

BÖLÜM I

MAKROEKONOMİK GELİŞMELER

I.1.Giriş

Merkez bankalarının temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Ayrıca, merkez bankaları bu temel hedefinin tamamlayıcısı olarak diğer otoriteler ile işbirliği içerisinde mali piyasaları izleyerek, finansal istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak ile de görevlidir. Bu çerçevede, makroekonomik gelişmeler finansal istikrarın izlenmesi ve değerlendirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Bu bölümde, finansal istikrarın temel unsurlarından olan kamu maliyesi, hanehalkı, firmalar ve dış alemdeki gelişmeler ile sektörlerin birbirleriyle olan etkileşimleri incelenecektir.

I.2.Kamu Maliyesi

Kamu maliyesinin diğer sektörlerle olan etkileşimi ele alınırken kamu bütçesinin ve borcunun yapısı önem kazanmaktadır.

Tablo I.2.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri

Milyar YTL	Ocak- Ekim 2005	Ocak- Ekim 2006	Değişim (%)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (%)	2006 Bütçe Hedefi
Harcamalar	116,0	144,3	24,4	82,8	174,3
Faiz Dışı Harcamalar	77,2	103,5	34,1	80,8	128,1
Gelirler	106,6	140,6	31,9	87,7	160,3
Gelirlerin Harcamaları Karşılama Oranı (%)	91,9	97,4	-	-	92

Kaynak: MB

2006 yılı Ekim ayı itibariyle ithalat üzerinden alınan Katma Değer Vergisi ile dahilde alınan mal ve hizmet gelirlerinden kaynaklı olarak gelirlerin bütçe hedefinin yüzde 88'ine ulaştığı görülmektedir.

Ocak-Ekim 2006 döneminde, gelirlerin harcamaları karşılama oranı, bazı harcama kalemlerinin bütçe hedeflerinin üzerinde gerçekleşmesine rağmen, geçen yılın aynı dönemine göre 5,5 puan artarak yüzde 97,4 olarak gerçekleşmiştir (Tablo I.2.1).

Tablo I.2.2.

Konsolide Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazla Hedefleri ve Gerçekleşmeleri

(Milyar YTL)	2004	2005	Mar.06	Haz.06
Faiz Dışı Fazla Hedefi (KİT'ler dahil)	26,2	30,5	7,6	17,3
Faiz Dışı Fazla Gerçekleşme (KİT'ler dahil)	27,8	28,3	10,6	25,0
Gerçekleşme / Hedef (%)	106	93	140	145

Kaynak: HM

2006 yılında kamu gelirlerinin kamu harcamalarından daha hızlı artmasına bağlı olarak faiz dışı fazla, hedefin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler, 2006 yılı sonunda faiz dışı fazla hedefine ulaşılacağı yönündeki beklentileri güçlendirmektedir (Tablo I.2.2).

Tablo I.2.3.

Kamu Kesimi Borçlanma Gereği / GSMH Gelişimi

(%)	2003	2004	2005	2006 ¹	2007 ²
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği / GSMH	9,3	4,7	-0,4	-3,1	0,2

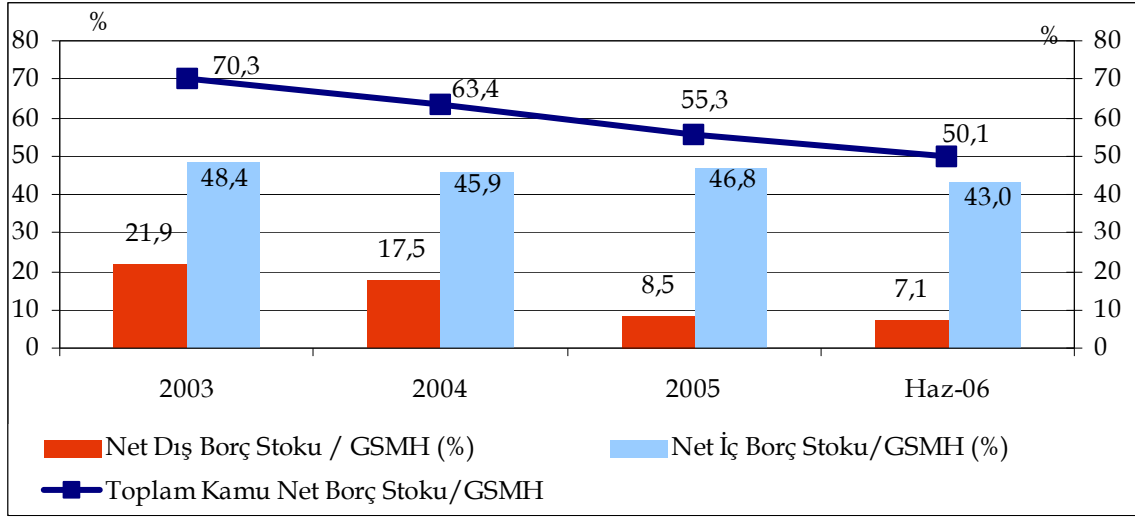
Kaynak: 2007 Yılı Programı

¹ Geçici

² Program

Kamu maliyesindeki olumlu gelişmelere bağlı olarak, DPT tanımı esas alınarak hesaplanan kamu kesimi genel dengesi 2005 yılında fazla vermiştir. 2007 yılı Programına göre, 2006 yılında da söz konusu dengenin fazla vermesi beklenirken, 2007 yılında açık vereceği tahmin edilmektedir (Tablo I.2.3).

Grafik I.2.1
Toplam Kamu Net Borç Stoku ve Kompozisyonu¹



Kaynak: HM

¹ Kamu net borç stoku, kamu brüt borç stokundan Merkez Bankası net varlıkları, kamu mevduatı ve işsizlik sigortası fonu net varlıkları düşülerek hesaplanmaktadır.

Toplam kamu net borç stokunun GSMH'ye oranı, 2005 yılı sonuna göre 5,2 puan gerileyerek, 2006 yılı Haziran ayı itibariyle yüzde 50,1 olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası net varlıkları, kamu mevduatı ve işsizlik sigortası fonu net varlıklarındaki artışın etkisiyle net kamu borç stokunun GSMH'ye oranı azalmaya devam etmiştir (Grafik I.2.1).

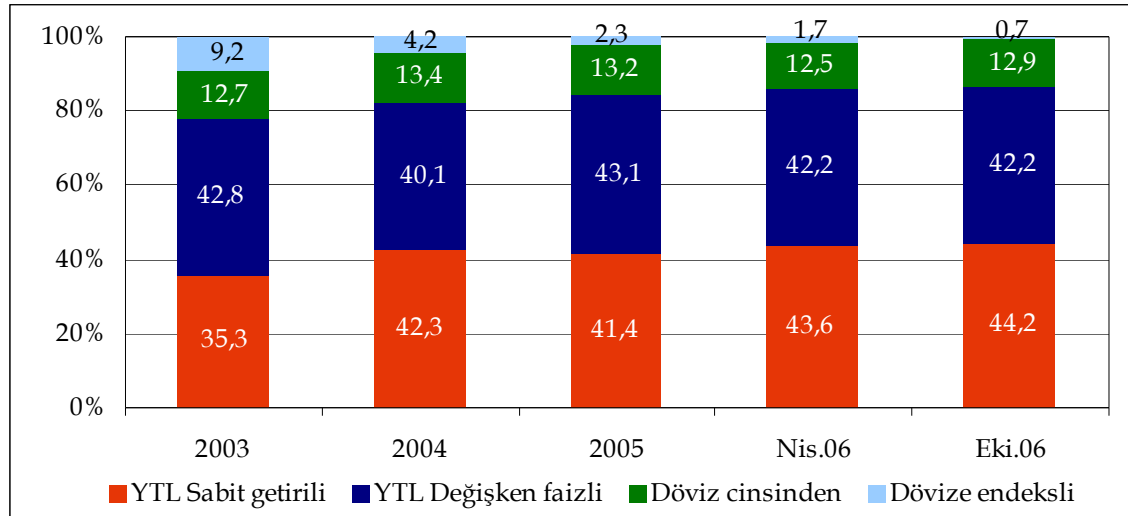
Kutu I.2.1 Eurobond Takas İşlemi

Hazine Müsteşarlığı, uluslararası piyasalarda ihraç edilmiş olan 2006-2010 vadeleri arasındaki ABD doları cinsinden Eurobond'larını, yeni ihraç edilecek ABD doları cinsinden 2016 vadeli tahvil ile değiştirmek üzere 6 Eylül 2006 tarihinde bir takas işlemi başlatmış ve 1,5 milyar ABD doları tutarında takas gerçekleştirmiştir. Bu değişim işlemi, uluslararası piyasalarda ihraç edilen tahvillere yönelik ilk etkin borç yönetimi işlemi olup, ortalama vadesi 2 yıl olan tahviller, 10 yıl vadeli yeni bir tahvil ile değiştirilmiş ve ortalama vade 8 yıl uzatılmıştır.

Mayıs-Haziran döneminde yaşanan dalgalanmaların ekonomik konjunktürde yarattığı baskıya rağmen yatırımcıya getirisi yüzde 7,12 olarak gerçekleşen 2016 vadeli tahviller ile yapılan bu takas, Hazine'nin borçlanma maliyetlerinin söz konusu olumsuz gelişmelerden asgari düzeyde etkilendiğini göstermesi açısından önemli görülmektedir.

Kaynak: HM

Grafik I.2.2
İç Borç Stokunun Kompozisyonu

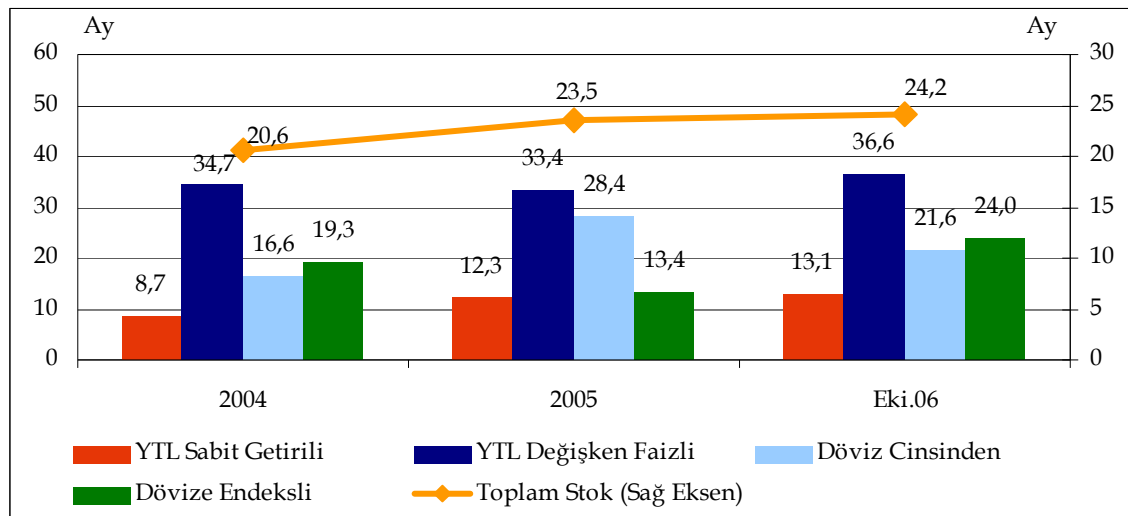


Kaynak: HM

Hazine Müsteşarlığı tarafından, Türk parası cinsinden DİBS'lerle takas amaçlı olarak Haziran 2001'de çıkarılmış olan döviz endeksli senetlerin büyük kısmının itfası sonucunda, döviz endeksli senetlerin toplam iç borç stoku içerisindeki payı oldukça düşük bir seviyeye gelmiştir. Diğer yandan, döviz cinsinden yapılan iç borçlanmanın toplam iç borç stoku içerisindeki payında, 2004 yılından bu yana önemli bir değişiklik olmamıştır (Grafik I.2.2).

İç borcun kompozisyonunda değişken faizli ve döviz endeksli DİBS'lerin payındaki azalma eğilimi, 2006 yılı Ekim ayı itibariyle Hazine'nin kur ve faiz riskine olan duyarlılığının 2005 yıl sonuna göre azalmaya devam ettiğini göstermektedir.

Grafik I.2.3
DİBS'lerin Vade Yapısının Gelişimi (Ay)¹

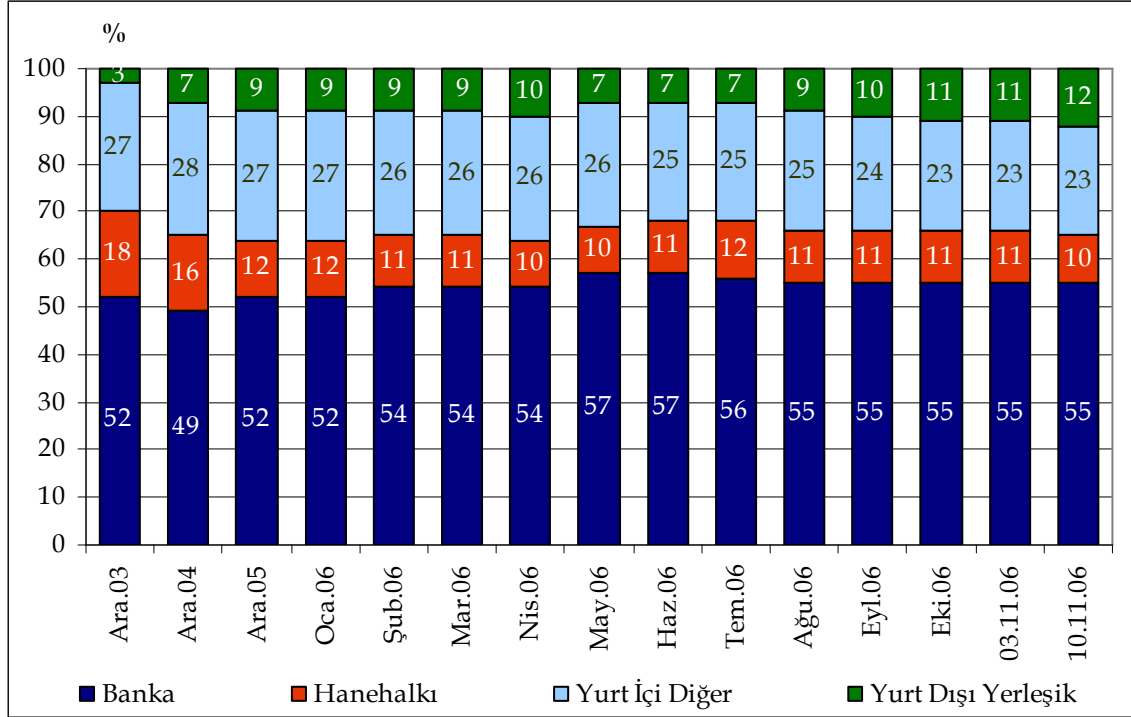


Kaynak: HM

¹Vadeye kalan süre göz önüne alınarak hesaplanmaktadır.

DİBS stokunun ortalama vadesi, 2006 yılı Ekim ayı itibariyle yaklaşık 2 yıla yükselmiştir. İç borç stoku içerisinde en yüksek paya sahip olan Türk parası cinsinden değişken faizli DİBS'lerin vadeye kalan süresinde artış olurken, Türk parası cinsinden sabit faizli DİBS'lerin vadeye kalan süresi değişmemiştir. Buna karşılık, döviz cinsinden DİBS'lerin vadeye kalan süresi azalmaktadır (Grafik I.2.3). DİBS'lerin ortalama vadesinin uzuyor olması Hazine'nin iç borç servisini kolaylaştırmaktadır.

Grafik I.2.4
DİBS'lerin Mülkiyete Göre Dağılımı^{1,2,3}



Kaynak: BDDK-TCMB

¹ Nominal tutarlar alınmıştır.

² "Banka" Türkiye'de faaliyette bulunan bankaların mülkiyetindeki DİBS'leri, "Hanehalkı" gerçek kişilerin yurt içi bankalarda saklanan DİBS'lerini, "Yurt İçi Diğer" bankalar ve hanehalkı dışındaki yurt içinde yerleşik tüzel kişiler ile yatırım fonları mülkiyetindeki bankalar nezdinde saklanan DİBS'lerini, "Yurt dışı yerleşik" yurt dışında yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin yurt içi bankalar nezdindeki DİBS'lerini kapsamaktadır.

³ Merkez Bankası mülkiyetinde bulunan DİBS'ler hariçtir.

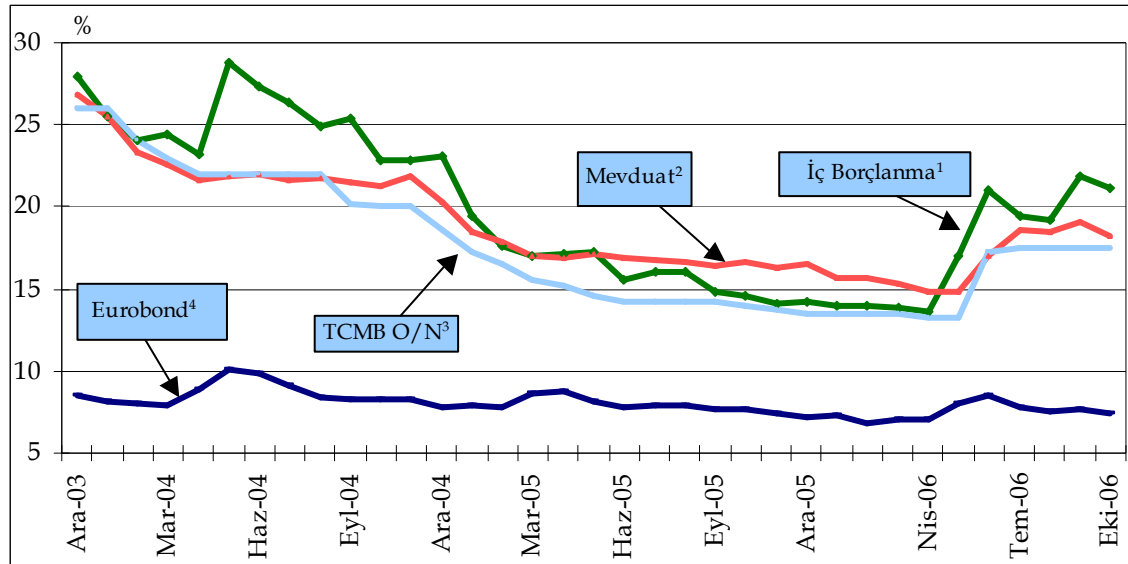
Toplam DİBS stokunun büyük kısmı bankaların mülkiyetinde olup, bankacılık sektörünün aktif yapısının da önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Mayıs 2006'da yurt içi ve yurt dışı piyasalarda ortaya çıkan dalgalanma sonrasında toplam DİBS portföyü içinde gerçek kişilerin payı fazla değişmezken, yurt içinde yerleşik diğer kişilerin payında azalış görülmektedir. Yurt dışı yerleşiklerin payı ise, Mayıs-Haziran döneminde azalmış, Temmuz ayından itibaren, gelir vergisi stopajının sıfırlanmasının da etkisiyle tekrar artış trendine girmiş ve 10 Kasım 2006 itibariyle yüzde 12,4'e yükselmiştir (Grafik I.2.4).

Kutu I.2.2 Stopaja İlişkin Gelir Vergisi Kanunu Değişikliği

Yabancı yatırımcı talebini olumsuz yönde etkileyen çifte vergilendirmenin önüne geçilmesi amacıyla 5527 sayılı Gelir Vergisi Kanununun 1/a maddesinde yapılan değişiklikle 07.07.2006 tarihinden geçerli olmak üzere stopaj oranlarında değişiklik yapılmıştır.

Buna göre, menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarının alış-satış bedelleri arasındaki fark, menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının itfası halinde alış-itfa bedeli arasındaki fark, menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının dönemsel getirileri ile ödünç işlemlerinde sağlanan gelirler üzerinden 01.01.2006'dan itibaren tüm mükellefler için yüzde 15 olan gelir vergisi tevkifat oranı; dar mükellef gerçek veya tüzel kişiler için yüzde 0, 23.07.2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile diğer mükellefler için yüzde 10 olarak yeniden düzenlenmiştir.

Grafik I.2.5 Faiz Oranları



Kaynak: İMKB, TCMB, Bloomberg

¹ İkincil piyasada en çok işlem hacmine sahip DİBS bileşik faiz oranı.

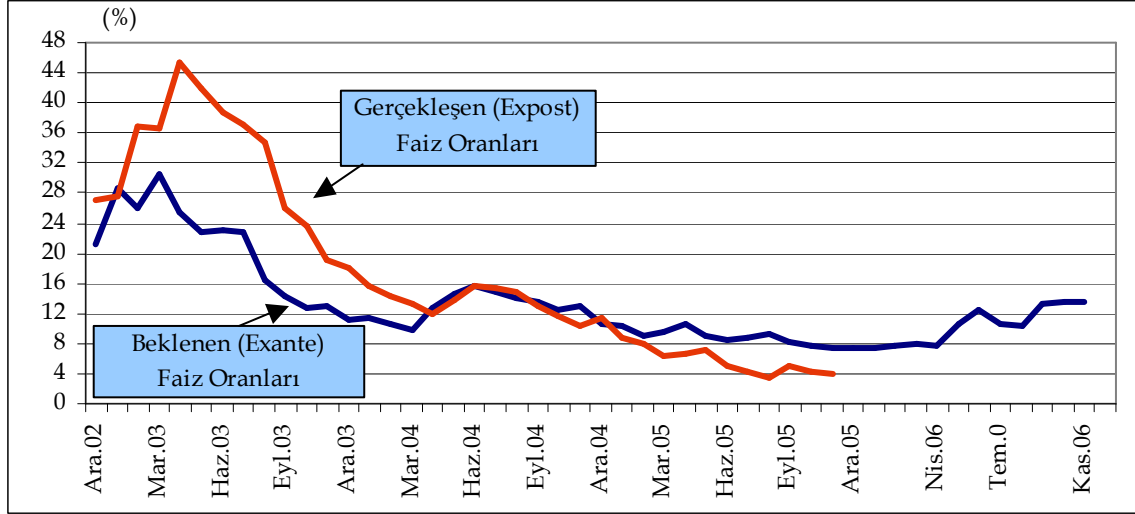
² Bankacılık sektörü ağırlıklandırılmış 3 ay vadeli "yeni açılan YTL mevduat" faiz oranı.

³ TCMB gecelik (O/N) borç alma faiz oranı.

⁴ 2030 vadeli ABD doları cinsinden Eurobond faiz oranı.

2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanma ile faiz oranları yükselmiştir (Grafik I.2.5). Bu çerçevede, yılın ikinci yarısında da devam eden yüksek DİBS faiz oranlarının Hazine'nin borçlanma maliyetini olumsuz yönde etkileyeceği ve kamu maliyesi üzerinde ek yük yaratacağı beklenmektedir.

Grafik I.2.6
Beklenen¹ ve Gerçekleşen² DİBS Reel Faizleri



Kaynak: TCMB, İMKB ve TÜİK verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

¹Beklenen reel faiz oranı= $\frac{(1 + \text{nominal faiz oranı})}{(1 + \text{beklenen enflasyon oranı})} - 1$ * 100

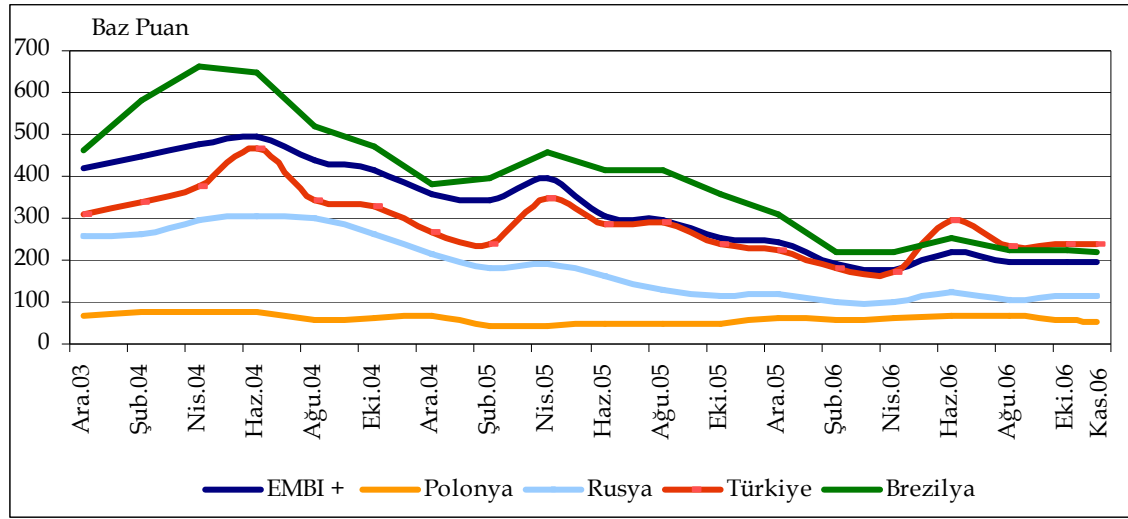
²Gerçekleşen reel faiz oranı= $\frac{(1 + 1 \text{ yıl önceki nominal faiz oranı})}{(1 + \text{gerçekleşen enflasyon oranı})} - 1$ * 100

Beklenen enflasyon oranı olarak, Merkez Bankasının yayımladığı aylık Beklenti Anketinde yer alan yıllık beklenen TÜFE rakamları alınmıştır.

2006 yılının ikinci çeyreğinde küresel likiditenin daralması, yabancı yatırımcıların gelişen ülkelere yönelik risk iştahının azalması ve ülkemizde enflasyonun artış eğilimine girmesi ile birlikte piyasa katılımcılarının beklentileri bozulmuş ve 2006 yılı Haziran ayı itibariyle beklenen reel faiz oranı yüzde 12,6'ya kadar yükselmiştir. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak, Merkez Bankası'nın enflasyon hedefi konusundaki kararlılığını para politikasını sıkılaştırarak göstermesi, faiz dışı fazla hedefinin korunması ve gelişen ülkelerden çıkan fonların geri dönmeye başlamasının etkisiyle, beklenen reel faizler 2006 yılı Ağustos ayı itibariyle yüzde 10,3'e gerilemiştir. Ancak, küresel ekonomideki belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle beklenen reel faizler tekrar yükselişe geçerek 2006 yılı Kasım ayında yüzde 13,4 olarak gerçekleşmiştir (Grafik I.2.6).

Grafik I.2.7

Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkelerde Ülke Risk Primlerinin Gelişimi^{1,2}



Kaynak: Bloomberg

¹ Ülke risk primi, ilgili ülkenin EMBI+ endeksi ile ABD Hazine kağıtlarının getirileri arasındaki farktır.

² EMBI+ endeksi, gelişmekte olan 18 ülkenin Eurobond'larını, Brady tipi tahvillerini (Brady bonds) ve ikincil piyasası olan kredilerini (traded loans) içermektedir. Her ülkenin endeks içindeki ağırlığı farklıdır. Örneğin, EMBI+ endeksinde Brezilya'nın ağırlığı yüzde 23,2; Meksika'nın yüzde 18,8; Rusya'nın yüzde 17,3 ve Türkiye'nin yüzde 9,4'tür. Ayrıca, her ülke için ayrı ayrı EMBI+ endeksi hesaplanmaktadır.

2006 yılı Nisan ayında Türkiye'nin ülke riski 171 baz puan ile en düşük seviyesinde gerçekleşirken, 2006 yılı Mayıs ayında başlayan dalgalanmaya paralel olarak 2006 yılı Haziran ayında 294 baz puana yükselmiş, beklentilerin tekrar iyileşmesi ile birlikte Kasım ayında 238 baz puana kadar gerilemiştir (Grafik I.2.7).

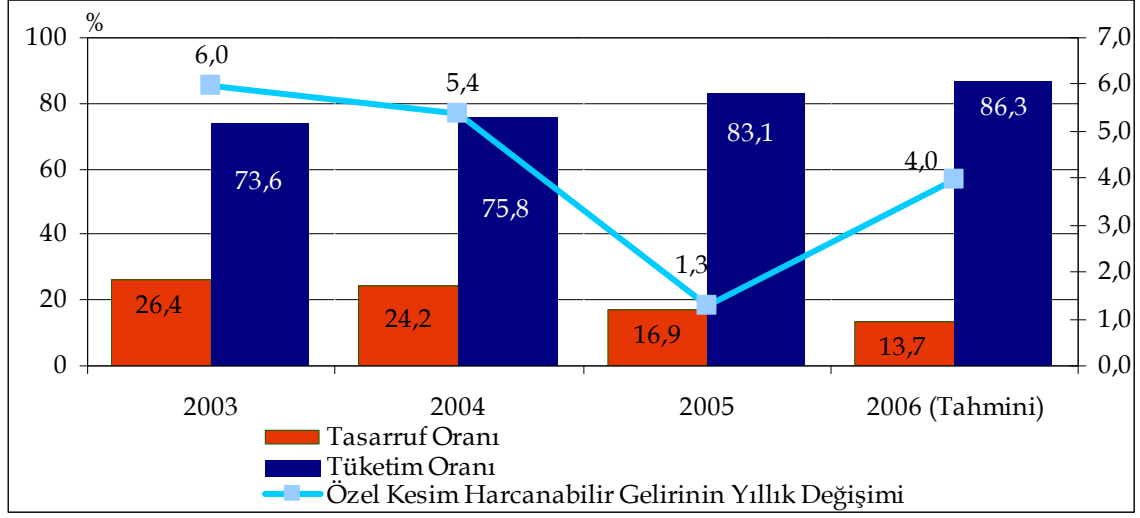
Küresel likidite koşullarının gelişen ülkeler aleyhine dönme ihtimalinin devam etmesi ve seçimlerin getirdiği belirsizlik, kamu maliyesi üzerinde olumsuz etkiler yaratabilecektir. Diğer yandan, bütçe hedeflerine uygun politikaların sürdürülmesi ve Hazine'nin iç borç stokunun vade yapısının uzaması, kamu maliyesine ilişkin beklentileri olumlu yönde etkilemektedir.

I.3.Hanehalkı

Türkiye'de son yıllarda ekonomideki olumlu gelişmelere paralel olarak, hanehalkı harcamalarının da yer aldığı özel nihai tüketim harcamalarında hızlı bir artış gözlenmektedir. Mayıs-Haziran 2006 dönemindeki dalgalanmaya rağmen ikinci çeyrekte tüketim harcamalarındaki yükselişin devam etmesi, tüketim eğiliminin yavaşlamasına rağmen canlılığını nispeten koruduğunu göstermektedir.

Grafik I.3.1

Özel Kesim Tüketim ve Tasarrufu ile Harcanabilir Gelirin Reel Gelişimi^{1,2,3}



Kaynak: DPT

¹ Özel Kesim Harcanabilir Geliri ilgili yılın GSMH deflatörü ile reel hale getirilmiştir.

² Tasarruf Oranı = Tasarruf Toplamı / Harcanabilir Gelir.

³ Tüketim Oranı = Tüketim Toplamı / Harcanabilir Gelir.

Hanehalkının tüketiminin de yer aldığı özel kesim tüketiminin, harcanabilir gelir içerisindeki payı 2003 yılından bu yana artmaktadır. 2005 yılında reel olarak harcanabilir gelir yüzde 1,3 artarken, tüketim yüzde 11 büyümüştür. 2007 Yılı Programına göre, 2006 yılında özel kesim harcanabilir gelirin yüzde 4, özel kesim tüketiminin ise yüzde 7,6 oranında büyüyeceği öngörülmektedir. Buna paralel olarak, yıllar itibariyle azalma eğilimi gösteren tasarruf oranının 2006 yılı sonunda yüzde 13,7 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

Tablo I.3.1.

Özel Tüketim Harcamalarının Gelişimi

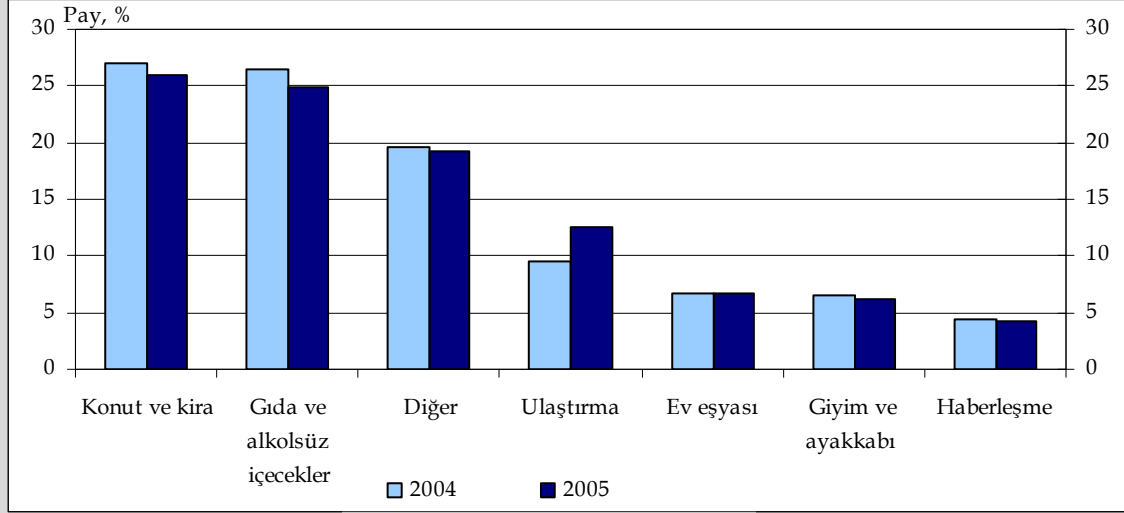
(Yıllık Reel Değişim, %)	2001	2002	2003	2004	2005	Ocak-Haz. 2006
Özel Nihai Tüketim Harcamaları	-9,2	2,1	6,6	10,1	8,8	9,4
Dayanıklı Tüketim Malları	-30,4	2,1	24,0	29,7	15,0	14,6
Hizmetler	-9,3	8,5	7,5	9,3	7,8	5,6
Gıda	-3,6	1,1	4,1	2,8	8,2	6,8
Yarı Dayanıklı ve Dayanısız Tüketim Malları	-9,0	3,0	2,1	18,8	12,9	16,8

Kaynak: TÜİK

Haziran 2006 itibariyle harcama bileşenleri incelendiğinde, tüketim harcamaları içerisinde yarı dayanıklı ve dayanısız tüketim malları ile dayanıklı tüketim malları harcamalarının genel olarak hızlı büyümeye devam ettikleri görülmektedir. Gıda ve hizmet harcamalarında ise büyümenin yavaşladığı göze çarpmaktadır (Tablo I.3.1). Diğer taraftan, Mayıs ve Haziran aylarında döviz kurunun yükselmesi ve faiz oranlarındaki artışla sonuçlanan finansal dalgalanmanın olumsuz etkisinin, başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere, tüketici kredileri ile finanse edilen mal

gruplarına yönelik yurt içi talepte yavaşlamayı da beraberinde getireceği düşünülmektedir.

Kutu I.3.1.Hanehalkı Harcamalarının Dağılımı



Kaynak: TÜİK, 2005 Yılı Hanehalkı Bütçe Anketi

Hanehalkı harcamaları; hanehalkının yaptığı aylık satın alımlar, kendi üretiminden tüketim, stoktan tüketim, haneye gelen aynî gelir ve transfer şeklindeki tüketimler ile son bir yıl içinde satın alınan dayanıklı tüketim mallarına yapılan tüketim harcamalarının aylık ortalamasını kapsamaktadır.

2005 yılında konut ve kira için yapılan harcamaların (konut alımına yönelik yatırım harcamaları hariç) toplam harcamalar içerisindeki payının yüzde 26, gıda ve alkolsüz içeceklere yapılan harcamaların ise yüzde 24,9 düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir. 2005 yılında hanehalkı harcamalarının dağılımında 2004 yılına göre önemli bir değişiklik olmamakla birlikte, ulaştırma harcamalarının toplam tüketim harcamaları içindeki payının yüzde 9,5'ten yüzde 12,6'ya yükselmesi, büyük ölçüde yeni taşıt aracı alınmasından ve petrol fiyatlarındaki hızlı artışın hanehalkının ulaştırma harcamalarına yansımalarından kaynaklandığı düşünülmektedir. Gıda ve alkolsüz içeceklere yapılan harcamaların ise yüzde 26,4'ten yüzde 24,9'a düşmesinin, 2005 yılında bu ürünlerin fiyat artışlarının nispeten sınırlı seyretmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Toplam harcamalar içerisinde en büyük paya sahip olan konut ve kira için yapılan harcamaların payı 2005 yılında 1 puan azalmıştır.

Tablo I.3.2**Hanehalkı Harcanabilir Geliri, Borçluluğu ve Faiz Ödemeleri^{1,2,3}**

(Milyar YTL)	2003	2004	2005	Haz. 06	Eyl. 06
Hanehalkı Faiz Ödemeleri	3.851	6.982	9.747	10.794	11.071
Hanehalkı Borcu	13.442	28.259	48.760	65.386	67.592
Hanehalkı Harcanabilir Geliri	180.305	218.752	233.368	264.500	264.500
Faiz Ödemeleri/Harcanabilir Gelir (%)	2,1	3,2	4,2	4,1	4,2
Borç/Harcanabilir Gelir (%)	7,5	12,9	20,9	24,7	25,6

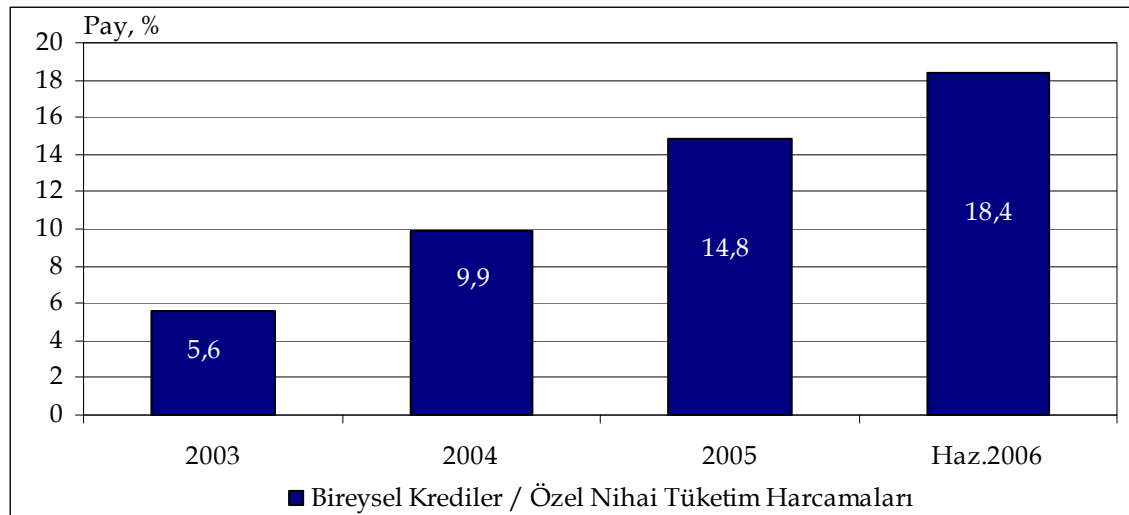
Kaynak: BDDK-TCMB, TÜİK

¹ 2006 yılı Haziran ve Eylül ayları hanehalkı faiz ödemeleri yıllıklandırılmıştır.

² Hanehalkı borcu, banka ve tüketici finansman şirketlerince kullanılan brüt tüketici kredileri ile kredi kartı bakiyelerinden oluşmaktadır.

³ 2005 ve 2006 yılları hanehalkı harcanabilir geliri, 2004 yılı hanehalkı harcanabilir gelirinin, özel kesim harcanabilir gelire oranının değişmediği varsayımı altında, özel kesim harcanabilir gelirinin 2005 yılı gerçekleşmesi ve 2006 yılı tahmini kullanılarak hesaplanmıştır.

Hanehalkı yükümlülüğünün harcanabilir gelire oranı 2006 yılı Haziran ayına kadar hızlı bir artış içindeyken bu tarihten itibaren artış hızı yavaşlamıştır. Faiz ödemelerinin harcanabilir gelire oranı ise, 2006 yılı Eylül ayı itibariyle hanehalkının yükümlülüklerindeki artışa rağmen 2005 yılındaki seviyesini korumuştur (Tablo I.3.2). Bu gelişmenin, 2006 yılı Mayıs ayına kadar düşme eğilimindeki sabit nitelikli olan tüketici kredileri faiz oranlarından ve bu tarihten itibaren tüketici kredilerinin artış hızının yavaşlamasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Grafik I.3.2**Bireysel Kredilerin Özel Nihai Tüketim Harcamalarına Oranının Gelişimi^{1,2}**

Kaynak: TCMB-TÜİK

¹ Bireysel krediler; bankalar ve tüketici finansman şirketlerince gerçek kişilere kullanılan tüketici kredileri (TGA dahil) ile kredi kartı (TGA dahil) bakiyelerinden oluşmaktadır.

² Özel nihai tüketim harcamaları yıllıklandırılmıştır.

2005 yılı sonunda yüzde 14,8 olan bireysel kredilerin özel nihai tüketim harcamalarına oranı 2006 yılı ilk altı ayı sonunda yüzde 18,4'e yükselmiştir (Grafik I.3.2). Mayıs ve Haziran aylarında yükselen faiz oranlarına bağlı olarak bireysel kredi kullanımının yavaşladığı görülmektedir (Grafik III.1.1.1.8). Bu eğilimin, ileriki

dönemlerde bireysel kredilerin özel nihai tüketim harcamalarına oranının yatay seyretmesine yol açacağı beklenmektedir.

Tablo I.3.3

Kredi Kartı ve Tüketici Kredisi Borcunu Ödemeyen Kişi Sayısı¹

	2002	2003	2004	2005	Eyl.2006
Kredi Kartı Borcunu Ödemeyenler	32.911	30.845	49.611	159.808	182.076
Tüketici Kredisi Borcunu Ödemeyenler	5.627	4.157	9.863	16.767	21.660

Kaynak: TCMB

¹ Bankalarca TGA hesaplarında izlenen kredi kartı ve tüketici kredisi borçlularını göstermektedir. Bankamızca 2000'den itibaren başlatılan uygulama kapsamında, tahsil bildirim yapılmış kayıtlarda 3 takvim yılını, takip bildirim yapılmış, tahsil bildirim olmayan kayıtlarda ise 5 takvim yılını doldurmuş olan kayıtların Bankamız nezdindeki kütükten silinip her dönem itibariyle güncelleme işlemi yapılması nedeniyle bu veriler değişebilmektedir.

Hanehalkının artan borçluluk seviyesi borcunu geri ödeyemeyenlerin sayısının da artmasını beraberinde getirmiştir. Bu çerçevede, 2005 yılı sonunda kredi kartı borcunu ödemeyen kişi sayısı 159.808 iken, 2006 yılının 9 aylık dönemi sonunda 182.076'ya yükselmiştir. Aynı şekilde, tüketici kredisi borcunu ödemeyen kişi sayısı söz konusu dönemde 16.767'den 21.660'a yükselmiştir (Tablo I.3.3).

Tablo I.3.4

Hanehalkı Finansal Varlıklarının Kompozisyonu¹

(Milyar YTL)	2003	2004	2005	Nis. 2006	May. 2006	Haz. 2006	Tem. 2006	Ağu. 2006	Eyl. 2006
TP Tasarruf Mevduatı	45,9	63,5	90,4	102,2	106,5	108,7	107,6	107,5	111,0
DTH	55,4	61,3	59,8	59,1	65,6	67,8	66,8	68,3	71,0
DTH (Milyar ABD Doları)	39,4	45,3	44,5	44,8	43,1	42,0	44,6	46,6	47,4
Dolaşımdaki Para	10,1	12,4	18,3	20,2	21,6	21,7	21,8	22,4	22,0
DİBS+Eurobond	35,3	39,1	32,6	29,4	28,9	32,1	33,3	32,9	31,9
Hisse Senedi	8,0	12,3	15,7	16,9	15,9	14,7	14,7	15,2	15,2
Repo	2,8	1,6	1,5	2,2	2,3	2,4	2,8	2,3	2,0
Emeklilik Yatırım Fonları	0,0	0,3	1,2	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2	2,4
Toplam Varlıklar	157,6	190,5	219,5	231,7	242,5	249,2	249,0	250,8	255,4

Kaynak: TCMB, SPK

¹ TP Tasarruf Mevduatı ve DTH, Katılım Fonlarını da içermektedir.

Hanehalkının finansal varlıkları, 2006 yılı Eylül ayı itibariyle, bir önceki yıl sonuna göre yüzde 16,4 artarak, 255 milyar Yeni Türk Lirasına ulaşmıştır. Söz konusu dönem itibariyle hanehalkı finansal varlıklarının yüzde 71,2'si mevduattan, yüzde 12,5'i DİBS ve Eurobond toplamından oluşmaktadır (Tablo I.3.4).

Hanehalkının toplam varlıkları içinde en önemli paya sahip olan mevduatın kompozisyonu incelendiğinde, 2005 yılı sonuna göre Eylül 2006 ayı itibariyle, hem TP hem de YP mevduatlarda artış yaşandığı görülmektedir. Nitekim, Eylül 2006 ayı itibariyle TP tasarruf mevduatı, geçen yıl sonuna göre yüzde 22,7 artarak 111 milyar Yeni Türk Lirasına, DTH ise yüzde 19 artarak, 71 milyar Yeni Türk Lirasına ulaşmıştır. DTH'daki gelişim ABD doları cinsinden incelendiğinde ise, 2005 yıl sonunda 44,5 milyar ABD doları olan DTH, Nisan 2006 döneminde 44,7 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bu dönemde DTH'daki artışın sınırlı düzeyde kalmasının, büyük ölçüde

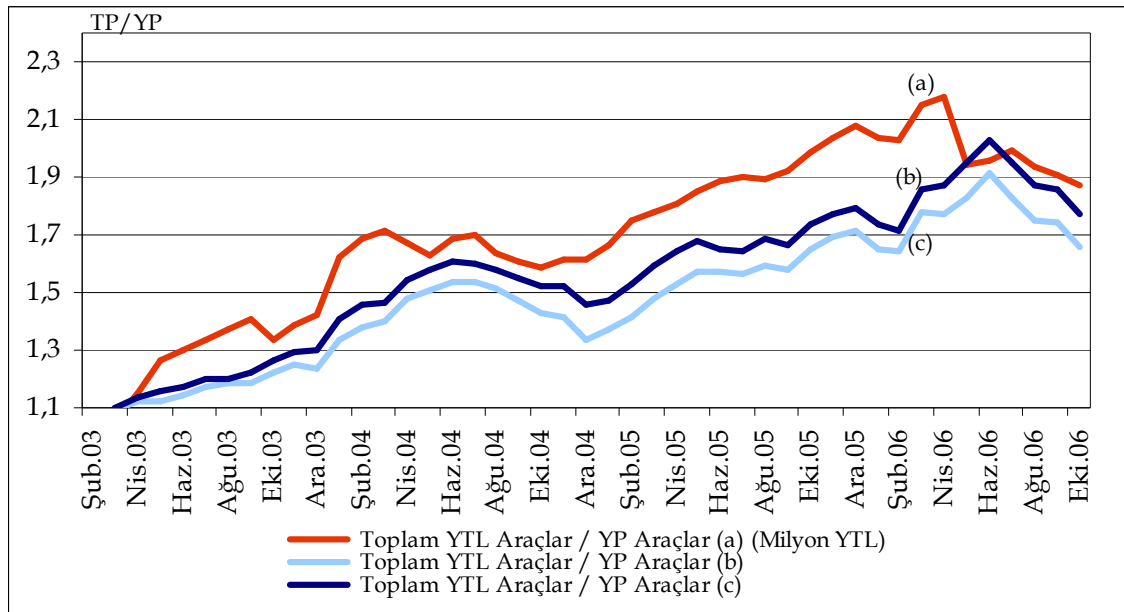
Yeni Türk Lirasına olan güvenden ve kurlardaki istikrardan kaynaklandığı düşünülmektedir.

Haziran 2006 ayı itibariyle, DTH'nin Nisan ayına göre yüzde 6,1 azalışla 42 milyar ABD dolarına gerilediği görülmektedir. Bu azalış, döviz kurunda yaşanan artışı dövizden çıkmak için bir fırsat olarak gören hanehalkının DTH'larını YTL'ye döndürmesinden kaynaklanmıştır. Diğer taraftan, ABD doları cinsinden DTH'da görülen azalışa rağmen YTL cinsinden DTH'da artış yaşanması, Mayıs-Haziran aralığında döviz kurlarında ortaya çıkan gelişmelerden kaynaklanmıştır.

2006 yılı Temmuz ayından itibaren kurdaki düşüşe rağmen, mevsimsel etkiler ve tasarruf sahiplerinin risk algılamasındaki değişiklik sebebiyle hanehalkının döviz mevduatını bir miktar artırdığı görülmektedir.

Hanehalkının toplam varlıkları içerisinde düşük paya sahip olmasına rağmen en çarpıcı gelişme, emeklilik yatırım fonlarında yaşanan yüksek artıştır. 2005 yılı sonunda 1,2 milyar Yeni Türk Lirası olan emeklilik yatırım fonları toplam tutarı, 2006 Eylül ayı itibariyle yüzde 100'e yakın bir artışla 2,36 milyar Yeni Türk Lirasına yükselmiştir. Bireysel emeklilik sistemine olan bu ilginin uzun dönemde ekonomiye olumlu yansıtacağı düşünülmektedir.

Grafik I.3.3
TP-YP Yatırım Araçlarının Oranı¹



Kaynak: TCMB

¹ TP Araçlar = Mevduat + Repo + DİBS (gerçek kişi) + Katılım Fonları (YTL);

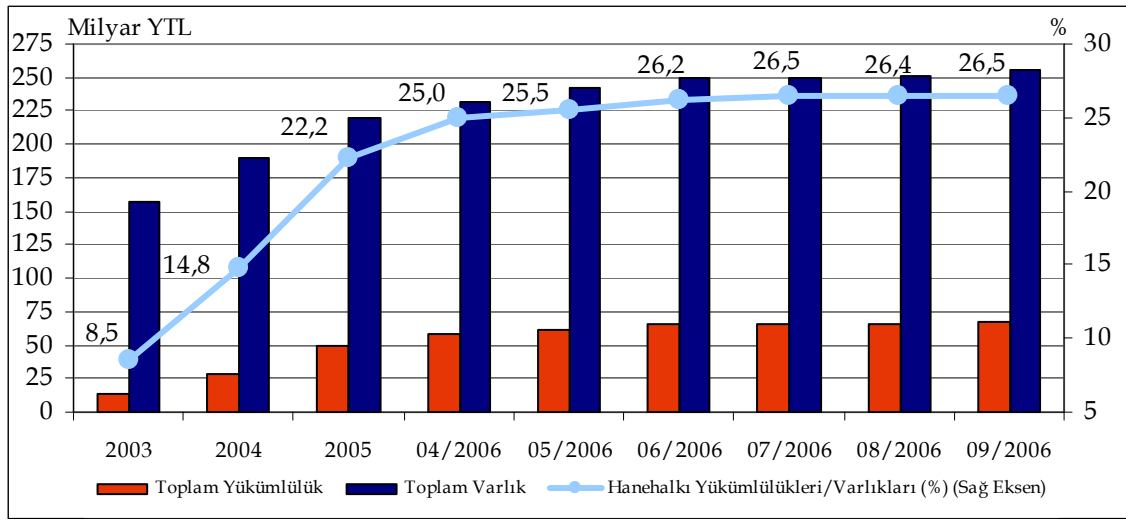
YP Araçlar = DTH + DİBS (gerçek kişi) + Eurobond (gerçek kişi) + Katılım Fonları (YP), (a) DTH cari TL karşılığı, (b) DTH için 31.12.2002 kuru sabit tutulmuştur, (c) DTH için 31.12.2002 kuru esas alınmış ve parite etkisinden arındırılmıştır.

Hanehalkının finansal varlıklarının TP-YP kompozisyonu incelendiğinde, 2005 yılı sonunda toplam Türk parası araçlar, cari kurlarla hesaplanan yabancı para araçların 2 katı olarak gerçekleşmiştir. 2006 Mayıs ayında bu oran Yeni Türk Lirasının değerinde

yaşanan düşüş sonucunda 1,94'e gerilemiş, Ekim ayında ise 1,87 olarak gerçekleşmiştir (Grafik I.3.3).

2002 yılından 2006 yılının ortalarına kadar döviz kurlarının belirli dönemler haricinde düşüş eğiliminde olması, tasarruflarını döviz olarak değerlendiren hanehalkının diğer yatırım araçlarına kıyasla ciddi bir getiri kaybıyla karşılaşmasına neden olmuştur. Bu kapsamda, dalgalı kur rejimi altında kurdaki düşüşlerin artışlar kadar olası olduğunun göz önünde bulundurulması ve yatırım tercihlerini belirlerken bu hususun da dikkate alınması gerekmektedir.

Grafik I.3.4
Hanehalkı Finansal Varlıklarının ve Yükümlülüklerinin Gelişimi¹



Kaynak: TCMB, SPK

¹ Hanehalkı Varlıkları = Tasarruf Mevduatı+Döviz Tevdiat Hesabı +Dolaşımdaki Para+DİBS+ Eurobond+Hisse Senetleri+Repo +Emeklilik Yatırım Fonları

Hanehalkı Yükümlülüğü, bankalar ve tüketici finansman şirketlerince kullanılan tüketici kredileri (TGA dahil) ile kredi kartı (TGA dahil) bakiyelerinden oluşmaktadır.

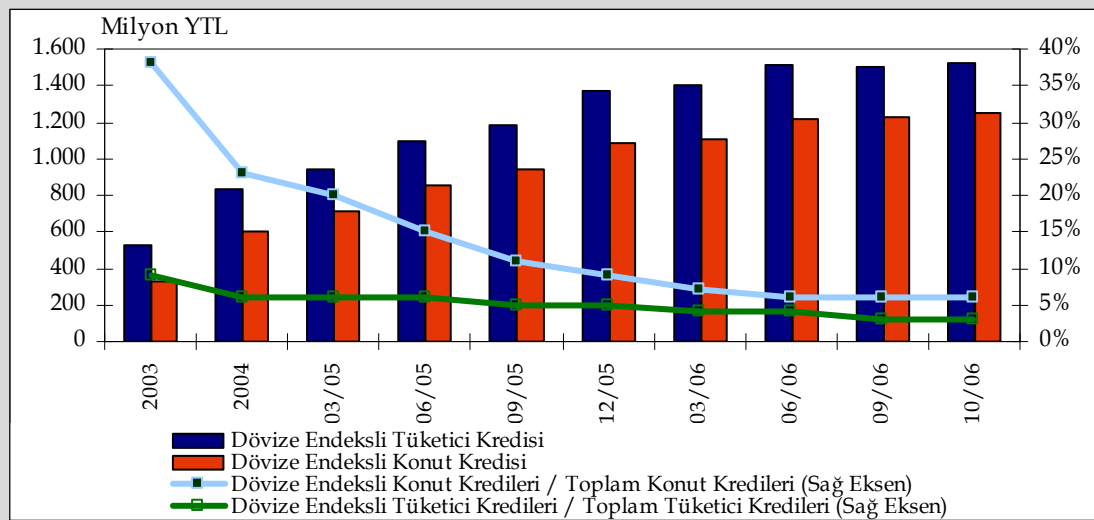
Bireysel kredi kullanımındaki artışa bağlı olarak, hanehalkı yükümlülüklerinin finansal varlıklarına oranı son yıllarda hızlı bir artış göstermiştir. 2005 yılı sonunda yüzde 22,2 olan bu oran, 2006 Haziran ayı itibariyle yüzde 26,2'ye yükselmiş, Temmuz ayından sonra ise yatay bir seyir izlemiştir (Grafik I.3.4).

Tablo I.3.5**Seçilmiş Ülkeler İtibariyle Hanehalkı Yükümlülüklerinin GSYİH'ye Oranı**

	Hanehalkı Yükümlülüğünün GSYİH'ye Oranı (%)		Konut Kredisi Hariç Hanehalkı Yükümlülüğünün GSYİH'ye Oranı (%)	
	2004	2005	2004	2005
Litvanya	8	13	2	4
Slovakya	10	13	3	4
Çek Cumhuriyeti	12	15	4	5
Estonya	21	30	4	5
Macaristan	15	17	6	7
Letonya	17	27	5	8
Malta	40	43	10	9
Polonya	14	15	10	10
Slovenya	12	16	10	11
İtalya	25	28	12	12
Yunanistan	31	36	11	12
Portekiz	64	68	14	14
İspanya	58	69	18	19
Euro Bölgesi	49	52	16	16
AB-25	57	61	17	17
Türkiye	6	10	6	7

Kaynak: ECB, TCMB

2005 yıl sonu itibariyle hanehalkı yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı ülkemizde yüzde 10 iken, Euro Bölgesinde yüzde 52 olarak gerçekleşmiştir. Konut kredileri hariç hanehalkı yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı ise ülkemizde yüzde 7 iken, Euro Bölgesinde yüzde 16 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre ülkemizde, hanehalkı yükümlülükleri hızlı bir şekilde yükselmekle birlikte, hanehalkı yükümlülüklerinin GSYİH'ye oranı hâlâ Euro Bölgesi ortalamasının oldukça altındadır (Tablo I.3.5).

Kutu I.3.2. Döviz Endeksli Kullanılan Brüt Tüketici Kredisi ve Konut Kredilerinin Gelişimi

Kaynak: TCMB

Döviz geliri elde etmeyen hanehalkının döviz cinsinden borçlanması, dalgalı kur sisteminde döviz kurunda görülebilecek artışlar nedeniyle, hanehalkının borç yükünü artırabilecektir.

Dövizle endeksli olarak kullanılan brüt tüketici kredisi ve konut kredilerinin gelişimi incelendiğinde; dövizle endeksli tüketici kredilerinin 2005 yılı sonunda 1.369 milyon Yeni Türk Lirası iken Ekim ayı itibarıyla yüzde 11 artışla, 1.519 milyon Yeni Türk Lirasına yükseldiği, bunun 1.249 milyon Yeni Türk Lirasının ise konut kredilerinden oluştuğu görülmüştür.

2005 yılı sonunda yüzde 4,8 olan toplam tüketici kredileri içinde dövizle endeksli kredilerin payının, 2006 Ekim ayı itibarıyla yüzde 3,5'e gerilediği görülmektedir. Dövizle endeksli tüketici kredisi içinde en önemli kalem olan dövizle endeksli konut kredilerinin toplam konut kredisi içindeki payı ise söz konusu dönemde yüzde 8,8'den yüzde 5,9'a gerilemiştir.

Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun gereğince, vade sonuna kadar tüketici kredisi faiz oranlarının değiştirilememesi nedeniyle, bireysel kredi kullanan tüketiciler faiz oranlarındaki artışlardan etkilenmemiştir. Ancak, faiz oranlarındaki artış hanehalkının yeni kredi kullanmasını sınırlandırmıştır.

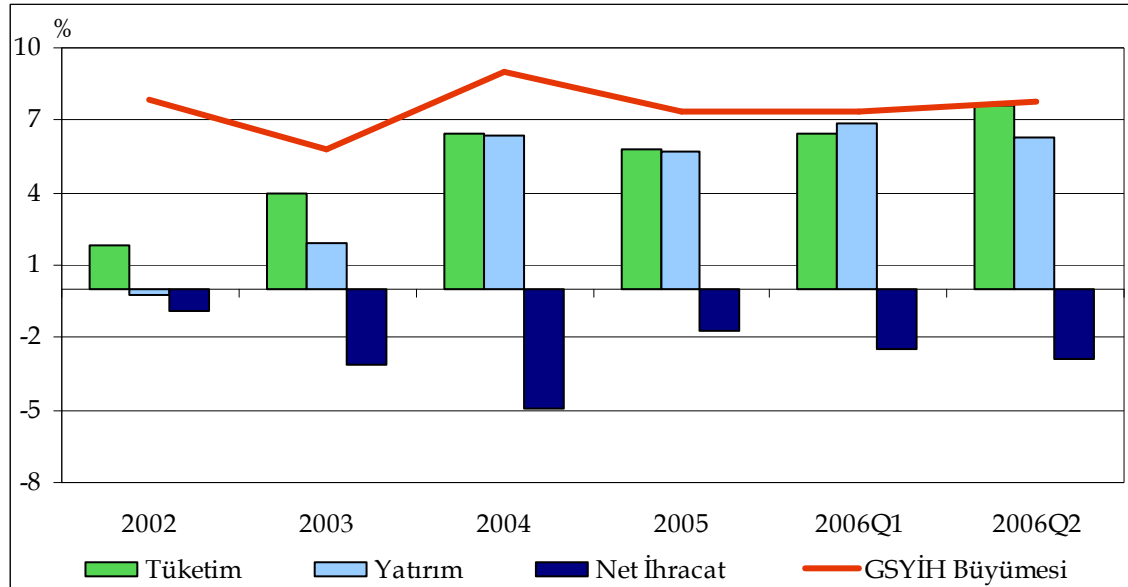
Sonuç olarak, Mayıs-Haziran dönemindeki dalgalanma neticesinde gerçekleşen kur ve faiz artışları hanehalkının büyük oranda kısa vadeli olan varlıklarının daha yüksek faiz oranları ile yeniden fiyatlandırılmasına olanak sağlamıştır. Dövizle endeksli krediler nedeniyle hanehalkı kur artışlarından olumsuz etkilenirken, büyük oranda Türk parası cinsinden sabit faizli olan tüketici kredileri bu etkiyi sınırlandırmıştır.

I.4.Reel Sektör

I.4.1.Genel Yapı

2006 yılının ilk yarısında büyümenin beklentilerin üzerinde gerçekleştiği ve ekonominin son 18 çeyrekte aralıksız büyümesini sürdürdüğü görülmektedir. Bununla birlikte, Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmanın etkisinin, yılın ikinci yarısında kur ve faiz gelişmelerine daha duyarlı olan dayanıklı tüketim malları talebi üzerinde belirgin olarak görülebileceği, ancak artan ihracatın iç talep kaynaklı bu yavaşlamayı sınırlandırabileceği düşünülmektedir.

Grafik I.4.1.1
Büyüme Hızı ve Büyümenin Kompozisyonu^{1,2}



Kaynak: TÜİK

¹ 2006 yılının ilk iki çeyreği yıllıklandırılmış verilerdir.

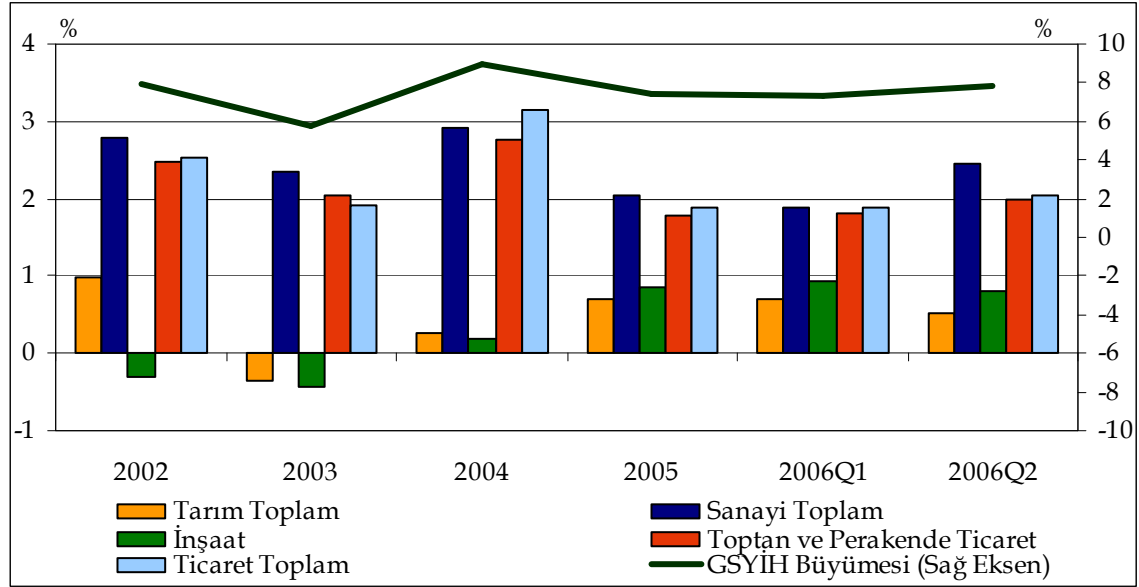
² Net İhracat= İhracat-İthalat

2006 yılı Haziran ayı itibariyle GSYİH yıllık bazda yüzde 7,8 büyümüştür. Talep bileşenleri açısından bakıldığında, 2006 yılının ikinci çeyreğinde tüketim harcamalarının yıllıklandırılmış artış oranı 2005 yılına göre yükselirken, yatırım harcamalarının artış oranının gerilediği dikkat çekmektedir (Grafik I.4.1.1).

GSYİH'nin harcamalar yönünden en büyük bileşeni olan özel nihai tüketim harcamalarının, piyasalarda yaşanan dalgalanmalardan 2006 yılının ilk yarısında etkilenmediği ve bu dönemdeki büyüme oranının yüksek gerçekleşmesinde belirleyici olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, 2005 yılında yüzde 2,4'lük reel artış gösteren kamu tüketim harcamalarının ilk altı ay için geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 13,5 oranında büyümesi dikkat çekicidir.

GSYİH'nin harcamalar yönünden diğer bileşeni olan yatırım harcamalarının kompozisyonu incelendiğinde, ilk çeyrekte görülen hızlı büyümenin, dalgalanmanın etkisiyle ikinci çeyrekte gerilediği görülmektedir. Nitekim 2006 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 30,4'lük artış gösteren özel sektör yatırım harcamaları artış hızı ikinci çeyrekte yüzde 14,8'e gerilemiştir. 2006 yılının ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 34,5'lik artış gösteren kamu sektörünün yatırım harcamaları ise ikinci çeyrekte yüzde 11,3 oranında azalmıştır. Yaşanan dalgalanmaların ardından finansman koşullarındaki olumsuzlukların da etkisiyle yatırımların yılın ikinci yarısında 2005 yılına kıyasla daha düşük oranda artacağı beklenmektedir.

Grafik I.4.1.2
Sektörlerin Büyüme Katkıları¹



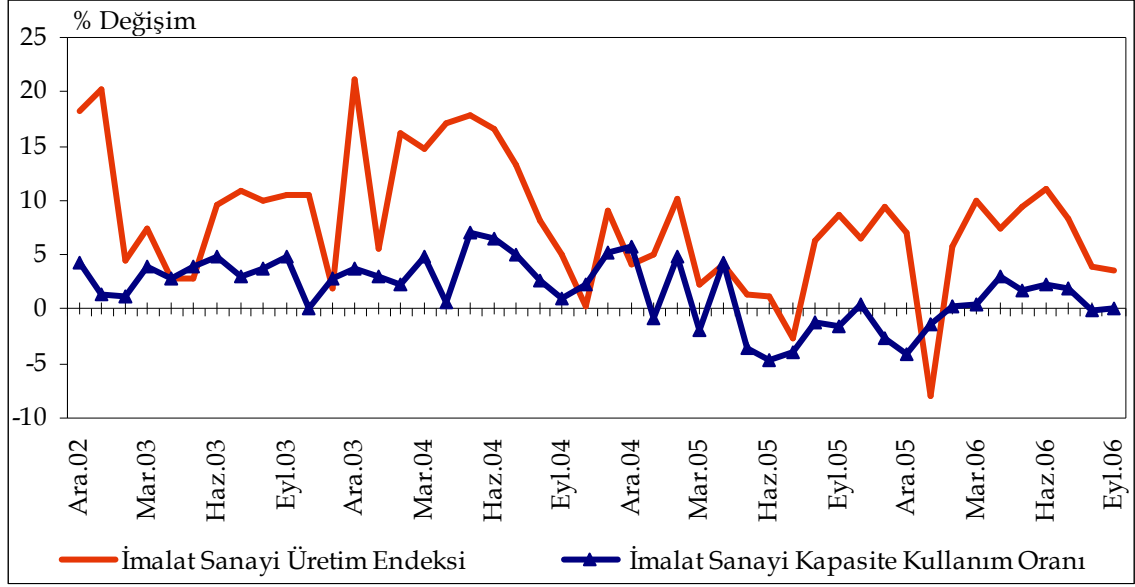
Kaynak: TÜİK

¹ 2006 yılının ilk çeyreği yıllıklandırılmış verilerdir.

GSYİH'nin bileşenleri üretim yönünden incelendiğinde, 2006 yılı ilk yarısında en büyük katkıyı sanayi ve ticaret sektörlerinin yaptığı görülmektedir (Grafik I.4.1.2). 2006 yılı ilk yarısında 2005 yılının aynı dönemine göre yüzde 19,3 oranında büyüyen inşaat sektörü 2005 yılında olduğu gibi büyümeyi sürükleyen sektörlerden biri olmakla birlikte, yaşanan son dalgalanma ile birlikte büyüme oranında düşüş yaşandığı görülmektedir.

2006 yılı ilk çeyreğinde, özellikle Ocak ayındaki olumsuz performansının etkisiyle büyüme katkısı düşük kalan sanayi sektörü ise ikinci çeyrekte yüzde 10,5 gibi yüksek bir artışla, inşaat sektörü ile birlikte ilk altı aylık büyümenin itici gücü olmuştur. Tarım sektörünün düşük olan katkısının yılın ikinci çeyreğinde daha da azaldığı görülmektedir.

Grafik I.4.1.3
İmalat Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı^{1,2}



Kaynak: TÜİK

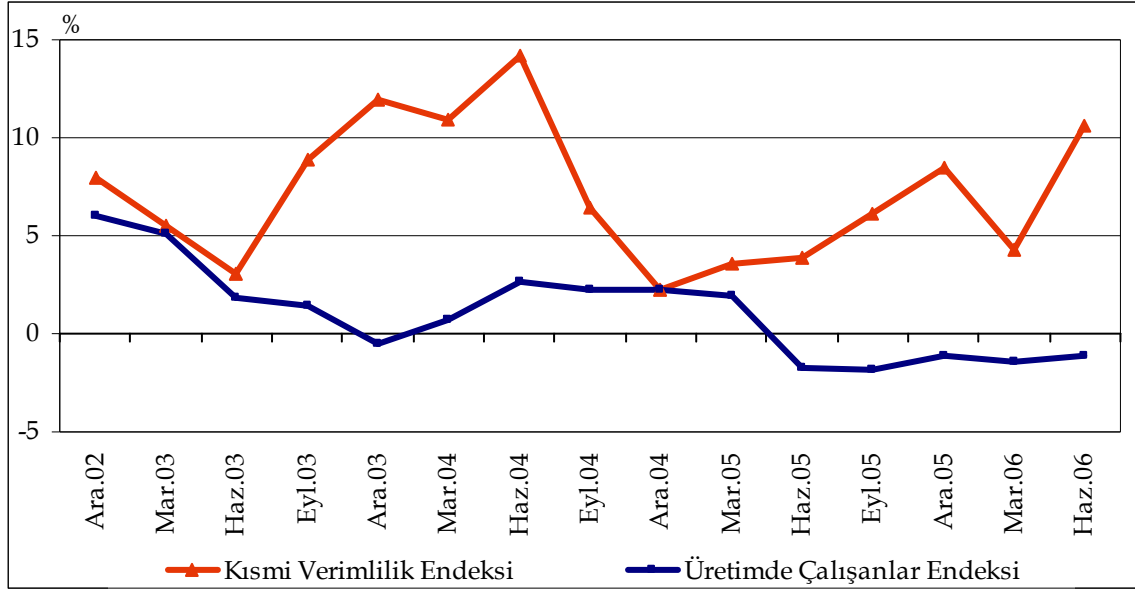
¹ Bir önceki yılın aynı ayına göre yıllık yüzde değişimi göstermektedir.

² Aylık sanayi üretim endeksi 1997=100

İmalat sanayi üretimi, 2006 yılına bir önceki yılın aynı dönemine göre üretim azalışıyla başlamış, ilerleyen aylarda ise artış göstermiştir (Grafik I.4.1.3). Nitekim, 2006 yılının ilk dokuz ayında imalat sanayi üretimindeki ortalama artış, önceki yılın aynı dönemine göre 2 puan yükselerek, yüzde 5,9 olmuştur. Ancak, Mayıs-Haziran aylarında mali piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından, imalat sanayi üretimi ve imalat sanayi kapasite kullanım oranındaki yıllık değişim Ağustos ayından itibaren düşüş eğilimine geçmiştir.

İmalat sanayi üretimi, 2006 yılı Eylül ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 3,5 büyürken, inşaat sektörüne ara girdi sağlayan metalik olmayan diğer maddeler sektöründe Haziran ayından sonra görülen üretim azalışının inşaat sektöründeki yavaşlamaya işaret ettiği düşünülmektedir. Ayrıca, yatırım talebine ilişkin olarak makina ve teçhizat ile elektrikli makina cihazları imalatında Haziran ayına kıyasla üretim azalışları görülmektedir.

Grafik I.4.1.4
İmalat Sektöründe Kısmi Verimlilik ve Üretimde Çalışanlar^{1,2}



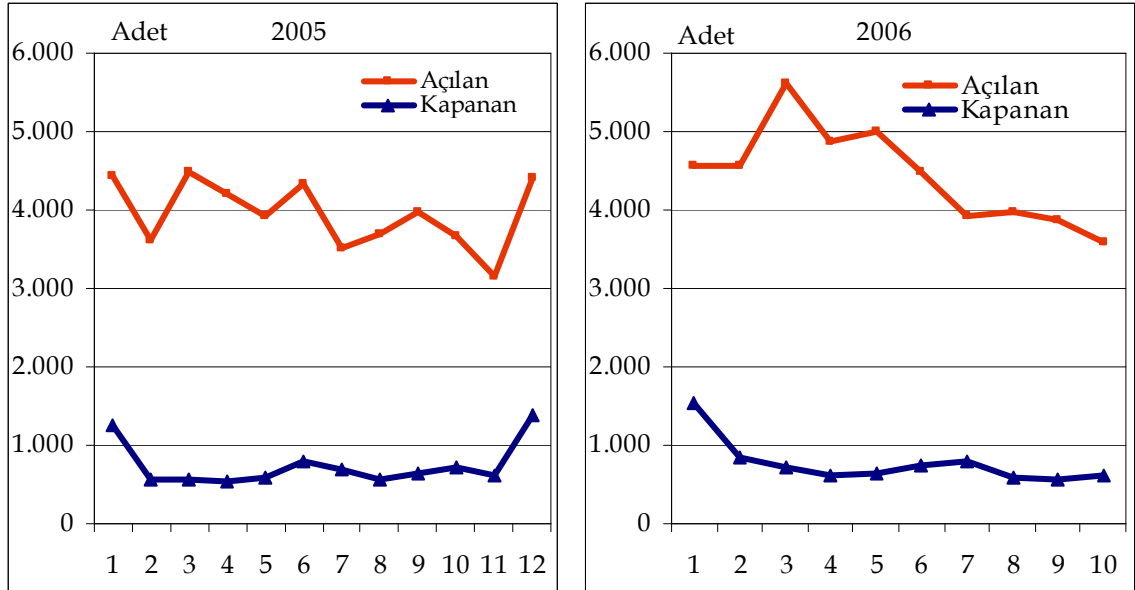
Kaynak: TÜİK

¹ Bir önceki yılın aynı ayına göre yıllık yüzde değişimi göstermektedir.

² 1997=100 endeksi kullanılmıştır.

İmalat sanayi üretiminde çalışan kişi başına kısmi verimlilik ve çalışan sayısı incelendiğinde; 2006 yılının ilk yarısında kısmi verimliliğin bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,6 oranında arttığı, imalat sanayi istihdamının ise yüzde 1,1 oranında azaldığı görülmektedir (Grafik I.4.1.4).

Grafik I.4.1.5
Açılan, Kapanan Şirket ve Kooperatif Sayıları



Kaynak: TÜİK

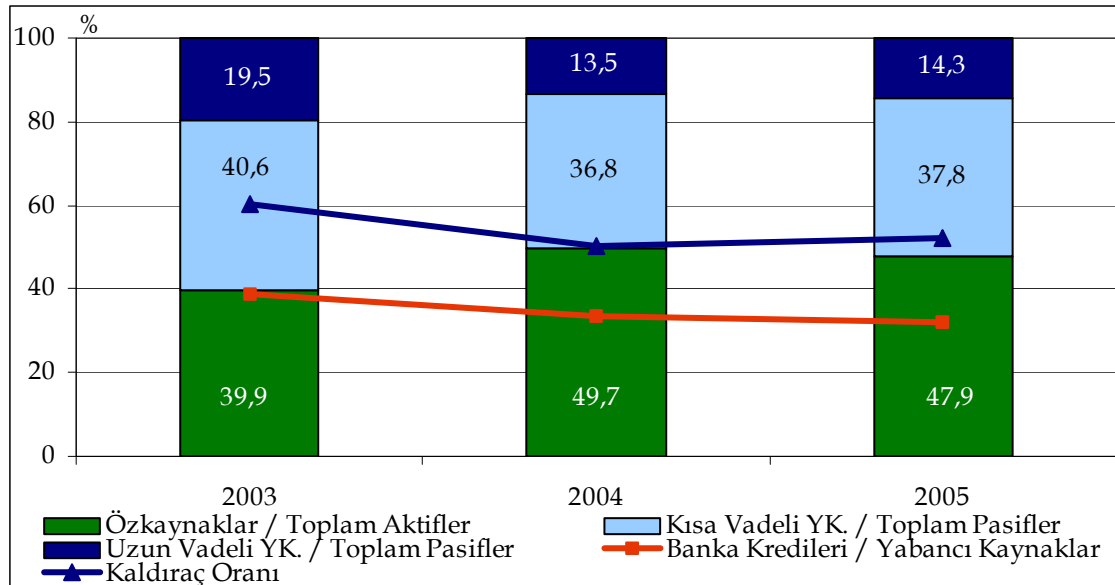
2005 yılının ilk on ayı itibariyle açılan firma sayısı 39.834 iken 2006 yılının aynı döneminde bu sayının 44.486 olduğu, 2005 yılının ilk on ayında 6.894 olan kapanan

şirket sayısının ise 7.655 olarak gerçekleştiği görülmektedir (Grafik I.4.1.5). 2006 yılında açılan/kapanan şirketlerin esas olarak toptan ve perakende ticaret, imalat sanayi, inşaat, gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri ile ulaştırma, depolama ve haberleşme sektörlerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

I.4.2.Reel Sektör Mali Analizi

Reel sektör mali analizi çalışmasında, Bankamız tarafından yayımlanan Sektör Bilançoları istatistikleri çerçevesinde 7.086 özel sektör firmasının mali tabloları kullanılmış olup, 2004 yılı verilerinin enflasyona göre düzeltilmiş olduğu hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

Grafik I.4.2.1
Seçilmiş Finansal Yapı Oranları



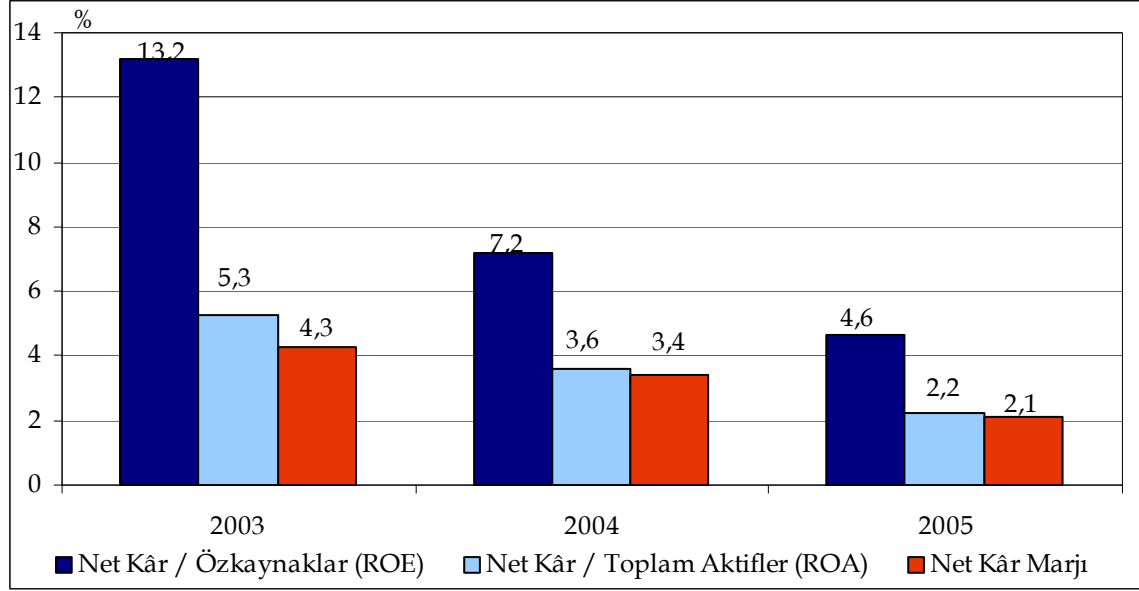
Kaynak: TCMB

2005 yılı sonu itibariyle varlıkların yüzde 47,9'u özkaynaklarla finanse edilmiştir (Grafik I.4.2.1). 2004 yılı ile karşılaştırıldığında görülen azalış, toplam aktiflerdeki artışın özkaynaklardaki artışın üzerinde gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır. Reel sektörün, halen yüksek olan özkaynak finansman oranları, firmalar açısından daha düşük risk primi ile kaynak sağlamaları açısından, bankacılık sektörü içinse firmaların borç geri ödeme kapasitesini yükseltmesi açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir.

Bununla birlikte, toplam yabancı kaynakların toplam aktiflere oranını gösteren finansal kaldıraç oranı 2005 yılında yüzde 52,1'e yükselmiştir (Grafik I.4.2.1). 2004 yılına kıyasla görülen yükseliş, kısa vadeli banka kredileri ile kısa ve uzun vadeli ticari borçlarda görülen artış sonucu toplam yabancı kaynaklardaki artışın oransal olarak toplam aktiflerdeki artıştan fazla olmasından kaynaklanmaktadır.

2005 yılında ticari borçlarda görülen hızlı artış banka kredilerinin yabancı kaynaklar içerisindeki payının yüzde 32,3'e gerilemesine neden olmuştur (Grafik I.4.2.1).

Grafik I.4.2.2 Kârlılık Oranları¹

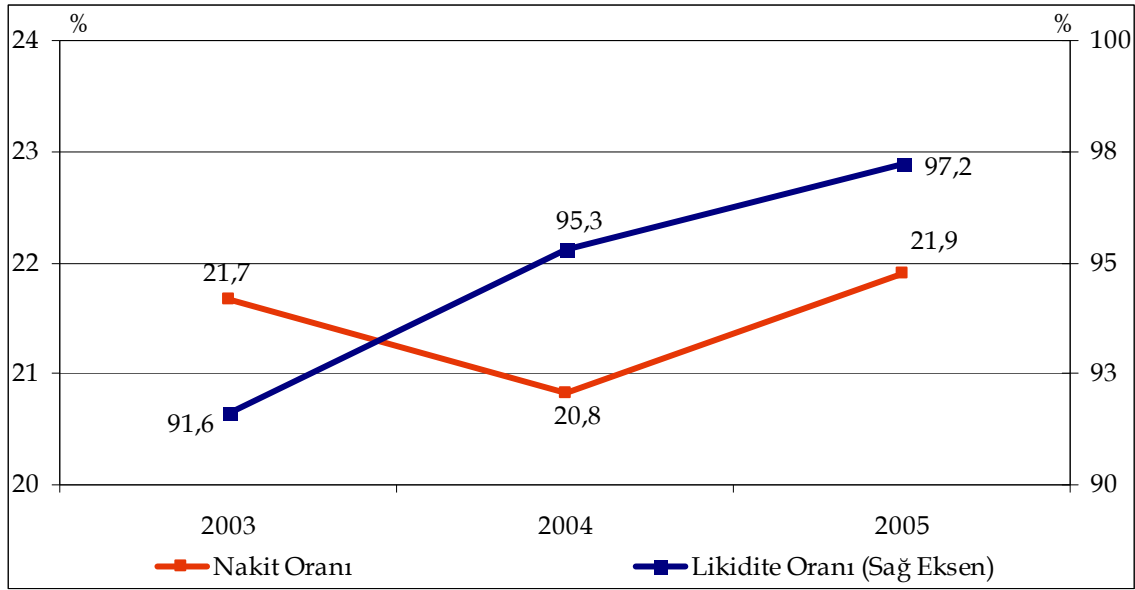


¹ Net Kâr Marjı = Net Kar (Zarar) / Net Satışlar

2005 yılında reel kesimin hem faaliyet hem de bilanço kârında (net kâr) düşüş görülmektedir. Faaliyet kârında görülen düşüş, net satışlardaki artışa rağmen satış maliyetlerinin yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Net satışlarda gerçekleşen artışa rağmen reel sektörün kârlılığında görülen gerileme, artan rekabet nedeniyle maliyet artışlarının fiyatlara fazlaca yansıtılmadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Bilanço kârında görülen düşüş ise finansman giderlerinde görülen azalışa rağmen, diğer faaliyetlerden olağan gelir ve kârlardaki azalıştan ve olağandışı gider ve zararlardaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Bu çerçevede kârlılık performansına ilişkin göstergeler incelendiğinde, seçilen tüm karlılık oranlarında 2004 yılına göre düşüş yaşandığı görülmektedir (Grafik I.4.2.2). İMKB'ye konsolide bazda mali tablo gönderen 88 firma verisi incelendiğinde, 2006 yılı ilk altı aylık döneminde de kârlılık göstergelerindeki düşüş eğiliminin devam ettiği gözlenmektedir.

Grafik I.4.2.3 Likidite Oranları^{1,2}



Kaynak: TCMB

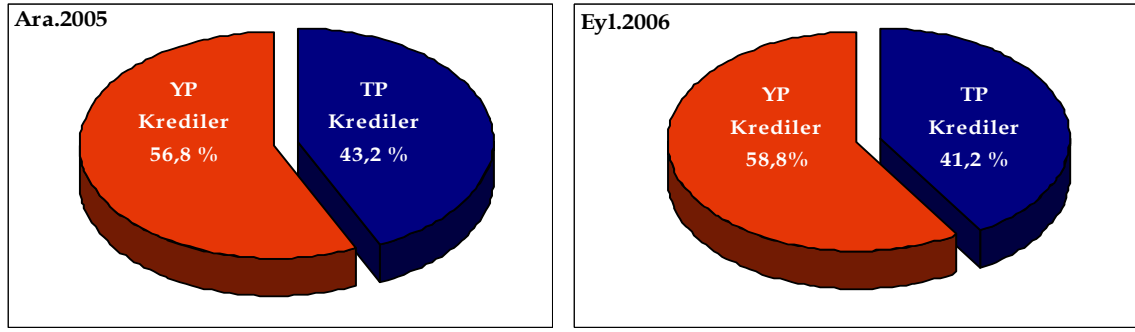
¹ Nakit Oranı = (Hazır Değerler + Menkul Değerler) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

² Likidite Oranı (Asit Test Oranı) = [Dönen Varlıklar - (Stoklar + Gelecek Aylara Ait Giderler + Diğer Dönen Varlıklar)] / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Kısa vadeli yükümlülükleri karşılayabilme gücünü gösteren likidite oranının 2004 yılında yüzde 95,3 iken, 2005 yılında yüzde 97,2'ye yükseldiği görülmektedir. Bir önceki yıl sonuna göre söz konusu oranda görülen artış, dönen varlıklardaki artışın kısa vadeli yabancı kaynaklardaki artıştan fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Firmaların işletme sermayelerini nasıl değerlendirdiklerini gösteren nakit oranı incelendiğinde ise bu oranın likidite oranına göre daha düşük kaldığı ve 2005 yılında yüzde 21,9 olarak gerçekleştiği görülmektedir (Grafik I.4.2.3).

Nakit oranı ile likidite oranındaki iyileşmeye rağmen, 2005 yılında reel sektörün alacak devir hızının 62,5 güne çıktığı görülmektedir. 2004 yılında 57,9 gün olan söz konusu oran, satışlardan doğan ticari alacakların tahsil hızında düşüşe işaret etmektedir. Benzer değerlendirme stok devir hızı için yapıldığında 2004 yılında 46 gün olan stokların satış ortalamasının 2005 yılında 49,3 güne yükseldiği görülmektedir. Söz konusu değişimlerde reel faizlerdeki düşüşün de etkisinin olabileceği düşünülmektedir.

Grafik I.4.2.4 Firmalarca Kullanılan Nakdi Kredilerin Dağılımı¹



Kaynak: TCMB

¹ Yabancı para krediler, dövizle endeksli kredileri de içermektedir.

Firmaların kullandığı dövizle endeksli krediler dahil yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payı 2005 yılı sonu itibariyle yüzde 56,8 iken, 2006 yılı Eylül ayında yüzde 58,8'e yükselmiştir (Grafik I.4.2.4).

Tablo I.4.2.1 Firmalarca Kullanılan Nakdi Kredilerin Dağılımı¹

SEKTÖRLER	Toplam Krediler (Milyon YTL)			YP Krediler / Toplam Krediler (%)		
	Ara. 04	Ara. 05	Eyl. 06	Ara. 04	Ara. 05	Eyl. 06
Elektrik Gaz ve Su Kaynakları	3,912	4,272	8,886	95.6	96.0	93.9
Nükl. Yakıt Raf. ve Petr. Ür. Kömür Ür.	1,819	2,293	3,997	78.4	70.5	85.4
Sav. ve Kamu Yön.,Zor. Sos.Güv. Kur.	1,347	2,013	1,585	49.3	45.7	81.5
Otel ve Restoranlar (Turizm)	2,020	3,315	5,005	81.8	77.6	78.3
Ulaşım Araçları San.	3,264	3,898	5,094	79.3	76.4	77.0
Metal Ana San ve İşlenmiş Mad. Ürt.	4,011	5,916	9,057	76.5	73.9	75.7
Emlak Kom., Kiralama ve İşletm. Faal.	2,507	3,502	4,737	78.5	73.6	75.3
Tekstil ve Tekstil Ürünleri San.	8,284	9,383	11,154	75.3	70.5	72.0
Finansal Aracılık ²	5,359	7,406	9,322	70.7	66.2	70.0
Kauçuk ve Plastik Ür. San.	1,247	1,672	2,552	67.3	64.5	62.3
Taşımacılık, Depolama ve Haberleşme	4,133	6,146	11,263	79.5	68.8	59.7
Elektrikli ve Optik Aletler San.	1,498	1,976	2,591	68.3	59.9	58.2
Diğer Metal Dışı Madenler San.	2,366	4,114	4,022	63.1	45.1	57.6
İnşaat	4,408	7,005	9,806	65.3	59.5	55.3
Kağıt Ham. ve Kağıt Ürnl. Basım San.	952	1,250	1,762	70.1	59.7	55.1
Enerji Üreten Madenlerin Çıkarılması	1,081	1,383	1,386	78.8	68.0	54.6
Kimya ve Kimya Ür. ile Sent. Lif San.	2,623	3,388	4,124	69.0	56.4	54.5
Diğer Toplumsal Sosyal ve Kişisel Hizm.	2,269	3,917	4,399	63.3	41.1	54.2
Başka Yerl. Sınıflandırılmamış İml San.	1,219	1,987	2,855	62.9	53.7	53.4
Gıda, Meşrubat ve Tütün San.	5,256	7,916	8,417	51.4	47.9	51.0
Makina ve Teçhizat San.	2,435	3,358	5,227	66.6	60.2	50.8
Topt., Per. Tic.Kom.Mtr. Araç Serv.Hiz.	11,384	20,679	36,043	43.8	38.2	42.8
Tarım, Avcılık, Ormancılık	3,827	5,093	6,771	22.3	19.5	14.1
Diğer	2,031	3,222	5,244	53.5	39.3	47.8
Toplam - Ortalama	79,252	115,106	165,299	64.9	56.8	58.8

Kaynak: TCMB

¹ Krediler, 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nun 44 üncü maddesi çerçevesinde bankalarca yapılan bildirimlerden derlenmiş olup, kredi limit veya riskleri toplamı 10 bin YTL'nin (dahil), üzerinde olan gerçek ve tüzel kişilere, bankalarca kullanılan kredileri (firmaların bankalar aracılığıyla yurt dışından sağladıkları krediler dahil) içermektedir. Faiz tahakkuk ve reeskontları dahil, tasfiye olunacak alacaklar ve gayri nakdi krediler hariçtir. Bu nedenle bilanço esaslı analizlerde kullanılan kredi rakamlarından farklılık arz etmektedir.

² Bankalar hariçtir.

Firmalarca kullanılan yabancı para kredilerin toplam krediler içindeki payı 2006 yılı Eylül ayı itibariyle bir önceki yıl sonuna göre artış göstermekle birlikte, “Elektrik, Gaz ve Su Kaynakları”, “Taşımacılık, Depolama ve Haberleşme”, “İnşaat” ile “Makina ve Teçhizat Sanayi” sektörlerindeki yabancı kredilerin payındaki azalış dikkat çekmektedir (Tablo I.4.2.1).

Tablo I.4.2.2
Sektörlerce Gerçekleştirilen İhracatın Toplam İhracat İçindeki Payı¹

SEKTÖRLER	İhracat (Milyon ABD doları)			Sektör İhracatlarının Toplam İhracat İçindeki Payı (%)		
	Ara. 04	Ara. 05	Eyl. 06 ²	Ara. 04	Ara. 05	Eyl. 06 ²
Tarım ve Ormancılık	2,542	3,329	3,484	4.0	4.5	4.3
Balıkçılık	103	140	115	0.2	0.2	0.1
Madencilik ve Taşocakçılığı	649	810	1,040	1.0	1.1	1.3
İmalat	59,579	68,813	75,564	94.3	93.7	93.7
Gıda Ürünleri ve İçecek	3,349	4,272	4,329	5.3	5.8	5.4
Tütün Ürünleri	78	122	153	0.1	0.2	0.2
Tekstil Ürünleri	7,998	8,743	8,939	12.7	11.9	11.1
Giyim Eşyası	9,340	9,925	9,855	14.8	13.5	12.2
Deri, Bavul, El Çantası, Saraciye ve Ayak.	328	370	412	0.5	0.5	0.5
Ağaç ve Mantar Ürünleri (Mobily. Hariç)	204	250	287	0.3	0.3	0.4
Kağıt ve Kağıt Ürünleri	457	559	562	0.7	0.8	0.7
Basım ve Yayımlar; Plak, Kaset Vb.	82	105	97	0.1	0.1	0.1
Kok Köm., Raf. Edil.Petr. Ür.ve Nük Yak.	1,364	2,519	3,269	2.2	3.4	4.1
Kimyasal Madde ve Ürünler	2,556	2,818	3,247	4.0	3.8	4.0
Plastik ve Kauçuk Ürünleri	1,959	2,486	2,783	3.1	3.4	3.4
Metalik Olmayan Diğer Mineral Ürünler	2,317	2,687	2,697	3.7	3.7	3.3
Ana Metal Sanayi	6,816	6,888	8,531	10.8	9.4	10.6
Metal Eşya San. (Mak. ve Teçh. Hariç)	2,200	2,685	3,053	3.5	3.7	3.8
Başka Yerde Sınıflanma. Mak. ve Teçh.	3,913	4,865	5,549	6.2	6.6	6.9
Büro, Muhasebe ve Bilgi İşleme Mak.	52	70	83	0.1	0.1	0.1
Başka Y. Sınıflan. Elek.Mak.ve Cihazlar	1,576	1,933	2,422	2.5	2.6	3.0
Radyo, TV, Haber. Teçh. ve Cihazları	2,883	3,150	3,230	4.6	4.3	4.0
Tıbbi Aletler; Hassas Optik Alet. ve Saat	173	198	220	0.3	0.3	0.3
Motorlu Kara Taşıtı ve Römorklar	8,813	10,226	11,709	14.0	13.9	14.5
Diğer Ulaşım Araçları	1,349	1,707	2,053	2.1	2.3	2.5
Mob. ve Başka Yerde Sınıfl. Diğ. Ür.	1,771	2,238	2,088	2.8	3.0	2.6
Toptan ve Parakende Ticaret	231	280	352	0.4	0.4	0.4
Diğer	63	105	103	0.1	0.1	0.1
TOPLAM İHRACAT	63,167	73,476	80,658	100.0	100.0	100.0

Kaynak: TÜİK

¹ Bavul ticareti hariçtir.

² Ekim 2005-Eylül 2006 dönemini ifade etmektedir.

Kredi kullandırımında esas alınan sektörlerle bire bir örtüşmemesine rağmen, yabancı para kredileri artış eğiliminde olan sektörlerin önemli bir kısmının ihracatçı ya da döviz kazandırıcı faaliyetlerde bulunan dışa dönük sektörler olduğu görülmektedir.

Bu itibarla, döviz kazandırıcı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların kur riskini daha kolay yönetebileceği söylenebilir. Döviz geliri sağlamayan ancak, döviz kredisi kullanan reel sektör firmaları için ise pozisyon açığı önemli bir risk unsuru olabilecektir (Tablo I.4.2.1 ve I.4.2.2).

I.4.3 Firmaların Yabancı Para Pozisyonu

Türkiye’de faaliyette bulunan firmaların mali tabloları Türk parası ve yabancı para ayrımı yapılmaksızın toplam Türk parası tutarı üzerinden düzenlendiğinden, firmaların yabancı para pozisyonları bilançolar üzerinden hesaplanamamaktadır.

Ancak, firmaların kur riski hakkında genel bir fikir edinilmesi amacıyla, bankaların Bankamıza yaptığı çeşitli istatistiki raporlamalar ve ödemeler dengesi raporlamaları ile T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı ve Uluslararası Ödemeler Bankası’nın (BIS) “Locational Banking Statistics” veri tabanından derlenen bilgilerden yararlanılarak hanehalkı ve bankalar dışında kalan kesimin yabancı para pozisyonu yaklaşık olarak hesaplanabilmektedir.

Diğer yandan, hisse senetleri İMKB’de işlem gören mali kesim dışındaki firmaların kamuya açıklanan mali tablolarına ilişkin dipnotlardaki bilgilerden yararlanılarak, yabancı para pozisyonları hesaplanmış ve reel sektör içinde önemli bir paya sahip olan bu firmaların taşıdıkları kur riski ve Türk bankacılık sektöründeki nakdi kredi riskleri incelenmiştir.

Yapılan analiz ve değerlendirmelerde reel sektör firmalarının kur riski makro bakış açısıyla ele alınmıştır. Bu nedenle, bazı firmaların açık pozisyon, bazı firmaların da fazla pozisyon taşıdığı dikkate alındığında, reel sektörün kur riskine karşı kırılganlığının ancak firma bazında yapılacak analizlerle değerlendirilmesi gerektiği hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

1.4.3.1 Banka Dışı Kesimin Yabancı Para Pozisyonu

Tablo 1.4.3.1.1

Banka Dışı Kesimin Döviz Varlık ve Yükümlülükleri

(Milyon ABD Doları)	Ara.05	Mar.06	Haz.06	Eyl.06	Değişim Haz.06- 2005 (%)	Değişim Eyl. 06- Haz.06 (%)
VARLIKLAR	49.633	52.960	53.744	55.011	8,3	2,4
A. Mevduat	34.170	37.115	37.446	38.616	9,6	3,1
-Yurt İçi ⁽¹⁾	15.916	17.929	17.486	18.656	9,9	6,7
-Yurt Dışı	18.254	19.186	19.960	19.960	9,3	0,0
B. Menkul Kıymetler	1.686	1.661	1.533	1.597	-9,1	4,2
-Yurt İçi	261	268	168	207	-35,6	23,2
-Yurt Dışı	1.425	1.393	1.365	1.390	-4,2	1,8
C. İhracat Alacakları	6.721	7.075	7.641	7.320	13,7	-4,2
D. Y. Dışına Doğr. Serm. Yatırımları	7.056	7.109	7.124	7.478	1,0	5,0
YÜKÜMLÜLÜKLER	78.475	88.309	96.659	98.433	23,2	1,8
A. Nakdi Krediler	62.168	72.774	79.161	81.464	27,3	2,9
-Yurt İçi ^(1,2)	21.680	22.843	25.066	24.893	15,6	-0,7
-Yurt Dışı	40.488	49.931	54.095	56.571	33,6	4,6
Orta ve Uzun Vadeli ⁽³⁾	39.300	48.691	52.814	55.146	34,4	4,4
B. İthalat Borçları	10.674	10.946	12.783	12.634	19,8	-1,2
C. TMSF'ce Protokole Bağl. Alacaklar	5.633	4.589	4.715	4.335	-16,3	-8,1
NET POZİSYON	-28.842	-35.349	-42.915	-43.422	48,8	1,2

Kaynak: BDDK-TCMB, TÜİK, HM, TMSF, BIS

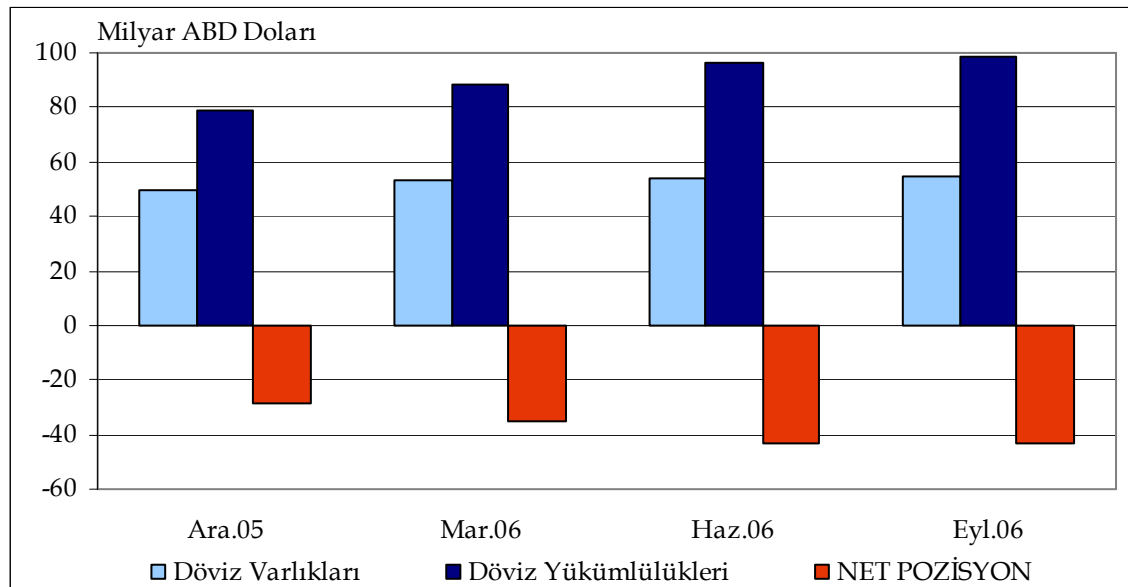
¹ Katılım bankalarının katılım fonları ve kullandırılan fonları dahildir.

² Döviz Endeksli Krediler dahildir.

³ Eylül 2006 verisi için, Haziran 2006 stok değerine Temmuz, Ağustos ve Eylül 2006 net akım değerleri eklenmiştir. Kur farkları dikkate alınmamıştır.

Grafik I.4.3.1.1

Banka Dışı Kesimin Yabancı Para Pozisyonunun Gelişimi

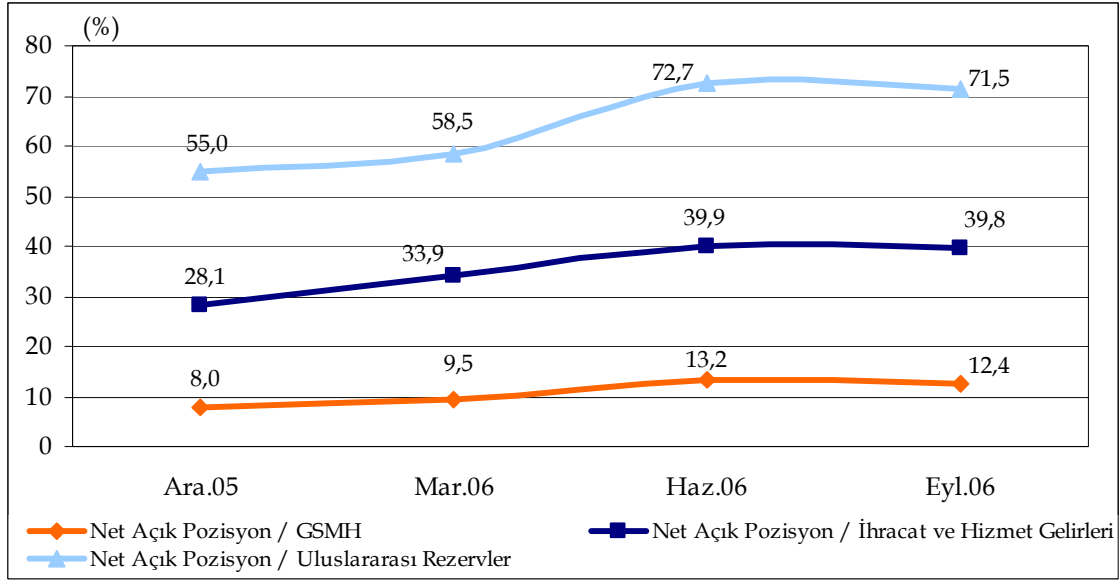


Kaynak: BDDK-TCMB, TÜİK, HM, TMSF, BIS

Banka dışı kesimin net pozisyon açığı 2005 yılı sonuna göre yüzde 49 artışla 2006 yılı Haziran ayı itibariyle 43 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bu gelişmede, yurt dışından sağlanan nakdi krediler ile ithalat borçlarındaki artış belirleyici olmuştur. Net pozisyon açığının artış hızı Haziran ayından itibaren yavaşlamış ve Eylül ayında 43,4 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir (Tablo I.4.3.1.1, Grafik I.4.3.1.1).

Grafik I.4.3.1.2

Banka Dışı Kesimin Yabancı Para Pozisyonuna İlişkin Oranlar^{1,2}



Kaynak: BDDK-TCMB, TÜİK, HM, TMSF, BIS

¹ GSMH ve ihracat ve hizmet gelirleri yıllıklandırılmış, uluslararası rezervler ise dönem sonu stok verilerdir. Eylül ayı için Haziran ayı GSMH değeri esas alınmıştır.

² Uluslararası rezervler, Merkez Bankası brüt döviz rezervleridir (altın dahil).

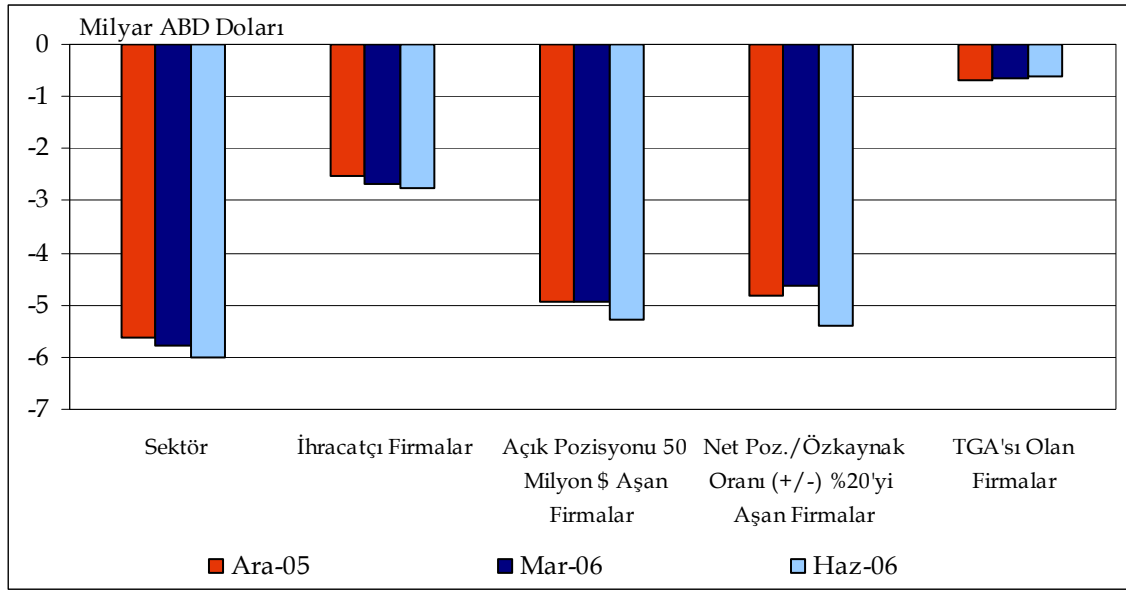
Banka dışı kesimin açık pozisyonunun GSMH'ye, ihracata ve uluslararası rezervlere oranı, 2006 yılının ilk altı ayında hızla artmış, Eylül ayında ise bir miktar düşüş göstermiştir (Grafik I.4.3.1.2).

I.4.3.2 İMKB'de İşlem Gören Mali Kesim Dışındaki Firmaların Yabancı Para Pozisyonu

Bu bölümde, hisse senetleri İMKB'de işlem gören mali kesim dışındaki firmaların yabancı para pozisyonları ve bankacılık sektörüne olan kredi borçları incelenmiştir. İncelemede, İMKB tarafından mali tabloları yayımlanan firmalardan, yabancı para pozisyonunu bilanço dipnotlarında açıklayan ve konsolide finansal tablolarında mali kuruluş bulunmayan 158 firmanın verileri esas alınmıştır.

Grafik I.4.3.2.1

İMKB Firmalarının Net Yabancı Para Pozisyonlarının Gelişimi ¹



Kaynak: İMKB

¹ Toplam satışları içinde yurt dışı satışları yüzde 30 ve daha fazla olan firmalar, ihracatçı firma kabul edilmiştir.

İncelenen firmaların net pozisyon açığı 2006 yılında artış eğiliminde olmuş ve 2005 yılı sonunda 5.6 milyar ABD doları olan pozisyon açığı, 2006 yılı Haziran ayında 6 milyar ABD dolarına yükselmiştir (Grafik 1.4.3.2.1). Diğer yandan, söz konusu açığın 3,3 milyar ABD doları tutarındaki kısmı ihracatçı olmayan firmalara ait olduğundan, bu firmaların kur riskini yönetmeleri büyük önem kazanmaktadır.

Tablo 1.4.3.2.1

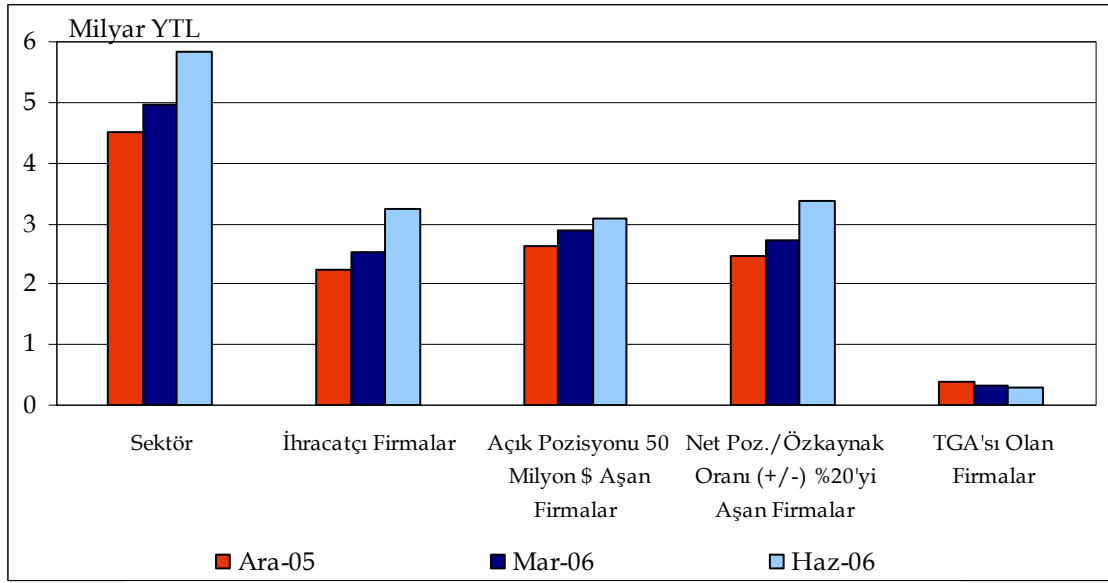
İMKB Firmalarının Yabancı Para Pozisyonlarının Dağılımı

(Milyon ABD Doları)	Ara.05		Mar.06		Haz.06	
	Firma sayısı	Pozisyon Tutarı	Firma sayısı	Pozisyon Tutarı	Firma sayısı	Pozisyon Tutarı
Açık Pozisyon Taşıyan Firmalar	112	- 6.269	112	- 6.237	117	- 6.585
- İhracatçı Olmayan Firmalar	66	- 3.410	66	-3.379	68	-3.609
Fazla Pozisyon Taşıyan Firmalar	46	651	46	449	41	563
- İhracatçı Olmayan Firmalar	31	302	31	251	29	331

2006 Haziran ayı itibariyle inceleme kapsamındaki 158 firmanın 117'si açık pozisyon taşımaktadır. Bu firmaların açık pozisyonunun yüzde 55'i ihracatçı olmayan firmalara aittir (Tablo 1.4.3.2.1).

Grafik I.4.3.2.2

İMKB Firmalarının Kullandıkları Nakdi Kredilerin Gelişimi (TGA dahil)¹



Kaynak:TCMB

¹ Risk Merkezi kayıtlarına göre, firmaların yurt içi bankalardan doğrudan ya da bu bankaların garantisi veya aracılığıyla yurt dışından kullandıkları nakdi kredilerdir.

İnceleme kapsamındaki firmaların kredilerinde 2006 yılında artış eğilimi görülmekle birlikte, bu kredilerin önemli kısmının yabancı para kredilerden oluştuğu dikkate alındığında, bu artışta döviz kurlarındaki yükselişin belirleyici olduğu gözlenmektedir (Grafik 1.4.3.2.2).

Tablo I.4.3.2.2

İMKB Firmalarının Net Pozisyonları ve Kullandıkları Nakdi Krediler

Haziran 2006	Firma Sayısı	Net Pozisyon (Milyon ABD Doları)	Net Pozisyon/Özkaynaklar (%)	Bankalardaki Kredi Tutarı-Net (Milyon YTL)
Toplam	158	-6.022	-26,49	5.751
İhracatçı Firmalar Toplamı	61	-2.743	-35,16	3.196
Açık Pozisyonu 50 Milyon ABD Dolarını Aşan Firmalar Toplamı	25	-5.277	-40,81	3.066
Net Pozisyon/Özkaynak Oranı (+/-) Yüzde 20'yi Aşan Firmalar Toplamı	90	-5.378	-56,98	3.279
TGA'sı Bulunan Firmalar	15	-619	268,91	215

Kaynak: İMKB-TCMB

İncelenen firmaların canlı kredilerinin toplamı 2006 yılı Haziran ayında 5,8 milyar Yeni Türk Lirasıdır. Net Pozisyon/Özkaynak oranı yüzde 20'nin üzerinde olan 90 firmanın toplam canlı kredileri ise 3,3 milyar Yeni Türk Lirasıdır (Tablo 1.4.3.2.2).

Açık pozisyon taşıyan firmaların, döviz kurlarındaki ani hareketler nedeniyle karşı karşıya kalabilecekleri kur riskinden korunmak amacıyla, İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası olanaklarını da dikkate alarak türev finansal araçları etkin bir şekilde kullanmaları önem kazanmaktadır. Bankalar açısından bakıldığında ise özellikle yüksek

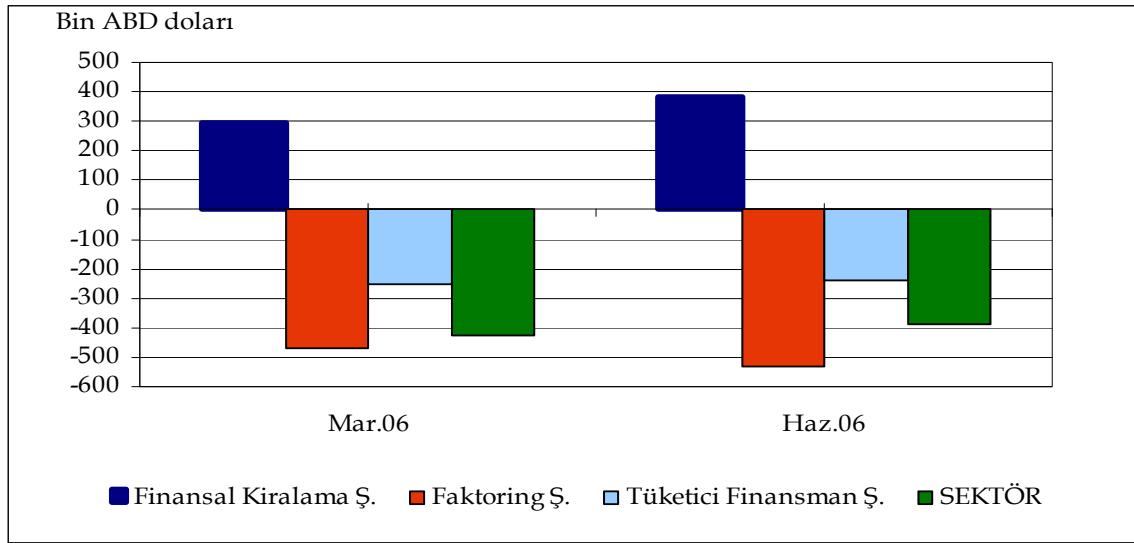
pozisyon açığı taşıyan ve döviz geliri olmayan firmalara kredi kullanılırken daha ihtiyatlı bir yaklaşım benimsenmesi gerekli görülmektedir.

1.4.3.3 Banka Dışı Mali Kesimin Yabancı Para Pozisyonu

Bu bölümde, Türk finans sektörü içinde yüzde 3,2 paya sahip olan ve faaliyetleri itibariyle reel sektör ve bankacılık sektörü ile yakın ilişki içinde bulunan finansal kiralama, faktoring ve tüketici finansman şirketlerinin yabancı para bilanço içi pozisyonu incelenmiştir.

Grafik 1.4.3.1

Banka Dışı Mali Kesimin Yabancı Para Bilanço İçi Pozisyonunun Gelişimi



Kaynak: BDDK

Banka dışı mali kesimin yabancı para bilanço içi pozisyon açığı, 2006 yılı Mart ayında 429 milyon ABD doları iken, piyasalarda yaşanan dalgalanma sonrasında 37 milyon ABD doları azalarak, Haziran ayında 392 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir (Grafik 1.4.3.3.1).

Banka dışı mali kesimin yabancı para bilanço içi pozisyonu, finansal kiralama şirketlerinin pozisyon fazlasına rağmen, faktoring ve tüketici finansman şirketlerinin pozisyon açıkları nedeniyle açık seyretmektedir.

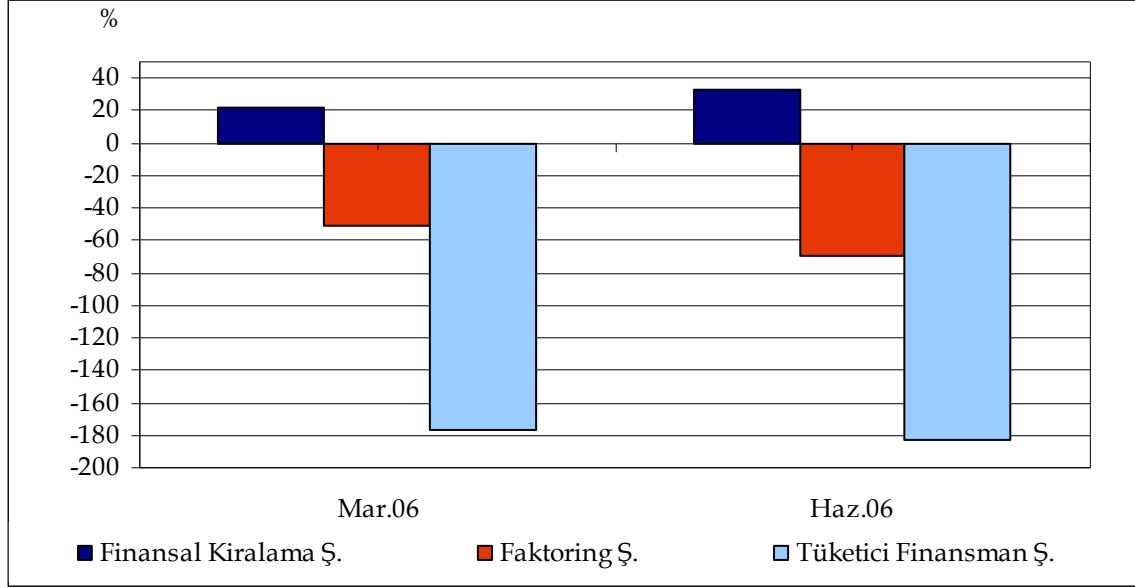
Faktoring şirketleri ve tüketici finansman şirketlerinin bilanço içi pozisyonlarının açık olmasında, yabancı para cinsinden mali borçlar kaleminin yüksekliği belirleyici olmuştur. Nitekim, faktoring şirketlerinin yabancı para cinsinden mali borçları, aktifteki ihracat ve ithalat faktoring alacaklarından daha yüksektir. Bu durum söz konusu şirketlerin, Türk parası cinsinden işlemlerini yabancı para cinsinden kaynaklarla finanse ettiğini göstermektedir.

Benzer şekilde, tüketici finansman şirketlerinin yabancı para cinsinden mali borçlarının, kullandıkları yabancı para kredilerden daha yüksek olması nedeniyle bilanço içi pozisyonları açıktır.

Finansal kiralama şirketlerinin bilanço içi pozisyonu, finansal kiralama alacaklarının önemli kısmının yabancı para cinsinden olması nedeniyle Haziran 2006 itibariyle 381 milyon ABD doları fazla vermektedir (Grafik 1.4.3.3.1).

Grafik 1.4.3.3.2

Banka Dışı Mali Kesimin Bilanço İçi Pozisyon / Özkaynak Oranının Gelişimi



Kaynak: BDDK

Faktoring şirketlerinin yabancı para bilanço içi pozisyon açığı / özkaynak oranı 2006 yılı Mart ayı itibariyle yüzde 51 iken, Haziran ayı itibariyle yüzde 69'a yükselmiştir. Tüketici finansman şirketlerinin oldukça yüksek olan yabancı para bilanço içi pozisyon açığı / özkaynak oranı ise Haziran ayında yüzde 183 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 1.4.3.3.2).

I.5.Dış Alem Gelişimi

Tablo I.5.1
Ödemeler Dengesi

(Milyar ABD Doları)	2003	2004	2005	Haz.06 ¹	Eyl.06 ¹
CARİ İŞLEMLER HESABI	-8,0	-15,6	-23,2	-29,1	-32,6
Dış Ticaret Dengesi	-14,0	-23,9	-32,9	-38,6	-40,7
İhracat (f.o.b) (Altın dahil)	51,2	67,0	76,9	81,6	84,9
İthalat (f.o.b) (Altın dahil)	-65,2	-90,9	-109,9	-116,9	-125,6
Karşılama Oranı (%)	79	74	70	70	68
Hizmetler Dengesi	10,5	12,8	14,0	13,6	12,4
Yatırım Geliri Dengesi	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-6,0
Cari Transferler	1,0	1,1	1,5	1,5	1,6
SERMAYE VE FİNANS HESABI	3,1	13,4	20,9	29,4	33,7
Doğrudan Yatırımlar	1,3	2,0	8,7	16,8	18,1
Portföy Yatırımları	2,5	8,0	13,4	5,6	8,1
Diğer Yatırımlar	3,4	4,2	16,6	22,3	21,8
Rezerv Varlıklar	-4,0	-0,8	-17,8	-15,3	-14,2
NET HATA VE NOKSAN	4,9	2,2	2,2	-0,3	-1,1

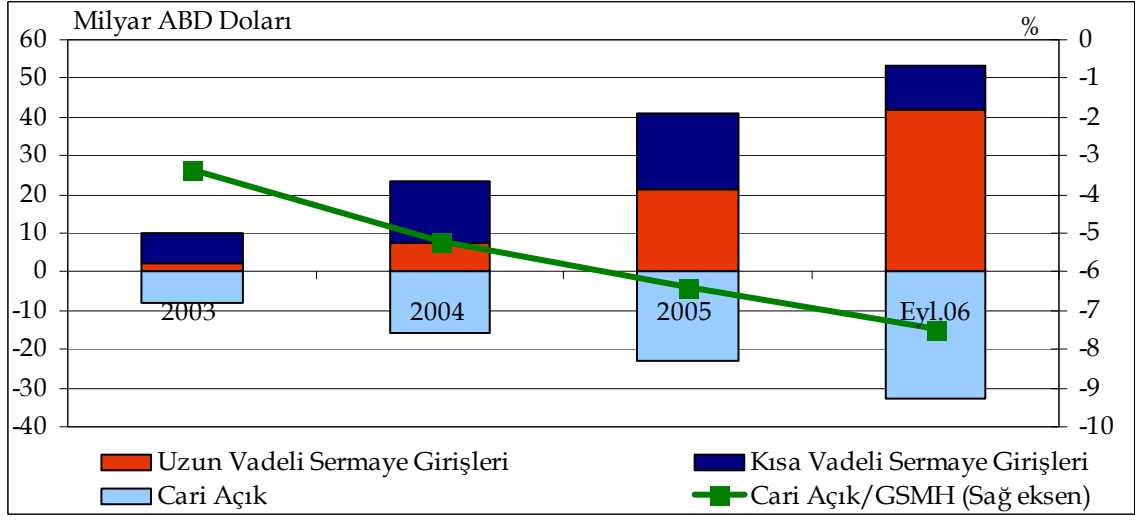
Kaynak: TCMB

¹ 2006 yılı Haziran ve Eylül ayına ilişkin veriler yıllıklandırılmıştır.

2006 yılının ikinci çeyreğinde gerçekleşen dalgalanmaya rağmen cari işlemler açığı artmaya devam etmiş ve 2006 yılı Eylül ayı itibariyle 12 aylık toplam cari işlemler açığı 32,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılı Eylül ayı itibariyle ihracat 2005 yıl sonuna göre yıllık yüzde 10,4 oranında artmıştır. Diğer taraftan, küresel dalgalanmayı takip eden dönemde Yeni Türk Lirasının güçlü konumunu yeniden kazanması, artan sanayi üretiminin ara malı ithalatına olan bağımlılığı ve düşme eğiliminde olsa da enerji fiyatlarındaki yüksek seviye nedenleriyle, 2005 yıl sonuna göre ithalatın artış hızı yıllık yüzde 14,3 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak, ihracatın ithalatı karşılama oranı 2006 yılı Eylül ayı itibariyle yüzde 68'e gerilemiştir.

Cari açığın finansman yapısı incelendiğinde, doğrudan yatırımlar ile özel sektör ve bankaların kullandığı kredilerden meydana gelen diğer yatırımlarda artışın sürdüğü görülmektedir (Tablo I.5.1).

Grafik I.5.1
Cari Açık ve Sermaye Girişleri ^{1,2,3}



Kaynak: TCMB

¹ Yıllıklandırılmış veriler kullanılmıştır. Cari Açık/GSMH oranı Haziran 2006 itibariyledir.

² Uzun vadeli sermaye girişleri; doğrudan yatırımlardan, genel hükümetin ve bankaların borç senetleri yükümlülüklerinden, uzun vadeli nakit kredilerden, uzun vadeli ticari kredilerden ve TCMB'deki uzun vadeli mevduatların toplamından oluşmaktadır.

³ Kısa vadeli sermaye girişleri; hisse senetleri ve DİBS'lerden oluşan portföy yatırımları ile kısa vadeli nakit kredileri, kısa vadeli ticari kredileri, bankalar ve TCMB'deki kısa vadeli mevduatlar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşan diğer yatırımları kapsamaktadır.

Cari açığın finansmanında geçmiş dönemlerde önemli bir paya sahip olan kısa vadeli portföy yatırımları giderek azalarak, yerini doğrudan yatırımlar ile bankalarca ve firmalarca sağlanan uzun vadeli kredilere bırakmaktadır. 2006 yılı Eylül ayı itibariyle, yıllık cari işlemler açığının yaklaşık 1,3 katı kadar uzun vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir (Grafik I.5.1).

Tablo I.5.2
Cari İşlemler Açığını Finanse Eden Taraflar

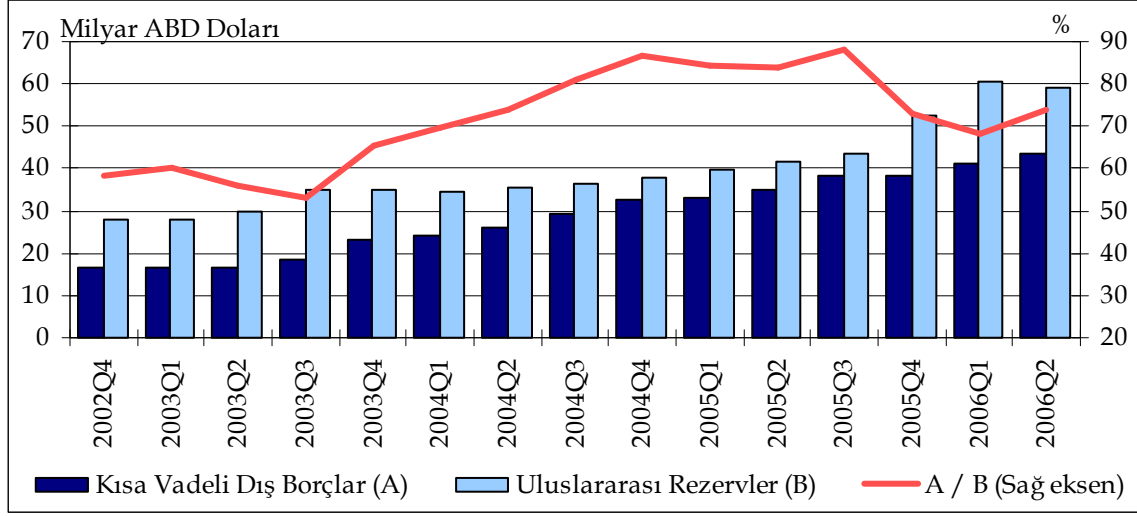
(Milyar ABD Doları)	2003	2004	2005	Haz.06	Eyl.06 ¹
Cari İşlemler Hesabı	-8,0	-15,6	-23,2	-29,1	-32,6
Finans Hesapları	3,1	13,4	21,0	29,4	33,7
Genel Hükümet (Merkez Bankası ve Rezerv dahil)	-2,6	2,4	-16,5	-21,6	-13,6
Özel Sektör (Bankalar dahil)	5,7	11,0	37,5	51,0	47,3
Net Hata Noksan	4,9	2,2	2,2	-0,3	-1,1

Kaynak: TCMB

¹ Ekim 2005 – Eylül 2006 dönemini ifade etmektedir.

Cari işlemler açığı büyük ölçüde özel sektör tarafından sağlanan kaynaklarla finanse edilmiştir. Giderek daha uzun vadeli bir yapıya kavuşan özel sektörün (bankalar dahil) yurt dışından sağladıkları fonlar, 2006 yılı Eylül ayı itibariyle 47,3 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Tablo I.5.2). Cari açığın finansmanı açısından bu gelişme olumlu değerlendirilmekle birlikte, söz konusu finansmanda önemli rol oynayan özel sektörün kur riski yönetimi büyük önem kazanmaktadır.

Grafik I.5.2
Kısa Vadeli Dış Borçlar¹ ve Uluslararası Rezervler²



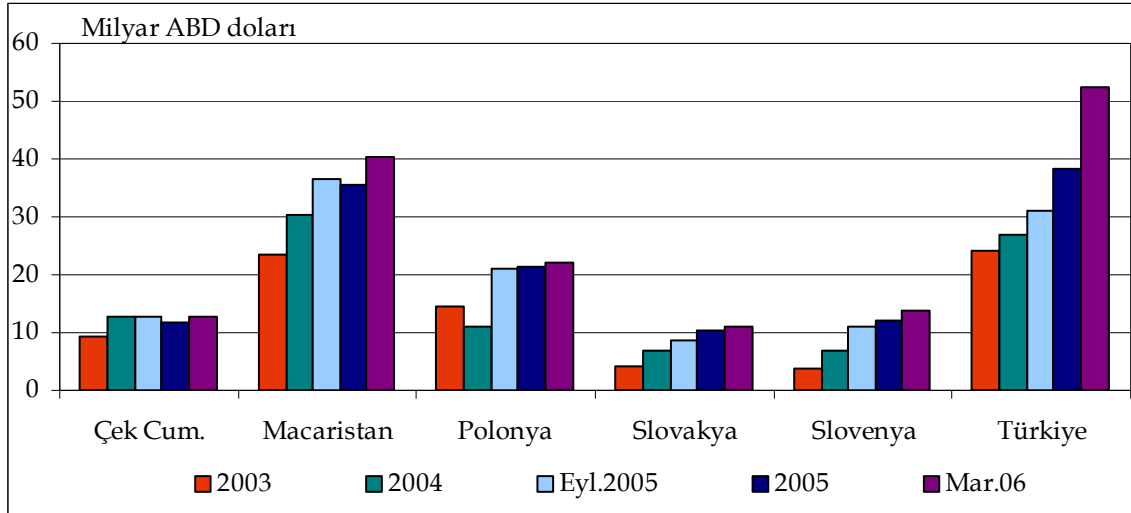
Kaynak: HM, TCMB

¹ Kısa vadeli dış borçlar = Genel Yönetim + TCMB + ticari bankalar + diğer sektörler.

² Uluslararası rezervler = TCMB brüt döviz rezervleri (altın dahil)

Ülkelerin dış borç ödeme gücü göstergelerinden birisi olan kısa vadeli dış borç stokunun uluslararası rezervlere oranı 2005 yılında yüzde 72,9 iken, kısa vadeli dış borçlardaki artışa rağmen uluslararası rezervlerdeki daha hızlı artışa bağlı olarak bu oran 2006 yılı ilk çeyreğinde yüzde 68,3'e gerilemiştir. Ancak, 2006 yılının ikinci çeyreğinde piyasalarda yaşanan dalgalanmaya bağlı olarak artan kısa vadeli borçlar ve azalan Merkez Bankası rezervleri nedeniyle söz konusu oran yüzde 74,1'e yükselmiştir (Grafik I.5.2).

Grafik I.5.3
Uluslararası Bankaların Seçilmiş Bazı Ülkelerden Net Alacakları¹



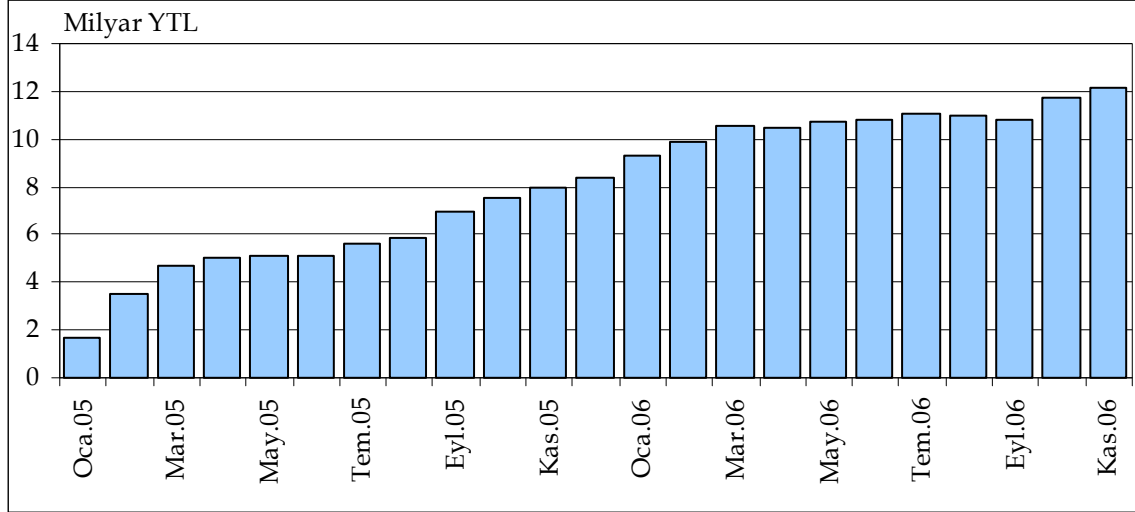
Kaynak: BIS

¹ Mart 2006 verileri geçicidir.

Uluslararası Ödemeler Bankası'na (BIS) raporlama yapan bankaların Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine sağladığı fonlardaki artış, 2006 yılının ilk çeyreğinde de devam

etmiştir. Uluslararası bankaların Türkiye’den net alacakları 2006 yılı Mart ayı itibariyle 2005 yılı sonuna göre yüzde 38’lik artışla 52,5 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Grafik I.5.3).

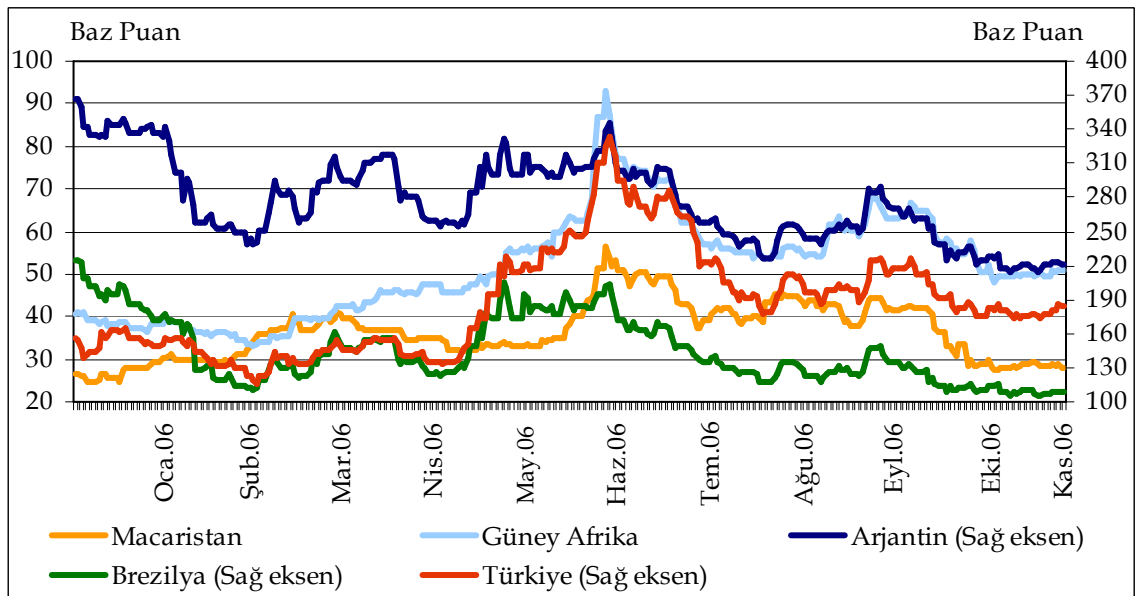
Grafik I.5.4.
Yabancıların YTL Cinsinden Tahvil İhraçlarının Gelişimi



Kaynak: TCMB

Yabancıların Yeni Türk Lirası cinsinden ihraç etmiş oldukları tahvil miktarı 2005 yılı sonunda 8,4 milyar Yeni Türk Lirası iken, 2006 yılı Kasım ayı itibariyle 12,2 milyar Yeni Türk Lirasına yükselmiştir (Grafik I.5.4). Bu durum, Mayıs ayında yaşanan dalgalanmalara rağmen, yabancıların ülkemize ilişkin olumlu beklentilerinin sürdüğünü göstermektedir.

Grafik I.5.5
Yükselen Piyasalar ve Türkiye Kredi İflas Takası (CDS) Spreadleri¹ Gelişimi



Kaynak: Bloomberg

¹ 5 yıllık ABD doları cinsinden CDS sözleşmeleri referans alınmıştır.

Küresel likidite koşullarındaki daralmaya bağlı olarak, gelişen ülkelerde CDS spread'leri artış eğilimine girerken, cari açığı yüksek olan AB üyesi Macaristan'ın CDS spread'lerinde artış olmaması dikkat çekicidir. Ocak 2006 – Eylül 2006 döneminde, Türkiye CDS spread'leri 156 baz puandan, 218 baz puana yükselmiş, Ekim ayında 185 baz puana düşmüştür (Grafik I.5.5). Söz konusu düşüşte, uluslararası likidite koşullarındaki olumlu gelişmeler temel belirleyici olmuştur.

Kutu I.5.1 Kredi İflas Takası (CDS)

CDS'ler, taraflardan birinin, kredilerle ilgili bir “olay”ın gerçekleşmesi halinde diğer tarafa ödeme yapmak durumunda olduğu swap sözleşmeleridir. Kredi türev ürünlerinin en likit olanlarıdır. Söz konusu swap işleminde, kredi riski korumasını satın alan taraf, karşı tarafa prim öder.

Taraflarca da ayrıca belirlenebilmesi mümkün olmakla birlikte, International Swap and Derivatives Association tarafından yapılan tanıma göre, krediye ilişkin olay, genellikle iflas (bankruptcy), ödeyememezlik (insolvency), kredi derecesinin düşürülmesi (credit downgrade) ya da kredi ödeme planında aksama şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu anlamda, CDS bir sigorta işlevi görmektedir. Bu çerçevede, krediye ilişkin istenmeyen olayın gerçekleşmesi durumunda, sigorta ödemelerine son verilmekte ve sigortalanan kişi, sigortalanan miktarı elde etmektedir. Periyodik ödemeler ya da prim, her swap sözleşmesinin değeri başına baz puan cinsinden ifade edilmekte olup, “default swap premium” ya da “default swap spread” olarak adlandırılmaktadır. Bu çerçevede, default swap spread'i referans (underlying) varlığın kredi riskini yansıtmakta ve LIBOR ve swap oranı gibi referans oranlar üzerine tatbik edilen baz puanlarla ifade edilmektedir. Dolayısıyla, baz puanın artması kredi riskinin arttığını, azalması kredi riskinin azaldığını göstermektedir.

2006 yılının ikinci çeyreğinde de yüksek büyüme performansını sürdüren Türkiye ekonomisi için yurt dışından sağlanan fonlar, yurt içi tasarrufların yetersizliği nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Ancak, bu durumun sonucunda ortaya çıkan cari açığın sürdürülebilirliği hususu ile ilgili olarak doğru bir analizin yapılabilmesi, sağlanan finansmanın niteliğine bakmayı gerektirmektedir. Zira, artan doğrudan yatırımlar ile bankalar ve özel kesimin yurt dışından sağladığı uzun vadeli diğer kaynaklar, ileriki dönemlerde ekonominin üretim potansiyelini arttıracak ve geçmiş dönemlerde yetersiz kalan yurt içi tasarrufların giderek artarak, istikrarlı bir finansal yapıda üretim için gerekli fon ihtiyacını karşılayabilecek bir seviyeye ulaşmasını sağlayabilecektir. Bu sürecin doğal bir sonucu olarak, sermaye girişlerine olan bağımlılık giderek asgari düzeye inecektir. Bu konuda analize dahil edilmesi gereken diğer bir gelişme ise, cari açığın artışındaki temel nedenin geçmiş dönemlerden farklı olarak tüketim mallarından değil, üretim kapasitesini de arttıracak olan yatırım artışlarından kaynaklanmasıdır. Bu durum, reel ekonomideki büyümenin istikrarlı yapıya kavuşması açısından önemlidir.

Ayrıca, olası dışsal şoklar karşısında bir emniyet supabı görevini yerine getiren dalgalı kur rejiminin uygulanmakta olduğu ülkemizde, son dalgalanmaya rağmen, sermaye çıkışlarının yeni girişler ile dengelenmesi, artan güvenin ve ileriki dönemlere ilişkin olumlu beklentilerin en büyük göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

Ancak, tüm bu olumlu gelişmeler, uluslararası likidite koşullarının gelişen ülkeler aleyhine dönebileceği göz önüne alındığında, cari açığın dikkatle takip edilmesi gereken bir risk unsuru olması gerçeğini değiştirmemektedir.

Kutu I.6.1 Finansal Stres Endeksi

Finansal stres, finansal piyasalardaki belirsizlik ve zarar beklentilerindeki değişiklik olarak tanımlanmaktadır. Finansal piyasalardaki stresin artması finansal istikrarın bozulması ve reel ekonomi üzerinde olumsuz etkilerin doğmasına yol açar. Bu çerçevede, finansal istikrarın önemli göstergelerinden biri olan finansal piyasalardaki stresin tespit edilebilmesi ve izlenebilmesi amacıyla, bazı göstergelerden yararlanılarak Türkiye için bir Finansal Stres Endeksi hesaplanmıştır¹.

Bu kapsamda, döviz, hisse senedi ve kamu boçlanma piyasaları ile bankacılık sektörüne ait bazı göstergeler kullanılmıştır. Seçilen göstergeler eşit varyans ve normal dağılım varsayımı altında standardize edilmiş, Mart 2000 değeri 100 alınarak her bir piyasa ve bankacılık sektörü için stres endeksleri oluşturulmuş ve bu endekslerin verilen ağırlıklara göre basit ortalamaları alınarak finansal stres endeksi hesaplanmıştır. Endeksler oluşturulurken finansal stresi artırıcı etkide bulunan göstergeler pozitif, azaltıcı etkide bulunanlar ise negatif yönlü olarak hesaplamaya dahil edilmiştir. Aşağıda seçilen 3 piyasa ve bankacılık sektörü için seçilen göstergeler ile ağırlıkları yer almaktadır:

	Finansal Stres Göstergeleri	Endekse Etkinin Yönü	Ağırlık
Bankacılık Sektörü	Bankaların Piyas. Sağladığı Fonlar / Toplam Aktifler ¹	pozitif	0,50
	Bankalararası Para Piyasası Gecelik Ort. Reel Faizi ²	pozitif	0,50
Döviz Piyasası	Reel Efektif Döviz Kuru ³	negatif	0,40
	ABD Doları Volatilitesi ⁴	pozitif	0,60
Hisse Senedi Piyasası	Reel İMKB-100 Endeksi ⁵	negatif	0,40
	İMKB-100 Endeksi Volatilitesi ⁶	pozitif	0,60
Kamu Borçlanma Piyasası	JP Morgan EMBI + Türkiye Endeksi ⁷	pozitif	0,33
	Hazine İhalelerinin Aylık Ortalama Faizi ⁸	pozitif	0,33
	Gösterge Faiz Oranı ⁹	pozitif	0,33

¹ Bankaların piyasalardan sağladıkları fonlar; repo işlemlerinden sağlanan fonlar, bankalararası para piyasasından sağlanan fonlar, TCMB'den sağlanan fonlar ve menkul kıymet ödünç piyasasına borçların toplamından oluşmaktadır.

² Bankalararası para piyasası gecelik faizlerinin aylık ortalamaları, Fischer denklemi kullanılarak TÜFE'nin yıllık yüzde değişimine göre reel hale getirilmiştir.

³ TCMB tarafından TÜFE endeksine göre hesaplanan Reel Efektif Döviz Kuru kullanılmıştır.

⁴ Oynaklık, ABD Doları'nın aylık (20 iş günü) logaritmik getirisinin standart sapması (252 iş günü hareketli ortalama) olarak hesaplanmıştır.

⁵ TÜFE 1994=100 endeksine göre reel hale getirilmiş İMKB 100 endeksi kullanılmıştır.

⁶ Oynaklık, İMKB-100 Endeksi'nin aylık (20 iş günü) logaritmik getirisinin standart sapması (252 iş günü hareketli ortalama) olarak hesaplanmıştır.

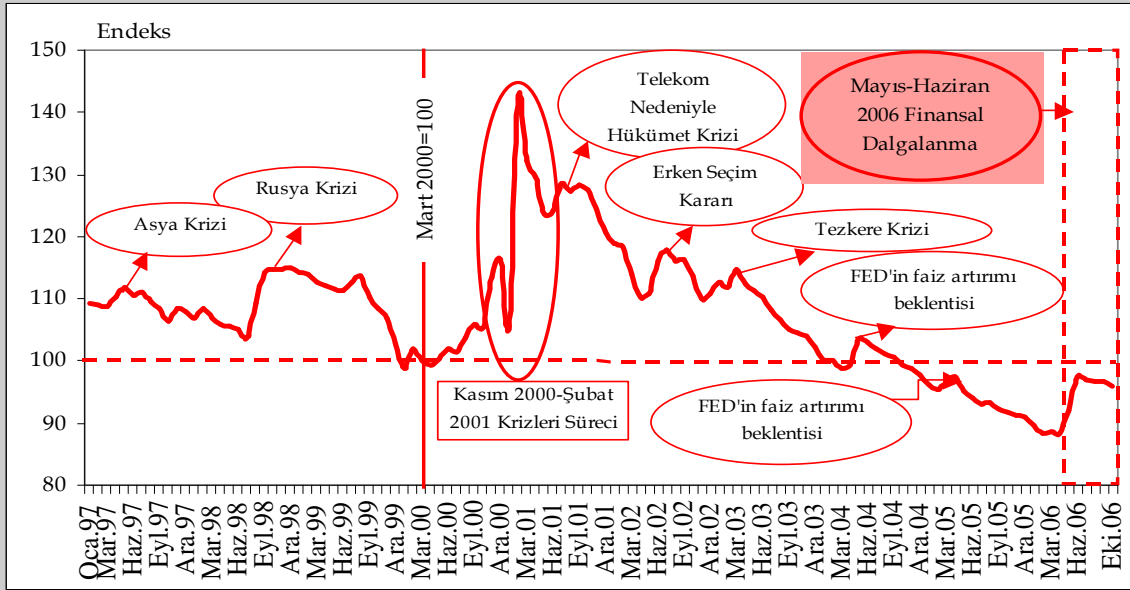
⁷ JP Morgan EMBI+ Türkiye endeksinin ay sonu verileri kullanılmıştır.

⁸ İskontolu hazine ihale faizlerinin ağırlıklı ortalaması alınarak aylık veriler hesaplanmıştır.

⁹ Tahvil ve Bono piyasasında, ay sonları itibariyle işlem hacmi en yüksek olan DİBS'in bileşik faizine göre getiri oranı kullanılmıştır.

¹ Bu çalışmada, Illing ve Liu, "An Index of Financial Stress for Canada" (2003) ve Das, Iossifov, Podpiera ve Rozhkov, "Quality of Financial Policies and Financial System Stress", IMF Working Paper, (2005) çalışmalarından yararlanılmıştır.

Finansal Stres Endeksi¹



Kaynak: TCMB, İMKB, TÜİK, HM ve Bloomberg

¹ 2006 yılı Ekim ayı itibarıyla oluşturulan stres endeksinde kullanılan bankaların piyasalardan sağladığı fonlar/toplam aktifler oranı 2006 yılı Eylül ayı itibarıyla.

Finansal stres endeksinin, Kasım 2000-Şubat 2001 krizleri sonrasında, dönem dönem sınırlı sayılabilecek yükselişler gösterse de, düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Ancak, Mayıs-Haziran 2006 döneminde, uluslararası makroekonomik dalgalanmaların ülkemize yansımaları sonucu endeks yükseliş kaydetmiştir. Bu yükselişte, tüm stres endeksleri artış göstermekle birlikte, özellikle döviz ve hisse senedi piyasasına ilişkin endeksleri artıran reel döviz kuru ve reel İMKB 100 endeksinin düşüşü ile kur ve İMKB 100 endeksi volatilitesinin artışı etkili olmuştur. Haziran ayından itibaren ise endekste bir düşüş görülmektedir.

(Sayfa düzeni nedeniyle boş bırakılmıştır.)