval endeksinin 1,500 puanın altına inmesine neden olmuştur. Ayın sonuna doğru gelen olumlu makroekonomik veriler piyasada bir miktar toparlanma yaratsa da, genel anlamda aşağı yönlü eğilimin devam edeceği tahmin edilmektedir.

#### ► Petrol

Aralık başında kuzeydoğu ABD'de hava sıcaklıklarının mevsim normallerinin üzerinde seyretmesi ve stokların artması üzerine 56,20 dolara düşen ABD ham petrol fiyatları, OPEC'in fiyatlardaki düşüş ve stoklardaki artışa karşın üretim kotalarını aşağı çekmeye gerek olmadığını açıklaması ile destek bulmuştur. ABD'de hava sıcaklıklarının düşmesi ve ısınma yakıtı talebinde güçlü artış yaşanması olasılığı ise uluslararası piyasalarda petrol fiyatlarının daha sonra bir miktar yükselmesine neden olmuş, Brent ham petrolü varil başına 59.94 dolara, Amerikan ham petrolü ise varil başına 60.68 dolara yükselmiştir. OPEC Başkanı El-Sabah'ın, son 25 yıldaki en yüksek üretim düzeyi olan günlük 30 milyon varil üyelerin oybirliğiyle destek verdiğini açıklaması ve OPEC Petrol Bakanlarının ham petrol üretimini değiştirmeden sürdürme konusunda anlaşmaya varmaları petrol fiyatlarının 60 dolar civarında seyrini desteklemiştir. Öte yandan, Uluslararası Enerji Ajansı (UEA) aylık raporunda, rekor seviyedeki petrol fiyatlarına karşın, önümüzdeki 5 yıllık süreçte petrole olan güçlü talebin devam edeceğini belirtmiş, Çin ve Hindistan gibi gelişmekte olan piyasaların, dünya petrol talebinin 2010 yılına kadar artarak büyümesine neden olacağı ifade etmiştir. OPEC'in 2006 yılında yedek kapasitesini 3.1 milyon varile çıkarmasının da yeterli olamayabileceği belirtilen raporda, kapasitenin artırılması durumunda bile süpriz rezerv sıkıntısı problemleri yaşanabileceği üzerinde durulmuştur. Önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarının yönü kesin olarak tahmin edilememektedir. Petrol arzını etkileyen bir olay yaşanması ya da özellikle Körfez bölgesindeki güvenlik riskinin değişmesi petrol fiyatlarının seyrini belirleyecektir. 2006 Mart'ında İran'da petrol borsasının kurulacak olması ve dünyanın en büyük 4. petrol ve 2. doğalgaz rezervlerine sahip olan İran'ın petrol satışını euro üzerinden yapma niyeti Londra'daki Uluslararası Petrol Borsası ve New York Vadeli İşlemler Borsasının hakimiyetini önemli ölçüde etkileyecek bir gelişme olacaktır.

#### ► Altın Piyasası

Çin ve Hindistan ekonomileri hızla büyürken tasarruflarının da artması, tasarrufluların daha yüksek getiri için geleneksel yatırım aracı olarak adlandırılan hisse senedi ve bonolardan altın ve diğer değerli metallere dönmeleriyle, altının yükselişi son dönemde hız kazanmış ve altının onsu geçmiş aylarda 1980'lerden bu yana en yüksek seviye olan 527.5 dolar seviyelerine kadar yükselmiştir. Dünyadaki likidite bolluğunun oluşturduğu enflasyonist ortam da altına yönelik talebi artırırken, petrol fiyatlarındaki gerileme, Rusya, ve Hindistan Merkez bankalarının artan GSYİH ile ellerindeki döviz altını yatıracakları yönündeki açıklamaları altın fiyatlarındaki yükselişi desteklemiştir. Aralık ayı sonunda spot altın fiyatları 502 dolar olmuştur. Altındaki yükseliş, platinin onsunu son 26 yılın en yüksek değeri olan 992 dolara yükseltirken, bakırın tonuda 4.180 dolara çıkmıştır. Bakır fiyatındaki artış daha çok spekülasyonlardan kaynaklanmıştır. 2006 yılında altında ve diğer kıymetli madenlerdeki yükselişin devam etmesi beklenmektedir.

**Ekonomik Arařtırmalar Bölümü**

Hülya Yılmaz	Servis Yöneticisi	hulyayilmaz@vakifbank.com.tr	0312 –455 85 98
Rukiye Alçıkaya	Uzman	rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr	0312 –455 85 49
Ümit Ünsal	Uzman Yardımcısı	umit.unsal@vakifbank.com.tr	0312 –455 85 66
Bilge Özalp	Uzman Yardımcısı	bilge.ozalp@vakifbank.com.tr	0312– 455 85 93
Şahin Şakir Önder	Uzman Yardımcısı	sakir.onder@vakifbank.com.tr	0312 –455 85 90
Pelin Sencer Kaptan	Yetkili Yardımcısı	pelin.sencer@vakifbank.com.tr	0312 -455 85 48

\* Bu rapordaki bilgi ve veriler, Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Ekonomik Araştırmalar Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan edinilmiştir. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında garanti vermemekte ve bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek zararlar konusunda sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır.