

EKONOMİK GÖRÜNÜM

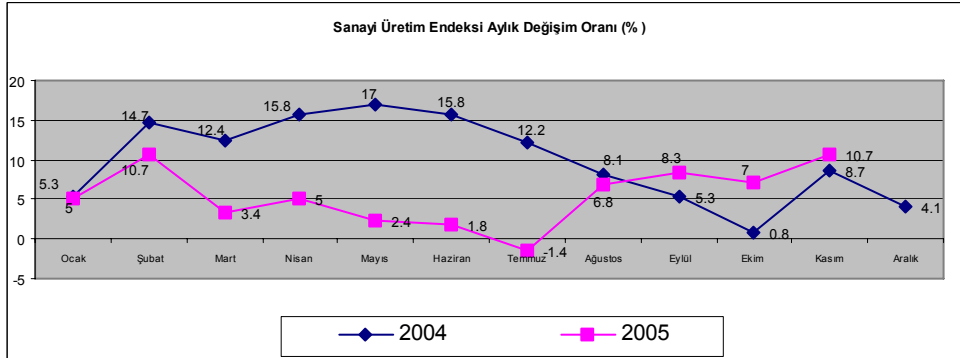
ŞUBAT 2006

REEL SEKTÖR

► Sanayi Üretim Endeksindeki Gelişmeler

Aylık Sanayi Üretim Endeksi, 2005 yılı Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %10,7 oranında artarak 130,7'ye; imalat sanayi üretim endeksi ise %10,5 oranında artarak 130,5'e yükselmiştir.

2005 yılı Eylül ayına kadar 2004 yılında gerçekleşen büyüme oranlarının altında seyreden sanayi üretimi Eylül ayında %8,3 oranında artarak geçen yılın üzerine çıkmış, Ekim ayında %7 oranında artmış, Kasım ayında ise büyüme hızını %10,7'ye yükseltmiştir. Mevsimsellikten arındırılarak yapılan incelemede de sanayi üretiminde artışın sürdüğü görülmektedir. İhracattaki zayıflamaya rağmen sanayi üretiminde görülen bu artışın inşaat sektöründeki gelişmeler ve iç talebe yönelik faaliyet gösteren sektörlerden kaynaklandığı düşünülmektedir.



İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI	KASIM				ON BİR AYLIK ORTALAMA			
	2005		2004		2005		2004	
	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim	Endeks	Değişim
Toplam Sanayi	130,7	10,7	118,1	8,7	129,4	5,3	122,9	10,4
Madencilik Sektörü	96,6	20,0	80,5	11,7	93,4	13,7	82,2	4,0
İmalat Sanayi Sektörü	130,5	10,5	118,1	9,0	129,0	4,7	123,2	11,0
Elektrik, Gaz ve Su Sektörü	153,8	9,3	140,8	5,2	154,6	7,4	143,9	6,9

Kaynak : TÜİK

2004 yılında ortalama 123,4; ilk on bir aylık dönemde ise 122,9 olan ortalama endeks değeri, bu yılın ilk on bir ayı itibariyle %5,3 oranında artış göstererek 129,4'e yükselmiştir.

İktisadi faaliyet kolları itibariyle baktığımızda ise sektör ağırlığı %86,92 olan imalat sanayi sektöründe %10,7; sektör ağırlığı %8,19 olan elektrik, gaz ve su sektörleri ile sektör ağırlığı %4,89 olan madencilik sektöründe ise sırasıyla %9,3 ve %20 oranında artış kaydedildiği görülmektedir.

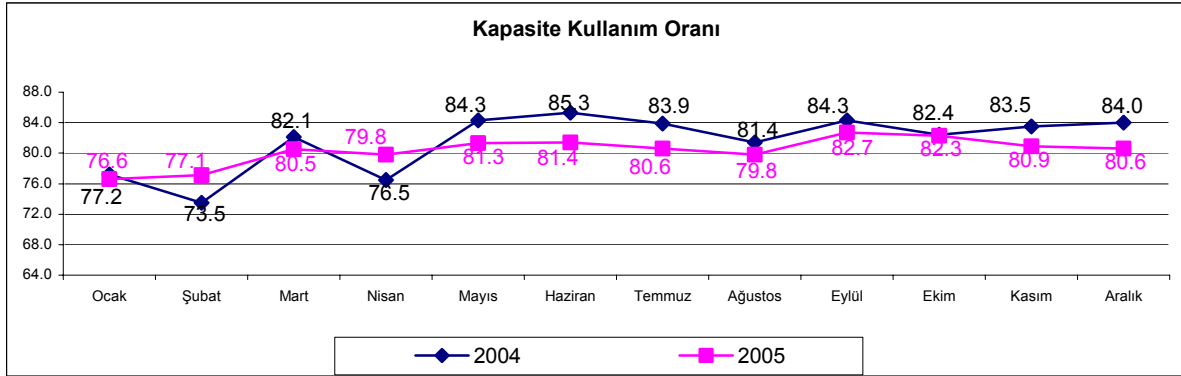
İmalat sanayi iktisadi faaliyet kollarına göre yapılan değerlendirmede, bir yıllık dönemde, elektrikli makine ve cihaz üretimindeki %56,6'lık; endekste önemli ağırlığa sahip kimyasal madde ve ürün imalatındaki %27'lik, tıbbi, hassas ve optik aletler sektöründeki %27,6'lık artış dikkat çekicidir. İnşaat sektöründe yaşanan gelişmeler paralelinde, konutla bağlantılı, metalik olmayan diğer mineral maddeler (%23,8), metal eşya sanayi (%16,9) ve mobilya (%65,7) gibi sektörlerde üretim artışları sürmektedir. Kasım ayında Türkiye ihracatında önemli paya

sahip, taşıt araçları sektöründeki %61,7'lik azalış dikkat çekici olup, Çin etkisi nedeniyle dünya piyasalarında rekabet imkanı azalan tekstil (%-8,1) ve giyim (%-19,1) sektörlerinde de üretim azalışı yaşanmıştır. İhracatta çok fazla artış yaşanmaksızın üretim artışlarının sürmesi iç talepteki canlılığın göstergesi olarak algılanabilir. Ancak bu üretim artışının stok artışı sağlayıcı ve önümüzdeki dönem için endeksteeki gelişmeyi sınırlandırıcı bir unsur olabileceği de gözönünde bulundurulmalıdır.

► 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. 2004 yılının Aralık ayında %84 olarak gerçekleşen üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranları, önemli oranda gerileyerek 2005 yılı Aralık ayında %80,6 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede, 2005 yılı Ocak ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre gerileyen kapasite kullanım oranlarının Nisan ayına kadar yükseldiği, Nisan-Temmuz arası dönemde bir miktar gerilediği; Temmuz-Aralık döneminde ise Ekim ayındaki belirgin yükselişin dışında değişiklik göstermediği görülmektedir.

2004 yılında ortalama kapasite kullanım oranı %81,5 olarak gerçekleşirken, 2005 yılında bu oran %80,3'e gerilemiştir. Aralık 2005 döneminde son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 15'inin kapasite kullanım oranlarında düşüş görülürken, 7'sinin kapasite kullanım oranı yükselmiştir. Bir yıllık süreçte tütün ürünleri, deri, kimya, bilgi işlem makineleri, tıbbi, optik aletler, taşıt araçları ve karoseri ve mobilya sektörleri kapasite kullanım oranları artarken, gıda, tekstil, giyim, ağaç ve mantar ürünleri, kağıt ve kağıt ürünleri, basım-yayım, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, plastik-kauçuk, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal sanayi, metal eşya, makine-teçhizat, radyo, TV haberleşme araçları, elektrikli cihazlar ve diğer ulaşım araçları sektörü kapasite kullanım oranlarında düşüş gerçekleşmiştir. Aralık 2005 döneminde 13 sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, 9 sektörde %80'in altına düşmüştür.



Aralık ayında tam kapasite ile çalışamama nedenlerini %56,7 ile iç pazarda talep yetersizliği, %18,9 ile dış pazarda talep yetersizliği, %3,3 ile yerli mallarda hammadde yetersizliği, %3 ile mali imkansızlık, %2,1 ile ithal mallarda hammadde yetersizliği, %1,4 ile işçilerle ilgili meseleler oluşturmuştur. Ocak-Aralık ortalamalarına göre yapılan değerlendirmede tam kapasite ile çalışamama nedenleri arasında bir yıllık süreçte dış pazarda talep yetersizliğinin etkisini artırdığı görülmektedir.

► Talep Unsurundaki Gelişmeler

2005 yılı üçüncü çeyreklik döneminde GSYİH büyümesine önemli katkı sağlayan, özellikle tüketicilerin dayanıklı tüketim harcamalarındaki %31'lik artışla sürüklenen tüketim harcamalarındaki artış eğilimi devam etmektedir. Tüketici güven endeksi 100'ün altında kalsa da yükselmeye devam etmektedir. Eylül ayında 95,51'e kadar gerileyen tüketici güven endeksi, Ekim ayında tekrar yükselişe geçmiş, Kasım ayında 99,53'e, Aralık ayında %99,45'e yükselmiştir. Tüketicilerin taşıta olan talebi devam etmektedir. Otomotiv Sanayicileri Derneği verilerine göre Aralık ayında toplam otomotiv satışları 2004 yılının aynı dönemine göre %30,8 oranında artmıştır. Söz konusu artış otomobillerde %30,4 olurken ticari araçlarda %31,4 olarak gerçekleşmiştir. Tüketici talebindeki canlı seyir tüketim malları ithalatında da izlenebilmektedir. Düşük kur nedeniyle ithal malların fiyatlarındaki nispi gerileme ithalatı artıran bir unsurdur. Tüketim malları ithalatı Ağustos ve Eylül aylarında

gerçekleşen çok hızlı ithalat artışlarının yarattığı baz etkisiyle Ekim ve Kasım aylarında sırasıyla %3,3 ve %5,4 oranında gerilerken, Aralık ayında %24,4 oranında artmıştır.

Talep unsurunu belirleyen bir diğer gösterge de tüketici kredilerindeki artış eğilimidir. Tüketici kredileri konut kredilerindeki yükselme eğilimi daha belirgin olmak üzere artmaya devam etmektedir. Eylül-Kasım arası iki aylık dönemde tüketici kredileri konutta %22; taşıtta %4,8 olmak üzere toplam %7,8'lik artış göstermiştir. Düşen faiz oranları ve bankalararası rekabetin yarattığı cazip kredi imkanları konut kredileri talebindeki artışı tetikleyen unsurlar olmaktadır. Konut edinimini kolaylaştıran bu gelişme, mobilya ve dayanıklı tüketim mallarına yönelik talebi de artıran bir unsurdur.

Yukarıda değerlendirilen verilerle, tüketici talebinin canlı olduğu söylenebilmektedir. Ancak, tüketici kredisi miktarındaki artıştan da görüldüğü üzere, tüketiciler harcamalarını büyük oranda borçlanarak gerçekleştirmektedirler. Bu durum, ileriki dönemlerde talebi kısıtlayıcı bir unsur olabilecektir. Yakalanan yüksek büyüme oranlarına ihracattan ziyade iç talebin katkısı olduğu dikkate alındığında, iç talepteki zayıflamanın stok artışına neden olabileceği, yatırım harcamalarını azaltabileceği, düşük kapasite ile çalışmayı gündeme getirebileceği unutulmamalıdır. Bu durumun gerçekleşmesi halinde, ekonomide yakalanan yüksek büyüme oranlarının ileriki dönemlerde yakalanamaması sorunu ortaya çıkabilecektir.

► Yatırımla İlgili Gelişmeler

GSYİH içinde önemli bir paya sahip olan yatırım harcamalarının artış trendini sürdürmesi, yüksek büyüme oranlarının yakalanmasını sağlayan önemli unsurlardan biridir. Ekim, Kasım ve Aralık aylarında kapasite kullanım oranlarının %80'in üzerinde olması ve Ekim ve Kasım aylarında sanayi üretim endeksindeki artış trendi, üretim süreci açısından olumlu varsayımları destekleyici gelişmelerdir. Kasım ayında özellikle makine-teçhizat, elektrikli makine ve cihaz imalatı ile metalik olmayan diğer mineral ürünlerdeki güçlü üretim seviyeleri yatırımlardaki artışın sürdüğüne işaret etmektedir. 2005 Ocak-Kasım ayları arasındaki dönemde verilen yatırım teşvik belgesi sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,2 oranında artarak 3,710 adet olarak gerçekleşmiştir. Açılan şirketlerdeki artış eğilimi Ekim ve Kasım aylarında devam etmiştir. Ekim ayında açılan şirket sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %22 oranında, Kasım ayında ise %15,2 oranında artmıştır. Kapanan şirketlerin sayısı ise Ekim ayında %1,8, Kasım ayında %8,6 oranında artmıştır. Aralık ayında ise, kurulan şirket sayısı %4,1 oranında artarken, kapanan şirket sayısı ise %21,8 oranında azalmıştır. Kurulan şirket sayısındaki artışa paralel olarak, sermaye miktarı da Aralık 2005 döneminde bir önceki yılın aynı ayına göre %6,1 oranında artmıştır. Yeni kurulan şirket sayısındaki artış yanında, Aralık ayında, şirketler sermaye miktarlarını %49,1 oranında artırmışlardır. Bu durum, yeni yatırımların yanında üretim kapasitesini artırıcı tevsî yatırımlarının da devam ettiğine işaret etmektedir.

Aramalı ithalatındaki artış yatırımların devam ettiği yönünde önemli bir göstergedir. Ekim, Kasım, Aralık aylarında yatırım malları ithalatı yıllık bazda sırasıyla %26,3; %22,5 ve %8,9 oranında artmıştır. Aramaları ithalatı da artmaya devam etmektedir. Ara malları ithalatında artış Ekim ayında yıllık %20,8; Kasım ayında %8,2, Aralık ayında ise %2,3 oranında artmıştır.

Yatırımla ilgili değerlendirilen veriler, üretim sürecinin devam ettiğine işaret etmektedir. Tüketimle ilgili olumlu gelişmelerle birlikte ele alındığında, Türkiye ekonomisinde yapısal sorunlar olmakla beraber, büyüme sürecinin devam ettiği çıkarımında bulunmak mümkün olmaktadır.

Krizin ardından başarıyla uygulanan istikrar programıyla tekrar büyüme sürecine giren ve kesintisiz büyüyen Türkiye ekonomisinde, yakalanan yüksek büyüme oranlarına rağmen işsizlik oranlarında aşağıdaki tablodan da görüldüğü üzere tatmin edici düşüşler sağlamak mümkün olmamıştır.

Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu					
	2004 III. Dönem	2004 IV. Dönem	2005 Ağustos	2005 Eylül	2005 Ekim
Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)	70,685	70,949	71,736	71,827	71,915
15 ve daha yukarı Yaştaki Nüfus (000)	49,944	50,189	50,938	50,991	51,050
İşgücü (000)	25,265	24,297	25,219	24,989	24,683
İstihdam (000)	22,874	21,870	22,838	22,566	22,197
Eksik İstihdam (000)	1,010	764	826	813	843
İşsiz (000)	2,390	2,428	2,381	2,423	2,487
İşgücüne Katılma Oranı(%)	50.6	48.4	49.5	49	48,4
İstihdam Oranı (%)	45.8	43.6	44.8	44.3	43.5
İşsizlik Oranı(%)	9.5	10	9.4	9.7	10,1
Eksik İstihdam Oranı(%)	4	3.1	3.3	3.3	3.4
İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)	24,679	25,891	25,719	26,002	26,366

Kaynak : TÜİK

Tarım ve inşaat sektöründe mevsimsel etkilerle ortaya çıkan istihdam artışı sayesinde Haziran ve Temmuz aylarında %9,1'e kadar gerileyen işsizlik oranları, Ağustos ayından itibaren tekrar yükselişe geçmiş ve Ekim ayında %10,1 oranı ile yıl içindeki en yüksek değerine ulaşmıştır.

Türkiye ekonomisinde 2001 yılında yaşanan kriz, önemli istihdam olanakları sağlayan birçok küçük ölçekli firmanın sistemden çıkmasına neden olmuştur. Bu süreç sonrasında, kurumsallaşmış büyük ölçekli firmalar ayakta kalmayı başarmışlar, kriz ortamının getirdiği olumsuzlukları ortadan kaldırmak ve mevcut durumlarını koruyabilmek için yeniden yapılandırma programları uygulamaya başlamışlardır. Bu süreç, yeni işgücü istihdamından ziyade mevcut işgücünün daha verimli kullanılması, atıl işgücünün devreden çıkarılması gibi nedenlerle işsizlik oranlarında bir artışa neden olmuştur. İşgücü üzerindeki yüksek vergi yükünün kayıtdışı işçi çalıştırmayı yaygın hale getirmesi, yeni teknolojiler sayesinde işlerin daha az işgücüyle yapılabilmesi, tarım sektöründeki daralma neticesinde bu sektörden ayrılanlar nedeniyle işsizlik oranının düşürülemediği ekonomide, kriz sonrası süreçte ortaya çıkan sözkonusu gelişmeler, ekonomide yüksek oranlı büyüme rakamları yakalanırken, işsizlik oranlarının neden düşürülemediğini açıklamaktadır. Bu olumsuz gelişmeler yanında, inşaat sektöründeki canlılık mevsimsel olarak bazı dönemlerde daha belirgin olmak üzere işsizlik oranları üzerinde olumlu etki yapsa da uzun dönemde belli bir doygunluğa ulaşıldığında, sektörden işsiz kesime geçişlerle birlikte bu sektördeki büyüme trendinin de işsizlik oranları üzerinde kalıcı bir iyileşme sağlamayacağı görülmektedir.

Bütün bu gelişmeler paralelinde, işsizlik oranlarının düşürülmesinin, kurumsal firmaların sayısının artması, ekonomide yapısal sorunların çözümlenerek küçük ölçekli firmaların krizlere karşı daha dayanıklı hale gelmelerini sağlayıcı önlemlerle varolan küçük ölçekli firmaların sistemde kalmalarının sağlanarak sayılarının artırılması, tarım ve sanayideki gelişmeler doğrultusunda bu sektörlerde istihdam olanaklarının sınırlı olduğu dikkate alınarak emek yoğun faaliyet gösteren hizmetler sektöründe firma sayısının artırılması ile mümkün olacağı düşünülmektedir.

Ekonominin 2005 yılının ilk üç çeyreklik dönemindeki performansı 2004 yılında yakalanan yüksek büyüme performansının gerisinde kalsa da Türkiye'nin potansiyel büyüme oranlarına yakın ve istikrarlı ve sürdürülebilir bir seviye olması açısından başarılı olarak değerlendirilebilir.

Yukarıda açıklanan veriler ışığında yukarıda yaptığımız değerlendirme, ekonominin 2005 yılının son çeyreklik döneminde başarılı bir performans sergileyeceğini göstermektedir. Ekonomide son üç aylık dönemler konjonktürel olarak zor dönemlerdir. Bu dönemlerde, turizm gelirleri azalmakta, enerji kullanımındaki artış nedeniyle döviz çıktısı artmakta, bankaların ve firmaların açık pozisyon kapatma davranışlarının etkisiyle döviz kurlarında dalgalanmalar ortaya çıkabilmektedir. Ancak, bu yıl petrol fiyatlarındaki artışa rağmen olumsuz konjonktür etkisinin hissedilmemesi, ortaya konan performansın bu açıdan da değerlendirilmesini gerektirmektedir.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi tarafından oluşturulan ekonometrik modelden elde edilen tahminlere göre büyüme oranı tahminimiz 2005 yılının IV. Çeyreği için %6,3 ve 2005 yılı için %5,6'dır.

PARA POLİTİKASI ANALİZİ

► TCMB Bilanço Analizi

TCMB Analitik Bilançosu'nun para politikası açısından önem taşıyan belli başlı kalemleri incelendiğinde, Bilançodaki genel iyileşme sürecinin 2006 yılının ilk ayında da devam ettiği görülmektedir. Bu dönemde bilançoda ortaya çıkan dikkat çekici değişikliklerin iki nedeni vardır. Birincisi TCMB'nin 2006 Yılı Para ve Kur Politikası çerçevesinde, bankaların daha etkin likidite yönetimi gerçekleştirmelerini sağlamak amacıyla zorunlu karşılık uygulamasında yaptığı değişikliktir. Bu değişiklikte birlikte, yarısı iki haftalık ortalama olarak serbest mevduatlarda diğer yarısı ise bloke hesaplarda tutulan YTL zorunlu karşılıkların tamamı 2006 yılı başından itibaren iki haftalık ortalama olarak serbest hesaplarda tutulmaya başlanmıştır. Bu nedenle TCMB Analitik Bilançosu'nun pasif tarafında yer alan "Bankalar Zorunlu Karşılıkları" hesabının 2006 Ocak ayı itibariyle bakiyesi sıfırdır. Bilanço üzerindeki diğer önemli bir etki ise dokuz günlük bayram tatili nedeniyle para talebinde ortaya çıkan artıştır.

TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL)			
	24.01.06	30.12.05	31.12.04
Toplam Bilanço Büy.	90.18	90.07	74.67
Dış Varlıklar	71.96	72.34	53.59
İç Varlıklar	18.22	17.73	21.08
Toplam Döviz Yük.	46.24	51.52	49.93
Merkez Bankası Parası	43.94	38.55	24.74
Emisyon	19.94	19.61	13.47
Dış Varlık - Top. Döv. Yük.	25.72	20.82	3.66
Dış Varlık / Top. Döv. Yük.	1,56	1,40	1,07
Dış Varlık / Emisyon	3,61	3,69	3,98
İç Varlık / Dış Varlık	0,25	0,24	0,39
Emisyon / Top. Bilanço	0,22	0,21	0,18

Kaynak: TCMB

TCMB döviz pozisyonu¹ 24.01.2006 tarihi itibariyle 25.72 milyar YTL fazla vermiştir. Söz konusu gelişme, temel olarak 2002 yılından itibaren ortaya çıkan döviz biriktirme davranışıyla şekillenen ana eğilimin sonucu olmakla birlikte, döviz pozisyonu fazlasının bir aydan daha az bir sürede yaklaşık 5 milyar YTL artması dikkat çekicidir. Döviz Pozisyonunu etkileyen faktörler detaylı biçimde incelendiğinde, döviz pozisyonu fazlasının büyük ölçüde, döviz yükümlülüklerinin bir alt kalemi olan "Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat" kalemindeki 4.4 milyar YTL'lik gerilemeden kaynaklandığı görülmektedir. Bu kalem ağırlıklı olarak kamunun TCMB neznindeki döviz mevduatından oluşmaktadır. Dolayısıyla

bu hesabın bayram tatili öncesinde azalmış olması, kamunun artan ödemeleri sonucunda ortaya çıkan nakit açığını TCMB'ye döviz satarak karşılamış olduğunu göstermektedir. Döviz pozisyonu fazlasındaki artışın doğal bir sonucu olarak TCMB'nin kur riski oranı 24.01.06 tarihi itibariyle 1,56 olarak gerçekleşmiş yani TCMB'nin kur riski bir önceki aya göre azalmıştır. TCMB'nin iç varlıklarının dış varlıklarına oranının 0,24'ten 0,25'e yükselmesi, bu oranın bayram tatilinden bir gün önce 0,37'ye kadar çıkması ve yukarıdaki gelişmelerle birlikte ele alındığında, tamamen konjonktürel bir olgu olarak görülmektedir. Bu nedenle söz konusu oranın uzun vadeli eğilimine bakılması daha anlamlı sonuçlar vermektedir.

Bu analiz çerçevesinde emisyonunda ortaya çıkan artışa orta vadeli bir perspektiften bakmak daha anlamlı olacaktır. Bu bağlamda, 2006 Ocak verileri 2004 ve 2005 ile birlikte ele alındığında, konjonktürel ve yapısal faktörlerin ayrıştırılması mümkün olabilecektir. Yukarıdaki tablodan bu durum açıkça görülmektedir. Son bir aylık dönemdeki gelişme konjonktürün etkisini (bayram tatili nedeniyle para talebinde ortaya çıkan) yansıtmaktadır. Bu etkiyle tatilin başlamasından bir gün önce, emisyon 24 milyar YTL seviyelerine kadar yükselmiş ve tatilin sona ermesiyle de kademeli olarak gerilemeye başlamıştır.

¹ TCMB'nin Dış Varlıkları ve Toplam Döviz Yükümlülükleri arasındaki fark.

Analitik Bilançodaki % Değişim	24.01.06		30.12.05		2005/2004		2004/2003	
	Nom.	Reel	Nom.	Reel	Nom.	Reel	Nom.	Reel
Toplam Bilanço Büyüklüğü	0,1	20,6	9,1	-2,4	-10,7			
Dış Varlıklar	-0,5	35,0	22,1	1,3	-7,3			
İç Varlıklar	2,8	-15,9	-23,9	-10,7	-18,3			
Toplam Döviz Yükümlülüğü	-10,3	3,2	-6,6	-4,6	-12,8			
Dış Varlık-Toplam Döv. Yük.	23,6	468	414	592	533			
MBP	14,0	55,8	40,9	2,5	-6,2			
Emisyon	1,7	45,6	31,8	26,1	15,4			

Kaynak: TCMB
Reel değişimlerin hesaplanmasında 1994 bazlı TÜFE kullanılmıştır.
Kaynak: DİE

TCMB Bilançosuna 2005 yılının bütünü itibarıyla bakıldığında toplam bilanço büyüklüğündeki yüzde 20,6'lık nominal artışın ana kaynağının dış varlıklardaki yüzde 35'lik artış olduğu ve bunun sonucunda MBP'nin yüzde 56 oranında arttığı görülmektedir. 2006 yılının Ocak ayı itibarıyla TCMB'nin toplam yükümlülüklerinin yüzde 0,1 ve MBP'nin yüzde 14 oranında arttığı dikkate alındığında, 2005'teki bilanço yapısının ve kompozisyonunun 2006'da da devam edeceği söylenebilir. Bu bilanço yapısının 2006'da da devam etmesi YTL'nin itibarının artması açısından önemli olmakla birlikte, YTL talebinin daha istikrarlı hale gelmesi, bilanço yapısındaki değişimin konjonktürel bir olgu olmaktan çıkıp yapısal bir olgu haline gelmesiyle mümkün olabilecektir. MBP'deki değişime farklı bir analiz biçimiyle bakarak, bu konudaki saptamalar daha rafine hale getirilebilir. MBP TCMB'nin YTL ve yabancı para işlemlerinden kaynaklanmaktadır². MBP'deki değişimin kaynağına baktığımızda son bir ayda yaşanan artışın, son dönemlerdeki eğilime paralel olarak, döviz işlemlerinden kaynaklandığı görülmektedir. Bilanço kalemleri detaylı bir şekilde incelendiğinde, kamunun ve bankaların bayram öncesi artan YTL ihtiyaçları nedeniyle TCMB

MBP'deki Değişimin Kaynağı (%)	24.01.06		2005		2004		2003	
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004
YTL İşlemler	5,75	-24,1	-629,7					
YP İşlemler	94,25	124,1	729,7					

Kaynak: TCMB

MBP'nin Bileşimi	24.01.06		2005		2004		2003	
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004
RP / MBP	0,72	0,80	0,72	0,56				
API / MBP	0,24	0,14	0,22	0,37				
Kam.Mev. / MBP	0,04	0,06	0,06	0,07				

Kaynak: TCMB Analitik Bilanço (Ortalama Değerler Kullanılmıştır.)

nezdindeki döviz varlıklarının bir kısmını YTL'ye çevirdikleri görülmektedir. Bu işlemler pasifte MBP'nin artmasına, toplam döviz yükümlülüklerinin ise azalmasına neden olmuştur. TCMB'nin Dış Varlıklarındaki artış piyasaya verdiği para miktarını artırırken enflasyon hedefleriyle uygun bir atmosfer yaratılması amacıyla, TCMB piyasaya verdiği parayı açık piyasa işlemleri ile çekmektedir. Bu çerçevede daha önce vurgulamış olduğumuz gibi, MBP'nin bilanço içindeki payının artmasına ek olarak, MBP'nin kompozisyonu da değişmekte ve API'nin MBP içindeki payı artmaktadır. Bu durum TCMB'nin yaptığı sterilizasyonun TCMB açısından operasyonel olarak yaratacağı maliyetleri gündeme getirmektedir. Bütün bu anlatılanlar ışığında döviz rezervi yeterlilik göstergelerinin incelenmesi anlamlı hale gelmektedir.

Türkiye'de Döviz Yeterlilik Göstergelerinin Gelişimi

Yıllar	Rezerv / M2Y (%)	Rezerv / M2YR (%)	Rezerv / K.V.Borç (%)	Rezerv/ Bankacılık sisteminden kaynaklanabilecek Potansiyel iç döviz talebi (%) (2)	Rezervler (Altın+TCMB Brüt R.) (Milyon Dolar)
2000	28,78	-	92,24	74,33	26,106
2001	23,02	-	121,47	48,90	19,924
2002	32,02	30,95	172,22	65,83	28,285
2003	35,05	33,36	153,31	75,89	35,282
2004	29,17	28,00	117,85	64,57	37,641
2005 (1)	27,40	26,46	117,83	64,45	43,536

Kaynak: TCMB

(1) Kısa vadeli dış borç verileri en son 2005 yılı Eylül ayına ait olduğu için, 2005 yılına ait hesaplamalar 2005 Eylül dönemi verileri kullanılarak yapılmıştır.

(2) Mevduat bankalarının yükümlülükleri itibarıyla mevduat bankalarından kaynaklanabilecek potansiyel iç döviz talebi şöyle tanımlandı: Mevduat bankalarındaki vadesiz tasarruf ve vadesiz ticari mevduatlar ; 1 ay vadeli tasarruf ve 1 ay vadeli ticari mevduatlar; vadesiz ve 1 ay vadeli döviz tevdiat hesapları ve repo işlemlerinden sağlanan fonların toplamı.

Yukarıdaki Tablonun son sütunundan da da görüldüğü gibi, TCMB rezervleri son yıllarda önemli ölçüde artış göstermiştir. Ancak yine aynı Tablo, rezerv yeterlilik göstergelerinde son dönemde bir gerilemeye işaret etmektedir. Dolayısıyla TCMB tarafından da sık sık vurgulanan uluslararası likiditenin seyri, dikkatle takip edilmesi gereken unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Son olarak, API'nin MBP'deki payının artması sürecinde etkili olan diğer bir unsuru daha belirtmek gerekmektedir. Söz konusu unsur zorunlu karşılık uygulamasında meydana gelen değişikliktir. Bu değişiklik bankaların serbest mevduatını ve buna bağlı olarak bankaların gecelik işlemlerde kullanabileceği kaynak miktarını arttırmıştır. Dolayısıyla API'den borçlar kalemi bu nedenle de artış göstermiştir.

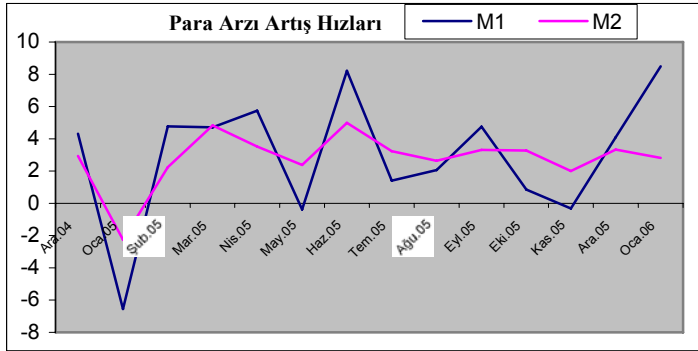
² Yabancı para ile ilgili, yalnızca YTL karşılığı döviz alım ve satım işlemleri MBP'yi etkilemektedir.

► **Parasal Gelişmeler:**

Parasal Göstergeler	09.01.2006	2005	2004	% Değişim	
	(3)	(2)	(1)	(3)-(2)	(2)-(1)
M1	43.4	41.8	28.8	3,9	45,0
M2	157.0	153.1	108.5	2,5	41,1
M2Y	233.1	229.6	184.5	1,5	24,5
Parasal Taban	43.6	37.7	23.9	21,4	57,3
DTH/M2Y	0,33	0,33	0,41	-	-
M2/Parasal Taban	3,60	4,06	4,53	-	-

Kaynak:TCMB

karar birimlerinin son dönemde, daha likit kalma eğilimi içerisinde oldukları izlenimini uyandırmaktadır. Ancak 2004 yılından itibaren M1 ve M2'deki aylık artış hızlarının verildiği aşağıdaki grafikten de görüldüğü gibi söz konusu artış hızları herhangi bir eğilim içermemektedir. Dolayısıyla ekonominin son dönemde likit kalma davranışında herhangi bir değişiklik olduğunu söylemek mümkün görünmemektedir.



Daha çok yapısal bir gösterge olan ve kısa dönemde çok fazla değişmeyen para çoğaltanın önemli ölçüde düşmüş olması ve çoğaltan düşerken para arzının artması, parasal tabanın³ para arzından daha hızlı artmasından kaynaklanmaktadır. Parasal tabanda son veriler itibariyle bu denli yüksek oranlı bir artış görülmesi ise, bu büyüklüğün rezerv paraya ek olarak APİ'den borçlar kalemini de içermesinden kaynaklanmaktadır. Çünkü bu durumda nakit talebindeki artış parasal tabanı, doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki

kanaldan etkilemektedir. Doğrudan etki parasal tabanın bir bileşeni olarak emisyonun gelmektedir. Dolaylı etki ise piyasadaki likidite artışını takip eden APİ'den borçlar kalemindeki yükselmeye. Buna ek olarak APİ kaleminin yukarıda bahsedilen nedenle de artması parasal tabandaki artış hızlandırmıştır.

► **TCMB Faiz Kararı**

TCMB O/N Faiz Oranları	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
09.12.2005	13,50	16,50

Kaynak:TCMB

2006 yılı başından itibaren resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçen TCMB'nin temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerle ilgili, bu politika çerçevesindeki ilk kararı faiz oranlarının değiştirilmemesi şeklinde olmuştur. Bu kararlar birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %13,50, borç vermede ise %16,50 olarak değişmeyerek sabit kalmıştır.

Bilindiği gibi yeni uygulamayla birlikte faiz kararları Para Politikası Kurulu'nda (PPK) oylanmaya ve kurulda bu konuyla ilgili nihai karar alınmaya başlanmıştır. Böylece kurul tavsiye verici nitelikten karar alıcı konuma geçmiştir. PPK bu niteliğiyle ilk toplantısını 23.01.06 tarihinde gerçekleştirmiştir. Toplantıdan dört gün sonra, yeni uygulamanın en temel unsurlarından olan şeffaflık ilkesi çerçevesinde, "Para Politikası Kurulu Değerlendirme Özeti" yayımlanmıştır. PPK'nın bir sonraki toplantısı 23.02.2006 tarihinde yapılacaktır.

Toplantının ardından yapılan açıklamada kurulun son toplantısından bu yana geçen sürede açıklanan verilerin enflasyon ve para politikasının görünümünde belirgin bir değişikliğe yol açmadığı değerlendirilmesinin yapıldığı ifade edilmiştir. Ayrıca kurulun, enflasyondaki düşüş sürecinin yılın ilk çeyreğinde kesintiye uğrayacağı, yılın ikinci çeyreğinden itibaren ise devam edeceği görüşünde olduğu ifade edilmiş ve mevcut bilgiler ışığında, yıl sonunda enflasyonun nokta hedef olan yüzde 5'in üzerinde gerçekleşmesi olasılığının, altında gerçekleşmesi olasılığına göre daha yüksek olduğu belirtilmiştir. Bu görüşün arkasında yatan nedenler ise, hizmet sektöründeki

³ Parasal Taban=Rezerv Para+APİ'den Borçlar

fiyat katılıklarının sürmesi, arz-talep gelişmelerinin enflasyona verdiği desteğin azalması, petrol fiyatları ile uluslararası likidite koşullarına dair belirsizliklerin devam etmesi ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlarda bu olumsuz gelişmeleri yeterli düzeyde telafi edecek hareketlerin henüz başlamamış olması olarak sıralanmıştır.

Açıklamada, mevcut bilgiler çerçevesinde yapılan değerlendirmeler sonucunda orta dönemde kısa vadeli faizlerin yükselme olasılığının aşağı inme ya da sabit kalma olasılığından daha düşük, kısa dönemde ise sabit kalma olasılığının diğer olasılıklara göre daha yüksek olduğunun ifade edilebileceği belirtilmiştir. TCMB'ye göre bu politika perspektifi enflasyonun 2007 yılı ortalarında hedef patika ile uyumlu olmasını sağlayacaktır.

► Enflasyon Raporu

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikasının temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu'nun ilki 31 Ocak 2006 tarihinde yayımlanmıştır. Rapor önceki uygulamadaki Para Politikası Raporu'nun yerini almaktadır ve yine üç ayda bir yayımlanacaktır. Enflasyon Raporu'nun Para Politikası Raporu'ndan en temel farkı TCMB bünyesinde yapılan araştırmalar sonucu üretilen orta vadeli enflasyon tahminlerini içermesidir.

Raporda temel makroekonomik gelişmeler enflasyon tahminlerine açıklık kazandırmaya yönelik olarak değerlendirilmektedir. Söz konusu değerlendirmeler enflasyon tahminlerinin dayandığı temel varsayımları belirlemekte ve para politikasının orta vadeli seyri bu çerçevede şekillenmektedir. Tahminler para politikasının orta vadeli perspektifi ile uyumlu olarak 2007 yılının ilk yarısını da kapsamaktadır.

Analizin çerçevesini belirleyen varsayımlar yurtiçi ekonomik aktiviteye ve yurtdışı faktörlere bağlı varsayımlar olmak üzere iki temel grupta ele alınmaktadır. Yurt içi ekonomik aktiviteye ilişkin varsayımlar, ekonominin içinde bulunduğu duruma dair saptamalara ve kısa vadedeki görünümünün detaylı analizine dayanmakta olup, tahminlerin başlangıç noktasını oluşturması açısından kritik önem taşımaktadır (Enflasyon Raporu 2006-I). Yurtdışı faktörlere bağlı varsayımların temelinde ise en büyük ticaret ortağımız olması nedeniyle Avrupa Birliğindeki gelişmelerin yer aldığı ve bu varsayımların "Consensus Forecast"⁴ Aralık 2005 sonuçlarından alındığı belirtilmiştir.

Yurt içi ekonomik aktiviteye ilişkin saptamalar ve varsayımlar:

1. Talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının 2006 yılında da devam edeceği ancak bu katkının geçtiğimiz yıllara oranla daha sınırlı olacağı tahmin edilmektedir.
2. Hizmet fiyat artışlarının enflasyona olumsuz katkısının 2006 yılında da devam edeceği beklenmektedir.
3. 2005 yılının ilk çeyreğinde gıda, sağlık ve eğitim sektörlerinde yapılan KDV indirimlerinin oluşturduğu baz etkisi ve 2005 yılı Aralık ayında tütün ürünlerine yapılan zammın Ocak ayına da yansiyacak olması nedeniyle 2006 yılının ilk çeyreğinde yıllık enflasyondaki düşüşün geçici olarak duraksayacağı ve yüzde 8 civarında dalgalanacağı tahmin edilmektedir.

Yurtdışı faktörlere bağlı saptamalar ve varsayımlar:

1. AB'nin 2006 yılına ilişkin büyüme oranı %1,9 olarak öngörülmektedir.
2. Düşük büyüme oranına paralel olarak Avrupa Birliği Merkez Bankasının faiz artırımına devam etmeyeceği düşünülmektedir.
3. AB'de TÜFE enflasyonunun 2006 yılında hedeflenen düzey olan yüzde 2'ye yakın olacağı beklenmektedir.
4. Petrol fiyatlarının ise yatay seyredeceği varsayımı yapılmıştır.

Bu saptamalara ek olarak Avrupa Birliğine tam üyeliğe yönelik müzakere sürecinde bir aksama olmayacağı, mevcut programın uygulanmaya devam edeceği, uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine devam edeceği, mali disiplinden taviz verilmeyeceği, yapısal reformlar ile özelleştirmelerin süreceği bir ana senaryo altında, risk primindeki düşüşün devam edeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, tahminler üretilirken sermaye girişlerinin kompozisyonundaki uzun vade lehine gelişmenin süreceği ve buna bağlı olarak orta vadede Türk lirasının güçlü konumunu koruyacağı varsayılmıştır (Enflasyon Raporu 2006-I).

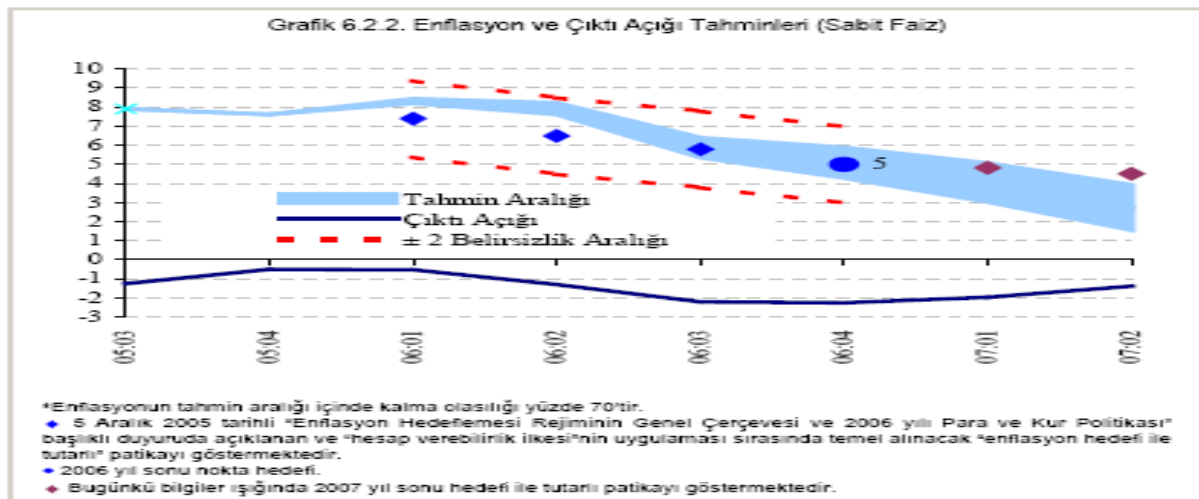
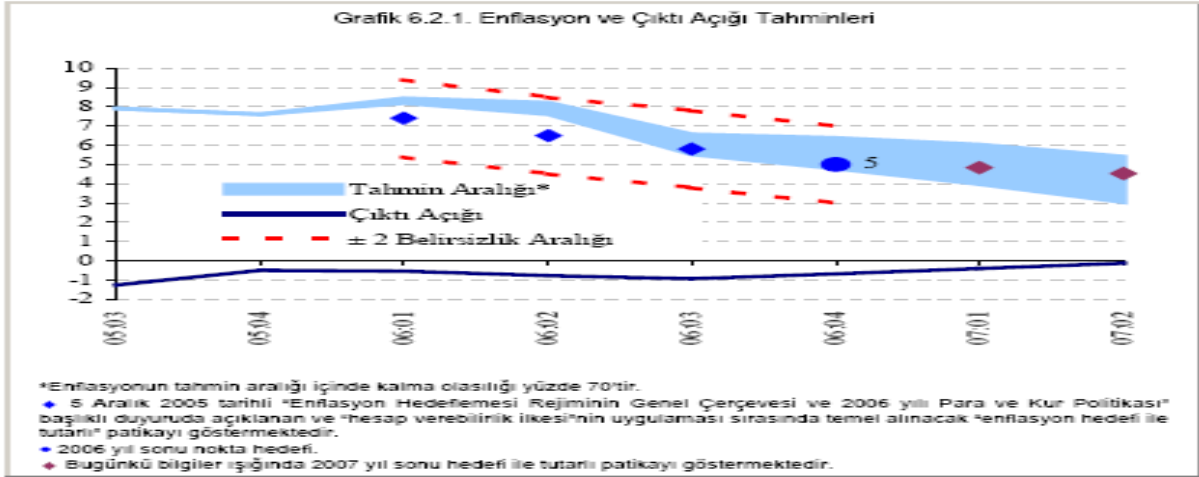
Bu çerçevede şekillenen enflasyon tahminleri iki ana senaryo dahilinde üretilmiştir. Birinci senaryo para politikasının temel aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının yılın ilk aylarında sabit tutulduğu ve sonra kademeli

⁴ Consensus Economics adlı makroekonomik araştırma şirketinin bir yayını. <http://www.consensus-economics.com>

olarak aşağı indirildiği durumda yapılan tahminleri göstermektedir. İkinci senaryoda ise kısa vadeli faiz oranlarının 2006 yılı sonuna kadar yüzde 13,50 düzeyinde sabit tutulduğu durumda elde edilen öngörülere içermektedir.

Birinci senaryo dahilinde ulaşılan sonuçlara göre 2006 yılı sonunda enflasyonun %4,7 ile %6,3, 2007 yılı ortalarında ise %3 ile %5,5 arasında gerçekleşeceğinin tahmin edildiği belirtilmektedir.

Faizlerin sabit olduğu ikinci senaryoda ise, 2006 yıl sonu enflasyonunun yüzde %4,2 ile %5,8 aralığında olacağı öngörülmüşken, yıllık enflasyonun 2007 yılı ortalarında %1,5 ile %4 arasında olacağı tahmin edildiği ifade edilmektedir. Sonuçlara ilişkin grafikler aşağıda verilmiştir (Grafikler TCMB'nin Enflasyon Raporu'ndan alınmıştır).



Tahmin sonuçlarından da görüldüğü üzere ikinci senaryoya göre enflasyonun daha düşük olacağı öngörülmektedir. Ancak bunun bir maliyeti olmaktadır ki bu da, bu senaryoya göre oluşan çıktı açığının⁵ diğer senaryodakinden daha fazla olmasıdır. Enflasyon raporunda, enflasyon öngörülereyle ilişkili çıktı açığı tahminleri de yer almıştır. Bu tahminlere göre, birinci senaryoda çıktı açığı 2006 yılı boyunca negatif olmakla beraber gittikçe sıfıra yaklaşmakta, ikinci senaryoda ise, özellikle 2006 yılının ikinci çeyreğinden itibaren, birinci senaryodakinin oldukça altında kalmaktadır. Yani ikinci senaryo söz konusu olduğunda milli gelir görece olarak daha düşük olacaktır. Tahminlerden ulaşılan sonuçlar enflasyonla mücadelenin toplumsal maliyetini açıkça ortaya koymaktadır.

⁵ Çıktı Açığı = Potansiyel GSYİH - Gerçekleşen GSYİH

Potansiyel GSYİH, üretim faktörlerinin tam istihdamı neticesinde ulaşılabilecek GSYİH'yi ifade etmektedir.

Enflasyon raporunda, yukarıdaki tahminlerin belirgin sapmasına yol açabilecek temel riskler petrol fiyatlarındaki yüksek oranlı artışların devam etmesi, risk priminde oynaklığa yol açabilecek gelişmeler ve hizmet fiyatlarındaki katılık olarak sıralanmıştır.

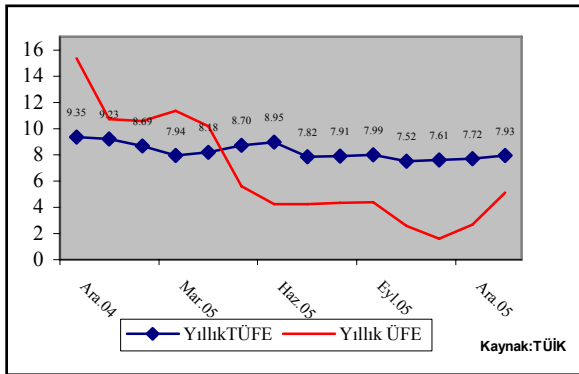
Grafikten de görüldüğü gibi, ikinci senaryo dahilinde hedef patikadan aşağı doğru sapma olasılığı yüksektir. Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde politikanın başarısı hedeften iki yöndeki sapmaları da minimuma indirmeye bağlı olduğuna göre, birinci senaryoya ait tahminlerin, ikinci senaryoya göre hedef patikayla daha uyumlu olduğunu söyleyebiliriz. O halde TCMB tarafından yapılan varsayımların önümüzdeki dönem geçerli olduğu durumda, TCMB'nin birinci senaryoyla uyumlu bir politika benimseyeceği, yani kısa vadeli faiz oranlarının yılın ilk aylarında sabit tutulacağı daha sonra kademeli olarak indirileceği söylenebilir. Ancak açıkça belirtmek gerekir ki gerek TCMB tarafından yapılan tahminlerin, gerekse bu tahminlere dayanılarak yapılan bu değerlendirmelerin başarısı, yapılan varsayımların önümüzdeki dönem geçerli olmasına bağlıdır.

► Ocak Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri:

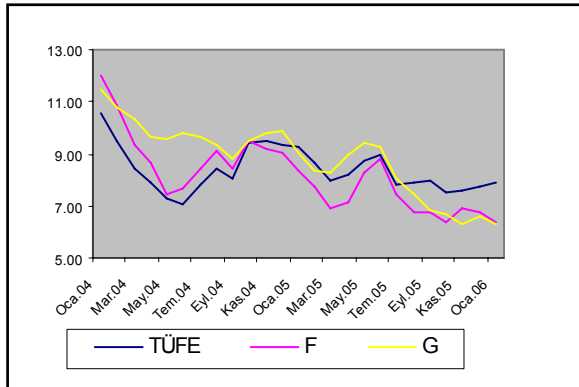
% Değişim (2003=100)	TÜFE	ÜFE
	Ocak.2006	Ocak.2006
Bir önceki aya göre	0,75	1,96
Bir önceki yılın Aralık ayına göre	0,75	1,96
Bir önceki yılın aynı ayına göre	7,93	5,11

Kaynak:TÜİK

2006 yılının ilk ayında TÜFE bir önceki aya göre % 0,75, ÜFE %1,96 artmıştır. Yıllık artış ise TÜFE'de %7,93 olurken ÜFE'de %5,11 olarak gerçekleşmiştir.



Ana harcama gruplarındaki fiyat gelişmelerine bakıldığında, Aralık 2005 döneminde olduğu gibi, Ocak ayında da en fazla artışın yüzde 4,66 ile alkollü içecekler ve tütün alt grubunda yaşandığı görülmektedir. Ancak bu dönemde TÜFE artışındaki belirleyici unsur gıda fiyatlarındaki artışlar olmuştur. Gıda ve alkolsüz içecekler ana harcama grubundaki yüzde 1,32'lik fiyat artışı, bu harcama grubunun endeksteki ağırlığının yüzde 28,68 olması nedeniyle belirleyici unsur olmuştur. Ocak ayında enflasyonu yükselten bir başka gelişme hizmet fiyatlarındaki artışlardır. Bu dönemde, TÜFE artışını sınırlayan en önemli faktör ise giyim ve ayakkabı harcama grubu fiyatlarındaki yüzde 6,25'lik gerileme olmuştur.



Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi TÜFE enflasyonu 2005 yılında dar bir bant içerisinde hareket etmiş ve son aylarda da artış göstermiştir. Bu hareketin büyük ölçüde petrol ve hizmet sektörü fiyatlarındaki artışlardan kaynaklanması nedeniyle, özel kapsamlı TÜFE göstergeleri enflasyondaki ana eğilimi daha sağlıklı biçimde yansıtmaktadır. Bu amaçla kullanılan F⁶ ve G⁷ göstergeleri incelendiğinde enflasyonun düşüş trendinin devam ettiği görülmektedir. Özellikle son dönemde özel kapsamlı göstergelerdeki artışın genel TÜFE'deki artışın belirgin bir şekilde altında kalması, bu dönemde, geçici olarak nitelendirilebilecek unsurların enflasyonu belirlemede baskın olduğuna

işaret etmektedir. 2006 Ocak ayında 'G' göstergesi bir önceki aya göre yüzde 0,17 oranında azalmıştır. Söz konusu göstergedeki yıllık artış ise yüzde 6,27 ile genel TÜFE'nin 1,66 puan altında kalmıştır.

ÜFE Ocak ayında Ekim 2004'ten bu yana en yüksek aylık artışı göstermiş ve yüzde 1,6 artmıştır. 2005 Ocak ayındaki aylık değişimin negatif olması nedeniyle (%-0,41), yıllık bazda ölçülen ÜFE'deki değişim aylık

⁶ Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç hesaplanan TÜFE

⁷ F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç hesaplanan TÜFE

değişime göre daha büyük boyutta olmuş, böylece yıllık ÜFE artışı geçen ay yüzde 2,66 iken Ocak 2006 itibariyle yüzde 5,11 olarak gerçekleşmiştir.

Sektörler	Sektör ağırlıkları	Bir önceki aya göre % değişim
GENEL	100	1,96
Tarım	19,78	1,90
Sanayi	80,22	1,97
<i>Madencilik</i>	1,47	1,37
<i>İmalat</i>	73,98	0,97
<i>Elektrik, gaz ve su</i>	4,77	17,67

Kaynak: DİE

ÜFE'yi oluşturan iki ana alt gruptan tarım sektöründe yılın bu zamanlarında mevsimsel etkiler nedeniyle yüksek oranlı artış görülmesi genelde rastlanan bir durum olmakla birlikte, geçtiğimiz ay hava koşullarının oldukça kötü olması, bu etkiyi kuvvetlendirmiştir. Özellikle enerji maliyetlerindeki artışın etkisiyle sanayi sektöründe görülen yüzde 1,97'lik artış ise ÜFE'nin bu denli yüksek artış göstermesinin ana nedeni olmuştur. Doğalgazda yaşanan sıkıntılar nedeniyle elektrik

tüketiminde yaşanan artış elektrik fiyatlarını geçen aya göre ortalama, yüzde 28,57 arttırırken bu da enerji maliyetlerini yükselten başlıca unsur olmuştur.

Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı Şubat ayı aylık TÜFE artış oranı tahminimiz %0,79'dur.

KAMU MALİYESİ

► Bütçe Gelişmeleri

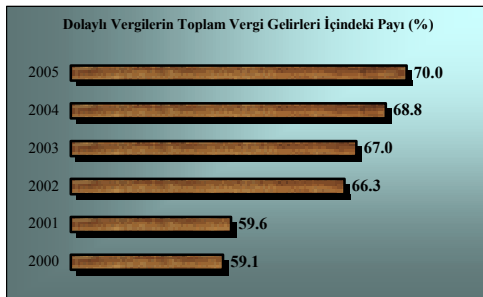
Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri	ARALIK			OCAK-ARALIK		
	2004	2005	Reel Değ. (%)	2004	2005	Reel Değ. (%)
Milyar YTL						
BÜTÇE GELİRLERİ	12.0	13.6	2,3	110.7	134.8	10,2
VERGİ GELİRLERİ	9.0	10.2	2,7	90.1	106.9	7,4
DİĞER GELİRLER	3.0	3.3	1,1	20.6	27,9	22,2
BÜTÇE HARC.	17.9	17.8	-9,8	141.0	144.6	-7,3
FAİZ DIŞI HARC.	13.7	13.6	-10,2	84,5	98,9	5,8
PERSONEL	2.2	2.1	-14,1	28,9	31,8	-0,4
SOSYAL GÜV.	1.2	1.6	20,7	19,3	23,8	11,2
FAİZ HARC.	4.2	4.2	-8,2	56,5	45,7	-26,8
BÜTÇE DENGESİ	-5,9	-4,2	-34,2	-30,3	-9,7	-70,9
FAİZ DIŞI DENGE	-1,7	-0,1	-97,4	26,2	35,9	24,2

Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI
Reel değişimler hesaplanırken 1994 bazlı TÜFE kullanılmıştır.

2005 yılına ait konsolide bütçe sonuçları Maliye Bakanlığı tarafından açıklanmıştır. Aralık ayı bütçe gerçekleştirmelerine göre, harcamalar reel olarak % 9,8 azalırken gelirler % 2,3 artmıştır. Böylece Aralık ayındaki bütçe açığı geçen yılın aynı ayına göre reel olarak %34,2 daralarak 4.2 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu çerçevede Kasım ayındaki bütçe fazlasının yapısal bir durum olmaktan daha çok konjonktürel gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir.

Bütçe gelirleri 2005 yılında 2004 yılına göre reel olarak %10,2 artış göstermiştir. Toplam gelirler 2005 yılı için planlanan tutarın 8.3 milyar YTL üzerinde gerçekleşmiştir. Bu artışı yaratan en önemli

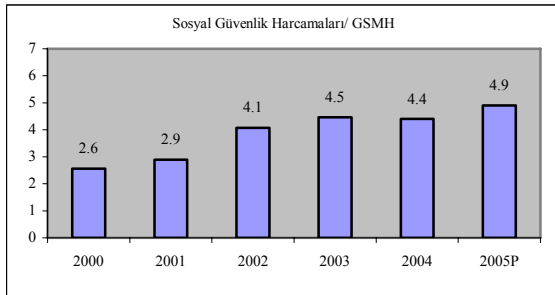
faktör geçen yıla göre yüzde 22,2 artan vergi dışı gelirlerdir. 8,3 milyar YTL'lik gelir fazlasının 6 milyar YTL'si vergi dışı gelirlerdeki artıştan kaynaklanmıştır. Vergi dışı gelirleri arttıran başlıca kalemler, kamu bankalarının temettü gelirleri, özelleştirme gelirleri, TMSF'den Hazine'ye yapılan transferler ve VakıfBank'ın halka arzı yoluyla elde edilen gelirler olmuştur.



Vergi gelirlerinin son yıllardaki kompozisyonuna bakıldığında dolaylı vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payının giderek arttığı görülmektedir. 2000 yılında toplam vergi gelirlerinin yüzde 59,1'ini oluşturan dolaylı vergiler giderek artmış ve 2005 yılı sonunda toplam vergi gelirlerinin %70'ine ulaşmıştır. Toplam vergi gelirleri açısından bakıldığında ise, fiyat esnekliği son derece düşük olan petrol ve doğalgaz ürünlerinden toplanan dolaylı vergilerin payının %15,7'den %18,1'e çıkmış olması son derece dikkat çekicidir.

Gelirler açısından 2005 yılındaki bir diğer önemli kalem ise özelleştirme gelirleridir. Hazine tarafından açıklanan 2005 yılı finansman gerçekleştirmelerine göre, özelleştirmeler yoluyla 3.6 milyar YTL Hazine'ye kaynak aktarılmıştır. Özelleştirme gelirleri, kamu sektörü borç dengesine etkisinden dolayı bu gelirlerin nasıl kullanılacağı büyük önem taşımaktadır. 2006 yılında Özelleştirme gelirlerinin, borç stokunun azaltmasında kullanılıp kullanılmayacağı kesin değildir. Eğer 2006 yılında özelleştirme gelirleri borç stokunu azaltmada kullanılırsa, bir yandan bütçe esnekliğini artırıcı etki yaratacak bir yandan da borçlanma sıklığını düşürücü etki yapacaktır ve bir bütün olarak bakıldığında ise etkin borç yönetimi için daha sağlam bir zemin yaratacaktır.

Konsolide bütçe harcamaları 2005 yılında geçen yıla göre reel olarak %7,3 gerilemiştir. Faiz dışı harcamalarda %5,8'lik bir artış olmasına rağmen faiz harcamalarının %26,8 azalması bu gerilemenin nedenidir. Bu düşüşün sonucu olarak faiz harcamaları için 2005 yılı başında 56,4 milyar YTL ödenek ayrılmıştır. Ancak gerçekleşen ödeme tutarı ise ayrılan ödeneğin 10.8 milyar YTL altında kalmıştır.



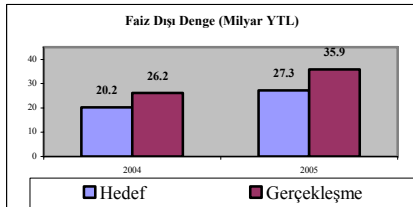
2005 yılında harcamalar açısından en sorunlu kalem sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferler olmuştur. 2005 yılında sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transferler geçen yıla göre reel olarak %11,2 artarak 23.8 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Bu rakam tahmini olarak 2005 yılında GSYİH'nın yüzde 4,9'una karşılık gelmektedir. Bu da sosyal güvenlik kurumlarına aktarılan kaynağın boyutlarının ne derece büyük olduğunu yansıtmaktadır. Büyük boyutlara ulaşan sosyal güvenlik transferlerinin azaltılmasına yönelik yapılacak düzenlemelerle sosyal

güvenlik harcamalarının GSYİH'ya oranının 2006 yılında yüzde 4,3'e düşürülmesi beklenmektedir.

IMF ile imzalanan Stand – By çerçevesinde gündeme gelen sosyal güvenlik sistemi reformunun dört ana sac ayağı bulunmaktadır.

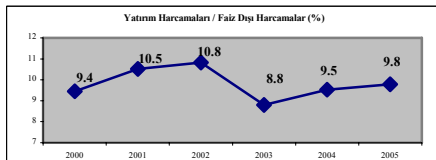
1. Sağlık hizmetlerinin tüm ekonomik birimleri içerecek hale getirilmesinin yaratacağı finansman ihtiyacını karşılamak üzere Genel Sağlık Sigortası'nın oluşturulması
2. Dağınık olarak yürütülen primsiz ödemelerin ve toplumun değişik kesimlerine yapılan yoksulluk yardımlarının Genel Sağlık Sistemi altında toplulaştırılması
3. Tek bir emeklilik sigortası rejimi oluşturularak SSK, Bağ-Kur ve Emekli Sandığı'nın aynı çatı altında toplanması
4. Bu üç temel işlevi yerine getirecek biçimde 'Sosyal Güvenlik Kurumu' adı altında yeni bir kurumsal yapının oluşturulması.

Faiz harcamalarındaki düşüş ve vergi dışı gelirlerdeki yüksek oranlı artışlar bütçe açığının 2005 yılında oldukça düşük seviyede kalmasını sağlamıştır. 2005 yılında bütçe açığı 2004 yılına göre reel olarak %70,9 azalarak 9.7 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında bütçe açığının GSMH'ye oranının %2 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Konsolide bütçedeki olumlu gelişmelerin sürdürülebilir hale gelmesi açısından gelir ve harcama kalitesinin de yapısal reformlarla desteklenmesi son derece önemlidir.



2005 yılı Aralık ayında faiz dışı fazlada bir azalma görülse de yıl sonu itibariyle faiz dışı fazla 2005 yılı için hedeflenen tutarın 8,6 milyar YTL üzerinde gerçekleşerek 35,9 milyar YTL'ye yükselmiştir. Böylece faiz dışı fazlanın GSYİH'ya oranının 2005 yılında %7,9 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmesi beklenmektedir. 2004 ve 2005 yıllarında Maliye tanımlı faiz dışı fazlada öngörülen tutarın üzerinde rakamlara ulaşılmıştır. Bu eğilimin 2006 ve sonrasında da devam etmesi durumunda hedeflenen daha yüksek bir faiz dışı fazla

verilmesinin yaratacağı gelir dağılımı etkileri de dikkate alınmalıdır. Maliye tanımlı faiz dışı fazlada hedeflerin üzerine çıkılırken, GSYİH'nın %5,5'i olarak planlanan IMF tanımlı faiz dışı fazlada 0,5 puanlık bir aşağı doğru sapma söz konusu olabilecektir. Türk Telekom'un özelleştirme gelirleri gibi büyük gelir kalemlerinin hesaba katılmadığı IMF tanımlı faiz dışı fazla 2005 yılında 24.1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.



Bütçenin harcama kalitesi açısından önemli bir gösterge de yatırım harcamalarının seyridir. 2002 yılında yatırım harcamalarının faiz dışı harcamalar içindeki payında ciddi azalma yaşanmıştır. Son üç yıllık dönemde bir artış yaşansa da faiz dışı harcamaların ancak %9,8'ini

oluşturan yatırım harcamalarının payı görece olarak düşük kalmaktadır. Bütçenin harcama esnekliğinin artması durumunda yatırım harcamalarına daha fazla kaynak aktarılabilir.

► Borçlanma

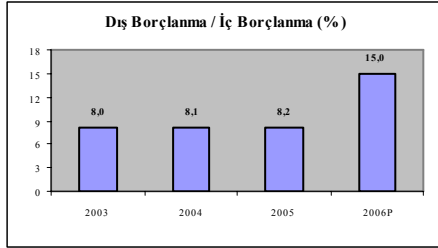
Finansman yapısı		
Milyar YTL	2005	2006
TOP. BORÇ SERVİSİ	188.6	168.4
<i>İç Borç Servisi</i>	167.4	144.5
Faiz/Anapara (%)	30.6	23.8
<i>Dış Borç Servisi</i>	21.1	23.8
Faiz/Anapara (%)	42.3	36.8
KAYNAKLAR	188.6	168.4
<i>Borçlanma Dışı</i>	36.2	40.2
FDF	32.2	30.2
Özelleştirme	3.6	7.0
Borç Geri Dönüşü	0.4	3.1
<i>Borçlanma</i>	161.9	128.1
Dış Borçlanma	12.3	16.7
Tahvil İhracı	8.6	7.5
Uluslararası Kuruluşlar	3.3	6.8
İç Borçlanma	149.6	111.4
İç Borç Çevirme Oranı (%)	89.4	77.1
Net Borçlanma	18.9	2.0

KAYNAK: HAZİNE

Hazine tarafından açıklanan 2005 yılı finansman gerçekleştirmeleri ve 2006 yılı finansman programına göre Hazine, 2006 yılında 168.4 milyar YTL'lik finansmana ihtiyaç duyacaktır. Bu finansman ihtiyacının 128.1 milyar YTL'lik kısmını borçlanarak karşılayacaktır. 2006 yılı için öngörülen programda iç borçlanma toplam borçlanmanın %89'luk bölümünü oluşturmaktadır. Dış borçlanmada ise 2006 yılında % 35,8 artış öngörülmektedir. 2005 yılında uluslararası piyasa koşullarının olumlu bir seyir izlemesiyle yurtdışı piyasalara hedeflenen fazla tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. Hazine tarafından 2006 yılında da aynı olumlu havanın devam etmesi halinde tahvil ihracında hedeflenen üzerine çıkılmasının söz konusu olabileceği vurgulanmıştır.

Kaynaklar açısından 2006 yılındaki önemli nokta borçlanma dışı finansman kaynaklarındaki %11'lik artıştır. Özellikle özelleştirme gelirlerindeki artış dikkat çekmektedir. 2005 yılında borçlanma dışı kaynaklar

toplam finansmanın yüzde 19,2'sini oluştururken 2006 yılında bu oranın yüzde 23,4'e çıkması öngörülmektedir.



Borçlanma programının ortaya koyduğu bir diğer olumlu gelişme de 2005 yılında % 89,4 olarak gerçekleşen de iç borç çevirme oranının 2006 yılında %77,1'e düşmesinin öngörülmesidir. İç borç çevirme oranındaki düşüşle birlikte Hazine'nin son yıllarda uyguladığı borçlanma stratejisinde dış borç kullanımının payının artıyor olması da dikkat çekmektedir. 2000 yılında Dış Borçlanma/İç Borçlanma oranı %8 iken 2006 yılında bu oranın %15'e çıkması planlanmaktadır. Hazine tarafından da vurgulandığı gibi yurt dışından daha uzun

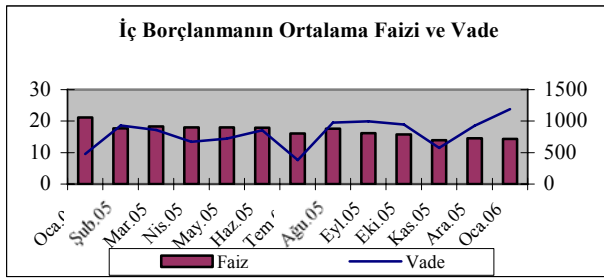
vadeyle ve daha az maliyetle borçlanma imkanı bulan Hazine bunu kullanarak hem borçlanmanın maliyetini düşürmeyi hemde borç stokunun vadesini uzatmayı sağlamıştır. İç borç çevirme oranının düştüğü bu süreç dış borç / iç borç oranının arttığı yani iç borcun daha fazla dış borca dönüştürüldüğü bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır.

2006 borçlanma programı ile iki önemli değişim gerçekleşmesi öngörülmektedir. Programa göre, Hazine tarafından her ay değişken faizli DİBS'lerin yanında sabit getirili senetlerin de ihracı hedeflenmektedir. Böylece borç stokunun içinde değişken faizli senetlerin payının düşürülerek borç stokunun faiz değişimlerine olan duyarlılığının azaltılması hedeflenmektedir. Bir diğer yapısal gelişme ise 2006 yılı Finansman Programına göre dövize endeksli borçlanma gerçekleştirilmeyecek olması nedeniyle borç stokunun içindeki döviz cinsi ve dövize endeksli borçların payının azalmaya devam etmesidir. Bu gelişmeler borç stokunun döviz kurundaki dalgalanmalara duyarlılığını azaltmaktadır.

2006 yılı İç Borçlanma Stratejisi ve Verim Eğrisi

“2006 yılında Devlet İç Borçlanma Senetlerinin likiditesinin artırılması ve verim eğrisinin geliştirilmesi hedeflerine paralel olarak, piyasada daha az sayıda ancak likiditesi yüksek ve derinliği olan senetlerin yer almasına yönelik bir borçlanma stratejisi izlenecektir.” Hazine'nin iç borçlanma stratejisinde verim eğrisinin geliştirilmesi vurgusunu yapması son derece önemlidir. Çünkü verim eğrisi faiz oranlarının vade yapısını göstermektedir. Bu nedenle kısa vadeli fon toplayan ve uzun vadeli plasman yapan ticari bankalar açısından; enflasyon hedeflemesi politikası çerçevesinde kısa vadeli faizleri kontrol ederek orta ve uzun vadeli faizleri etkilemeye çalışan Merkez Bankası açısından ve bir bütün olarak ele alındığında ise ekonomik konjonktürdeki değişimleri öngörmek açısından verim eğrisinin eğimi, eğimindeki değişimler ve verim eğrisindeki kaymalar son derece önemli bir analiz aracı haline gelmektedir. Bu açıdan bakıldığında Hazine'nin iç borçlanma stratejisinin ekonomide kalıcı bir vade yapısı yaratabilecek olması son derece önemlidir.

Hazine borçlanma stratejisi çerçevesinde Ocak ayında 10.5 milyar YTL'lik borçlanma gerçekleştirmiştir. Bu borçlanmanın 9.7 milyar YTL'lik kısmı piyasadaki gerçekleştirilirken 760 milyon dolarlık bölümü ise kamudan sağlanmıştır. Ocak ayında 11.6 milyar YTL iç borç ödemesi gerçekleştiren Hazine bunun yüzde 84'ü kadar yeniden borçlanmaya gitmiştir.



Borçlanma açısından önemli olan noktalar, faiz oranlarında ve vadede karşımıza çıkmaktadır. 2006 yılından itibaren yürürlüğe giren %15 oranındaki stopaj uygulaması, piyasa aktörlerinin beklentisinin aksine faiz oranlarını yükseltici etki yaratmamıştır. 2005 yılı Ocak ayında %19,4 olan iç borçlanmanın ortalama bileşik faizi 2006 yılı Ocak ayında %14,3'e gerilemiştir. Hazine 2005 yılı boyunca net borçlanmasını nakit ihtiyacının üzerinde tutmaya devam etmiştir. Bu stratejiyle nakit rezervlerini

güçlendirmiştir. 2005 yılında Hazine ağırlıklı olarak iç borçlanmayı seçmiş dış borçlanmada ise net ödeyici olmuştur. 2005 yılında iç borçlanmanın büyük oranda değişken faizli ve üç - beş yıl vadeli senetlerle gerçekleştirilmesiyle iç borçlanmanın ortalama vadesinde artış göze çarpmaktadır. İç borçlanmanın vadesi 2004 yılı sonuna göre 10.2 ay uzayarak 27.4 aya çıkmıştır.

► Borç Stoku

Konsolide Toplam İç Borç Stoku:

Konsolide İç Borç Stoku	Aralık		Değ. (2004 Yıl sonu)
	2004	2005	
Milyar \$			
İç Borç Stoku	167.3	182.4	9,0
Piyasa	105.2	126.2	19,9
Kamu	62.1	56.2	-9,5
Kamuya Olan Borç Stoku / Toplam Borç Stoku (%)	37,1	30,8	

Kaynak:HAZINE

Hazine tarafından açıklanan iç borç stoku rakamlarına göre Aralık ayında iç borç stoku 244.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Hazine'nin Aralık ayında itfasından fazla borçlanması sonucunda iç borç stoku önceki aya göre 1 milyar YTL artış göstermiştir. Dolar bazında ise 182.4 milyar dolara ulaşan iç borç stoku 2004 yılı sonuna göre %9 artmıştır. Konsolide toplam iç borç stokunun GSYİH'ya oranının 2005 yılında %54 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. 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 toplam borç stokunun %37,1'i iken 2005 yılı Aralık ayı itibariyle %30,8'ine düşmüştür. Hazine'nin piyasaya olan borç stokunun görece olarak artıyor olması kredibilitésinin arttığına dair önemli bir işarettir.

İç Borç Stokunun Faiz ve Döviz Yapısı (%)	Aralık		
	2004 (Yıl Sonu)	Kasım 2005	2005
Sabit Faizli	41,8	40,2	41,4
Değişken Faizli	40,2	43,2	43,1
Döviz ve Döviz Endekli	18,0	16,0	15,5

KAYNAK:HAZINE

Borç stokunun faiz yapısında geleceğe hareketlere duyarlılığını arttırmaktadır. Ancak enflasyonu düşürme politikasının kredibilitésine dikkate alındığında Hazine açısından sabit faizli borçlanmadan çok değişken faizli borçlanma anlamlı görülmektedir.

Borç stokunun faiz yapısında meydana gelen bu gelişmenin yanında stokun döviz yapısı incelendiğinde döviz cinsi ve dövize endekli borç stokunun payının azaldığı görülmektedir. Bir yıllık dönemde döviz ve dövize

endeksli borç stokunun payı %18'den %15,5'e gerilemiştir. Hazine tarafından açıklanan 2006 yılı Finansman Programına göre dövizle endeksli borçlanma gerçekleştirilmeyecek olması nedeniyle bu orandaki düşüşün devam etmesi beklenmektedir. Borç stokunun döviz kurundaki dalgalanmalara duyarlılığını azaltacak olan bu uygulama "Hazine'nin döviz kuru riskini piyasalarla paylaşma davranışında bir değişiklik" olarak yorumlanabilir.

Konsolide Toplam Dış Borç Stoku			
Milyar YTL	2004	Kasım2005	Aralık2005
Dış Borç Stoku	92	84.4	86.5
Kredi	52.1	42.5	44.3
Uluslararası Kuruluşlar	35.2	27.8	29.7
(IMF Kredisi)	24.8	17.8	19.7
Hükümet Kuruluşları	8.8	7.1	7
Ticari Bankalar	8.1	7.6	7.6
Tahvil	39.8	41.9	42.2

KAYNAK:HAZİNE

çekmektedir. 2004 yılı sonunda toplam dış borç stokunun %26,9'unu oluşturan IMF kredilerinin payı 2005 yılı sonunda %22,7'ye düşmüştür.

Borç Stokunun Vadesi		
	ARALIK	
	2004	2005
İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi (Ay)	20,6	23,5

Kaynak: HAZİNE

Hazine'nin borçlanmada uzun vadeli enstürmanlar kullanmasıyla borçlanmanın vadesi artmış bu da stoklara yansımıştır. İç borç stokunun vadeye kalan süresi 2004 yılı sonuna göre 2,9 ay artarak 23,5 aya yükselmiştir. Başka biçimde ifade edilirse akımların (iç borçlanmanın) vade yapısındaki uzama stokların yapısını makro ekonomik istikrara hizmet edecek biçimde değiştirmekte yani uzatmaktadır.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler Dengesi						
(MİLYAR \$)	Kasım			Ocak-Kasım		
	2004	2005	Değ. (%)	2004	2005	Değ. (%)
Cari İşlemler Hesabı	-1,9	-2,3	19,4	-12,7	-18,7	47,6
Mal Dengesi	-2,0	-2,6	29,7	-20,9	-28,9	38,8
İthalat	-8,1	-8,8	9,1	-81,1	-98,3	21,3
İhracat	6,0	6,2	2,2	60,2	69,3	15,2
Hizmetler Dengesi	0,6	0,7	27,2	12,3	14,2	15,0
Turizm	0,6	0,8	22,5	12,9	15,0	16,6
Yatırım Geliri Dengesi	-0,6	-0,5	-11,1	-5,2	-5,2	3,1
Cari Transferler	0,01	0,01	4,6	1,0	1,3	26,7
Finans Hesabı	0,2	6,4	3720,1	14,9	36,7	146,4
Doğrudan Yatırımlar	0,01	3,0	4478,5	1,8	6,3	246,2
Portföy Yatırımları	0,3	2,5	665,0	5,6	11,2	106,3
Diğer Yatırımlar	-0,5	0,9	268,4	7,1	19,2	169,3
Net Hata Noksan	1,2	1,3	4,4	1,5	3,8	156,9
Rezerv Varlıklar	0,9	-5,3	677,8	-3,7	-21,8	498,9

Kaynak:TCMB

daraltıcı etkisi azalmıştır. Kasım ayında elde edilen 788 milyon dolarlık net turizm geliri geçen aylarla karşılaştırıldığında oldukça düşüktür.

Kasım ayında, 2005 yılında gözlenen yüksek sermaye girişi devam etmiştir. Kasım ayında 3 milyar dolar doğrudan yatırım, 2.5 milyar dolar portföy yatırımı ve 0.9 milyar dolar diğer yatırımlar olmak üzere toplam 6.4 milyar dolarlık sermaye girişi olmuştur. Doğrudan yatırımlar kanalıyla ortaya çıkan 3 milyar dolarlık sermaye girişinin büyük bölümü Oger Telekomünikasyon firmasının, Türk Telekom A.Ş.'nin %55'inin özelleştirilmesine karşılık yaptığı ilk taksit ödemesi ve Turkcell'in bir kısım hissesinin Alfa Telekom firmasına satılmasından kaynaklanmıştır. Portföy yatırımları aracılığıyla ortaya çıkan döviz girişini yaratan en önemli kalem yabancıların hisse senedi alımları (977 milyon dolar) ve DİBS alımları (418 milyon dolar) olmuştur. Hisse senedi alımı

Merkez Bankası tarafından açıklanan ödemeler dengesi rakamlarına göre Kasım ayında cari işlemler hesabı 2.3 milyar dolar açık vermiştir. Bu rakam Nisan ve Mayıs aylarından sonra oluşan en yüksek üçüncü cari açık değeridir. Ocak - Kasım döneminde cari işlemler hesabı geçen yılın aynı dönemine göre %47,6'lık bir artış göstererek 18,7 milyar dolara ulaşmıştır. Kasım ayı sonu itibariyle yıllık açık ise 21.7 milyar dolara yükselmiştir.

Dış ticaret açığı cari işlemler açığı üzerindeki belirleyici rolünü devam ettirmektedir. On bir aylık dönemde, ödemeler bilançosunda belirtildiği haliyle dış ticaret açığı geçen yılın aynı dönemine göre %38,8 artarak 28,9 milyar dolara ulaşmıştır.

Kasım ayında turizm gelirlerinin cari işlemler açığını

yoluyla sermaye girişinde VakıfBank'ın halka arzı önemli bir rol oynamıştır. Hazine'nin Kasım ayında yurtdışında yaptığı 750 milyon dolarlık tahvil ihracı bu hesaptaki yüksek döviz girişine kaynaklık etmiştir. 2005 yılının on bir aylık döneminde net borçlanma 3 milyar dolara ulaşmıştır. Finansman programında da belirtildiği gibi Hazine uluslararası likidite koşulları olumlu seyretmesi nedeniyle yurtdışı piyasalardan daha az maliyetle borçlanma imkanı bulmuştur.

Doğrudan yatırımlar hesabında 2005 yılı Ocak - Kasım dönemindeki döviz girişinin yaklaşık yarısı Kasım ayında gerçekleşmiş ve on bir aylık döviz girişi 6.3 milyar dolara ulaşmıştır. Portföy yatırımları, Ocak - Kasım döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %106 artarak 11,2 milyar dolar döviz girişi ile sonuçlanmıştır. 2005 yılının on bir aylık döneminde yabancılar hisse senedi piyasasından 5.5 milyar dolar, DİBS piyasasından ise 4.2 milyar dolar net alım gerçekleştirmişlerdir. Diğer yatırımlar kaleminde Ocak - Kasım döneminde 19.2 milyar dolarlık döviz girişi yaşanmıştır. Toplam sermaye girişinin %52'sini oluşturan diğer yatırımlar kalemindeki en önemli iki unsur bankaların ve reel sektörün kullandığı uzun vadeli kredilerdir.

Yurtdışı Kredi Kullanımı			
Milyar Dolar	Ocak-Kasım		
	2004	2005	Değ.(%)
Bankalar	5.4	7.7	43,5
Uzun Vadeli	2.2	5.4	139,3
Reel Sektör	4.8	7.8	63,7
Uzun Vadeli	4.3	7.5	75,1

Kaynak:TCMB

2005 yılı Ocak-Kasım döneminde bankaların kullandığı krediler yoluyla net döviz girişi geçen yılın aynı dönemine göre %43,5 artarak 7.7 milyar dolara ulaşmıştır. Bankaların yurtdışından kullandığı kredilerin %70'i uzun vadeli kredilerden oluşmaktadır.

Bu gelişmeler sonucunda Ocak - Kasım döneminde net hata ve noksan kaleminin de hesaba katılmasıyla toplam döviz açığı 14.9 milyar dolar olmuş ve 36.7 milyar dolarlık sermaye girişi ile finanse edilmiştir. Finansman ihtiyacının oldukça üzerinde olan sermaye girişi rezervlere yansımış ve bu dönemde rezervlerdeki artış 21.8 milyar dolar olmuştur. Resmî rezervler ise 15.3 milyar dolarlık artış göstermiştir.

► Cari Açığın Finansmanına Farklı Bir Bakış

Cari Açık ve Finansmanı	Kasım		Ocak - Kasım	
	2004	2005	2004	2005
Cari Açık	-1.9	-2.3	-12.7	-18.7
Döviz Açığı	-0.7	-1.0	-11.2	-14.9
Dış Kaynak Kullanımı	-0.7	4.8	12.8	30.3
Borç Yaratıcı Finansman	-0.9	0.9	8.9	18.1
Kamu	-0.3	-0.6	2.1	-1.9
Bankalar	-0.5	-0.3	0.7	8.2
Reel Sektör	-0.1	1.8	6.1	11.9
Borç Dışı Finansman	0.3	3.9	2.9	12.1
Sıcak Para	2.0	1.6	11.9	18.1

finansman kalitesinin arttığına dair önemli bir kanıttır. 2004 yılında çok belirgin olmayan döviz açığının üzerindeki döviz girişi 2005 yıl Ocak - Kasım döneminde oldukça belirgin görünmektedir. Yüksek sermaye girişi rezervleri arttırmaktadır.

Cari açığın finansmanı ekonomik aktörlere göre sınıflandırıldığında ise bankaların ve reel sektörün ağırlığı göze çarpmaktadır. Borç yaratıcı finansmanın kaynağı bankalar ve reel sektördür. Kamu kesimi 2004 yılı Ocak - Kasım döneminde 2.1 milyar dolar borç yaratıcı finansman sağlarken 2005 yılında net ödeyici olmuştur.

Ocak - Kasım dönemleri itibariyle ülkeye giren sıcak para miktarı da önemli boyutlara ulaşmıştır. Yaptığımız sıcak para tanımlamasına göre 2005 yılı Ocak - Kasım döneminde ülkeye giren sıcak para geçen yılın aynı dönemine göre %52 artarak 18.1 milyar dolara ulaşmıştır. Sıcak paranın ekonomi üzerindeki risklerini değerlendirirken konunun yabancıların portföy tercihleri, yabancıların kar ve faiz transferleri ve yurt içindeki döviz mevduatların vade yapısı açısından değerlendirilmesi anlamlı görünmektedir.

Yabancıların portföy tercihleri				
(%)	Ocak-Kasım			
	2003	2004	2004	2005
Hisse Senedi / DİBS	30	17,8	15,1	80,2

Kaynak:TCMB

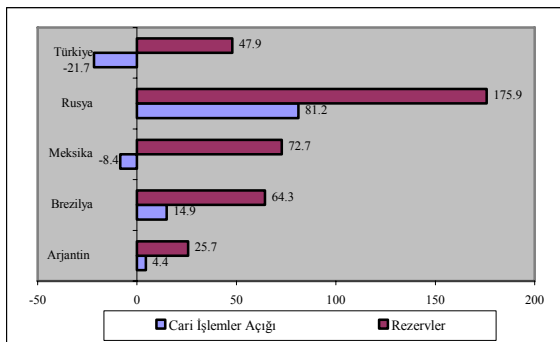
Yabancıların portföy tercihlerine hisse senetleri ve DİBS (gerek yurt içinde satın aldıkları ve gerekse yurt dışında satın aldıkları DİBS)'ler açısından bakıldığında *hisse senetlerinin*

toplam DİBS'lere oranı yabancıların Türkiye ekonomisindeki riskleri paylaşma eğilimi hakkında önemli bilgiler vermektedir. Bu açıdan bakıldığında 2003 yılında hisse senetlerinin toplam DİBS'lere oranı %30 iken 2004'ün Ocak - Kasım döneminde %15,1'e düşmüş 2005'in Ocak Kasım döneminde ise %80'e yükselmiştir. Yani 2004'ün Ocak Kasım döneminde yabancılar 100 dolarlık DİBS yatırımına karşın 15.1 dolarlık hisse senedi yatırımı yaparlarken, 2005'in aynı döneminde 100 dolarlık DİBS yatırımına karşı 80.2 dolarlık hisse senedi yatırımı yapmışlardır. Bu açıdan bakıldığında yabancıların hisse senedi piyasasına yaptıkları yatırım kısa vadeli fiyat hareketlerinden yararlanmaktan daha çok bir ortaklık niteliğine bürünmektedir. Bu haliyle hisse senedine yapılan yatırımlar ne ölçüde sıcak para olarak değerlendirileceği de ayrı bir tartışma konusu olarak ortaya çıkmaktadır. Ve yine bu çerçevede ele alındığında yabancıların portföyündeki hisse senetlerinin dönem başı değeri ile dönem sonu değeri karşılaştırılarak sıcak paranın elde ettiği getiri oranı ile ilgili saptamalar yapılması da çok sağlıklı görünmemektedir. Çünkü bu saptamaların yapılabilmesi için hisse senetlerinde oluşan bu getirilerin **realize** edilmiş olması gerekmektedir. Oysa ki Türkiye ekonomisinde şu anda böyle bir eğilim görünmemektedir. Ayrıca başka bir noktanın altı özellikle çizilmelidir. Son yıllarda hisse senedi piyasasında yabancı yatırım oranı giderek artmaktadır. 2005 yılı Aralık ayı itibarıyla hisse senedi piyasasındaki yabancı portföyü 33.8 milyar dolara yükselmiştir. Bunun anlamı hisse senedi piyasasında yaşanan fiyat artışları önemli ölçüde yabancıların yaptığı yatırımlardan kaynaklanmaktadır. Sıcak paranın getirisinin dönem başı dönem sonu hisse senedi fiyat artışı olarak hesaplanması bu açıdan da doğru görünmemektedir.

Yabancıların Türkiye ekonomisindeki riskleri paylaşma eğilimi ikinci olarak, ülkemize yönelik toplam yatırımlarla (doğrudan yatırım ve portföy yatırımı) ile bu yatırımların kar ve faiz transferleri ilişkilendirilerek ortaya konulabilir. Buna göre yabancıların ülkemizden dışarıya transfer ettikleri kar ve faiz gelirleri yaptıkları toplam yatırımlara oranlandığında bu oranın 2004 Ocak-Kasım döneminde %45.6 iken 2005 Ocak - Kasım Döneminde %23'e düştüğü görünmektedir. Yani yabancıların yaptığı doğrudan ve portföy yatırımlarına karşılık daha düşük oranda kaynak transferi yaptıkları görülmektedir.

Mevduat Bankalarındaki Vadeli DTH'ların Vade Kompozisyonu İtibarıyla Dağılımı (%)	1 ay	3 ay	6 ay	1 yıl ve Üstü
2002	42,7	38,1	9,7	9,5
2003	38,6	40,0	10,9	10,5
2004	39,4	38,5	10,9	11,3
2004/10	35,5	40,1	12,2	12,3
2005/10	37,2	39,0	12,2	11,5

Burada sıcak paraya ilişkin analizleri destekleyecek biçimde bir diğer saptama da yurtiçi DTH'larının vade yapısıyla ilgili olarak yapılabilir. Bu anlamda DTH'ların vade yapısının kısılması DTH'ların mali sistemden hızlı biçimde çekilebileceğinin göstergesi olarak düşünülebilir. Bu çerçevede ele alındığında bir yabancıların ülkemizden 100 doları ülke dışına transfer etmesiyle, yurt içinde yerleşik bir tasarruf sahibinin bankacılık sektöründeki döviz tevdiat hesabından 100 dolar çekmesinin "yaratacağı sıcak para etkisi" arasında fark yoktur. Bu açıdan ülkemizdeki duruma bakıldığında döviz mevduatların toplam mevduatlar içindeki payının azalmakta olduğu bilinmektedir. Buna ek olarak yurt içindeki döviz hesaplarının sıcak para etkisi yaratma potansiyeli açısından vade yapısının nasıl bir değişim gösterdiği önem kazanmaktadır. Tabloda görüldüğü gibi 2002 sonrası dönemde döviz tevdiat hesapları açısından bakıldığında "1 ay" giderek kısa vade olma özelliğini kaybetmekte 6 ay ve 1 yıl ve üzeri vadelerin payı artmaktadır. Yani DTH'larının sıcak para etkisi yaratma potansiyeli giderek azalmaktadır.



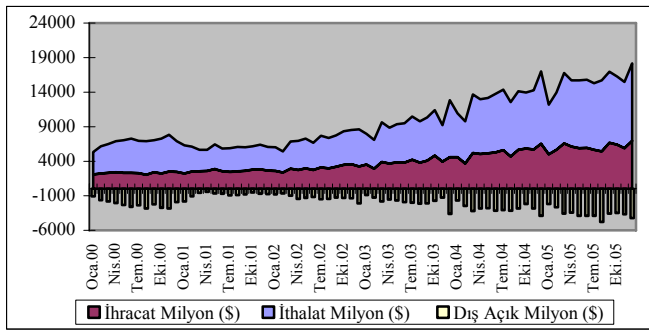
Cari açığın Kasım ayı itibarıyla yıllık 21.7 milyar dolara ulaşması, cari açıkla ilgili risk algılamalarını yaygınlaştırmaktadır. Uluslararası likidite koşullarına duyarlılığı arttıran bu durum, uluslararası likiditeye ulaşma konusunda potansiyel rakipler olarak düşünülebilecek ülkelerin durumuyla birlikte ele alındığında Türkiye açısından cari açık sorunuyla ilgili daha anlamlı tespitler yapılmasını mümkün hale getirecektir. Bu amaçla yandaki tabloya bakıldığında Rusya, Brezilya ve Arjantin'in cari fazla veriyor oluşu Türkiye açısından mevcut uluslararası likidite koşulları itibarıyla bir avantaj olarak görünmektedir.

DIŞ TİCARET

Dış Ticaret	Aralık			Ocak – Aralık		
	2004	2005	DEĞ. (%)	2004	2005	DEĞ. (%)
Milyar \$						
İhracat	6.5	6.9	6,4	63.2	73.1	15,8
İthalat	10.5	11.2	7,1	97.5	116.0	19,0
Dış Ticaret Dengesi	-3.9	-4.2	8,1	-34.4	-42.9	24,9
Karşılama Oranı (%)	62,4	62,1		64,8	63,0	

Kaynak: TÜİK

2005 yılının son ayında hem ihracatın hem de ithalatın artış hızında bir yavaşlama göze çarpmaktadır. Aralık ayında ihracat geçen yılın aynı ayına göre %6,4 artış göstererek 6.9 milyar dolar, ithalat ise yüzde 7,1 artışla 11.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Aynı ayda dış ticaret açığı ise 2004 yılı Aralık ayına göre %8,1 artarak 4.2 milyar dolar olmuştur. 2005 yılında toplam ihracat 2004 yılına göre %15,8 artarak 73.1 milyar dolar olurken ithalat %19 artışla 116 milyar dolara ulaşmıştır. İthalattaki artışın ihracatın üzerinde seyretmesi dış ticaret açığına da yansımış 2005 yılında 42.9 milyar dolarlık açık oluşmuştur. 2005 yılında dış ticaret açığı %24,9 artmıştır



2004 yılında %64,8 olarak gerçekleşen ihracatın ithalatı karşılama oranı 2005 yılında %63'e gerilemiştir.

2004 yılında %64,8 olarak gerçekleşen ihracatın ithalatı karşılama oranı 2005 yılında %63'e gerilemiştir.

► İhracat

Ekonomik faaliyetler itibariyle, ihracatımızın yüzde 93,6'lık bölümünü oluşturan imalat sanayindeki ihracat, 2005 yılında geçen yıla göre yüzde 15 artarak 68.5 milyar dolara ulaşmıştır. Diğer önemli ihracat faaliyeti olan tarım ve ormancılıktaki artış ise yüzde 29,4 olarak gerçekleşmiştir. İhracata sektörler itibariyle bakıldığında dikkati çeken nokta tekstil sektöründe yaşanan yavaşlamadır. Tekstil sektörünün 2005 yılındaki ihracat artışı yüzde 6,1 olarak gerçekleşmiş ve toplam ihracat artışının altında kalmıştır. Demir çelik sektörlerinde 2005 yılındaki daralma çok daha büyük boyutlu olmuştur. Sektörün ihracatı geçtiğimiz yıl yüzde 7,8 azalarak 4.9 milyar dolara gerilemiştir. Uluslararası emtia fiyatlarındaki gelişmeler bu azalmaya kaynaklık etmiştir. Kara taşıtları sektöründe 2005 yılında toplam ihracat artışına paralel bir artış söz konusudur. Sektörün ihracatı 2005 yılında yüzde 14,9 artarak 9,5 milyar dolara ulaşmıştır. Diğer önemli ihracat kalemleri olan elektrikli makine ve cihazlar, kazanlar-makinalar-mekanik cihazlar sektörlerinde ise ihracat artışı sürmektedir. Özellikle kazanlar-makinalar-mekanik cihazlar sektörlerinde ihracat artışı yüzde 26,7'ye ulaşmıştır.

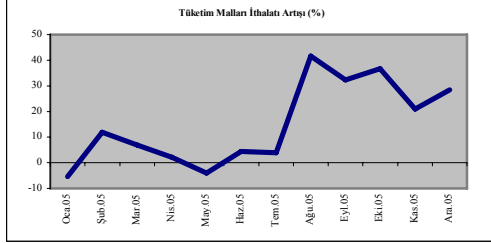
İhracatın Bölgesel Dağılımı	İhracat (Milyar \$)		Pay(%)	
	2004	2005	2004	2005
Avrupa Birliği Ülkeleri	34.4	38.3	54.5	52.4
Diğer Avrupa Ülkeleri	6.6	8.7	10.5	12
Asya Ülkeleri	10.5	13.1	16.6	17.9
Yakın ve Ortadoğu Ülkeleri	7.9	10.1	12.5	13.8

İhracat yapılan ülke gruplarından ağırlığı yüksek üç bölgeyi incelediğimizde, Avrupa ülkelerine yapılan ihracatın payı düşerken, birlik dışındaki Avrupa ülkeleri ve özellikle Yakın ve Ortadoğu olmak üzere Asya ülkelerinin payının arttığı görülmektedir. İhracatın coğrafi olarak çeşitlenmesi, ihracatta payı artan yeni ülke ve bölgelerle Türkiye ekonomisinin konjontürünün bir iç tutarlılığa sahip olması durumunda yararlı olabilecek bir gelişmedir.

Türkiye İhracatçıları Meclisi'nin açıkladığı 2006 yılı Ocak ayı ihracat rakamlarına göre ihracat Ocak ayında geçen yılın aynı ayına göre yüzde 1,1 azalarak 4.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Kurban bayramının uzun sürmesi ve kötü hava koşullarının Ocak ayı ihracatını olumsuz etkilediği düşünülmektedir. Ocak ayındaki ihracat rakamlarıyla yıllık ihracat 73.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

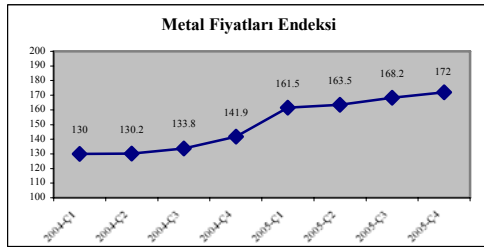
► İthalat

İthalatın ekonomik gruplar itibariyle incelediğimizde, Aralık ayında göze çarpan en önemli gelişme tüketim malları ithalatındaki %28,8'lik artıştır. Aynı ayda ara malı ithalatının artışı %2,3 olarak gerçekleşerek geçen aylara göre yavaşlamıştır. 2005 yılının tümünde ise tüketim malları ithalatı %15,1, ara malları ithalatı %20,4, Sermaye malları ithalatı ise %16,3 artış göstermiştir.



Tüketim malları ithalatı 2005 yılının ikinci yarısından itibaren toplam ithalat artışının üzerinde seyretmektedir. Bunun nedeni olarak iç talepte yaşanan genişleme ve değerli YTL gösterilmektedir.

2005 yılında, toplam ithalatımızın büyük bölümünü oluşturan ara malı ithalatında büyük oranlı artış dikkat çekmektedir. Ara malı ithalatındaki yükselişin ana nedenleri sanayi üretim artışıyla birlikte artan talebe bağlı olarak başta petrol olmak üzere yükselen hammadde fiyatlarıdır. 2005 yılında ham petrol ithalatı 2004 yılına göre yüzde 42 artarak 8.6 milyar dolara ulaşmıştır. Dünya petrol fiyatlarındaki artışın yeniden başlaması ve kış ayları dolayısıyla enerji ihtiyacının artmasıyla ham petrol ithalatının artışı hızlanmıştır. Aralık ayındaki ithalat artışının %25,6'lık kısmı petrol faturasındaki bu artıştan ortaya çıkmıştır. 2005 yılında artış gösteren önemli ithalat kalemleri mineral yakıtlar ve mineral yağlar, kazanlar makinalar ve mekanik cihazlar ve kara taşıtları olmuştur. Özellikle mineral yakıtlar ve mineral yağlar kaleminde 2005 yılındaki artış yüzde 46,9 olarak gerçekleşmiş ve ithalatı ise 21.2 milyar dolara ulaşmıştır.

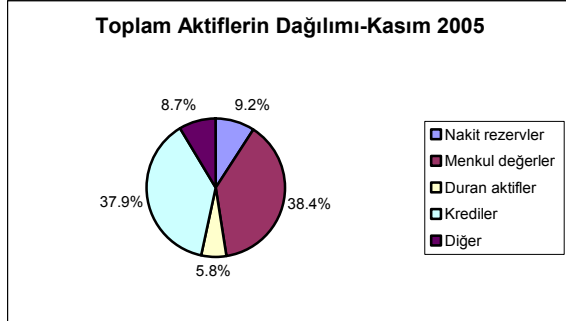


İthalatımızın yaklaşık yüzde 8'ini oluşturan demir çelikte 2005 yılındaki artış yüzde 16,7 olarak gerçekleşmiştir. Bu artışta temel belirleyici dünya metal fiyatlarındaki artış olmuştur. Grafikten de görüldüğü gibi 2004 yılının ilk çeyreğinde 130 olan metal fiyatları endeksi 2005 yılı son çeyreğinde 172'ye yükselmiştir.

2005 yılındaki sermaye malları ithalatı 20.2 milyar dolara ulaşmıştır. Yatırım talebinin devam etmesi sermaye malları ithalatının artmasına neden olmaktadır.

BANKACILIK SEKTÖRÜ

► Aktif Yapısı



Bankacılık sektörü toplam aktifleri 2005 yılı Kasım ayı itibariyle 2004 yılı dönem sonuna göre %21,6 artarken, Ekim ayına göre bankalardan ve para piyasalarından alacaklar kalemlerindeki artışa bağlı olarak nakit rezervlerin %28,1 oranında, krediler kaleminin ise %2,7 oranında artması neticesinde %3,5 artarak 372.624 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir.

Banka gruplarının toplam bilanço büyüklüğü içerisindeki paylarına bakıldığında özel sermayeli mevduat bankalarının %58,6, kamu sermayeli mevduat

bankalarının %32,6, yabancı sermayeli mevduat bankalarının %5,5 ve kalkınma ve yatırım bankalarının ise %3,3'lük paya sahip olduğu görülmektedir.

Nakit Rezervler:

	Değişim %			
	Ara.04(1)	Eki.05(2)	Kas.05(3)	(3)-(1) (3)-(2)
Nakit Rezervler	32.867	26.787	34.302	4,4 28,1
Nakit Rezervler/T.Aktif	10,7	7,4	9,2	

Kaynak: BDDK

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

Nakit rezervlerde para piyasalarından ve bankalardan alacaklar kalemlerindeki artışa bağlı olarak bir önceki aya göre %28,1'lik bir artış meydana gelmiştir ve toplam aktifler içindeki payı %9,2'ye yükselmiştir.

Menkul Değerler Portföyü:

(Milyon YTL)	Değişim			
	Ara.04(1)	Eki.05(2)	Kas.05(3)	(3)-(1) (3)-(2)
Menkul değerler portföyü	123.680	143.303	143.127	15,7 -0,1
Alım-Satım amaçlı men.değ.	19.086	17.090	17.397	-8,8 1,8
Satılmaya hazır men.değ.	52.579	76.366	75.256	43,1 -1,5
Vad.kadar elde tut.men.değ.	52.017	49.847	50.474	-3 1,3
(Al-sat.amaçlı+sat.hazır)/ Men.değ.Port.Top.	58	65,2	64,7	
Men.Değ.Port./Top.Aktif	40,4	39,8	38,4	
Men.Değ.Port./Mevduat	64,7	64,4	62,3	

Kaynak: BDDK

göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Menkul değerler portföyü Kasım ayında dönem sonuna göre %15,7 artarken, satılmaya hazır menkul değerler kalemindeki azalmaya bağlı olarak bir önceki aya göre %0,1 oranında düşmüştür. Menkul değerler portföyünün toplam aktifler içindeki payının ve mevduatın menkul değerlere dönüşüm oranının azalması bankacılık sektörünün aracılık işlevlerinde daha etkin davrandığının bir

Krediler:

(Milyon YTL)	Değişim			
	Ara.04(1)	Eki. 05 (2)	Kas. 05 (3)	(3)-(1) (3)-(2)
Krediler	99.396	137.304	141.062	41,9 2,7
Krediler/Toplam aktif	32,5	38,1	37,9	
Krediler/Mevduat	52	61,7	61,4	

Kaynak: BDDK

sonuna göre %41,9 oranında artarken, bir önceki aya göre %2,7 oranında artmıştır. Kullandırılan kredilerin %20'si kamu bankalarına, %69'u özel bankalara, %7,2'si yabancı sermayeli bankalara ve %4,1'i kalkınma ve yatırım bankalarına aittir. Kasım ayı itibariyle kredilerin toplam aktifler içindeki payında ve mevduatın krediye dönüşüm oranında ise azalış görülmektedir. Mevduatın krediye dönüşüm oranı banka grupları itibariyle değerlendirildiğinde kamu bankalarında %31,5, özel bankalarda %76,8 ve yabancı bankalarda ise %102,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran geçen ayla kıyaslandığında özel bankalarda yükselirken, yabancı ve kamu bankalarında düşmüştür.

Kredilerin Türlerine Göre Dağılımı			
% Pay	2004	2005-10	2005-11
İhracat Kredileri	13,9	11,5	11,2
İthalat Kredileri	0	0,09	0,07
Yatırım Kredileri	5,6	5,2	5,1
İşletme Kredileri	18,9	15,3	14,5
İhtisas Kredileri	3,2	3,3	3,2
Tüketici Kredileri	13,1	18,8	19,2
Kredi Kartları	14,3	12,3	12,1
Diğer Krediler	31	33,5	34,6

Kaynak: BDDK

2005 yılının ilk onbir 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 Kasım 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 kredilerinde görülen artıştır.

Bireysel Kredilerin Dağılımı					
(Milyon) YTL				Değişim(%)	
	Ara.04 (1)	Eki.05 (2)	Kas.05 (3)	(3)-(1)	(3)-(2)
Bireysel Krediler	26.130	41.618	43.021	64,6	3,4
Konut kredisi	2.630	10.093	10.997	318,1	9
Taahhüt kredisi	4.190	5.634	5.768	37,7	2,4
Diğer	5.590	9.644	9.799	75,3	1,6
Bireysel kredi kartları	13.720	16.247	16.457	20	1,3
Konut kredisi/t.aktif	0,8	2,8	2,9		

Kaynak: BDDK

Tüketici kredileri Kasım ayında yıl sonuna göre % 64,6 oranında artmıştır. Tüketici kredileri içinde yıl sonuna göre konut kredilerinde %318,1, taşıt kredilerinde %37,7, kredi kartlarında ise %20 oranında artış yaşanmıştır. Tüketici kredilerindeki en büyük artış konut kredilerinden kaynaklanmaktadır. 2004 yılı sonunda konut

kredilerinin tüketici kredilerindeki payı %10'larda iken bu oran şimdilerde %26'lara kadar çıkmıştır. Yıl sonunda %0,8 olan konut kredilerinin toplam aktiflere oranı ise 2005 yılının Kasım ayı itibariyle %2,9'a yükselmiştir.

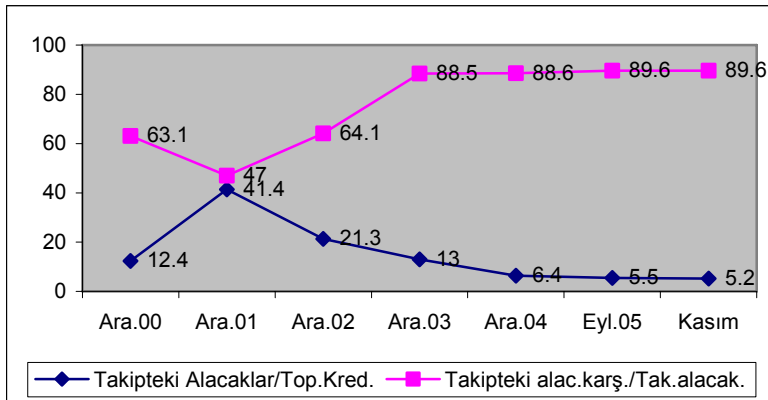
Kredilerin Sektörel Dağılımı:

En çok Pay alan 5 Sektör % Pay							
2003		2004		2005-10		2005-11	
Tekstil San	10,8	Top.Per.Tic.	10,4	Top.Tic.ve Kom.	7,7	Top.Tic.ve Kom.	7,9
Top.Per.Tic.	9,6	Tekstil San	7,6	Tekstil San	7,1	Tekstil San	7,3
Gıda-Meş.-Tütün	6,8	Finansal Aracılık	4,9	İnşaat	5,2	İnşaat	5,4
Taş.-Dep.-Hab.	6,4	Gıda-Meş.-Tütün	4,8	Finansal Aracılık	4,8	Finansal Aracılık	4,9
İnşaat	5,5	İnşaat	4	Gıda-Meş.-Tütün	4,8	Gıda-Meş.-Tütün	4,8
	39		32		29,6		30,3

Kaynak: BDDK

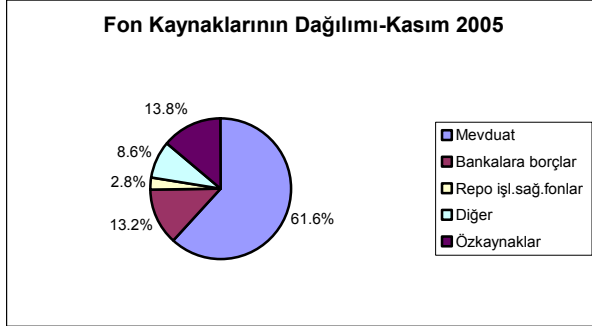
Ticari kredilerden en çok pay alan 5 sektör Kasım ayı itibariyle incelendiğinde sektör sıralamasında bir değişiklik görülmemekle birlikte bir önceki aya göre sektörlerin ticari kredilerden aldıkları paylarda bir artış görülmektedir.

Takipteki Alacaklar:



Kasım ayı itibariyle takipteki krediler bir önceki aya göre %0,9 oranında artarken, takipteki kredilerin oranı düşmeye devam etmektedir. Ekim ayında %5,3 olan oran kasım ayında %5,2'ye düşmüştür. TGA'larda karşılıklılandırma oranı ise sektör genelinde yine %90 civarında gerçekleşmiştir.

► Pasif Yapısı



2005 Kasım ayı itibariyle bankaların fon kaynakları incelendiğinde %86,2'sinin yabancı kaynaklardan, %13,8'inin ise özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Bankacılık sektörü kaynakları son bir aylık dönemde, mevduattaki %3,2, bankalara borçlar kalemindeki %6,1 ve özkaynaklardaki %6,4'lük artışa bağlı olarak %3,5 artmıştır.

Mevduat:

	% Değişim					
(Milyon YTL)	Ara.04(1)	Eki.05(2)	Kas.05(3)	(3)-(1)	(3)-(2)	
Toplam Mevduat	191.065	222.558	229.679	20,2	3,2	
TP	105.705	139.375	146.437	38,5	5,1	
YP	85.360	83.183	83.242	-2,5	0,7	
TP Mev./Top.Mev.	55,3	62,6	63,8			
YP Mev./Top.Mev	44,7	37,4	36,2			
T.Mev./T.Pasif	62,3	61,8	61,6			

Kaynak:BDDK

Mevduat, fon kaynakları içindeki ağırlıklı yerini korumaya devam etmekle birlikte Kasım ayında mevduatın fon kaynakları içindeki payında 0,2 puanlık bir düşüş gerçekleşmiştir. Kasım ayı itibariyle son bir aylık dönemde bankacılık sektörü mevduat hacmi %3,2 artarken, TP mevduat %5,1, YP mevduat %0,7 oranında artmıştır. Bu durum ters dolarizasyon sürecinin devam ettiğinin güçlü bir göstergesidir. 1,68 olan bankacılık sektörü TP/YP oranı 2005 Kasım ayı itibariyle 1,76'ya kadar yükselmiştir. Banka grupları bazında TP/YP oranı;

kamu bankalarında 3,37, özel bankalarda 1,26, yabancı bankalarda ise 0,95 olarak gerçekleşmiştir. 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)	Eki.05(3)	Kas.05(3)	(3)-(1)	(3)-(2)	
Mevduat dışı kaynaklar	70.423	89.179	91.452	29,9	2,5	
Bankalara borçlar	33.765	46.316	49.149	45,6	6,1	
<i>Yurtdışı bankalara borçlar</i>	24.650	36.606	38.959	58	6,4	
<i>Yurtiçi bankalara borçlar</i>	9.115	9.710	10.190	11,8	4,9	
Repo İşl.Sağlanan fonlar	10.596	10.571	10.313	-2,7	-2,4	
Bankalara Borçlar/Mev.dışı kay.	48	51,9	53,7			
Bankalara borçlar/Top.Pasif	11	12,8	13,2			

Kaynak: BDDK

borçlar %58 artarken, yurtiçi bankalara borçlar %11,8 artmıştır.

Mevduat dışı kaynakları incelediğimizde buradaki en büyük kalemin bankalara borçlar kaleminden kaynaklandığı görülmektedir. Bankalara borçlar kaleminin mevduat dışı kaynaklar içindeki payı Kasım ayı itibariyle 1,8 puanlık yükselişle %53,7 olurken, repo işlemlerinden sağlanan fonların payı 0,8 puanlık düşüşle %11,3 olarak gerçekleşmiştir. Bankalara borçlar; alt kalemleri itibariyle değerlendirildiğinde dönem sonuna göre yurtdışı bankalara

Dış Piyasalardan Sağlanan Krediler

	Değişim %							
(Milyon USD)	Kas.04 (1)	Ara.04 (2)	Eki.05 (3)	Kas.05 (4)	(4)-(1)	(4)-(2)	(4)-(3)	
Sendikasyon kredileri	4.138	5.710	7.047	7.844	89,6	37,4	11,3	
Sekürütizasyon kredileri	3.622	3.677	5.390	7.002	93,3	90,4	29,9	

Kaynak:BDDK

bankaların yurtdışından aldıkları kredileri ödemelerinden kaynaklanan yurtdışı kredilerdeki azalış eğilimi Kasım ayında yeniden artmaya başlamıştır. 2005 yılının Kasım ayı itibariyle sendikasyon kredileri geçen yılın aynı dönemine göre %89,6 artarken, sekürütizasyon kredileri %93,3 artmıştır. 2005 yılının Ekim ayına göre ise

sendikasyon kredileri %11,3 artarak 7.844 milyon dolar olarak gerçekleşirken, seküritizasyon kredileri %29,9 artarak 7.002 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Özkaynaklar

(Milyon YTL)	Ara.04(1)	Eki.05(2)	Kas.05(3)	(3)-(1)	(3)-(2)	Değişim %
Özkaynaklar (Milyon YTL)	45.975	48.388	51.493	12	6,4	
Özkaynaklar (Milyon \$)	34.257	35.890	38.142	11,3	6,3	
Özkaynaklar/top. Pasif	14,7	13,4	13,8			

Kaynak: BDDK

2004 yılının Aralık ayında 45.975 milyon YTL olan özkaynaklar Kasım ayında dönem sonuna göre YTL bazında %12'lik artışla 51.493 milyon YTL olarak gerçekleşirken, bir önceki aya göre % 6,4 artmıştır. Özkaynaklardaki bu artış bankacılık sektörü için önemli bir gösterge olan özkaynaklardan duran aktiflerin

çıkılması sonucu bulunan serbest sermaye rasyosunun %7,5'ten %8'e yükselmesine neden olmuştur. Bir önceki aya göre özkaynak yapısındaki bu olumlu gelişme sonucu, sermaye yeterlilik rasyosu da %23,6'dan %24,6'ya çıkmıştır.

Karlılık Performansı ve Gelir-Gider Yapısı

(Milyon YTL)	Ara.04(1)	Eki.05(2)	Kas.05(3)	(3)-(2)	Değişim %
Faiz gelirleri	40.307	34.907	38.414	10	
Faiz giderleri	22.708	19.602	21.721	10,8	
Net faiz geliri	17.599	15.305	16.693	9	
Faiz dışı gelirler	8.163	8.025	8.820	9,9	
Faiz dışı giderler	14.526	15.573	16.805	7,9	
Faiz gelirleri/Top.Gelir	82	78	78		
Faiz dışı gelirler/Top.Gelir	16,6	17,9	17,9		
Faiz giderleri/Toplam gider	61	55,7	56,4		
Faiz dışı giderler/Toplam gider	39	44,3	43,6		

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörünün faiz gelirleri ve giderlerinin toplam gelir ve giderlere oranı son bir aylık dönemde incelendiğinde faiz giderlerinin toplam giderler içindeki payının arttığı, faiz dışı giderlerin payının ise azaldığı görülmektedir. Faiz gelirlerinin faiz giderlerini karşılama oranı ise Kasım ayı itibariyle 1,2 puanlık düşüşle %176,8'e düşmüştür. Faiz gelirlerindeki en büyük pay yine kredi hacminin de artmasına bağlı olarak %47,4 ile kredilerden alınan faizlerdir. Bunu %26,8 ile menkul

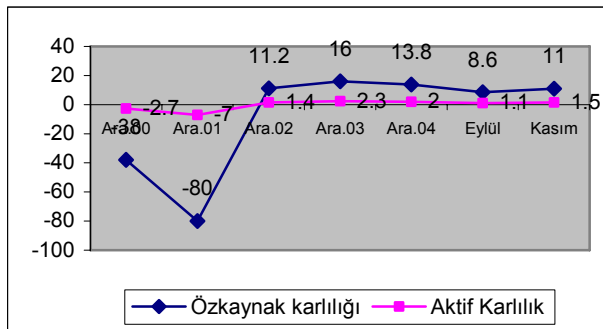
değerlerden alınan faiz gelirleri izlemektedir. Faiz dışı gelirlerde en büyük pay %56,4 ile bankacılık hizmet gelirlerine aittir.

Karlılık:

(Milyon YTL)	Ara.04(1)	Eki.05(2)	Kas.05(3)	(3)-(2)	Değişim
Net Dönem Karı(Zararı)	6.329	4.916	5.668	15,3	

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörü net dönem karı bir önceki aya göre %15,3 oranında artarak 5,668 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. Karlılıktaki artışlar kredi hacminin genişlemesine rağmen sınırlı kalmıştır. Bunun en önemli nedeni 2005 yılı itibariyle enflasyonda ve faiz oranlarında yaşanan hızlı gerilemenin kar marjlarında yarattığı daralmadır. 2004 yılı sonunda %82 olan faiz gelirlerinin toplam gelirler içindeki payı 2005 Kasım ayı itibariyle %78'e gerilemiştir.



Bankacılık sektörü karlılık göstergelerini değerlendirdiğimizde de yine karlılıktaki iyileşmeye bağlı olarak özkaynaklardaki artış neticesinde, bir önceki aya göre özkaynak karlılığı %10,1'den %11'e çıkarken; aktif karlılığı ise %1,4'den %1,5'e yükselmiştir.

► **Bankacılık Sektörü Riskler**

Kredi Riski:

Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı			
% pay	Ara.04	Eki.05	Kas.05
Konut	0,5	0,14	0,15
Taşıt	0,7	1,1	1,2
Bireysel Kredi kartları	4,6	7,9	8
Ticari Krediler	7,6	6,04	6
<i>Kaynak: BDDK</i>			

Kredi riski açısından önemli bir gösterge niteliğinde olan kredilerin takibe dönüşme oranı bir aylık dönemde fazla bir değişikliğe uğramazken, tüketici kredilerinde bir miktar yükselme ticari kredilerde ise bir miktar düşüş olmuştur. Tüketici kredilerinde de Kasım ayı itibariyle sektörü en çok tehdit eden kredi türü yine bireysel kredi kartlarıdır. Ticari krediler ise sektörü tehdit eden ikinci

kredi türü olma özelliğini korumaktadır.

Piyasa Riski:

-Faiz Riski: Faiz riski, yüksek vade uyumsuzluğu nedeniyle sektörde piyasa riskinin en önemli unsurunu oluşturmayı sürdürmektedir. Ancak bankacılık sektörü bilançosunda menkul değerler portföyünün toplam aktiflere oranı Kasım ayı itibariyle de düşmeye devam etmiştir. Yurtdışından sağlanan sendikasyon ve seküritizasyon kredileri de faiz riskini sınırlandıran faktörlerdendir.

- Kur Riski:

Yabancı Para Pozisyonu			
(Milyon YTL)	Bilanço İçi	Bilanço Dışı	Net Döviz Pozisyonu
Ara.04	-1.856	1.768	-88
Eki.05	-2.505	2.358	-147
Kas.05	-3.387	3.326	-262
<i>Kaynak: BDDK</i>			

Bankacılık sektörü net açık pozisyonu Ekim ayında 147 milyon YTL iken Kasım ayında 262 milyon YTL'ye yükselmiştir. Bilanço içi döviz pozisyon açığı ise 2.505 milyon YTL'den 3.387 milyon YTL'ye çıkmıştır. Bu artışta bankaların yurtdışından sağladıkları sendikasyon ve seküritizasyon

kredilerindeki %16,5'lik artış etkili olmuştur. Kasım ayı itibariyle Ekim aya göre bilanço içi döviz pozisyonu artarken, bilanço dışı döviz pozisyonunda da artma görülmektedir. Sektör bilanço içerisinde aldığı kur riskini vadeli döviz sözleşmeleri ile azaltmaktadır. Yabancı Para Net Genel Pozisyonu (YPNG) / Özkaynak rasyosu da YPNG'deki artışa bağlı olarak %0,3'ten %05'e yükselmiştir.

Likidite Riski:

Kalan Vadelerine Göre Varlıkların Yükümlülükleri Karşılama Oranı					
	1 aya kadar	1-3 ay	3-6 ay	6-12 ay	1 yıl ve üzeri
Ara.04	0,51	0,33	1,32	2,35	4,95
Eki.05	0,46	0,42	1,96	2,34	5,5
Kas.05	0,49	0,38	1,92	2,31	5,7
<i>Kaynak: TBB</i>					

Tablodan da görüldüğü üzere bankacılık sektörü yükümlülükleri 1-3 ay vadede yoğunlaşırken, varlıkları 1 yıl ve üstü vadede yoğunlaşmaktadır. Likidite açığı diye nitelendirilen bu durumda yükümlülükler kalemindeki yoğunlaşmayı belirleyen en büyük ve önemli kaleme mevduatken;

varlıklarda bunu belirleyen kalemler krediler ile satılmaya hazır ve vadeye kadar elde tutulacak menkul değerler kalemleridir. Mevduatın kısa vadeli yapısını koruması kredilerin vadelerinin ise giderek uzaması Kasım ayı itibariyle likidite açığını artırmıştır. Fakat bankaların son dönemlerde yurtdışı piyasalardan uzun vadeli krediler kullanabilmeleri şimdilik vade uyumsuzluğundan kaynaklanan likidite riskini azaltmaktadır.

► **TBB Raporuna Kısa Bir Bakış:**

Türkiye'de Yabancı Bankalar (TBB Bankacılar ve Araştırma Birimi-2005):

Yabancı Sermayeli Bankaların Sektör Payı					
	1980	1990	2000	2004	2005-11
Aktif	2,9	3,5	5,4	3,4	5,5
Kredi	1,8	3,5	2,8	4,7	7,2
Mevduat	2,3	2,4	3,2	2,5	4,4
Özkaynak	2,2	3,8	7,6	4,5	6,4
<i>Kaynak: TBB</i>					

Türkiye'de yabancı banka girişlerinin artmasında 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve uluslar arası ticaretin artması etkili olmuştur. Ancak

yabancı bankaların sayısı yıllar itibariyle artmasına karşılık aktif paylarında önemli bir değişme olmamıştır.

Yabancı bankaların sektör payları diğer banka grupları ile birlikte 2005 yılının Kasım ayı itibariyle değerlendirildiğinde;

Toplam aktif içinde yabancı bankalar %5,5, kamu bankaları %32,6, özel bankaları %58,6, kalkınma ve yatırım bankalar %3,3 oranında pay almaktadır.

Toplam krediler içinde yabancı bankalar payı %7,2, kamu bankaları %20, özel bankalar %69, kalkınma ve yatırım bankaları %4,1 oranında pay almaktadır.

Yabancı bankaların toplam mevduattaki payı %4,4, kamu bankalarının %39, özel bankaların %56,6'dır.

Yabancı bankaların özkaynaklar içindeki payı %6,4, kamu bankalarının %28, özel bankaların %53,6, kalkınma ve yatırım bankalarının ise %12'dir.

Yabancı bankaların sektördeki payları dikkate alındığında oranların çok düşük kaldığı görülmektedir. Ancak bu payların önümüzdeki dönemde artması beklenmektedir. 2004 yılından itibaren sağlanan makro ekonomik istikrar, AB ile gerçekleşen müzakere süreci, Türkiye'nin uluslar arası alanda kredibilitelerini artıran gelişmeler, faiz oranlarındaki düşüşle birlikte kar marjlarının azalmasına rağmen halen diğer ülkelerle kıyaslandığında yüksek olan kar marjları sektöre olan yabancı ilgisini artırmaktadır.

Teknolojik üstünlükleri, güçlü sermaye yapıları, yüksek etkinlik performansları ve uluslararası alanda uygun vade ve faiz oranları ile fon bulma konusundaki üstünlükleri yabancı bankaları Türk Bankaları karşısında güçlü ve avantajlı kılmaktadır. Yabancı bankaların girişi sektörde rekabeti ve etkinliği artırmakta, güçlü bir sermaye yapısına ve güvene sahip bankaların girişiyle sektörün güçlenmesi beklenmektedir.

Seçilmiş rasyolara göre yabancı sermayeli bankaların kredilerinin ve özkaynaklarının toplam aktiflere oranı sektör ortalamasının üzerindedir. Öte yandan gerek aktif karlılığı gerekse de özkaynak karlılığına göre önceki yıllarda yabancı sermayeli bankalar lehine olan fark son dönemde kapanmaya başlamıştır.

	1980	1990	2000	2004	2005-11
Özkaynak/Top.Aktif(Yabancı Banka)	4,2	11,1	9,6	20,1	16,1
Özkaynak/Top.Aktif(Sektör)	5,5	10,1	6,9	15,0	13,8
Kredi/Top.Aktif(Yabancı Banka)	33,3	48,2	17,1	45,0	49,9
Kredi/Top.Aktif(Sektör)	53,8	47,0	32,9	32,4	37,9
Dönem net karı/Özkaynak(Yabancı Banka)	50,0	24,5	6,2	11,5	15,6
Dönem net karı/Özkaynak(Sektör)	24,2	22,5	-43,7	13,8	11
Dönem net karı/Toplam Aktif(Yabancı Banka)	2,1	2,7	0,6	2,3	2,5
Dönem net karı/Toplam Aktif(Sektör)	1,3	2,3	-3	2,1	1,5

Kaynak: TBB

Yabancı bankaların fon kaynakları içinde özkaynakların payı yıllar itibariyle incelendiğinde sektörde görülen eğilimin burada da gerçekleştiği görülmekte ve özkaynaklarının payı artmaktadır. Ancak Türk Bankacılık Sektörü'nde 2001 krizinden sonra uygulamaya konulan yeniden yapılandırma programı çerçevesinde sermaye yapılarının güçlendirilmesiyle Türk Bankaları ve yabancı bankalar arasındaki fark giderek azalmaktadır. 2005 Kasım ayı itibariyle yabancı bankalarda %13,8 olan özkaynakların toplam aktiflere oranı sektörde %16,1 olarak gerçekleşmiştir. 2004 dönem sonunda %5,1'lik fark 2005 Kasım ayında %2,3'e kadar gerilemiştir.

Bankaların kullandıkları krediler itibariyle aynı şekilde durumu değerlendirdiğimizde yabancı bankaların kredilerinin sektör ortalamasının çok üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Yine yabancı bankalar açısından ilginç bir durum mevduatın krediye dönüşüm oranında görülmektedir. Bu oranda sektör ortalaması %61,4 iken yabancı bankalarda %102,4'tür. Yani yabancı bankalar mevduatlarından çok daha fazlasını kredi olarak kullanılmaktadır. Bunun nedeni yabancı bankaların uluslar arası piyasalardan Türk Bankalarına göre daha uygun şartlarda fon bulabilme olanaklarıdır.

Yabancı bankalar ve sektörü aktif karlılık ve özkaynak karlılığı açısından değerlendirdiğimizde ise en büyük farkın 2000 yılında olduğu görülmektedir. Bunun nedeni 2000 Kasım ve 2001 Şubat kriz dönemlerinde yaşanan süreçtir. Bu dönemlerde faiz oranlarındaki hızlı artış bir yandan fonlama maliyetlerini yükseltmek, diğer yandan menkul değerler cüzdanının piyasa değerlerini azaltmak suretiyle banka bilançolarını olumsuz yönde etkilemiştir. Faizlerdeki yükselme kısa vadeli fon talebi önemli boyutlarda olan kamu bankalarının ciddi zararlarla karşılaşmasına yol açmıştır. Likit olan yabancı bankaların faizlerdeki yükselme nedeniyle karşılaştığı fonlama zararları ise sınırlı kalmıştır. Yaşanan krizler sonucunda uygulamaya konulan yapılandırma programı ile bankacılık sektörü sağlıklı bir yapıya kavuşturulmak istenmiştir. Yapılan yeni düzenlemelerle gelinen noktada yabancı bankalar ve sektör karlılık rasyoları arasındaki farklar giderek azalmaktadır.

ULUSLARARASI GELİŞMELER

- Dünyanın en önemli ekonomik platformu olan Dünya Ekonomik Forumunun 35. toplantısı geçtiğimiz hafta gerçekleşti. Dünya ekonomi ve siyaset dünyasının önde gelen isimlerinin bir araya geldiği Dünya Ekonomik Forumu yıllık olağan toplantılarının bu seneki temasını, “yaratıcı zorunluluk” başlığı oluşturdu. Bu yılki gündem maddeleri arasında Çin ve Hindistan’ın ekonomideki çıkışı, ekonominin değişen yüzünde yeni fikirler, küresel risklerin yönetilmesi, etkin liderlik, yaratıcılık ve yatırım stratejileri yer aldı. Davos toplantılarında enerji kullanımında verimliliğin artırılması ve alternatif yakıt geliştirilmesi olası bir petrol şokuna karşı önerilen adımlar olurken, yüksek döviz rezervi ve dünya ticaretinde sahip olduğu avantaj nedeniyle uluslararası kamuoyunda tepki toplayan Çin ve yüksek potansiyeli, yatırım olanaklarıyla Hindistan toplantılara damgasını vuran ülkeler oldu. Davos toplantılarında geçen ay Dünya Ticaret Örgütü çerçevesinde AB ve gelişmekte olan ülkeler arasında yürütülen tarımsal ürünlere uygulanan kotalarla ilgili görüşmelerin hızlandırılması yönünde ortak fikir çıktı.
- Türkiye yabancıların ilgi odağı olmaya bu ay da devam etti. OECD Genel Sekreteri yabancıların Türkiye’de yatırım yapmaya yönelik ilgisinin önümüzdeki günlerde daha fazla artmasının beklendiğini söyledi. Gelişen pazarlarla ilgili tahminleri açıklayan Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) ise Türkiye’nin 2001 krizinden bu yana yakaladığı istikrarlı büyümeyi övdü. 2006’da doğrudan yabancı yatırımların adresinin Çin’den sonra Türkiye olacağını belirten IIF’in 2006 tahminlerine göre Türkiye’nin özelleştirmede sağladığı başarı 2006 yılında da devam edecek.
- Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard & Poor’s (S&P), Türkiye’nin kredi notunun görünümünü 'durağan'dan 'pozitif'e yükseltti. S&P’den yapılan açıklamaya göre, Türkiye’nin BB- olan uzun vadeli yabancı para cinsinden, BB- olan yerel para cinsinden uzun vadeli ve B olan kısa vadeli kredi notu da teyit edildi. S&P, kredi notu görünümünün yükselmesinde hükümetin uyguladığı ihtiyatlı makroekonomik politikaların etkili olduğunu, Türkiye’nin reform çizgisinin orta vadede devam etmesinin beklendiğini belirtti. Devam eden mali konsolidasyon ve yapısal reformlardaki ilerlemenin, özellikle de sosyal güvenlik reformunun Türkiye’nin kredi notu üzerinde pozitif etkisi olacağı ifade edilirken, buna karşın Türkiye’nin AB ile üyelik müzakereleri için tehdit oluşturabilecek Kıbrıs konusu ile, makroekonomik kazanımları tehlikeye atacak politik kaymaların da kredi notu üzerinde aşağı yönlü baskı yapacağı vurgulandı. Diğer bir derecelendirme kuruluşu Moody’s’in Aralık ayındaki not artırımıyla birlikte Türkiye’nin kredi notu bütün kuruluşlarda aynı düzeye ulaştı. Moody’s’e göre Ba3; S&P, Fitch ve JCR’a göre BB- olan bu not, yatırım yapılabilir düzeyin üç not altında bulunuyor.
- Standard & Poor’s’un (S&P), Türkiye’nin kredi not görünümünü artırmasının ardından hafta ortasında yedi finans kurumunun da not görünümünü pozitif'e çevirdi. Notu artırılan bankalar Ziraat Bankası, İş Bankası, Garanti Bankası, Garanti Finansal Kiralama, Koçbank, Vakıfbank ve Oyakbank oldu.
- Uluslararası Finans Kurumu (IFK) yayınladığı raporda, 2005 yılında 358 milyar dolar olan gelişen piyasalara net özel sermaye girişi rakamının 2006’da 322 milyar dolara düşmesini beklediğini açıkladı. Raporda Türkiye ile ilgili övgüler yer alırken Türkiye’nin AB ile müzakere aşamasında olmasının yabancıların Türkiye’ye olan ilgisini artıracığı belirtildi.

► *Türkiye- IMF ve AB ile Gelişmeler*

AB ile İlişkiler

Avrupa Birliği’nde (AB) bütçe ve anayasa gibi hem siyasi hem de ekonomik entegrasyon konusunda zorlu geçen 2005’in sona ermesiyle birlikte dönem başkanlığı resmen Avusturya’ya geçmiştir. Dönem başkanlığını 6 aylık süre için İngiltere’den devralan Avusturya’yı bir türlü uzlaşmaya varılamayan bütçe, genişleme, Türkiye ve Hırvatistan ile olan müzakereler gibi zorlu konular beklemektedir. Ocak ayında AB ile Türkiye arasında ilk fiili müzakerenin "Bilim ve Araştırma" faslında en geç Mart ayı sonuna kadar başlaması beklentileri ağırlık kazanırken Türkiye’nin AB’ne üyelik müzakerelerindeki en zorlu başlıklardan biri olarak görülen tarım alanında

detaylı tarama ay içerisinde Brüksel'de tamamlanmıştır. Türkiye'nin tarım politikası ile ilgili 9 başlık altında yapılan görüşmelerin olumlu geçtiği bildirilmiştir. Bu ay AB cephesinde yaşanan en önemli gelişme ise Türkiye'nin hazırladığı Kıbrıs eylem planı olmuştur. Plan, Türkiye'nin önerilerinin müzakere edileceği toplantının BM Genel Sekreteri'nin himayesinde Türkiye, Yunanistan, KKTC ve Kıbrıs Rum Yönetimi'nin katılımıyla en geç Mayıs-Haziran'da yapılmasını önermekte, eylem planı toplantı sonuçlarının BM Genel Sekreteri tarafından Güvenlik Konseyi'ne sunulması ve gelişmeleri Güvenlik Konseyi'ne rapor etmek amacıyla, planın uygulanmasını sürekli gözetim altında tutacak bir mekanizmanın kurulmasını içermektedir. Eylem planı çerçevesinde Türkiye'nin tüm havaalanı ve limanlarını Rum gemi ve uçaklarına açması, KKTC liman ve havaalanlarının da uluslararası kullanıma açılması yer almaktadır. KKTC planı desteklerken Güney Kıbrıs Rum tarafı, planda yeni bir öneri bulunmadığını savunmuştur. Avrupa Komisyonu'ndan önerinin içeriği ile ilgili yorum gelmemiş olup, Birleşmiş Milletler (BM) ise Eylem Planı'nı incelemeye devam etmektedir. Planla ilgili gelişmelerin önümüzdeki haftalarda netlik kazanması beklenmektedir.

IMF ile İlişkiler

IMF ile yapılan yeni ekonomik programın en önemli kriterlerinden olan Sosyal Güvenlik ve Genel Sağlık Sigortası Kanun tasarısı Plan ve Bütçe Komisyonu'nda ikinci kez alt komisyona gönderilmiştir. IMF tarafından onaylanan birinci ve ikinci gözden geçirmeye ilişkin niyet mektubunda yer alan taahhütlere göre, bu ay sonuna kadar TBMM'de kabul edilmesi gereken sosyal güvenlikle ilgili düzenlemelerin Şubat ayı ortasına kadar kabul edilmesi beklenmektedir. Mart ayında başlaması beklenen 3'üncü gözden geçirilme çalışmalarının tamamlanmasıyla yaklaşık 62,4 milyon SDR'lik kredi dilimi kullanılacaktır.

Bu ay IMF yetkililerinden Türkiye ile ilgili arka arkaya olumlu açıklamalar gelmiştir. IMF Dış İlişkiler Direktörü Tom Dawson, Türkiye'de sosyal güvenlik reformuna ilişkin adımların gerçekleşmesinde olağan dışı bir gecikme beklemediklerini ve Türkiye'nin programı uygulamada örnek bir performansa sahip olduğunu söylemiştir. Ardından IMF Başkanı Rato ise Türkiye ekonomisinin izlenen ekonomik politika ile son yıllarda çok başarılı bir performans gösterdiğini ve Türkiye'ye güvendiklerini belirlemiştir.

► Gelişmiş Ülkeler

▪ ABD

Dünya ekonomisinin lokomotifi olan ABD ekonomisi 2005 yılının son çeyreğinde yüzde 1.1 ile son 3 yılın çeyrek bazda en düşük büyümesini gerçekleştirmiştir. Bu düşüşte Amerikalıların tüketim harcamalarının beklenenden zayıf gelmesi, konut inşaatındaki büyümenin yavaşlaması ve iş dünyasında yatırım yapma isteğinin azalması etkili olmuştur. Piyasalar ise, dayanıklı tüketim malları siparişinde, ISM imalat ve imalat dışı sanayi endeksinde iyileşme olması, ayrıca işsizlik başvurularının beş senedinin en düşük seviyesinde gerçekleşmesine bağlı olarak büyümedeki gerilemeyi çok fazla dikkate almamıştır. ABD'de Aralık ayında kişisel gelirler yüzde 0.4, kişisel harcamalar ise yüzde 0.9 ile beklentilerin üzerinde gerçekleşirken ABD Merkez Bankası'nın (Fed) enflasyon için tercih ettiği gösterge olan gıda ve enerji dışındaki fiyat artışını gösteren PCE endeksi değişim göstermemiştir. 31 Ocak'taki toplantısında kısa vadeli gösterge faizini yüzde 4.25'ten yüzde 4.5'e çıkartan Amerikan Merkez Bankası (FED), Alan Greenspan başkanlığındaki son toplantısının ardından yaptığı açıklamada, başka artırımlara gerek duyulabileceğini ifade ederek, faiz artırımına gitmek için kendisine hareket alanı bırakmıştır. Denizaşırı merkez bankalarının dolar rezervlerindeki artışın ABD uzun vadeli reel faiz oranları üzerinde yarattığı aşağı yönlü baskı FED'in uygulamaya çalıştığı para politikasını zorlaştırmakta bu da 2006 yılı dünya ekonomisine yönelik endişeleri kısmen artırmaktadır. İkiz açıklarının önüne geçemeyen ABD'nin 2006 yılında daha sıkı bir maliye politikası uygulaması beklenirken, 31 Ocak'ta göreve başlayacak olan Ben Bernarke'nin izleyeceği politikalarda piyasalar için ayrı bir merak konusu olmaktadır. GSYİH'nin % 6,5'ine ulaşan 710 milyar dolarlık cari açıkla mücadele önümüzdeki haftalarda da uluslararası piyasalarda gündemin başlıca konularından bir olacak gibi gözükmektedir.

▪ Euro Bölgesi

Euro bölgesinde bu ay açıklanan veriler olumlu bir hava yaratmıştır. AB Komisyonu Euro Bölgesinin gelecekteki büyümesinden çok umutlu olduğunu belirterek 2006 yılı için GSYİH büyüme tahminini yüzde 1,9 olarak açıklamıştır. Büyümenin güçlü ihracat ve yatırımlarda devam eden canlılığa bağlı olarak artması beklenmektedir. Euro bölgesi ekonomik ortam endeksi Aralık ayında 100,5'e ulaşmış, hem sanayi hem de

tüketim güveninde de artış kaydedilmiştir. Aralık ayı PMI imalat endeksi de 53,6'ya yükselerek Ağustos 2004'ten bu yana en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Euro bölgesinin en önemli ekonomilerinden biri olan Almanya'da iş dünyası güvenini yansıtan IFO Endeksinin Ocak ayında beklentilerin üzerinde artarak 102 puan ile son 5 yılın en yüksek seviyesine çıkması Avrupa piyasalarına moral ve umut vermiştir. Almanya'da ekonomik görünümün olumlu olması tüketicileri tüketime sevk etmiş ve Ocak ayında toptan satışlar hariç tüm sektörlerde gelişme gözlenmiştir. Almanya'da ZEW iş ortamı endeksi ise Ocak ayında 71'e yükselmiştir. Bu yükselişte Alman ekonomisindeki canlanma beklentileri etkili olmuştur. Diğer taraftan Euro bölgesinin diğer önemli ekonomisi Fransa'da Aralık ayında toptan fiyatlar yıllık yüzde 3.1 artarken, en önemli sorunlardan biri olan işsizlik oranı ise Aralık ayında yüzde 9.5'e gerilemiştir. Euro bölgesinde enflasyon Eylül ayında yükseldiği yüzde 2,6 seviyesinden Aralık ayında yüzde 2,2'ye gerilese de hala yüzde 2 olan hedefin üzerindedir. Aralık ayında yaşanan düşüşe karşın petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesi nedeniyle önümüzdeki dönem enflasyonun artması beklenmektedir. Buna bağlı olarak 2 Şubat'ta yapılan toplantıda 12 Ocak'ta yapılan toplantıda olduğu gibi yine faiz artırmayan Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Euro bölgesinde durgunluk yaşanan büyük ekonomilerin baskılarına rağmen enflasyon hedefinden ödün vermeyerek Mart ayındaki toplantısında faiz artırımına gitmesi beklenmektedir.

▪ Japonya

10 yıldır deflasyonla mücadele eden Japon ekonomisinin canlanmaya başladığı görülmektedir. Çekirdek tüketici fiyatları endeksi Kasım ayında yıllık bazda %0,1 artarak Ekim 2003'ten bu yana ilk artışını gerçekleştirmiştir. Ücretli hanehalkı harcamaları ise Aralık ayında geçen yılın aynı ayına göre yüzde 3.2 artmıştır. Reel gelirlerin artmaya başlamasının özel tüketimi hareketlendirdiği gözlemlenen Japonya'da, Kasım ayında yüzde 4.6 seviyesinde olan işsizlik oranı Aralık ayında yüzde 4.4'e gerilemiştir. Japon ekonomisinde dış ticaret fazlasının yıllık olarak %19,3 daralmasına karşın, ekonomik canlanmaya paralel olarak hem ihracatta hem de ithalatta önemli artışlar görülmüştür. Hükümet 31 Mart'ta sona erecek mali yılda ekonominin %2,7 dolayında büyümesini beklemektedir.

▪ İran

İran, nükleer araştırma çalışmalarına başlaması üzerine AB ve ABD ile yaşadığı sürtüşmelere bağlı olarak Merkez Bankası'nın yurtdışında tuttuğu döviz rezervlerini Asya ülkelerine transfer etmeye başlamıştır. İran Merkez Bankası'nın İran'ın Avrupa'daki fonlarını çekebileceğini açıklaması İran'ın batıyla ilişkilerini uzun dönemli en alt düzeye indirmeyi planladığı şeklinde yorumlanmıştır. IMF'ye göre İran'ın 30,6 milyar dolar döviz rezervi bulunmaktadır. Süregelen uluslararası uyuşmazlığa rağmen nükleer programını devam ettirmek konusunda ısrarcı davranan İran, programı nedeniyle Birleşmiş Milletler (BM) Güvenlik Konseyi'ne sevk edilmesi halinde bunun diplomasinin sona erdiği anlamına geleceğini söylese de, BM'nin nükleer silahlara sahip 5 daimi üyesi, ABD, İngiltere, Fransa, Almanya, Rusya ve Çin, İran'ın BM Güvenlik Konseyi'ne havale edilmesi konusunda ortak anlaşmaya vardıklarını açıklamışlardır. Birleşmiş Milletler (BM) nükleer denetim birimi Uluslararası Atom Enerjisi Ajansı da İran'ın nükleer programı nedeniyle BM Güvenlik Konseyine sevk edilmesine karar vermiştir. Bu kararın hemen ardından İran ise ani BM denetimlerine izin vermeyeceğini ve uranyum zenginleştirme çalışmalarına yeniden başlayacağını açıklamıştır. OPEC'in İran'ın nükleer programı yüzünden Batı ile girdiği sürtüşme sonucunda petrol ihracatını kesmesi halinde fiyat artışını önlemek için müdahale etmeyeceğini açıklaması da endişeleri artırmaktadır. 2006 Mart'ında İran'da petrol borsasının kurulacak olması ve İran'ın petrol satışını euro üzerinden yapma niyeti Londra'daki Uluslararası Petrol Borsası ve New York Vadeli İşlemler Borsasının hakimiyetini önemli ölçüde etkileyecek diğer bir gelişme olacaktır.

► Gelişmekte olan Ülkeler

▪ Çin

2004 yılında dünyada altıncı büyük ekonomi olan Çin ekonomisinin 2005 yılında artan verimlilik, düşük enflasyon ve canlılık ortamında %9,9 oranında büyüdüğü bildirilmiştir. 2004 yılı rakamlarına göre şu an İngiltere ve Fransa'nın ardından en büyük altıncı ekonomi olan Çin ekonomisinin ihracatta özellikle Amerikan tüketicisine fazla bağımlı hale gelmesi kaygı yaratmaktadır. Dış ticaret fazlası 2005 yılında 102 milyar dolar olarak gerçekleşen Çin'in %70'inin dolar cinsinden olduğu tahmin edilen ve bu yıl sonu 1 trilyon dolara dayanması beklenen döviz rezervlerinin sürdürülebilirliği konusunda da endişeler giderek artmaktadır. Davos'ta yapılan toplantılarda Çin ekonomisini masaya yatıran analistler Çin ekonomisindeki risklere dikkat çekmişlerdir. Çin Merkez Bankası Başkanı'nın Davos'ta yapılan toplantılarda diğer ülkelerden gelen baskılara cevap olarak

yaptığı konuşmasında uygulanan döviz kuru politikasının iyi pozisyonda olduğunu belirterek, önemli değişikliklere ihtiyaç duyulmadığını açıklamayı Çin'e yönelik endişelerin önümüzdeki dönemde devam edeceğini göstermiştir.

▪ Brezilya

Yıla IMF'ye olan borçlarını kapatarak başlayan ve bu ay içerisinde dolara endeksli iç borcununun tamamını kapatan Brezilya'da halen en çok tartışılan konuların başında yüksek reel faizler gelmektedir. Bu ay Brezilya Merkez Bankası faiz oranını 75 baz puan düşürerek yüzde 18,00'den 17,25'e çekmiştir. Bu ay açıklanan veriler de Brezilya ekonomisindeki olumlu havayı destekler nitelikte olmuştur. 2005 yılında cari işlemler fazlası 14.2 milyar dolara ulaşan Brezilya'da Aralık ayında IPCA tüketici fiyat endeksi bir önceki aya göre %0.36 artmış, bu artış ile birlikte 2005 yılı enflasyonu Merkez Bankası'nın %5.1'lik beklentilerine karşın %5.69 olarak gerçekleşmiştir. Ancak açıklanan enflasyon oranı Merkez Bankası ve hükümetin yüzde 7 seviyesindeki tolerans sınırı içinde kalmıştır. Döviz cinsi borçları azaltma politikası son aylarda reale değer kazandırırken, işsizlik oranının %8.3 ile Mart 2002'den beri en düşük seviyesine inmiş olması Brezilya Borsası'nın bu ay üst üste rekorlar kırmasına sebep olmuştur.

▪ Arjantin

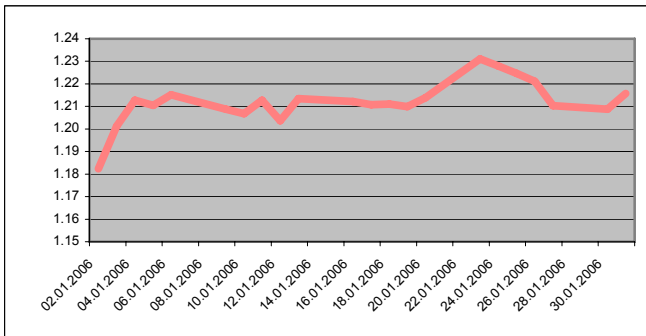
Brezilya'nın ardından yaptığı ödemeye IMF'ye olan toplam 9,5 milyar dolarlık borcunun tamamını kapatan Arjantin'e uluslararası derecelendirme kuruluşu Fitch'den hem uyarı hem de övgü gelmiştir. Fitch, uygulanmaya çalışılan yeni borçlanma politikasının Arjantin'in rezervlerini zora soktuğunu vurgulamış, borç takasının başarıya ulaşması durumunda ise not artırımının gündeme gelebileceği ifade etmiştir. Arjantin'de işsizlik oranının %10.2 seviyesine indiği tahmin edilirken, Ekonomi Bakanlığı tarafından yapılan açıklamaya göre büyüme oranının 2006'da %4'ün üzerine çıkabileceği öngörülmüştür.

▪ Rusya

Petrol fiyatlarındaki artıştan karlı çıkan ülkelerin başında gelen Rusya, doğalgazda da güç sahibi olduğunu bu ay yaşanan gelişmelerle kanıtlamıştır. Rusya, Avrupa'ya doğalgaz ihtacat güzergahı üzerindeki Ukrayna'ya uyguladığı gaz fiyatını 4 katına çıkarmak istemiş ancak Ukrayna'nın bunu kabul etmemesi üzerine Avrupa'ya giden gaz miktarını azaltmıştır. Sonraki günlerde iki taraf arasında anlaşmaya varılsa da Avrupa'nın petrol ve doğalgaz ihtiyacının yarısını Rusya'dan karşılıyor olması Rusya'nın önemini belirginleştirmiştir. Rusya-Ukrayna krizinden sonra AB ülkeleri ortak bir enerji politikası oluşturmaya karar vermişlerdir. Bu ay Rusya Merkez Bankası döviz rezervleri 184.6 milyar dolara yükselerek 2005 yılı başından bu yana 58.6 milyar dolar artış kaydetmiştir. GSYH 2005 yılında yüzde 6.4 artarken, sanayi üretimi ise beklentilerin altında yüzde 4 artmıştır. Aralık ayında ise GSYH yüzde 7.7 artmış, sanayi üretimi de yüzde 4.6 büyümüştür.

► Uluslararası Piyasalar

Euro/Dolar Paritesi



Amerika'nın GSMH'nin yüzde 7'sine ulaşan cari işlemler açığı ve yine oldukça riskli boyutlara varan bütçe açıklarına rağmen, halen dünya ekonomisindeki büyümenin öncülerinden biri olması ve geçtiğimiz yıl boyunca süren faiz artırımı trendi paritenin dolar lehine hareket etmesini sağlamıştır. Bununla birlikte, 31 Aralık'ta yapılan FED toplantısının ardından faiz artırımı trendinin sonlarına yaklaşıldığı yorumlarının ağırlık kazanması ve Amerika'nın 2006 yılında büyümesinin

yavaşlayacağı ve uzun vadede resesyona girme ihtimalinin tartışılmaya başlaması Ocak ayı boyunca paritenin yükselmesine neden olmuştur. Ocak ayına 1.1900 seviyesinden başlayan euro/dolar paritesi Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) faiz artırımlarında sona gelindiği beklentisi, ISM imalat sanayi endeksinde düşüş yaşanması ile yükselmeye başlamıştır. Diğer taraftan Avrupa ekonomik verilerinde iyileşme olması ve önümüzdeki aylarda ECB'nin kademeli olarak faiz artırımlarında devam edeceği söylentileri euronun değerini artırmış parite 1.2000-

1.2200 bandı içerisinde hareket etmeye başlamıştır. Paritedeki yükselişi destekleyen diğer bir gelişme Çin ve Hindistan Merkez Bankalarının dolar cinsi varlıklarını azaltacağı yönündeki söylentiler olmuştur. 20-27 Ocak haftasında Ortadoğudaki jeopolitik riskler, FED'in faiz artırımlarında sona yaklaştığı beklentisi ve hisse senedi piyasalarındaki gerilim ile doların değer kaybetmesi paritenin 1.2350'ye kadar yükselmesine yol açmıştır. Ancak 31 Ocak tarihinde FED'in kısa vadeli gösterge faizini çeyrek puan arttırması ve yapılan açıklamada "başka arttırmalara gerek duyulabileceğinin" ifade edilmesi doları desteklemiş ve pariteyi tekrar aşağıya doğru çekmiştir. Avrupa tarafında faiz arttırımı konusu belirsizliğinin korurken FED'in Mart ayındaki toplantısında da faiz artıracığı beklentisi oluşmuştur. Önümüzdeki dönemde paritenin, Amerika ve AB arasındaki faiz oranı farkına ilişkin gelişmeler, jeopolitik riskler, yüksek petrol fiyatları ve Merkez Bankalarının rezervlerini çeşitlendirme konusundaki tavrı doğrultusunda yön bulması beklenmektedir.

Eurobond ve Eurotahvil Piyasaları

Ülke	Kredi Notu Moody's/Fitch	Kupon (%)	Vade	Getiri (%)	Spread
Türkiye	B1/Ba3/BB-	8,00	14.02.2034	7.255	255.8
Kolombiya	Ba2/BB	10,375	28.01.2033	7.228	253.1
Brezilya	B1/Ba3	11,00	17.08.2034	7.334	264.0
Venezuela	B+/B/BB	9,375	13.01.2034	7,266	256.9
Filipinler	Ba1/BB	10,625	16.03.2025	7.847	315,5

(*) Kupon, Getiri, Spread 30.12.2006 tarihi itibarıyla verilmiştir.

Kaynak: Reuters

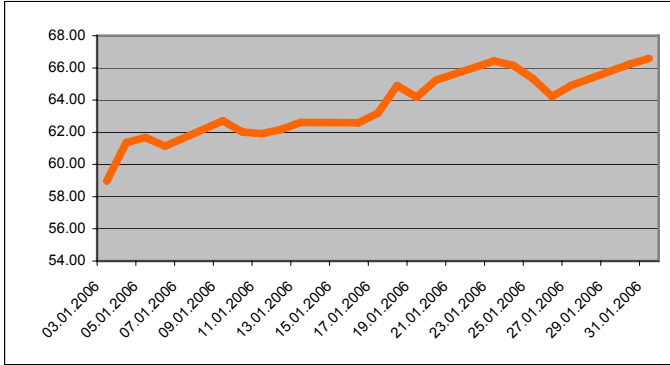
Gelişmekte olan ülke tahvilleri piyasası 2005 yılında güçlü bir performans göstermiştir. Gelişmekte olan piyasalara fon girişinin sürmesi tahvil fiyatlarını desteklerken, risk spreadleri de tüm zamanların en düşük düzeylerine gerilemiştir. ABD'den olumlu gelen bazı veriler ve Brezilya'nın faiz indirim kararı gelişmekte olan ülke tahvillerinin fiyatlarının yükselmesini başlıca nedenleri olmuştur. Ay içinde ABD'de dayanıklı mal siparişlerinin artması ve işsizlik maaşı başvurusu sayısının da azalması üzerine 10 yıllık ABD Hazine tahvillerinin faizlerinde bir miktar düşüş yaşanırken, dördüncü çeyrek ABD GSYİH büyümesinin yüzde 1.1 ile hem geçen yılın hem de piyasa beklentilerinin oldukça altında kalması başta ABD olmak üzere diğer ülke eurobondlarına da satış getirmiştir. Üç yıldır süregelen kazançların ardından gelişmekte olan piyasalarda yeniden yükselişlerin görülmeden önce bir süre yatay hareket etmesi beklenmektedir.

Dünya Borsaları

Ülke	31 Aralık 2005	31 Ocak 2006	% Değişim
NASDAQ (ABD)	2232	2305	3.27
DOW JONES (ABD)	10888	10864	-0.22
NİKKEİ (JAPONYA)	14872	16649	11.95
DAX (ALMANYA)	5193	5674	9.26
BOVESPA (BREZİLYA)	31916	38372	20.23
MERVAL (ARJANTİN)	1554	1794	15.44
HANG SENG (HONKONG)	15028	15520	3.27
RTSI (RUSYA)	1037	1316	26.90

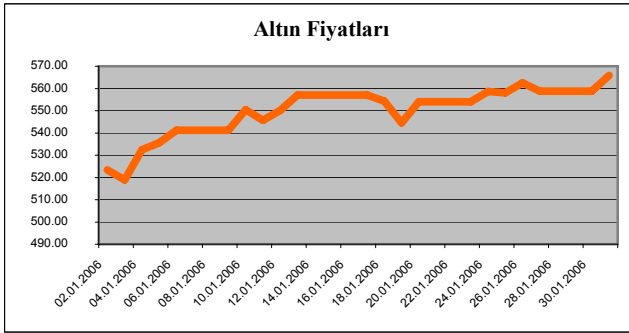
Ocak ayına hızlı bir yükselişle başlayan Amerikan borsası, dördüncü çeyrek GSYİH büyüme rakamlarının %1,1 ile beklenenin oldukça altında gelmesine bağlı olarak 10.600 seviyelerine kadar gevşese de ay sonuna doğru tekrar toparlanma sürecine girmiştir. Bu toparlanmada petrol fiyatlarındaki yükselişin durması, otomotiv devi Ford Motor Co.'nun bilançosunun

beklenenden olumlu gelmesi ve maliyet kısıntılarına yönelik sert önlemler açıklaması etkili olmuştur. Bununla birlikte, ABD borsasında kurumsal kar büyümesinin yavaşladığı yönündeki sinyallerin ve ikinci el konut satışlarındaki yavaşlamanın etkisiyle Şubat ayı başında kar realizasyonlarının yaşandığı satış ağırlık bir seyir yaşanması ihtimali yüksek gözükmemektedir. Brezilya, Arjantin ve Meksika gibi gelişmekte olan ülke borsalarına baktığımızda, Ocak ayı özellikle Brezilya borsası öncülüğünde üstüste rekorların kırıldığı bir ay olmuştur. Hem Brezilya hem Arjantin'in IMF'ye olan borçlarını kapatması, döviz cinsi yükümlülüklerini azaltarak borç yükünü yerel para ağırlıklı bir yapıya kavuşturma çabaları, not artırımları ve faiz indirim politikasının başarılı bir şekilde uygulanması gibi gelişmeler bu rekorların kırılmasının altında yatan en önemli faktörlerdir. Dünya'da altın talebinin halen gücünü koruması ve İran'ın nükleer programına yönelik tedirginlik, son dönemde oldukça primli olan gelişmekte olan ülke borsalarında önümüzdeki dönemde kar amaçlı satışları yoğunlaştırması beklenmektedir. Şubat ayında piyasaların yönünü belirleyebilecek önemli gelişmelerin başında 31 Ocak'ta göreve başlayacak yeni ABD Merkez Bankası Başkanının izleyeceği politikalar ile İran'ın nükleer programı üzerine yaşanan anlaşmazlıklar yer almaktadır.

Petrol

2006 yılına varil başına 59 dolar seviyesinden başlayan petrol fiyatları, özellikle dünyanın sekizinci büyük petrol ihracatçısı Nijerya'ya yapılan terörist saldırıların, Nijerya'nın günlük 2,5 milyon varil dolayında olan petrol üretim kapasitesini etkilemesi ve OPEC'in ikinci büyük üreticisi olan İran'ın ABD ve AB ile yaşadığı gerginliğe bağlı olarak 67,03 dolar seviyesine yükselmiştir. 31 Ocak'ta yapılan OPEC toplantısında 28 milyon varil olan günlük üretimin devam etmesi yönünde karar çıkması piyasada bir miktar rahatlama yaratsa da, Rusya'da kış şartlarının daha da ağırlaşması

ve buna bağlı olarak ihracat kapasitesinin %10 civarında azalacağı yönündeki açıklamalar ile ham petrol fiyatları Ocak ayını 66,50 dolar seviyelerinde kapatmıştır. Şubat ayında İran konusundaki gerginliğin azalması ve hava şartlarında yumuşama olması durumunda petrolün tekrar 60 dolar seviyelerine gerilemesi beklenmektedir. Ancak uzun vadede ekonomik büyümenin dünyanın birçok bölgesinde hızını sürdürmesine bağlı olarak petrol arzının sürekli artması ve jeopolitik risklerin arz kaygısı oluşturmaya bağlı olarak petrol fiyatlarının yükselmesi beklenmektedir.

Emtia piyasası

2006 yılına hızlı bir başlangıç yapan altın, Ocak ayında spot piyasada 564 dolar/ons'a kadar yükselerek (aylık yaklaşık %7,5'lük artışla) dikkatleri üzerine çekerken, vadeli işlem piyasalarında da Nisan vadeli altının onsu 577,3 dolar ile son 25 yılın rekorunu kırmıştır. Altındaki yükseliş bazı kıymetli maden ve metallerin de fiyatının artmasına neden olmuştur. Platin ons başına 1.065 dolar, Alüminyum ise ons başına 2.2525 dolar rekor kırmıştır. Çin'in giderek artan demir çelik talebi sonucunda her türlü demir çelik mamülünü ithal etmeye başlaması çelik fiyatlarını

yükseltmiş, dünyanın en büyük demir çelik üreticisi Mittal'ın, ikinci büyük üretici olan Archelor'u satın alma girişiminde bulunması ise zirve yaptırmıştır. Mittal, Arcelor'u alması durumunda çelik endüstrisinin yüzde 10'unu kontrol eder hale gelecekti ancak teklifi Arcelor tarafından kabul edilmedi. Bu ay zirve yapan diğer kıymetli maden de gümüş olmuştur. Altındaki harekete paralel bir seyir izleyen gümüş fiyatları da 9,92 dolar ile son 22 yılın zirvesini yapmıştır. Altın ve bazı kıymetli metal fiyatlarındaki artışın nedenleri olarak, global likidite fazlalığının devam etmesi ve bu likidite bolluğunun dünya konjoktüründeki gelişmelere bağlı olarak güvenli yatırım enstrümanlarına yönelmesi, Hamas'ın Filistin'deki seçimleri kazanması, İran'ın nükleer çalışmaları ile ilgili gerginliğin artması ve petrol fiyatlarındaki artış potansiyelinin devam etmesi gösterilebilir. Şubat ayında altının 530 – 550 dolar/Ons seviyelerinde kalacağı tahmin edilmektedir.

MAASTRICHT KRİTERLERİ VE TÜRKİYE*

1 Ocak 1993 tarihinde yürürlüğe giren Maastricht Antlaşmasında belirlenen ve ülkelerin parasal birliğe geçiş için uymaları gerekli olan kriterler, şu şekildedir:

- **Fiyat istikrarı:** Üye ülkelerde enflasyon oranları 12 aylık enflasyon oranı (tüketici fiyatları endeksi) en iyi performans gösteren üç üye ülkenin ortalamasından en fazla 1,5 puan sapma göstermelidir. 2005 yılı sonu itibariyle Türkiye’de TÜFE 7,72 olarak gerçekleşmiştir. Fiyat istikrarı açısından Avrupa Birliği’nin en düşük enflasyon oranına sahip üç ülkesinin Finlandiya(0,8), İsveç(0,8) ve Hollanda(1,5) ortalamasının 1,5 puan üstü 2,53 olmaktadır. Bu açıdan bakıldığında Türkiye fiyat istikrarına ilişkin Maastricht kriterinin oldukça uzağında olduğu görülmektedir.

- **Devlet bütçesinin durumu:** Üye ülkelerin bütçe açıklarının GSYİH’ya oranı % 3’den fazla olmamalıdır. Kamu borçlarının GSYİH’ya oranı ise % 60’ı geçmemelidir. Maastricht kriterleri açısından Türkiye’nin en rahat olduğu gösterge bütçe açığının GSYİH’ya oranıdır. 2005 yılında %2 olarak gerçekleşmesi beklenen oran Maastricht kriterlerini sağlamaktadır. Bununla birlikte bazı Avrupa Birliği ülkelerinde bu rasyo konusunda sıkıntılar vardır. Örneğin Almanya’da bütçe açıkları GSYİH’nın %3,9’una ulaşmıştır. Almanya’ya benzer olarak Fransa da (%3,2) bu rasyo itibariyle Maastricht kriterlerini sağlayamamaktadır. Kamu Kesimi Borç Stoku / GSYİH oranında Türkiye %73,3 ile Maastricht kriterlerinin üzerinde bulunmaktadır. Bu kriteri sağlayamayan bazı Avrupa Birliği ülkeleri ise Almanya (%66), İtalya (%106,7) ve Yunanistan’dır. (%109,3)

- **Uzun vadeli faiz oranları:** Üye ülkelerde uzun dönemli faiz oranları, fiyat istikrarı bakımından en iyi performans gösteren üç ülkenin faiz oranlarının 12 aylık ortalamasından 2 puan sapma gösterebilir. Maastricht kriterlerinde Türkiye’nin en uzağında bulunduğu kriter faiz oranlarına ilişkin olmaktadır. Euro Bölgesindeki 10 yıl vadeli tahvillerin ortalama faizinin %3,4 olduğu ve Türkiye’de ise Hazine İç Borçlanma Senetleri ortalama bileşik faiz oranlarının yaklaşık olarak %14’ler seviyesinde olduğu göz önüne alınırsa faiz kriterinin uzağında olduğumuz görülmektedir.

*Veriler T.C.M.B, Avrupa Birliği Merkez Bankası ve Ekonomist dergisinden derlenmiştir.

Ekonomik Araştırmalar Birimi

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.