

## I. MAKROEKONOMİK GELİŞMELER

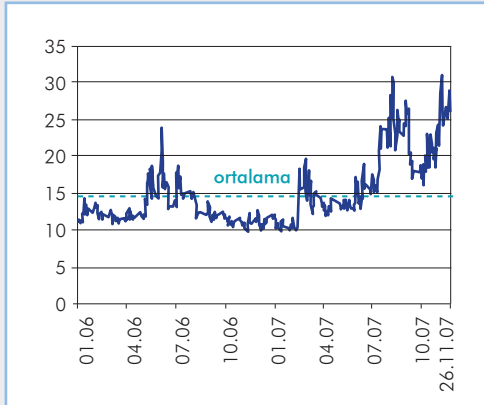
Makroekonomik gelişmelerin finansal istikrar açısından önemi göz önüne alınarak, bu bölümde makroekonomik gelişmeler incelenecektir.

### I.1. Dış Alem

#### I.1.1. Uluslararası Gelişmeler

Uluslararası kredi piyasalarındaki sorunların yol açtığı likidite koşulları ve yatırımcıların risk iştahındaki değişiklikler, finansal istikrar açısından önemini korumaya devam etmektedir. ABD eşikaltı ipotekli konut finansmanı piyasalarında yaşanan sorunlara bağlı olarak, 2007 yılının ikinci yarısında küresel likidite koşulları bozulmuş ve FED, ECB, BoJ ve BoE piyasalara likidite desteği sağlamak zorunda kalmışlardır. Ayrıca, ABD ekonomisindeki yavaşlamanın sınırlı kalacağı öngörüsü ve gelişmekte olan ülkelerin hızlı büyüme performanslarını korumaları yatırımcıların riskten kaçınma davranışlarında olası önemli değişiklikleri dizginlemiştir. Bununla birlikte, ülkemizin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülkeler açısından, gelişmiş ülke borçlanma piyasalarındaki gelişmelerin seyri önemini korumaktadır.

Grafik I.1.  
VIX Endeksi



Kaynak: Bloomberg

Grafik I.2.  
iTraxx Europe Crossover Endeksi



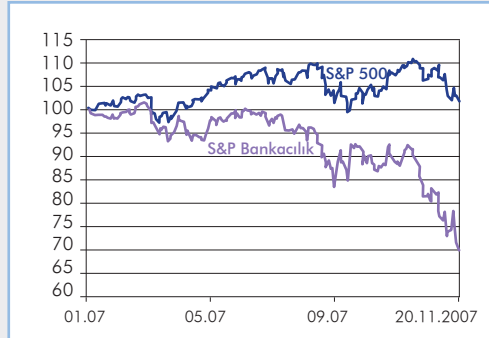
Kaynak: Bloomberg

ABD ipotekli konut finansmanı piyasalarında, başta eşikaltı krediler olmak üzere temerrüt oranlarının yükselmesi, Temmuz ayının sonundan itibaren küresel kredi piyasalarında risklerin daha yüksek fiyatlanmasına neden olmuştur. Bu durum, ayrıca piyasalarda likiditenin daralmasına yol açmış ve oynaklık artmıştır. Nitekim, ABD hisse senedi piyasalarının temel oynaklık göstergesi olarak kabul edilen ve gerçek zamanlı opsiyon fiyatlarına dayanan VIX endeksi yükselmiştir (Grafik I.1). Endeksin halen yüksek seyrini koruması, yatırımcıların piyasalardaki mevcut sorunların devam edeceği beklentisini göstermektedir.

Avrupa piyasalarında işlem gören yüksek riskli 50 firma tahvilini içeren bir sepet olan ve yatırımcıların beklentilerini yansıtan iTraxx Europe Crossover Endeksi, ABD eşikaltı ipotekli konut finansmanı piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak yükseliş kaydetmiştir (Grafik I.2). Söz konusu yükseliş, Avrupalı firmaların borçlanma kağıtlarının temerrüt riskine karşı sigortalanmasının getirdiği maliyetin arttığına işaret etmekte ve gelişmiş ülke piyasalarının dalgalanmadan daha fazla etkilendiğine dair görüşleri desteklemektedir.

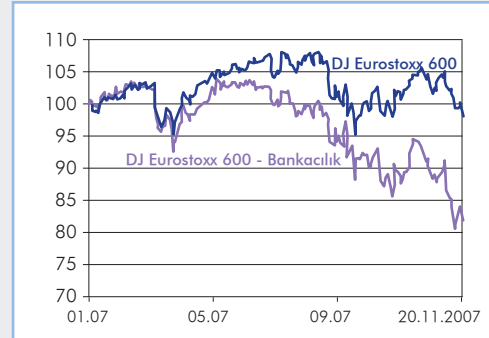
ABD eşikaltı ipotekli konut kredileri piyasasında yaşanan büyük değer kayıpları ve likidite problemlerine bağlı olarak pek çok fon ve bankanın karşılaştığı zarar tutarları, söz konusu olumsuz gelişmelerin gelişmiş ülkelere maliyetinin boyutlarını göstermesi açısından önemlidir. Nitekim, Citigroup'un 8 – 11 milyar ABD doları, Merrill Lynch'in 8 milyar ABD doları, UBS'in ise 3,4 milyar ABD doları zarar ile karşı karşıya olduğu duyurulmuştur. Ayrıca, Almanya'da uzun dönem finansman konusunda öncü konumda olan IKB'nin, eşikaltı ipotekli konut piyasasındaki yatırımları nedeniyle uğrayacağı olası zararların karşılanabilmesi için ana hissedarlarından KfW'nin öncülüğünde bazı kamu ve özel bankalarca 3,5 milyar Euro'luk kurtarma fonu oluşturulmuştur. Japon bankaları ise eşikaltı ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerden dolayı toplam 1 milyar ABD doları tutarında zarar açıklamışlardır.

**Grafik I.3.**  
**S&P Endeksi**  
**(01.01.2007=100)**



Kaynak: Bloomberg

**Grafik I.4.**  
**DJ EUROSTOXX 600 Endeksi**  
**(01.01.2007=100)**



Kaynak: Bloomberg

Bu gelişmeler sonucunda ABD ve Avrupa bankalarının hisse senetlerinin değerinde de ciddi düşüşler yaşandığı görülmektedir (Grafik I.3 ve Grafik I.4).

#### **Kutu 1.**

#### **ABD Eşikaltı İpotekli Konut Finansmanı Piyasalarında Son Dönemde Yaşanan Dalgalanma**

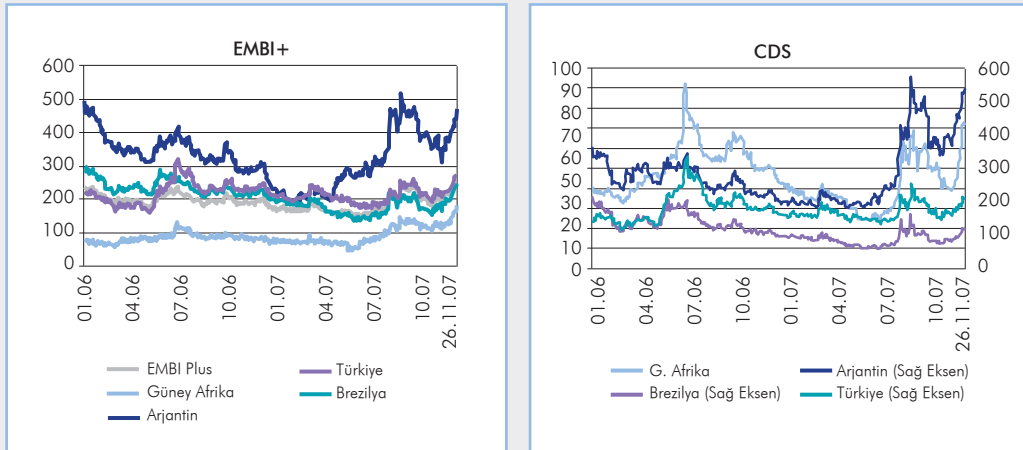
ABD'de, 1990'lı yılların sonundan bu yana devam eden yüksek konut talebi, faiz oranlarının düşük olması ve kredi kullandırma standartlarının esnekliği nedeniyle, konut kredileri piyasasında 2001-2005 yılları arasında hızlı bir genişleme yaşanmıştır. İpotek kredileri içinde değişken faizli ipotek kredilerinin oranı 2002 yılında yüzde 20 iken, 2005 yılı ortalarında yüzde 50'ye yükselmiştir. Bu krediler içinde eşikaltı ipotek kredilerinin payı da aynı dönemde artmıştır.

ABD’de en riskli müşterilere kullanılan ipotekli krediler eşikaltı olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, eşikaltı ipotek kredilerinin, temerrüde düşme olasılığı diğer kredilere göre daha yüksektir. Bu risk, özellikle bu tür kredilerin büyük kısmını oluşturan değişken faizli eşikaltı ipotek kredi müşterileri için daha da fazladır. Değişken faizli eşikaltı ipotek kredileri, daha tercih edilir olmaları için oldukça düşük başlangıç faiz oranları sunmakta, ancak sonraki yıllarda faiz oranları yükselmektedir. Piyasa faiz oranlarındaki artışlar, bu müşterilerin ödeme güçlerine göre zaten yüksek olan kredi taksitlerinin daha da yükselmesine ve sonuçta müşterilerin iflasına yol açmaktadır.

ABD’de faizlerin 2004 yılı ortalarından itibaren yükselmeye başlaması, değişken faizli eşikaltı kredi müşterilerinin ödemeleri gereken taksit tutarlarının artmasına yol açmıştır. Aynı dönemde, konut fiyatlarındaki yükselme eğiliminin tersine dönmesi de müşterilerin konutlarını satarak kredi borçlarını kapatma şanslarını sınırlandırmıştır. Bu gelişmeler, eşikaltı ipotek piyasasında, 2006 yılı ikinci yarısından itibaren borcunu ödeyemeyen müşterilerin sayısında hızlı bir artış yaşanmasına neden olmuştur.

Bu nedenle kredi derecelendirme kuruluşları, eşikaltı ipotek kredilerine dayalı olarak çıkartılmış çok sayıda menkul kıymetin kredi derecesini 2007 yılı Haziran ayından itibaren düşürmeye başlamışlardır. Yatırımcılar, duydukları güven kaybı nedeniyle başta eşikaltı ipotek kredilerine dayalı menkul kıymetler olmak üzere, genel olarak varlığa dayalı menkul kıymetlere ve ticari kağıtlara olan taleplerini azaltmışlar ve daha az riskli olan hazine kağıtlarına yönelmişlerdir. Talep kaybı, bu piyasalarda likidite sorunları yaşanmasına neden olmuştur.

**Grafik 1.5.**  
Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Ülke Risk Primleri<sup>1,2</sup> ve Kredi İflas Takası (CDS) Spreadleri<sup>3</sup> Gelişimi (Baz Puan)



**Kaynak: Bloomberg**

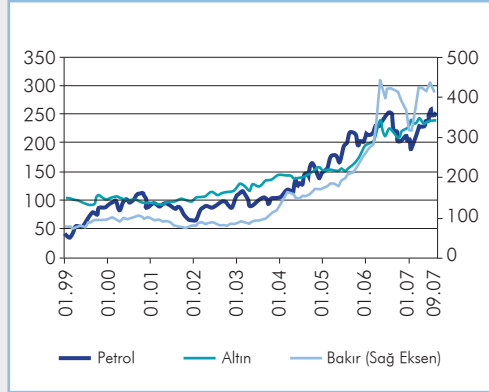
(1) Ülke risk primi, ilgili ülkenin EMBI+ endeksi ile ABD Hazine kağıtlarının getirileri arasındaki farktır.

(2) EMBI+ endeksi, gelişmekte olan 18 ülkenin Eurobond'larını, Brady tipi tahvillerini (Brady bonds) ve ikincil piyasada olan kredilerini (traded loans) içermektedir. EMBI+ endeksinde Brezilya'nın ağırlığı yüzde 22,5; Türkiye'nin yüzde 10; Arjantin'in yüzde 2,6 ve Güney Afrika'nın yüzde 1,8'dir. Ayrıca, her ülke için ayrı ayrı EMBI+ endeksi de hesaplanmaktadır.

(3) 5 yıllık ABD doları cinsinden CDS sözleşmeleri referans alınmıştır.

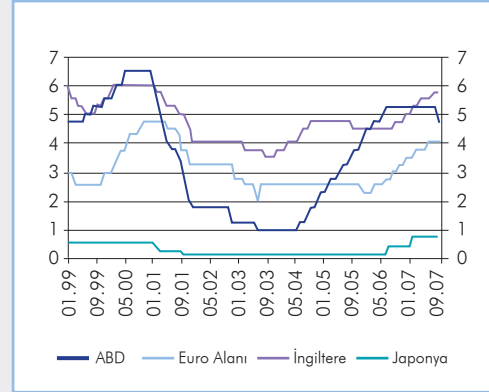
Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik temellerinde sağlanan iyileşme ve bu ülkelerde yerleşmiş eşikaltı ipotekli konut finansmanı piyasalarının bulunmayışı, dalgalanmanın söz konusu ülkelere etkisinin sınırlı kalmasını sağlamıştır (Grafik 1.5).

**Grafik 1.6.**  
Petrol ve Emtia Fiyatları Endeksi  
(2000=100)



Kaynak: IMF IFS

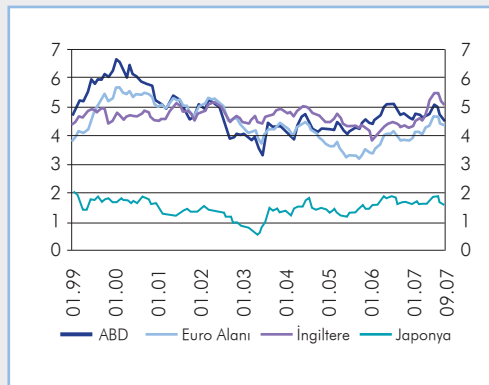
**Grafik 1.7.**  
Seçilmiş Bazı Merkez Bankaları Gösterge  
Faiz Oranları (%)



Kaynak: ECB, FED, BoJ

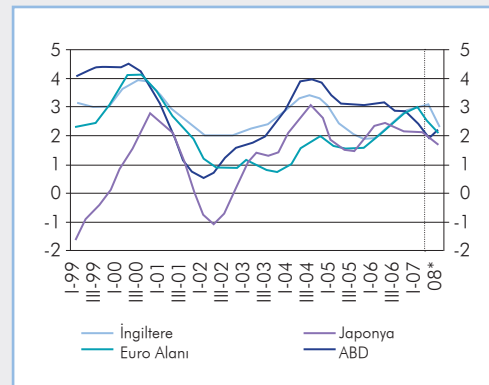
Borçlanma piyasalarında oluşan gerilimin ardından, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası uygulamalarının yeni bir safhaya geçtiği görülmektedir. Buna göre, dalgalanma öncesinde petrol başta olmak üzere hammadde fiyatları artışının (Grafik 1.6) yarattığı enflasyonist baskı nedeniyle para politikalarını sıkılaştıran merkez bankalarının, bu fiyatlardaki artışın sürmesine rağmen, büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesi nedeniyle para politikalarını bir miktar gevşettikleri görülmektedir. FED, politika faiz oranını 2007 yılı Eylül ayında 50 ve Ekim ayında 25 baz puan düşürmüştür (Grafik 1.7). Diğer taraftan, Euro Alanında enflasyonist baskının sürmesi ve enflasyonun yüzde 2'lik seviyenin üzerinde seyretmesi ECB açısından tehdit oluşturmaya devam etmektedir.

**Grafik 1.8.**  
10 Yıl Vadeli Tahvillerin Ortalama  
Getirileri (%)



Kaynak: IMF IFS, ECB

**Grafik 1.9.**  
Seçilmiş Bazı Gelişmiş Ülkelerin Büyüme  
Oranları (yıllıklandırılmış üç aylık veriler, %)



Kaynak: IMF IFS, IMF WEO, EU European Economy  
\* Öngörü (IMF)

Gelişmiş ülkelerin kamu borçlanma piyasalarına bakıldığında, riskli borçlanma piyasalarından çıkan likiditenin güvenli liman olarak görülen kamu tahvil piyasasına yönelmesi sonucu faiz oranlarının düşüş kaydettiği görülmektedir (Grafik 1.8).

Gelişmiş ülkelerin büyüme performanslarına ilişkin kaygılar ile bu ülkelere ilişkin büyüme öngörülerindeki düşüşe karşın, gelişmekte olan ülkelerin yüksek büyüme oranlarını korumaları nedeniyle küresel büyüme performansının 2008 yılında geçmiş dönemler ortalamasının üzerinde devam etmesi beklenmektedir<sup>1</sup> (Grafik 1.9).

## Kutu 2. Merkez Bankalarınca Alınan Önlemler

ABD’de eşikaltı ipotekli konut finansmanı piyasalarında ortaya çıkan sorunların doğrudan ve dolaylı etkileri nedeniyle, küresel piyasalarda oynaklık artmış ve likidite koşulları bozulmuştur. İpotekli kredi kullandıran finansal kuruluşlar ile bu kredilere dayalı varlıklara plasman yapan finansal kuruluşlar likidite ihtiyaçları için merkez bankalarına başvurmuşlardır. Merkez bankaları da, yaşananların sistemik bir krize dönüşmemesi için açık piyasa işlemleri ile piyasalara, nihai kredi mercii fonksiyonu çerçevesinde de fonlama sıkıntısı yaşayan bankalara likidite vermişlerdir.

FED, 18 Eylül 2007 tarihinde faiz oranlarını 0,50 puan düşürerek yüzde 4,75’e, 31 Ekim 2007 tarihinde ise yüzde 4,50’ye çekmiş, geniş kapsamlı açık piyasa işlemleri ile de piyasaya gerekli likiditeyi sağlamıştır. FED, açık piyasa işlemlerinde teminat olarak, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden yalnızca Fannie Mae ve Freddie Mac gibi devlet desteği bulunan kuruluşlarını kabul ederken, 24 Ağustos 2007 tarihinde kabul edilebilir teminatlar listesini genişleterek, aralarında eşikaltı ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin de bulunduğu ve ticari diğer kuruluşlar tarafından ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri de söz konusu listeye dahil etmiştir. FED, gelecekte likidite sıklığı yaşanması durumunda, ihtiyaç duyacak finansal kurumlara likidite sağlanacağını duyurmuştur.

FED’den doğrudan yapılan borçlanmaların, borçlanmayı yapan kuruluş için bir finansal zaafiyet olduğuna dair inancın kırılması amacıyla da, 22 Ağustos 2007’de, likidite sıkıntısı yaşamayan ve daha ucuz fonlama imkanları bulunan dört büyük bankanın (Citigroup, Bank of America, JP Morgan Chase & Co ve Wachovia Corp) FED’in reeskont penceresinden yararlanarak toplam 2 milyar ABD doları tutarında fon sağladıkları açıklanmıştır.

ECB, 9 Ağustos 2007 tarihinde ABD ipotekli konut finansmanı piyasalarındaki krizin ardından ortaya çıkan gerginliğin euro bölgesi para piyasalarına sıçradığına işaret ederek, gelişmeleri izlediğini ve piyasalardaki koşulların normale dönmesi için gerekli adımları atacağını açıklamış ve ters repo yoluyla piyasalara planlananın üzerinde fon sağlamıştır.

BoE, kredi piyasalarında yaşanan sıkıntının ardından olağan açık piyasa işlemlerine devam etmiştir. Diğer taraftan, Northern Rock bankasına, nihai kredi mercii fonksiyonu çerçevesinde, bankanın geçici likidite sorunları ile karşı karşıya olduğunu göz önünde bulundurarak, teminat karşılığında yaklaşık 25 milyar İngiliz poundu tutarında acil likidite desteği sağlamıştır. Söz konusu kredi, nihai kredi mercii fonksiyonu çerçevesinde sağlanması nedeniyle, olağan açık piyasa işlemlerinden daha uzun vadede, 3 aylık bir vade dilimi için açılmıştır.

Sonuç olarak, ABD eşikaltı ipotekli konut finansmanı piyasalarında yaşanan problemlerin olumsuz etkileri merkez bankalarının müdahaleleri ile sınırlandırılmış, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasalarında yıkıcı etkiler ortaya çıkmamıştır. Ancak, bu problemin tamamen çözümlendiği

<sup>1</sup> IMF World Economic Outlook, Ekim 2007.

anlamına da gelmemektedir. IMF'nin Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda<sup>2</sup> eşikaltı ipotekli konut kredilerinde en yüksek temerrüt oranlarının, açıldığı tarihten ortalama 27-30 ay sonra görüldüğü belirtilmektedir. Bu çerçevede, kimi piyasa katılımcıları, 2006 yılında kullanılan kredilerde yaşanacak yeni temerrütler ile 2008 yılında eşikaltı ipotek piyasasında temerrüt oranının yüzde 20-25 düzeyine yükselebileceği öngörüsünde bulunmaktadır. Bu öngörülerin gerçekleşmesi durumunda finansal piyasalar üzerindeki baskının 2008 yılında da sürmesi ve buna bağlı olarak gerek küresel bazda gerek ülke bazında finansal piyasalarda istikrarsızlık yaşanması söz konusu olabilecektir.

### 1.1.2. Ödemeler Dengesi

Son yıllarda ülkemizdeki yükselen yatırım oranları, artan ham madde fiyatları ve düşen özel kesim tasarruf oranının sonucu olarak ortaya çıkan yüksek cari açık, daha çok uzun vadeli krediler ve doğrudan sermaye girişleri yoluyla finanse edilmiştir.

Tablo I.1. Ödemeler Dengesi (Milyar ABD Doları)

	2004	2005	2006	Haz.07*	Tem.07*	Ağu.07*	Eyl.07*
CARİ İŞLEMLER HESABI	-15,6	-22,6	-32,9	-32,6	-33,7	-34,1	-34,4
Dış Ticaret Dengesi	-23,9	-33,5	-41,3	-40,9	-42,3	-43,1	-43,5
İhracat (f.o.b) (Altın dahil)	67,0	76,9	91,9	102,2	103,8	105,5	106,6
İthalat (f.o.b) (Altın dahil)	-90,9	-110,1	-132,8	-143,1	-146,1	-148,6	-150,1
Karşılama Oranı (%)	73,7	69,9	69,2	71,4	71,0	70,9	71,0
Hizmetler Dengesi	12,8	15,3	13,4	13,5	13,6	13,9	14,2
Yatırım Geliri Dengesi	-5,6	-5,8	-6,6	-6,8	-6,9	-6,7	-6,9
Cari Transferler	1,1	1,5	1,7	1,6	1,9	1,8	1,8
SERMAYE VE FİNANS HESABI	13,4	20,4	35,1	32,7	35,4	31,9	34,8
Doğrudan Yatırımlar	2,0	8,9	19,0	20,3	21,7	19,0	19,8
Portföy Yatırımları	8,0	13,4	7,4	14,3	15,1	9,1	8,1
Diğer Yatırımlar	4,2	15,9	14,8	7,0	8,6	15,3	16,0
Rezerv Varlıklar	-0,8	-17,8	-6,1	-8,9	-10,1	-11,5	-9,1
NET HATA VE NOKSAN	2,2	2,2	-2,3	-0,1	-1,7	2,2	-0,4

Kaynak: TCMB  
(\* Son 12 aylık verileri kapsamaktadır.)

2006 yılının Kasım ayında ulaştığı zirveden sonra düşüş eğilimine giren yıllıklandırılmış cari açık tutarı, 2007 yılı Mayıs ayından itibaren yükselişe geçmiş ve Temmuz ayında tekrar 33 milyar ABD doları seviyesini aşmıştır. 2006 yılı sonunda yüzde 8,2 olarak gerçekleşen cari açığın GSMH'ya oranı, 2007 yılı Haziran ayı itibarıyla yüzde 7,6'nın altına inmiştir (Tablo I.1., Grafik I.10).

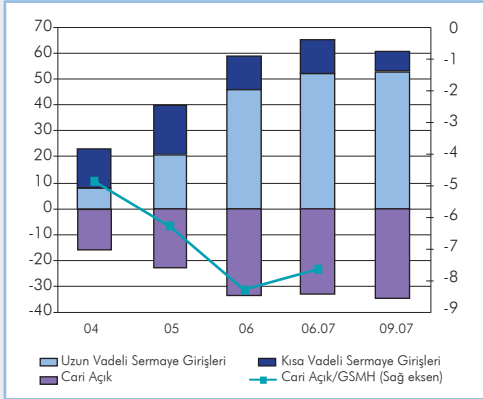
Dış ticaret dengesine bakıldığında ise 2007 yılı Mayıs ayı itibarıyla 100 milyar ABD dolarını aşan ihracat, Eylül ayında 106,6 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Diğer taraftan, Yeni Türk Lirasının değerlenmeye devam etmesi, sanayi üretiminde ithal girdi bileşeninin payının yüksek olması ve enerji fiyatlarının devam eden yükselişi gibi nedenlerle ithalattaki artış da sürmektedir. 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren ihracatın ithalattan hızlı artması sayesinde Haziran ayında

<sup>2</sup> IMF Global Financial Stability Report, Eylül 2007

yüzde 71,4'e kadar yükselen ihracatın ithalatı karşılama oranı, Eylül ayı itibariyle yüzde 71 olarak gerçekleşmiştir (Tablo I.1).

2002 yılından bu yana toplam finansman içindeki payı artan doğrudan yatırımlar, cari açığın en önemli finansman kalemini oluşturmaktadır. Küresel dalgalanmanın etkisiyle 2007 yılı Ağustos ayında yabancı yatırımcıların menkul kıymet satışları neticesinde portföy yatırımlarının finans hesapları içindeki payı düşerken, "diğer yatırımlar"ın payı bankalar ile özel kesimin yurtdışından kullandıkları uzun vadeli kredilere bağlı olarak artmıştır (Tablo I.1, Grafik I.10).

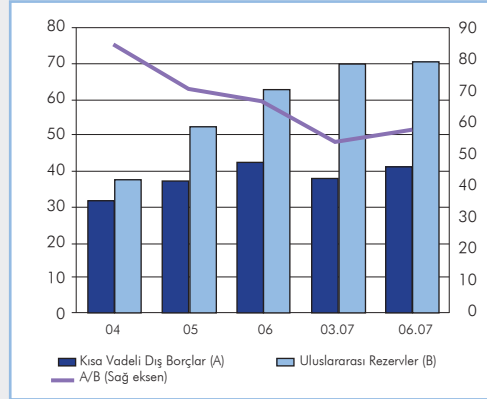
**Grafik I.10.**  
Cari Açık ve Sermaye Girişleri<sup>1,2</sup>  
(Milyar ABD doları, %)



Kaynak: TCMB

(1) 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.  
(2) Kısa vadeli sermaye girişleri; hisse senetleri ve DİBS'lerden oluşan portföy yatırımları ile kısa vadeli nakit kredileri, kısa vadeli ticari krediler, bankalar ve TCMB'deki kısa vadeli mevduatlar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşan diğer yatırımları kapsamaktadır.

**Grafik I.11.**  
Kısa Vadeli Dış Borçlar<sup>1</sup> ve Uluslararası Rezervler<sup>2</sup>  
(Milyar ABD doları, %)



Kaynak: HM, TCMB

(1) Kısa vadeli dış borçlar = Genel Yönetim, TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin kısa vadeli borçları.  
(2) Uluslararası rezervler = TCMB brüt döviz rezervleri (altın dahil)

Ülkelerin dış borç ödeme gücü göstergelerinden biri olan kısa vadeli dış borç stokunun uluslararası rezervlere oranı, 2006 yılı sonunda yüzde 66,9 iken, Merkez Bankası rezervlerindeki artışın sürmesiyle 2007 yılı Haziran ayı itibariyle yüzde 58,1'e gerilemiştir (Grafik I.11).

**Tablo I.2. Cari İşlemler Açığını Finanse Eden Taraflar (Milyar ABD doları)<sup>1</sup>**

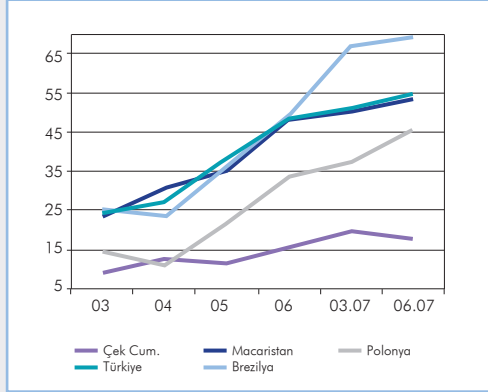
	2004	2005	2006	Haz.07	Tem.07	Ağu.07	Eyl.07
<b>Cari İşlemler Hesabı</b>	-15,6	-22,6	-32,9	-32,6	-33,7	-34,1	-34,4
<b>Finans Hesapları</b>	13,4	20,4	35,1	32,7	35,4	31,9	34,8
Genel Hükümet (Merkez Bankası ve Rezerv dahil)	2,4	-16,5	-2,9	1,7	1,3	-6,6	-6,9
Özel Sektör (Bankalar dahil)	11,0	36,9	38,0	31,0	34,1	38,5	41,7
<b>Net Hata Noksan</b>	2,2	2,2	-2,3	-0,1	-1,7	2,2	-0,4

Kaynak: TCMB

(1) Veriler yıllıklandırılmıştır.

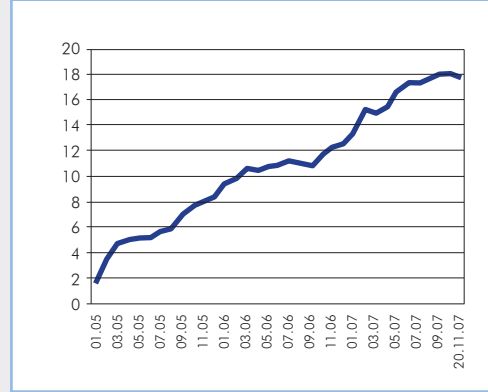
Genel olarak bakıldığında, cari işlemler açığının önceki yıllarda olduğu gibi büyük ölçüde bankalar dahil özel sektör tarafından sağlanan kaynaklarla finanse edildiği anlaşılmaktadır (Tablo I.2).

**Grafik I.12.**  
Uluslararası Bankaların Seçilmiş Bazı Ülkelerden Net Alacakları<sup>1</sup> (Milyar ABD doları)



Kaynak: BIS  
(1) Haziran 2007 verileri geçicidir.

**Grafik I.13.**  
Yabancıların Net YTL Tahvil İhraçlarının Gelişimi (Milyar YTL)



Kaynak: TCMB

Uluslararası Ödemeler Bankası'na (BIS) raporlama yapan bankaların gelişmekte olan ülkelere sağladığı fonlardaki artış, Çek Cumhuriyeti hariç sürmüş ve uluslararası bankaların Türkiye'den net alacakları 2007 yılı Haziran ayında 54,9 milyar ABD dolarına yükselmiştir (Grafik I.12).

Yabancıların YTL cinsinden ihraç etmiş oldukları net tahvil miktarı 2006 yılı sonunda 12,6 milyar YTL iken, 2007 yılı Ekim ayı itibariyle 18 milyar YTL'ye yükselmiştir (Grafik I.13). YTL cinsi yatırımları nedeniyle üstlendikleri kur riskini uluslararası yatırımcılara yönelik olarak ihraç ettikleri YTL cinsi tahvillerle yönettikleri bilinen yabancı bankaların, 2007 yılı Ekim ayı itibariyle YTL tahvil ihraçlarını arttırmaya devam etmiş olmaları, uluslararası yatırımcıların YTL cinsi borçlanma araçlarına olan talebinin küresel piyasalardaki son dalgalanmalardan önemli ölçüde etkilenmediğini göstermektedir.

**Tablo I.3. Seçilmiş Ekonomilerde Cari İşlemler Dengesinin GSYİH'ye Oranı ve GSYİH Büyümesi (%)**

	2006		2007*		2008**	
	Cari Denge/GSYİH	Büyüme	Cari Denge/GSYİH	Büyüme	Cari Denge/GSYİH	Büyüme
Yeni AB Üyeleri	-6,0	6,4	-7,2	6,1	-7,7	5,2
Bulgaristan	-15,8	6,1	-20,3	6,0	-19,0	5,9
Romanya	-10,3	7,7	-13,8	6,3	-13,2	6,0
Macaristan	-6,5	3,9	-5,6	2,1	-5,1	2,7
Polonya	-2,3	6,1	-3,7	6,6	-5,1	5,3
Çek Cumhuriyeti	-3,1	6,4	-3,4	5,6	-3,5	4,6
Avrupa Ekonomileri						
Gelişmiş	0,5	2,9	0,2	2,7	0,0	2,2
Gelişmekte olan	0,1	6,6	-1,9	6,3	-2,9	5,7
Avrupa Birliği	-0,7	3,2	-1,0	3,0	-1,2	2,5

Kaynak: IMF, World Economic Outlook (Ekim 2007)  
(\*) Gerçekleşme Tahmini.  
(\*\*) Projeksiyon.



AB'ye yeni üye olan ülkelerde de ülkemizdeki gibi yüksek büyüme ve cari açık oranlarının bir arada gerçekleştiği görülmektedir (Tablo 1.3).

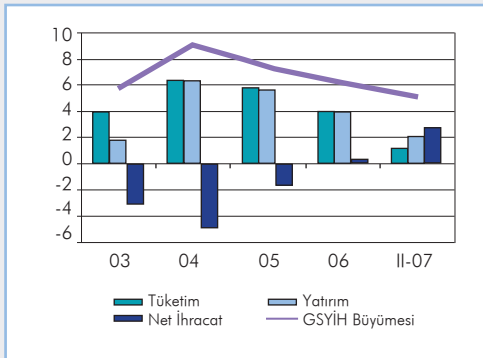
Diğer taraftan, son yıllarda ülkemize yönelik uzun vadeli kredi ve sermaye girişleri ile doğrudan yatırımların artması, cari açığın finansman kalitesini arttıran unsurlardır. Nitekim, küresel piyasalardaki son dalgalanmalar sırasında cari açığın sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin ciddi bir artış sergilememiş olması, "sıcak para" olarak nitelendirilen kısa vadeli sermaye girişlerinin toplam finansman içindeki payının azalması sonucu ortaya çıkan olumlu bir gelişmedir. Ancak, yaşanan küresel dalgalanmanın önümüzdeki dönemde özellikle gelişmiş ülke ekonomileri üzerinde ne boyutta bir etki yapacağı ve küresel likidite koşullarını nasıl etkileyeceği tam olarak belli olmadığından, cari açık finansal istikrar açısından en önemli risk unsurlarından birini oluşturmaktadır.

## 1.2. Büyüme ve Enflasyon

### 1.2.1. Büyüme

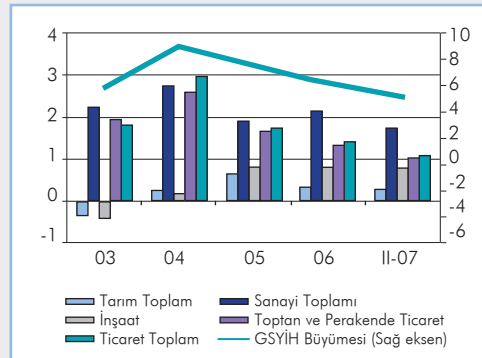
Türkiye ekonomisi, 2007 yılının ilk yarısında ivme kaybetmekle birlikte büyümeye devam etmiştir.

**Grafik 1.14.**  
Büyüme Hızı ve Büyümenin Kompozisyonu<sup>1,2</sup>  
(%, Puan)



Kaynak: TÜİK  
(1) Bir önceki yılın aynı dönemine göre yıllık yüzde değişimi göstermektedir.  
(2) Net İhracat= İhracat-İthalat

**Grafik 1.15.**  
Sektörlerin Büyüme Katkıları  
(%, Puan)



Kaynak: TÜİK

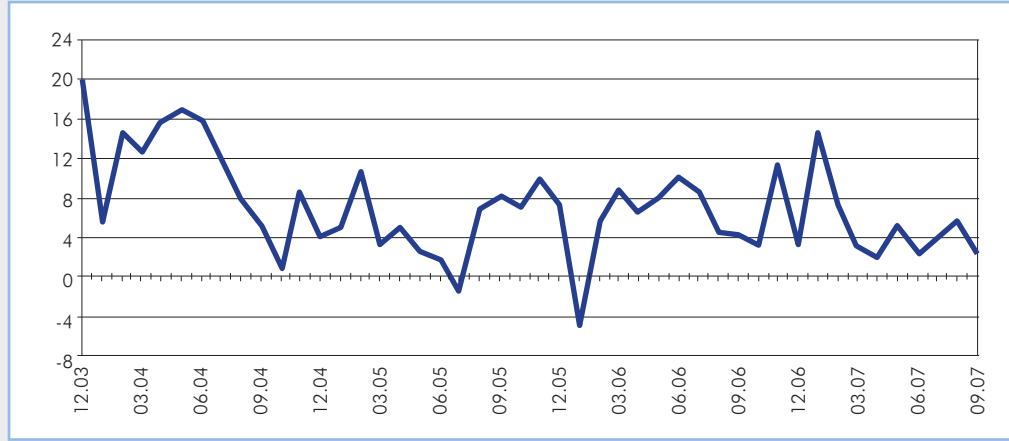
Gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH), özel kesimin tüketim ve yatırım harcamalarındaki yavaşlamaya rağmen dış talebin gücünü koruması nedeniyle, 2007 yılının ilk yarısında 2006 yılının aynı dönemine göre yüzde 5,3 oranında büyümüştür. 2007 yılının ilk yarısında tüketim ve yatırım harcamalarının büyümeye katkısı azalırken, net ihracatın katkısı artmıştır.

GSYİH'nin harcamalar yönünden en büyük bileşeni olan özel nihai tüketim harcamalarının 2007 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 0,8 gibi düşük bir oranda artması sonucu tüketimin büyümeye katkısı azalmıştır (Grafik 1.14).

Özel sektör yatırım harcamaları 2007 yılının ilk yarısında 2006 yılının ilk yarısına göre yüzde 4,9 artmıştır. Kamu sektörü yatırım harcamalarındaki yüzde 25,1 oranındaki artışa rağmen yatırım harcamalarının büyümeye katkısı azalmaya devam etmiştir (Grafik 1.14).

GSYİH üretim yönünden sektörler itibariyle incelendiğinde, 2007 yılının ilk yarısında inşaat sektörünün büyümeye katkısının güçlü bir şekilde devam ettiği, diğer sektörlerin katkısının ise azaldığı görülmektedir (Grafik I.15).

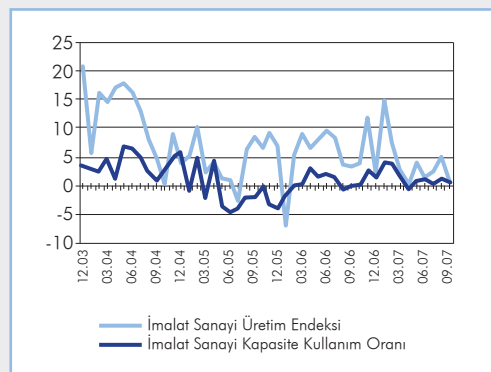
**Grafik I.16.**  
Sanayi Üretim Endeksi Gelişimi (%) <sup>1,2</sup>



**Kaynak: TÜİK**  
(1) Bir önceki yılın aynı ayına göre yıllık yüzde değişimi göstermektedir.  
(2) Aylık sanayi üretim endeksi 1997=100

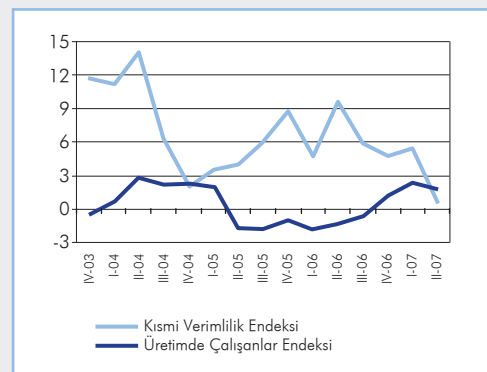
Sanayi üretimi 2007 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 5,4 oranında artmıştır. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin sanayi üretimi verileri iktisadi faaliyetlerdeki ılımlı büyümenin devam ettiğine işaret etmektedir. Bu dönemde sanayi üretimi yıllık bazda yüzde 4 oranında büyürken, mevsimsellikten arındırılmış veriler bir önceki döneme kıyasla yüzde 0,4 gibi sınırlı bir artışa işaret etmektedir.

**Grafik I.17.**  
İmalat Sanayi Üretimi ve Kapasite Kullanım Oranı <sup>1,2</sup> (%)



**Kaynak: TÜİK**  
(1) Bir önceki yılın aynı ayına göre yıllık yüzde değişimi göstermektedir.  
(2) Aylık sanayi üretim endeksi 1997=100

**Grafik I.18.**  
İmalat Sektöründe Kısmi Verimlilik ve Üretimde Çalışanlar <sup>1,2</sup> (%)



**Kaynak: TÜİK**  
(1) Bir önceki yılın aynı dönemine göre yıllık yüzde değişimi göstermektedir.  
(2) 1997=100 endeksi kullanılmıştır.

Sanayi üretim endeksinde sektör ağırlığı yüzde 86,9 olan imalat sanayi üretimi 2007 yılı dokuz aylık ortalaması bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,1 artmıştır. İmalat sanayi sektörü, iktisadi faaliyet kollarına göre dokuz aylık ortalama ile incelendiğinde elektrikli makine

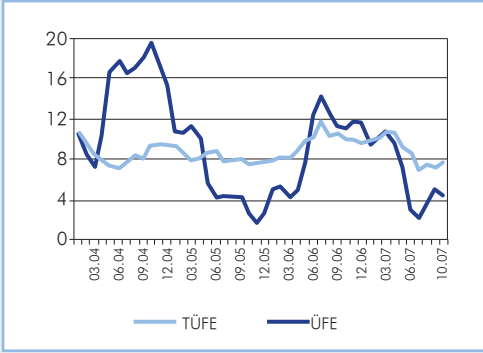
ve cihazların imalatı, ağaç ve mantar ürünleri imalatı (mobilya hariç), metal eşya sanayi (makine ve teçhizat hariç) ve ana metal sanayinin üretimini en çok artıran sektörler olduğu görülmektedir.

İmalat sanayinde kapasite kullanım oranı, 2007 yılı Eylül ayında geçen yılın aynı ayına göre 0,7 puan artmış ve yüzde 83,3 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik I.17). İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre, 2007 yılı Eylül ayında, iç pazardaki talep yetersizliği, işyerlerinin tam kapasite ile çalışmamasının en önemli nedenidir.

2007 yılının ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre üretimde çalışanların artmaya devam etmesi, buna karşılık imalat sanayi üretim endeksindeki artışın yavaşlaması sonucunda imalat sanayi üretiminde çalışan kişi başına kısmi verimlilikteki artış hızı yavaşlamaya devam etmiştir (Grafik I.18).

### 1.2.2. Enflasyon

**Grafik I.19.**  
12 Aylık ÜFE ve TÜFE Gerçekleşmeleri  
(Yıllık % Değişim)



Enflasyon göstergelerindeki olumlu gelişmelere rağmen, son dönemde enerji ve gıda ürünleri fiyatlarında yaşanan artışlar ile vergi ayarlamaları gibi para politikasının kontrolü dışında kalan gelişmelere bağlı olarak, kısa vadeli enflasyon tahminleri yukarı doğru güncellenmiştir. Bu çerçevede, enflasyonun yıl sonunda belirsizlik aralığının üst sınırı olan yüzde 6'ya aşacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, orta vadeli enflasyon beklentilerinin yıllık enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak düşüş eğilimini sürdürdüğü gözlenmektedir (Grafik 1.20).

### 1.3. Kamu Maliyesi

2006 yılında program hedefinin üstünde gerçekleşen konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlası, 2007 yılının ilk sekiz ayında kamu harcamalarının kamu gelirlerinden daha hızlı artmasına bağlı olarak hedefin 9,2 milyar YTL altında gerçekleşmiştir (Tablo 1.4). 2008 yılı Programında yer alan projeksiyonlara göre, program tanımlı konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlasının GSMH'ye oranının, 2007 yılı sonunda yüzde 4,1 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.

**Tablo 1.4. Konsolide Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazla Hedefleri ve Gerçekleşmeleri (Milyar YTL)**

	2004	2005	2006	Nisan 2007	Agustos 2007	Aralık 2007
Faiz Dışı Fazla Hedefi (KİT'ler dahil)	26,2	30,4	34,5	12,3	32,3	39,7
Faiz Dışı Fazla Gerçekleşme (KİT'ler dahil)	27,8	28,3	36,2	9,4	23,1	-
Gerçekleşme / Hedef (%)	106	93	105	76	72	-

Kaynak: HM

2007 yılı Ekim ayı itibariyle merkezi yönetim bütçe gelirleri yüzde 10,9, faiz dışı harcamalar ise yüzde 19,3 artmıştır. Toplam harcamalardaki artış ise yüzde 16,6 seviyesinde gerçekleştiğinden, gelirlerin harcamaları karşılama oranı Ocak-Ekim 2007 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre 4,7 puan gerilemiştir (Tablo 1.5).

**Tablo 1.5. Merkezi Yönetim Bütçe Gerçekleşmeleri (Milyar YTL)**

	Ocak- Ekim 2006	Ocak- Ekim 2007	Değişim (%)	2007 Bütçe Hedefi	Gerçekleşme /Bütçe Hedefi (%)
Harcamalar	144,3	168,2	16,6	205,0	82,0
Faiz Dışı Harcamalar	103,5	123,5	19,3	152,0	81,3
Gelirler	140,5	155,9	10,9	188,2	82,8
Gelirlerin Harcamaları Karşılama Oranı (%)	97,4	92,7	-	91,8	-

Kaynak: MB

Gelirlerdeki artış esas olarak vergi dışı gelirlerden kaynaklanmaktadır. Türk Telekom A.Ş.'nin özelleştirme taksitlerinden kalan 5,8 milyar YTL'nin yıl içinde peşin olarak ödenmesi ve 1,1 milyar YTL seviyesindeki gayrimenkul satış geliri vergi dışı gelirler üzerinde olumlu etki yaratmıştır. Öte yandan, ÖTV ve KDV gelirlerindeki artışın düşük olması vergi gelirlerindeki yükselişi sınırlandırmıştır.

Tarımsal amaçlı transferler, sağlık harcamaları ve buğday ve fındık alım fiyatlarındaki yüksek artışlar ile kamu işçilerine verilen ücret artışlarının öngörülenin üzerinde belirlenmesi ise faiz dışı harcamalar üzerinde baskı yaratan unsurlar olmuştur.

2008 yılı Programında, 2007 yılı sonunda vergi gelirlerinde hedefin altında, faiz dışı harcamalarda ise hedefin üstünde kalınacağı tahmin edildiği, buna karşılık vergi dışı gelirlerde görülen olumlu performans ve faiz giderlerinde gerçekleşmesi beklenen düşüş nedeniyle 2007 yılı merkezi yönetim bütçe harcama ve gelir hedeflerinin tutturulabileceği belirtilmektedir.

### Kutu 3.

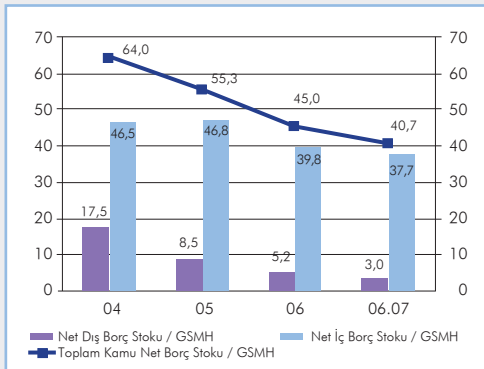
#### Faiz Dışı Fazla Hedefinde İndirim

2008 yılı merkezi yönetim bütçe tasarısıyla 2007 yılı için yüzde 6,5 olarak hedeflenen konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlasının (FDF) GSMH'ye oranı 2008 yılı için yüzde 5,5'e indirilmiştir. 2007 yılında FDF, kamu harcamalarındaki artışa, KDV ile ÖTV'de yaşanan sınırlı artışlar nedeniyle vergi gelirlerindeki yetersizliğe ve enerji şirketlerinin mali pozisyonlarındaki olumsuz gelişmelere bağlı olarak hedeflenenin altında gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, 2007 yılı sonunda FDF'nin yüzde 4,1 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Esasen, 2007 yılı için yüzde 4,1 olarak gerçekleşmesi beklenen faiz dışı fazlanın GSMH'ye oranı gözönünde bulundurulduğunda, 2008 yılı için hedeflenen yüzde 5,5'lik oran önemli bir iyileşmeye karşılık gelmektedir.

Söz konusu hedefe ulaşılabilmesi için enerji KİT'lerinin içinde bulunduğu nakit sıkıntısını aşmak amacıyla 2007 ve 2008 yıllarında elektrik fiyatlarında ayarlama yapılması programlanmıştır. Vergi gelirlerinin ise 2008 yılında yüzde 13,3 oranında artırılması hedeflenmektedir. Bu çerçevede, 2 Kasım 2007 tarihinde akaryakıt ürünleri ve tütün ürünlerinde ÖTV oranları artırılmıştır.

Faiz dışı fazla hedefinin tutturulması, borç stokunun azaltılması ve devletin borçlarını ödeme iradesi ve kapasitesi olduğunu göstermesi nedeniyle olası kırılganlıklara karşı ülkenin direncini artırması açısından büyük önem taşımaktadır. Ancak, sürdürülebilir makroekonomik istikrar açısından mali disiplinin kalitesi de önem taşımaktadır. Bu nedenle, sosyal güvenlik, vergi ve işgücü piyasası gibi alanlardaki yapısal reformların gerçekleştirilmesi büyük önem arz etmektedir.

**Grafik 1.21.**  
Toplam Kamu Net Borç Stoku ve Kompozisyonu<sup>1,2</sup> (%)

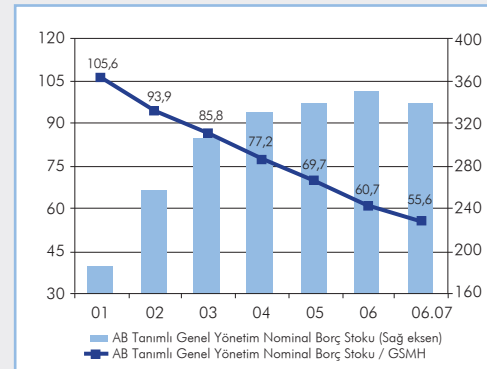


Kaynak: HM

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

(2) Aralık 2006 ve Haziran 2007 verileri geçicidir.

**Grafik 1.22.**  
Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Nominal Borç Stoku<sup>1</sup> (% Milyar YTL)



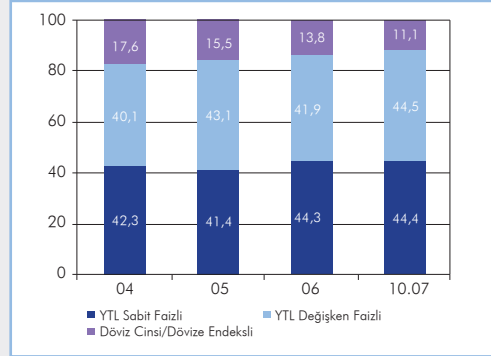
Kaynak: HM

(1) Avrupa Hesaplar Sistemi 95 kılavuzu (European System of Accounts 95- ESA 95 manual) çerçevesinde tanımlanan borç stokudur.

Kamu net borç stokunun GSMH'ye oranı azalmaya devam etmiş ve 2007 yılı ilk yarısı için yüzde 40,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu azalışta kamu mevduatındaki ve işsizlik sigortası

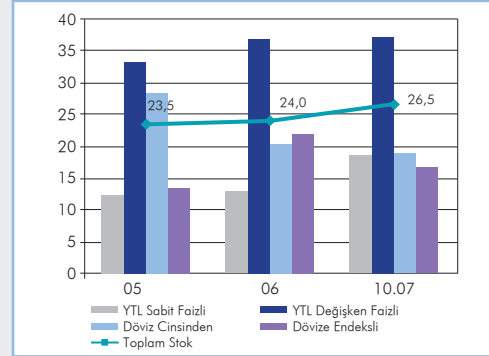
fonu net varlıklarındaki yükseliş, GSMH'deki artış ve brüt borç stokundaki azalış etkili olmuştur (Grafik I.21). Kamu brüt borç stokundaki azalışta ise kur etkisine bağlı olarak yabancı para borçların YTL karşılığının düşmesi etkili olmuştur. AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSMH'ye oranı da düşüş eğilimini korumuştur (Grafik I.22).

**Grafik I.23.**  
**İç Borç Stokunun Kompozisyonu (%)**



Kaynak: HM

**Grafik I.24.**  
**İç Borç Stokunun Vade Yapısının Gelişimi (Ay)<sup>1</sup>**



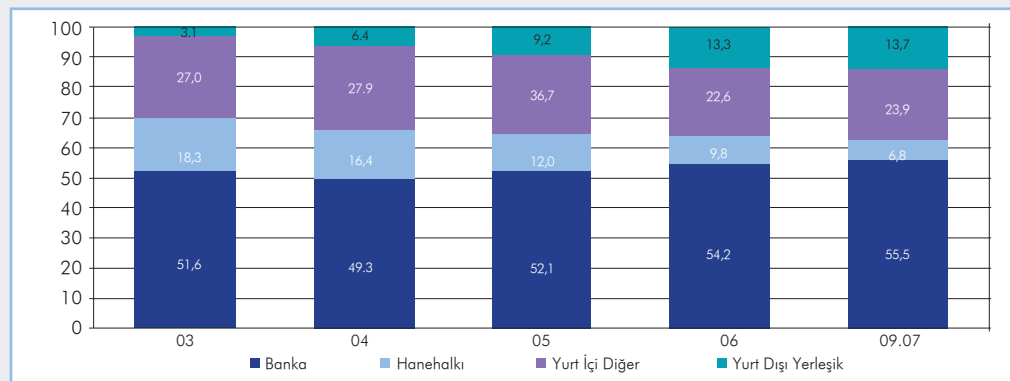
Kaynak: HM

(1) Vadeye kalan süreye göre hesaplanmaktadır.

İç borç stokunun kompozisyonu incelendiğinde, 2007 yılı Ekim ayı itibarıyla döviz kuruna duyarlı borç stokunun payındaki azalma eğiliminin devam ettiği, değişken faizli devlet iç borçlanma senetlerinin payında ise artış olduğu görülmektedir. Ancak, 2007 yılının Şubat ayından itibaren ihracına başlanılan ve değişken faizli borç stoku içinde gösterilmekle birlikte faiz riski taşımayan TÜFE'ye endeksli tahviller hariç tutulduğunda, söz konusu payın sınırlı bir artışla yüzde 41,9'dan yüzde 42,2'ye yükseldiği görülmektedir. Bu durum, 2007 yılında faiz riskine olan duyarlılıkta önemli bir artış olmadığına işaret etmektedir (Grafik I.23).

DİBS stokunun ortalama vadesi, 2007 yılı Ekim ayı itibarıyla 26,5 aya yükselmiştir. Aralık 2006 - Ekim 2007 döneminde Türk parası cinsinden sabit faizli DİBS'lerin vadeye kalan süresi uzamış, değişken faizli DİBS'lerin vadeye kalan süresi ise aynı seviyede kalmıştır (Grafik I.24).

**Grafik I.25.**  
**İç Borç Stokunun Mülkiyete Göre Dağılımı<sup>1,2,3</sup> (%)**



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 fonlarının bankalar nezdinde saklanan DİBS'lerini, "Yurt dışı yerleşik" yurt dışında yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin yurt içi bankalar nezdinde saklanan DİBS'lerini kapsamaktadır.

(3) Merkez Bankası mülkiyetinde bulunan DİBS'ler hariçtir.

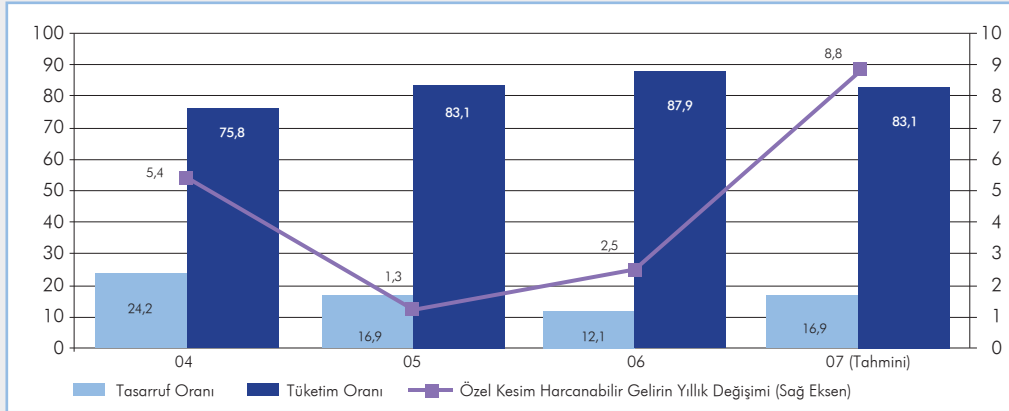
Toplam DİBS stokunun büyük kısmı bankaların mülkiyetinde olup, bankacılık sektörünün aktif yapısının da önemli bir kısmını oluşturmaktadır. 2007 yılı Eylül ayı itibarıyla bir önceki yıl sonuna göre bankaların payı artış göstermiş, hanehalkının payı azalmaya devam ederken yurtdışı yerleşiklerin payında önemli bir değişiklik olmamıştır (Grafik 1.25).

#### 1.4. Özel Kesim Gelişmeleri

2006 yılının ikinci yarısındaki parasal sıkılaştırmanın etkileri 2007 yılında da devam etmektedir.

Grafik 1.26.

Özel Kesim Tüketim ve Tasarrufu ile Harcanabilir Gelirin Reel Gelişimi (%)<sup>1,2,3</sup>



Kaynak: DPT

(1) Özel Kesim Tüketim ve Tasarruf Oranları cari fiyatlar, Özel Kesim Harcanabilir Geliri ise 1998 yılı fiyatları itibarıyla.  
 (2) Tasarruf Oranı = Tasarruf Toplamı / Harcanabilir Gelir.  
 (3) Tüketim Oranı = Tüketim Toplamı / Harcanabilir Gelir.

2008 yılı Programı'nda, 2007 yılında özel harcanabilir gelirin reel olarak yüzde 8,8 oranında büyüyeceği, tüketimin artış hızındaki yavaşlama ile birlikte tasarruf oranının 4,8 puanlık bir artış göstereceği öngörülmektedir (Grafik 1.26).

Tablo 1.6. Özel Nihai Tüketim Harcamalarının Gelişimi (Yıllık Reel Değişim, %)

	2003	2004	2005	2006	Ocak-Haz. 2007
<b>Özel Nihai Tüketim Harcamaları</b>	<b>6,6</b>	<b>10,1</b>	<b>8,8</b>	<b>5,2</b>	<b>0,8</b>
Dayanıklı Tüketim Malları	24,0	29,7	15,0	2,9	-5,2
Hizmetler	7,5	9,3	7,8	5,0	2,8
Gıda ve İçki	4,1	2,8	8,2	3,1	3,9
Yarı Dayanıklı ve Dayanaksız Tüketim Malları	2,1	18,8	12,9	15,8	-0,6
Konut Sahipliği	1,4	1,8	1,5	2,2	2,4
Enerji, Ulaştırma ve Haberleşme	2,2	0,3	-0,1	2,9	4,8

Kaynak: TÜİK

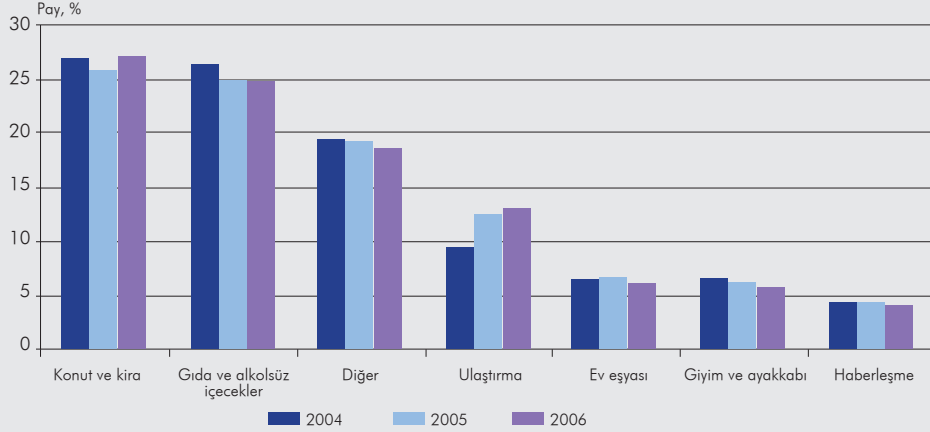
2006 yılı Haziran ayından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma, yılın ikinci yarısında etkisini göstermeye başlamış ve yurt içi talep yavaşlamıştır. Bu eğilim, 2007 yılının ilk yarısında da artarak devam etmiş, dayanıklı tüketim malları ile yarı dayanıklı ve dayanaksız tüketim malları harcamalarında bir önceki yılın aynı dönemine göre daralma gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, bu dönemde geçen yıldan daha hızlı büyüyen gıda ve içki, konut sahipliği, enerji, ulaştırma ve haberleşme harcamaları, yavaşlayarak da olsa artan hizmetler ile birlikte özel nihai tüketim harcamaları yıllık değişiminin pozitif kalmasını sağlamışlardır (Tablo 1.6).

### 1.4.1. Hanehalkı

Hanehalkı yükümlülükleri 2007 yılında da artmaya devam etmiştir.

#### Kutu 4.

#### Hanehalkı Tüketim Harcamalarının Dağılımı



Kaynak: TÜİK, 2006 Yılı Bütçe Anketi

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

2006 yılında konut ve kira için yapılan harcamaların (konut alımına yönelik yatırım harcamaları hariç) toplam harcamalar içindeki payının yüzde 27,2, gıda ve alkolsüz içecekler için yapılan harcamaların payının ise yüzde 24,8 düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir.

2006 yılında hanehalkı harcamalarının dağılımında 2005 yılına göre önemli bir değişiklik olmamakla birlikte, ulaşım harcamalarının toplam harcamalar içindeki payının artmaya devam ettiği görülmektedir.

Tablo 1.7. Hanehalkı Harcanabilir Geliri, Borçluluğu ve Faiz Ödemeleri <sup>1,2,3</sup> (Milyon YTL)

	2003	2004	2005	2006	09.07
Hanehalkı Faiz Ödemeleri	3.983	7.245	10.264	12.175	14.863
Hanehalkı Borcu	13.442	28.259	49.979	73.654	90.348
Hanehalkı Harcanabilir Geliri	180.305	218.752	255.640	292.775	340.786
Faiz Öd./Hh.Harcanabilir Gelir (%)	2,2	3,3	4,0	4,2	4,4
Borc/Hh.Harcanabilir Gelir (%)	7,5	12,9	19,6	25,2	26,5

Kaynak: BDDK-TCMB, TÜİK

(1) Eylül 2007 ayı için hanehalkı faiz ödemeleri yıllıklandırılmıştır.

(2) Hanehalkı borcu, bankalar (2003 ve 2004 yılları için Katılım Bankaları hariç) ve tüketici finansman şirketlerince kullanılan krediler (TGA dahil) ile kredi kartı bakiyelerinden (TGA dahil) oluşmaktadır.

(3) 2006 ve 2007 yılı hanehalkı harcanabilir geliri, 2005 yılı hanehalkı harcanabilir gelirinin, özel kesim harcanabilir gelire oranının değişmediği varsayımı altında, 2008 yılı Programında yer alan 2006 ve 2007 özel kesim harcanabilir geliri kullanılarak hesaplanmıştır.



2007 yılı Eylül ayı itibariyle hanehalkının faiz ödemelerinin harcanabilir gelirine oranının, geçen yıl sonuna göre sınırlı bir artış göstererek yüzde 4,4'e, toplam borcunun harcanabilir gelirine oranının da yüzde 25,2'den yüzde 26,5 seviyesine yükseldiği görülmektedir (Tablo 1.7).

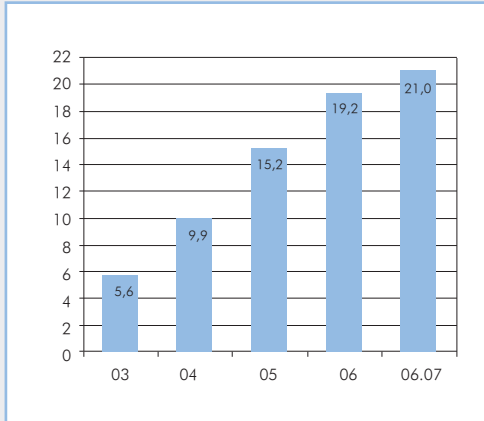
**Tablo 1.8. Seçilmiş Ülkeler İtibariyle Hanehalkı Yükümlülüklerinin GSYİH'ye Oranı**

	Konut Kredisi Hariç Hanehalkı Yükümlülüğünün GSYİH'ye Oranı			Toplam Hanehalkı Yükümlülüğünün GSYİH'ye Oranı		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Litvanya	2,5	4,1	6,7	8,0	13,2	19,3
Çek Cumhuriyeti	3,9	4,7	5,3	4,7	14,3	17,3
Macaristan	5,4	6,8	9,2	14,9	16,9	21,1
Letonya	5,3	7,7	9,3	17,1	27,1	38,3
Polonya	9,7	9,7	10,7	13,9	15,1	18,2
İtalya	12,0	12,3	12,7	25,3	27,6	29,2
Yunanistan	11,0	12,4	14,2	30,5	36,2	41,0
Portekiz	13,8	13,9	15,1	63,2	67,3	74,3
İspanya	17,5	19,1	20,8	57,5	68,6	76,8
AB 25	17,4	17,6	17,6	56,8	60,4	63,2
Euro Bölgesi	15,7	15,9	15,8	49,1	52,3	54,1
Türkiye	5,9	7,5	8,6	6,6	10,0	12,4

Kaynak: ECB, TCMB

2006 yılında yüzde 47 oranında büyüyen hanehalkı toplam yükümlülüğünün GSYİH'ya oranı, seçilmiş ülkeler itibariyle karşılaştırıldığında, halen birçok ülkeden daha düşük düzeydedir. Söz konusu orana konut kredileri hariç bakıldığında ise ülkemizde, özellikle AB'ye yeni üye olan ülkeler ile yakın bir seviyenin olduğu görülmektedir. Ekonomik istikrarın sürmesi, düşen faiz oranları ve ipotekli konut finansman sisteminin işlerlik kazanmasıyla birlikte daha da artması beklenen konut kredisi kullanımı ile ülkemizde de hanehalkı yükümlülüğünün AB ülkeleri seviyelerine yaklaşması beklenmelidir (Tablo 1.8).

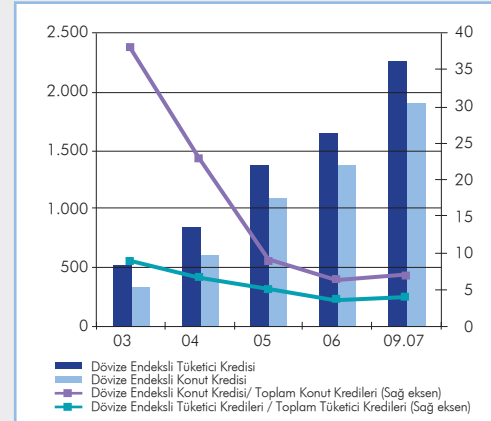
**Grafik 1.27.**  
**Bireysel Kredilerin Özel Nihai Tüketim  
Harcamalarına Oranının Gelişimi (%)<sup>1</sup>**



Kaynak: TCMB, TÜİK

(1) Bireysel krediler; bankalar (2003 ve 2004 yılları için Katılım Bankaları hariç) ve tüketici finansman şirketlerince kullanılan krediler (TGA dahil) ile kredi kartı bakiyelerinden (TGA dahil) oluşmaktadır.

**Grafik 1.28.**  
**Döviz Endeksli Tüketici Kredisi ve Konut  
Kredilerinin Gelişimi (Milyon YTL, %)**



Kaynak: TCMB

Özel nihai tüketim harcamalarının bireysel kredilerle finanse edilen kısmı 2007 yılının ilk yarısında da artmaya devam etmiştir (Grafik I.27).

**Tablo I.9. Kredi Kartı ve Tüketici Kredisi Borcunu Ödemeyen Kişi Sayısı<sup>1</sup>**

	09.06	09.07
Kredi Kartı Borcunu Ödemeyenler	182.076	167.841
Tüketici Kredisi Borcunu Ödemeyenler	21.660	40.957

**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.

2007 yılının ilk dokuz aylık döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre tüketici kredisi kullanımındaki artışa bağlı olarak borcunu geri ödeyemeyenlerin sayısı da artmıştır. Kredi kartı borcunu ödemeyen sayısında ise 2006 yılında yürürlüğe giren Banka Kartları ve Kredi Kartları Kanunu'nun da etkisiyle aynı dönemde bir azalış söz konusudur (Tablo I.9).

Dövizle endeksli tüketici kredilerinin toplam tüketici kredilerine oranı, 2006 yılı sonunda yüzde 3,6 iken 2007 yılı Eylül ayı itibariyle yüzde 3,8'e yükselmiştir. Bu gelişmede özellikle dövizle endeksli konut kredilerindeki artış etkili olmuştur. Nitekim, 2006 yılı sonu itibariyle 1,3 milyar YTL iken, 2007 yılı Eylül ayı itibariyle 1,9 milyar YTL'ye yükselen dövizle endeksli konut kredilerinin toplam konut kredileri içerisindeki payı, bu dönemde yüzde 6,1'den yüzde 6,8'e çıkmıştır (Grafik I.28). Bireysel krediler içindeki payı düşük olmakla birlikte, dövizle endeksli tüketici kredilerindeki bu artış, Türk parasının değer yitirmesi halinde hanehalkının borç yükünün artmasına yol açacaktır. Dolayısıyla, döviz geliri elde etmeyenlerin döviz cinsinden borçlanmaktan kaçınması gerekmektedir.

**Tablo I.10. Hanehalkı Finansal Varlıklarının Kompozisyonu<sup>1</sup> (Milyar YTL)**

	2004	2005	2006	09.07
Tasarruf Mevduatı	63,5	90,4	113,6	134,7
DTH	61,3	59,8	75,0	78,9
DTH (Milyar ABD Doları)	45,3	44,5	53,4	65,3
Dolaşımdaki Para	12,4	18,3	24,7	24,8
DİBS+Eurobond	39,1	32,6	28,2	20,3
Yatırım Fonu	-	-	17,5	21,4
Hisse Senedi	12,3	15,7	15,8	17,6
Emeklilik Yatırım Fonları	0,3	1,2	2,9	4,1
Repo	1,6	1,5	2,0	2,1
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>190,5</b>	<b>219,5</b>	<b>279,7</b>	<b>303,9</b>

**Kaynak: BDDK - TCMB, SPK, MKK**

(1) Tasarruf Mevduatı ve DTH, Katılım Fonlarını da içermektedir.

Hanehalkının toplam finansal varlıkları, 2007 yılı Eylül ayı itibariyle bir önceki yıl sonuna göre yüzde 8,6 artarak 303,9 milyar YTL'ye ulaşmıştır (Tablo I.10).

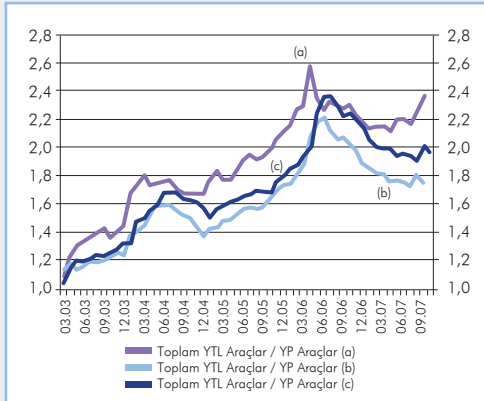
Hanehalkı varlıkları içerisinde tasarruf mevduatının payı artmaya devam etmektedir. Bu gelişmede kur etkisi nedeniyle DTH'nin payının azalması belirleyici olmuştur. Nitekim, 2007 yılının ilk 9 ayında 11,9 milyar ABD doları (yüzde 22,2 oranında) artış gösteren DTH'ların

toplam mevduat içindeki payı yüzde 40'dan yüzde 37'ye düşerken, toplam finansal varlıklar içerisindeki payı da yüzde 26,8'den yüzde 26'ya gerilemiştir. Hanehalkının bir süredir, kurlardaki düşüş sürerken döviz cinsi varlıklarını arttırdıkları, kurlarda hızlı yükseliş olan dönemlerde ise YTL cinsi varlıklara geçtikleri gözlenmektedir (Grafik 1.29).

Hisse senedi portföyünde, 2007 yılının ilk 9 ayında görülen yüzde 11,4 oranında artış büyük ölçüde fiyat artışlarından kaynaklanmıştır. Ayrıca, aynı anda tahvil, bono, hisse senedi ve repo gibi bir çok farklı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapma imkanı sunan ve değeri yüzde 22,3 artarak 21,4 milyar YTL'ye ulaşan yatırım fonları da, hanehalkının finansal varlıkları içerisinde giderek daha büyük önem kazanmaktadır. İncelenen dönemde finansal varlıklar içerisinde nominal olarak azalış gösteren tek yatırım aracı DİBS ve Eurobond portföyü olmuştur (Tablo 1.10).

Türkiye'de 2004 yılından bu yana hanehalkı varlıkları içerisinde, emeklilik yatırım fonlarında önemli bir gelişme yaşanmaktadır. Bu fonların toplam hanehalkı varlıkları içerisindeki payı, 2004 yılında yüzde 0,4 iken, 2007 yılının Eylül ayı itibariyle yüzde 1,3'e yükselmiştir. Gelişmiş ülkelerde finansal varlıklar içinde önemli payı olan emeklilik yatırım fonları, uzun vadeli olmaları nedeniyle finansal sistemin derinliğinin bir göstergesi olarak görülmektedir. Ülkemizde toplam hanehalkı varlıkları içerisindeki payı görece düşük olmakla birlikte emeklilik yatırım fonlarının gösterdiği hızlı gelişim, finansal piyasaların derinleşmesi için olumlu bulunmaktadır.

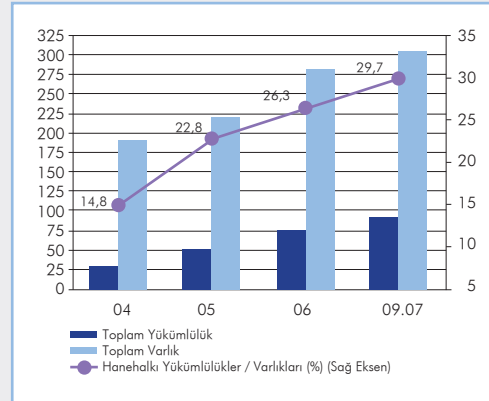
**Grafik 1.29.**  
Hanehalkı TP-YP Yatırım Araçlarının Oranı<sup>1</sup>



Kaynak BDDK-TCMB, SPK, MKK

(1) TP Araçlar = Mevduat + Repo + DİBS + Katılım Fonları (YTL) + Hisse Senedi + Emeklilik Yatırım Fonları + Yatırım Fonları (Nisan 2006'dan itibaren); YP Araçlar = DTH + DİBS + Eurobond + Katılım Fonları (YP), (a) DTH ve Katılım Fonlarının (YP) cari YTL karşılığıdır. (b) DTH ve Katılım Fonları (YP) için 31.12.2002 kuru sabit tutulmuştur. (c) DTH ve Katılım Fonları (YP) için 31.12.2002 kuru esas alınmış ve parite etkisinden anıdırılmıştır.

**Grafik 1.30.**  
Hanehalkı Finansal Varlıklarının ve Yükümlülüklerinin Gelişimi (Milyar YTL, %)<sup>1</sup>



Kaynak: BDDK-TCMB, SPK, MKK

(1) Hanehalkı Varlıkları = Tasarruf Mevduatı + Döviz Tevdiat Hesabı + Dolaylı Para + DİBS + Eurobond + Hisse Senetleri + Repo + Emek. Yat. Fonları + Yatırım Fonları (Aralık 2006'dan itibaren) Hanehalkı Yükümlülükleri, bankalar (2004 yılı için Katılım Bankaları hariç) ve tüketici finansman şirketlerince kullanılan krediler (TGA dahil) ile kredi kartı bakiyelerinden (TGA dahil) oluşmaktadır.

Hanehalkı yükümlülüklerinin finansal varlıklarına oranı, bireysel kredilerdeki artışa bağlı olarak yükselmeye devam etmektedir (Grafik 1.30).

Ekonominin büyümeye devam etmesi sonucu, harcanabilir gelirlerindeki artış sürüyor olsa da, hanehalkı borçluluk oranının artması ve tüketim harcamalarının giderek daha fazla kısmının kredilerle karşılanıyor olması, hanehalkının geri ödeme gücü ve harcama kapasitesi bakımından fon kullanıcıları tarafından yakından izlenmelerini gerektirmektedir.

### Kutu 5. Gelir Dağılımı

Gelir dağılımı ölçülerinden “Gini” katsayısı sıfıra yaklaştıkça, gelir dağılımında eşitliğin arttığı, 1’e yaklaştıkça ise bozulduğunu ifade etmektedir. TÜİK verilerine göre Türkiye’de 2002 yılında 0,44 olan Gini katsayısı takip eden yıllarda azalarak 2005 yılında 0,38’e kadar düşmüştür.

Gelir dağılımı istatistiklerine göre, 2002 yılında gelirden en yüksek payı alan yüzde 20’lik dilimin gelirin yüzde 50’sine sahip olduğu görülürken, 2005 yılında bu oranın yüzde 44,4’e gerilediği, buna karşın gelirden en düşük pay alan yüzde 20’lik dilim 2002 yılında toplam gelirin yüzde 5,3’üne sahipken, 2005 yılında bu oranın yüzde 6,1’e yükseldiği görülmektedir.

	Gini Katsayısı	Yıllar İtibariyle Gelir Dağılımı				
		I. % 20	II. % 20	III. % 20	IV. % 20	V. % 20
2002	0,44	5,3	9,8	14,0	20,8	50,0
2003	0,42	6,0	10,3	14,5	20,9	48,3
2004	0,40	6,0	10,7	15,2	21,9	46,2
2005	0,38	6,1	11,1	15,8	22,6	44,4

Kaynak: TÜİK

Gelirden en düşük pay alan grubun lehine değişen gelir dağılımı, finansal piyasalara katılımı artıracak ve böylelikle finansal sektörün derinleşmesine de katkıda bulunacaktır.

## I.4.2. Reel Sektör

### I.4.2.1. Reel Sektör Mali Analizi

Tablo I.11. Mali Oranlar (%)

	Tüm Firmalar			İmalat Sanayii Firmaları		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
<b>Kaldıraç ve Mali Yapı Oranları</b>						
Kaldıraç Oranı	47,4	48,6	50,1	45,6	47,1	48,8
Banka Kredileri / Yabancı Kaynaklar	30,6	32,2	36,0	38,0	40,5	42,6
YP Nakdi Krediler / Toplam Nakdi Krediler	79,7	75,0	70,8	79,6	75,5	71,1
Uzun Vadeli YP Nakdi Krediler / YP Nakdi Krediler	56,9	58,5	63,3	48,0	48,8	50,0
Yabancı Kaynaklar / Özkaynaklar	90,3	94,5	100,4	84,0	89,9	95,3
Faiz Karşılama Oranı (Kez)	3,6	4,3	3,1	3,4	3,6	2,7
YP Kısa Vadeli Nakdi Krediler / Yurtdışı Satışlar	13,5	15,2	13,6	13,3	14,9	13,5
<b>Likidite Oranları</b>						
Cari Oran	138,7	138,5	141,8	160,1	158,7	158,3
Likidite (Asit Test) Oranı	99,1	100,8	102,6	93,0	96,0	95,6
Nakit Oranı	22,9	24,0	26,3	30,7	29,9	27,5
Stok Tutma Süresi (Gün)	-	48,0	47,4	-	68,9	65,2
Alacakların Tahsil Süresi (Gün)	-	64,0	66,4	-	65,2	66,4
Ticari Borçları Ödeme Süresi (Gün)	-	55,4	55,3	-	54,2	51,0
<b>Kârlılık Oranları</b>						
Aktif Devir Hızı (Kez)	1,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,3
Net Kâr Marjı	4,6	4,0	5,5	4,6	3,3	4,5
Faiz Giderleri / Net Satış	2,3	1,6	3,1	2,5	1,7	3,3
Net Kâr / Aktif (ROA)	4,6	4,1	5,7	5,5	4,0	5,7
Net Kâr / Özkaynak (ROE)	8,7	7,9	11,5	10,1	7,5	11,0

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları (Geçici Veriler)

Firmaların finansal yapı oranları incelendiğinde, özellikle banka kredi kullanımına bağlı olarak borçluluk seviyesinin arttığı görülmektedir. 2006 yılının Mayıs-Haziran döneminde mali piyasalarda yaşanan dalgalanma sonucu faiz ve kurlardaki artışla birlikte, faiz karşılama oranının gerilediği dikkat çekmektedir (Tablo I.11). Kaldıraç oranının yükselmesi ve faiz karşılama oranının gerilemesi kredi riski açısından olumsuz değerlendirilmekle birlikte, toplam borçların özkaynakları aşmaması ve faiz maliyetli banka kredilerinin toplam borçlar içindeki payının çok yüksek olmamasının kredi verenler açısından önemli bir emniyet sağladığı düşünülmektedir.

Seçilmiş sektörler itibarıyla kaldıraç oranları incelendiğinde, hemen hemen tüm sektörlerde kaldıraç oranının yükseldiği ve banka kredi kullanımının arttığı görülmektedir. İnşaat, toptan ve perakende ticaret, makina ve teçhizat, ulaşım araçları ve tekstil sektöründe kaldıraç oranlarının sektörler ortalamasının üzerinde olduğu ve toplam borçların özkaynakları aştığı dikkat çekmektedir (Tablo I.12).

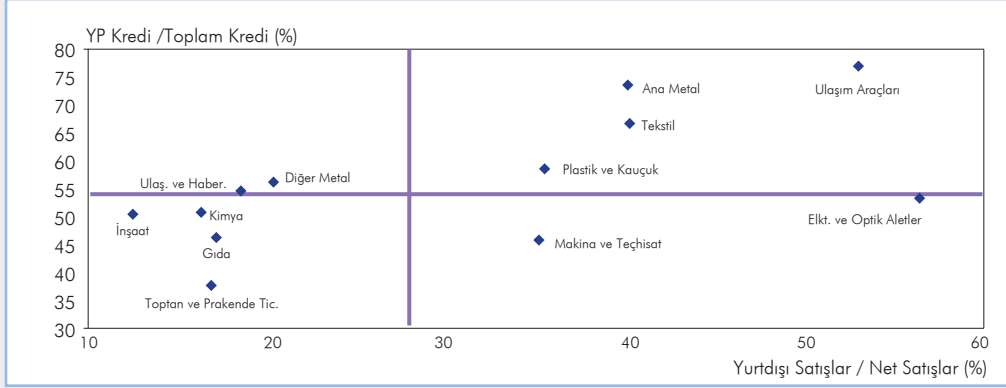
**Tablo I.12. Seçilmiş Sektörler İtibarıyla Kaldıraç Oranları (%)**

	Banka Kredileri / Aktif			Yabancı Kaynak / Aktif		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
İmalat	17,3	19,1	20,8	45,6	47,1	48,8
Gıda	18,5	19,9	22,9	45,9	44,1	45,1
Tekstil	22,5	24,5	24,7	50,1	51,2	52,1
Kimya	14,3	16,0	17,0	42,3	41,2	44,4
Diğ. Metal	10,5	13,7	15,1	29,6	35,5	37,8
Ana Metal	18,2	21,1	22,5	40,7	42,9	44,1
Makina Teçhizat	16,8	19,9	23,2	51,0	53,3	56,3
Ulaşım Araçları	18,2	17,1	18,8	49,6	52,0	52,6
İnşaat	6,7	8,0	7,8	74,5	74,8	74,3
Toptan, Perakende Tic.	17,7	19,5	20,2	64,9	67,1	65,5
Ulaştırma, Haberleşme	8,4	9,8	18,9	37,8	38,1	48,4
Tüm Firmalar	14,5	15,6	18,0	47,4	48,6	50,1

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları (Geçici Veriler)

2006 yılında, firmalarca kullanılan nakdi kredilerin yüzde 71'i yabancı para, yüzde 29'u ise YTL olarak kullanılmıştır. Yabancı para olarak kullanılan nakdi kredilerin vadelerinin uzadığı gözlenmektedir. Kısa vadeli yabancı para nakdi kredilerin yurtdışı satışlara oranı ise 2006 yılında artan yurtdışı satış gelirleriyle gerilemiştir (Tablo I.10). Bu dönemde, yabancı para kredilerin payında azalış olmasına karşın yüksek seviyelerde olması, özellikle yurtiçine yönelik üretim yapan sektörler için bir risk unsuru teşkil etmektedir. Bununla birlikte, sektörler itibarıyla incelendiğinde, yabancı para kredi payı yüksek olan sektörlerin yurtdışı satış payının da aynı zamanda yüksek olduğu, özellikle yurtiçine yönelik üretim yapan sektörlerde ise yabancı para kredi payının sektör ortalamasının altında olduğu dikkat çekmektedir (Grafik I.31). Ancak, ulaştırma ve haberleşme ile diğer metal sektörlerinin, sektör ortalamalarına göre yüksek yabancı para kredi-düşük yurtdışı satışlar bölgesinde yer aldığı görülmektedir.

**Grafik I.31**  
**Yurtdışı Satışlar ve Yabancı Para Krediler<sup>1</sup>**



Kaynak: TCMB  
(1) Bölgeler medyan değerlerine göre ayrılmıştır.

Firmaların kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösteren likidite oranları analiz edildiğinde, kısa vadeli borç ödeme kabiliyetinde iyileşme olduğu görülmektedir (Tablo I.11). Likidite oranlarının tamamlayıcısı olan stok tutma ve alacakların tahsil süreleri incelendiğinde, firmaların ürünlerinin stokta kalma süresinin kıaldığı, buna karşılık alacak tahsil süresinin uzadığı dikkat çekmektedir. Alacak tahsil süresinin uzaması, firmaların işletme sermayesi finansman gereksinimini artırmaktadır.

Kârlılık oranları firmalar için olumlu gelişmelere işaret etmektedir. Kaldıraç oranları ve aktif kârlılıklarındaki artışla özkaynak kârlılıkları yükselmiştir. Firmaların artan finansman giderlerine rağmen, satışların maliyetindeki azalış kâr marjlarının artmasında etkili olmuştur (Tablo I.11).

Sonuç olarak, Bankamıza gönderilen firma bilançolarından derlenen geçici bilgiler çerçevesinde, firmaların banka kaynaklı borçluluk oranlarının artış gösterdiği, 2006 yılının ikinci yarısında yaşanan finansal dalgalanmanın etkisiyle finansman giderlerinin arttığı görülmektedir. Ancak, firma satışlarının yavaşlayan iç talep nedeniyle yurtdışı ağırlıklı olarak devam ettiği ve satışların maliyetindeki azalışla kârlılıklarını sürdürdükleri dikkat çekmektedir.

**Tablo I.13. Seçilmiş İMKB Firmalarının Bazı Finansal Rasyoları**

	Haz.06	Eyl.06	Ara.06	Mar.07	Haz.07
Aktif Devir Hızı (Net Satışlar / Aktif) (Kez)	0,6	0,9	1,2	0,3	0,6
Net Kâr Marjı (Net Kâr / Net Satışlar) (%)	2,8	5,3	5,5	4,8	6,6
Aktif Kârlılığı (Net Kâr / Aktif) (%)	1,7	4,7	6,4	1,3	3,8
Özkaynak Kârlılığı (Net Kâr / Özkaynak) (%)	3,7	10,2	13,5	2,8	8,0
Kaldıraç Oranı (Toplam Borç / Aktif) (%)	51,6	50,9	50,2	51,2	50,5
Toplam Borç / Özkaynak (%)	112,5	109,1	106,0	110,9	107,3
Özkaynak Çarpanı (Aktif / Özkaynak)	2,2	2,1	2,1	2,2	2,1

Kaynak: İMKB  
Ana ortaklık dışı paylar özkaynaklar toplamına dahil edilmemiştir.

Geçen yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında, İMKB'de işlem gören firmaların<sup>3</sup> güçlü kârlılık düzeyini 2007 yılı ilk yarısında da sürdürdüğü görülmektedir (Tablo I.13). Aktif ve özkaynak kârlılıklarındaki artış kâr marjındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Firmaların kâr marjlarındaki

<sup>3</sup> İMKB'de işlem gören ve konsolide edilebilen, ancak mali kuruluş özelliği taşımayan veya herhangi bir mali kuruluşun iştiraki olmayan firmaların mali tabloları kullanılmıştır.

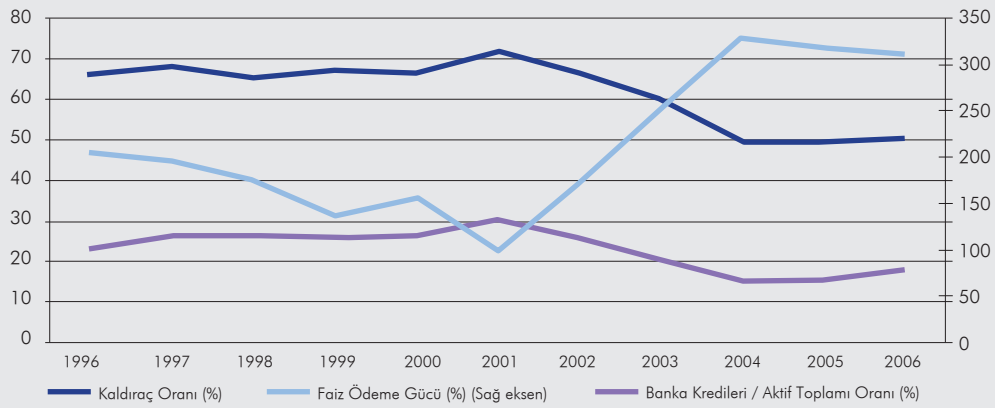
artış ise, özellikle YTL'nin değer kazanmasına bağlı oluşan ve net finansman giderlerine yansıtılan kredi borçlarına ilişkin kur farkı gelirinden oluşmaktadır. Ancak, bu tür esas faaliyet dışı gelirlerle sağlanan kâr marjı artışlarının süreklilik arz etmeyebileceği gözden kaçırılmamalıdır.

#### Kutu 6.

#### Firmaların Kaldıraç Oranları, Faiz Ödeme Güçleri ve Takibe Dönüşüm Oranları ile Yabancı Para Açık Pozisyonlarının Değerlendirilmesi

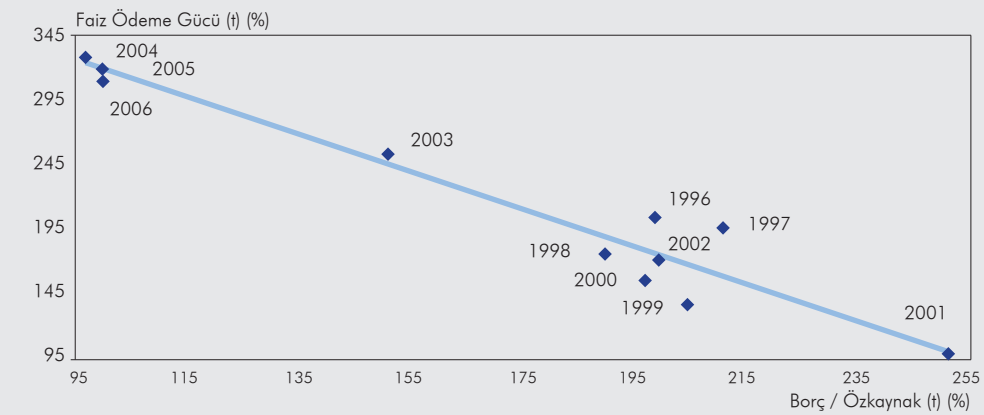
Bankamızca yayımlanan Sektör Bilançosu çalışmalarından derlenen bilgilere göre, 1996-2000 yılları arasında yüzde 65-68 arasında dalgalanan kaldıraç oranı, 2001 yılı itibarıyla yüzde 71 seviyesine ulaşmış, 2001-2004 yılları arasında gerilemiş ve 2004 yılından itibaren hafif bir artış eğilimine girmiştir. Banka kredilerinin toplam aktiflere oranı da benzer bir eğilim sergilemiştir. Ancak, her iki oranın da geçmiş değerlerinin gerisinde seyrettiği dikkat çekmektedir. Faiz ödeme gücünün bir göstergesi olan faiz ve vergi öncesi kârların finansman giderlerini karşılama oranı ise 1996-2001 yılları arasında azalış eğiliminde olup, 2001 yılında finansman giderlerini karşılayamayacak duruma gelmiş, 2002-2004 yılları arasındaki hızlı yükselişten sonra, geçmiş seviyelerinin üzerinde olmakla beraber azalış eğilimine girmiştir (Grafik 1).

Grafik 1. Finansal Yapı Oranları

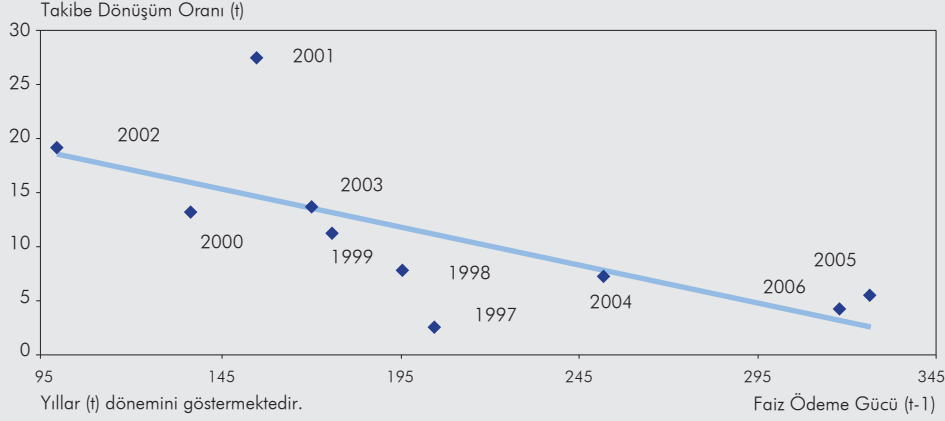


Kaynak: TCMB

Grafik 2. Borç / Özkaynak Oranı ve Faiz Ödeme Gücü



Grafik 3. Faiz Ödeme Gücü ve Takibe Dönüşüm Oranı



1996-2006 yılları arasında yabancı kaynakların özkaynaklara oranı ile faiz ödeme gücü arasındaki ilişki incelendiğinde, firmaların borç kullanımı arttıkça faiz ödeme gücünün azaldığı, bir önceki dönem faiz ödeme gücü azaldıkça ise bankacılık sektörünün takibe dönüşüm oranının arttığı görülmektedir (Grafik 2 ve 3). Söz konusu dönemde değişkenlerin birlikte hareketleri incelendiğinde, yabancı kaynakların özkaynaklara oranı 10 puan arttığında, ortalamada faiz ödeme gücünün 14,3 puan azaldığı, bir önceki dönem faiz ödeme gücü 10 puan azaldığında ise ortalamada firmalar için takibe dönüşüm oranının 0,71 puan arttığı görülmektedir.

Tablo 1. Duyarlılık Analizi- Döviz Kuru Değişimi ve Firma Ödeme Gücü

	Borç / Özkaynak (%)	Faiz Ödeme Gücü	Takibe Dönüşüm Oranı <sup>1</sup>	Sermaye Yeterlilik Oranı <sup>1</sup>
Mevcut	100,4	309,8	3,7	17,0
Kurların % 10 artışı	109,3	297,1	4,6	16,5
Kurların % 20 artışı	118,7	283,7	5,5	16,0
Kurların % 30 artışı	128,6	269,4	6,5	15,4

Kaynak: TCMB Sektör Bikaçları, BDDK, SPK

(1) Takibe dönüşüm oranı ve sermaye yeterlilik oranı hesaplamalarında Birleşik Fon Bankası, T.Kalkınma Bankası, İller Bankası ve Eximbank hariç tutulmuştur.

Türk parasının değer kaybetmesi, diğer değişkenler sabitken, firmaların yabancı para açık pozisyonları nedeniyle kambiyo zararlarına neden olarak özkaynakların erimesine yol açarken, aynı zamanda yabancı para borçların Türk parası karşılığını yükselterek firmaların borç özkaynak rasyolarının yükselmesine neden olacaktır. Dağılım grafiklerinden açıkça görüldüğü üzere, borçların özkaynaklara oranı ile faiz ödeme gücü arasında, faiz ödeme gücü ile bankacılık sektörü takibe dönüşüm oranları arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır.

Tablo 1'de, Türk lirasının değer kaybetmesinin firmaların borç rasyolarını, faiz ödeme gücünü ve bankacılık sektörünün bir dönem sonraki takibe dönüşüm oranlarını ne yönde etkileyeceğine dair bir duyarlılık analizi yapılmıştır. SPK tarafından yayımlanan "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Şirketlerin Finansal Yapıları ve



Kârlılıklarının Analizi” çalışmasında, İMKB firmalarının 2006 yılı sonu itibarıyla yabancı para borçlarının toplam varlıklarına oranının yüzde 29,3, yabancı para varlıklarının toplam varlıklarına oranının ise yüzde 15,5 olduğu belirtilmiştir. Bu itibarla, söz konusu oranlar Bankamız Sektör Bilançolarında yer alan reel sektör firmalarını temsilen aynen kullanılmıştır. Firma kredilerinin takibe dönüşüm oranı ve bankacılık sektörünün sermaye yeterlilik oranı için ise 2007 yılı Ağustos ayı rakamları kullanılmıştır.

Yapılan duyarlılık analizi sonuçlarına göre, diğer koşullar sabitken, Türk parasının yüzde 30 değer kaybı, firmaların borçlarının özkaynaklara oranının yüzde 128,6’ya çıkmasına, faiz ödeme gücünün 40,4 puan düşerek, yüzde 269,4’e gerilemesine neden olabilecektir. Firmaların faiz ödeme gücünün 40,4 puan düşmesi ise bankacılık sektörü takibe dönüşüm oranının 2,9 puan artmasına ve takibe düşen kredilerin tümüne karşılık ayrıldığı varsayımı altında, sermaye yeterlilik rasyosunun 1,7 puan gerilemesine yol açabilecektir.

Firmaların finansal yapı oranlarının tarihsel gelişimi incelendiğinde ve yapılan duyarlılık analizi sonucunda, firmaların borçluluk seviyesinin geçmişe göre daha düşük olduğu, buna karşılık faiz ödeme güçlerinin daha yüksek olduğu, firmaların açık pozisyonları nedeniyle Türk parasının değer kaybetmesi durumunda firmaların faiz ödeme güçlerinin zayıflayacağı, ancak faiz ödeme güçlerinin geçmiş yıllara kıyasla yüksekliğini koruyacağı, firmaların ödeme güçlerinin zayıflamasının ise bankacılık sektörünün takipteki kredi oranını yükselterek, sektöre kredi riski olarak döneceği görülmüştür. Bununla birlikte, sektörün yüksek sermaye yeterlilik rasyosunun söz konusu riske karşılık önemli bir güvence oluşturduğu dikkat çekmektedir. Ancak, duyarlılık analizinde yer alan sermaye yeterlilik rasyosunun sektörün konsolide verisi olduğu, söz konusu oranın banka bazında farklılık gösterebileceği gözden kaçırılmamalıdır.

#### 1.4.2.2. 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 banka dışı 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.

## I.4.2.2.1. Banka Dışı Kesimin Yabancı Para Pozisyonu

Tablo I.14. Banka Dışı Kesimin Döviz Varlık ve Yükümlülükleri (Milyon ABD doları)

	Ara.05	Mar.06	Haz.06	Eyl.06	Ara.06	Mar.07	Haz.07	Değişim 2006- Haz.07 (%)	Değişim Haz.06- Haz.07 (%)
VARLIKLAR	49.480	52.820	53.781	57.444	67.108	69.456	72.444	8	35
A. Mevduat	34.017	36.958	37.433	41.178	49.334	49.878	52.195	6	39
-Yurt İçi Bankalar (1)	15.763	17.772	17.321	18.531	22.638	23.053	25.105	11	45
-Yurt Dışı Bankalar (2)	18.254	19.186	20.112	22.647	26.696	26.825	27.090	1	35
B. Menkul Kıymetler	1.686	1.661	1.536	1.576	1.745	1.849	1.662	-5	8
-Yurt İçinde İhraç Edilen	261	268	168	207	225	235	182	-19	8
-Yurt Dışında İhraç Edilen	1.425	1.393	1.368	1.369	1.520	1.614	1.480	-3	8
C. İhracat Alacakları	6.721	7.092	7.688	7.460	8.572	8.758	9.382	9	22
D. Y. Dışına Doğr. Serm. Yatırımları	7.056	7.109	7.124	7.230	7.457	8.971	9.205	23	29
YÜKÜMLÜLÜKLER	76.600	87.039	95.886	98.463	104.520	113.323	123.437	18	29
A. Nakdi Krediler	60.320	71.521	78.247	81.285	86.023	94.786	103.686	21	33
-Yurt İçinden Sağlanan (1,3)	21.062	22.317	24.760	24.343	25.096	26.738	28.553	14	15
-Yurt Dışından Sağlanan	39.258	49.204	53.487	56.942	60.927	68.048	75.133	23	40
Orta ve Uzun Vadeli	38.070	47.977	52.216	55.522	59.533	66.730	73.180	23	40
B. İthalat Borçları	10.674	10.951	12.947	12.864	13.304	13.463	14.981	13	16
C. TMSF'ce Protokole Bağl. Alacak.	5.606	4.567	4.692	4.314	5.193	5.074	4.770	-8	2
NET POZİSYON	-27.120	-34.219	-42.105	-41.019	-37.412	-43.867	-50.993	36	21

Kaynak: BDDK-TCMB, HM, TMSF, BIS

(1) Katılım bankalarının katılım fonları ve kullandıkları fonları dahildir.

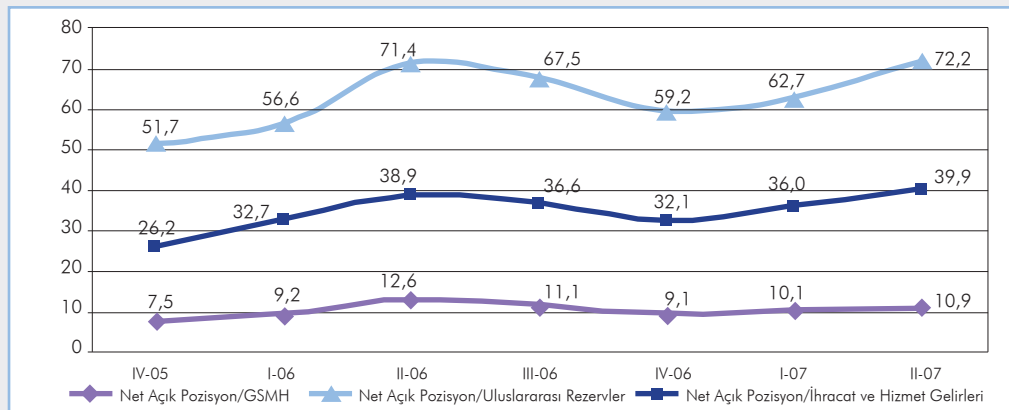
(2) BIS'ten alınan "Yurt Dışı Bankalarındaki Mevduat" versiyi içinde, gerçek kişilerin mevduatının da olabileceği göz önüne alınmalıdır.

(3) Dövizle Endeksli Krediler dahildir.

Not: Tabloda yer alan tutarlar verilerin güncellenmesi nedeniyle önceki sayılarda yayımlanan tutarlardan farklılık gösterebilmektedir.

Banka dışı kesimin net pozisyon açığı 2007 yılı Haziran ayında, bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 21, 2006 yılı sonuna göre yüzde 36 artışla, 51 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bu artışta esas olarak 2007 yılının ilk yarısında yüzde 23 oranında artan yurt dışından sağlanan krediler belirleyici olmuştur. 2006 yılının ikinci yarısında azalış eğiliminde olan banka dışı kesimin pozisyon açığı, 2007 yılında tekrar artış eğilimine girmiştir (Tablo I.14).

Grafik I.32.

Banka Dışı Kesimin Yabancı Para Pozisyonuna İlişkin Oranlar<sup>1,2</sup> (%)

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

(1) GSMH ile ihracat ve hizmet gelirleri yıllıklandırılmış, uluslararası rezervler ise dönem sonu stok verileridir.

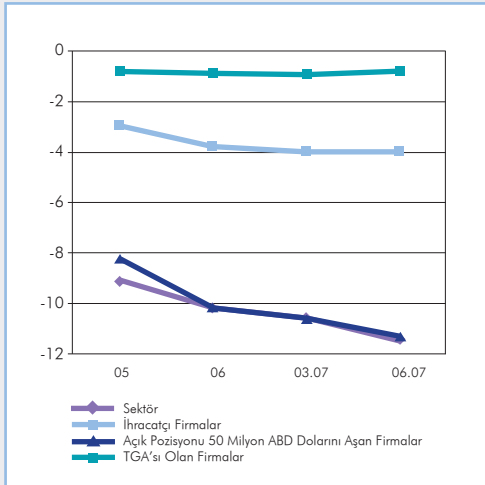
(2) Uluslararası rezervler, Merkez Bankası brüt döviz rezervleridir (alın dahil).

2006 yılının ikinci yarısında banka dışı kesimin açık pozisyonunun GSMH'ye, ihracata ve uluslararası rezervlere oranı azalmış, ancak 2007 yılının ilk yarısında net pozisyon açığındaki artışa paralel olarak yerini artış eğilimine bırakmıştır (Grafik 1.32).

#### 1.4.2.2.2. İMKB'de İşlem Gören Mali Kesim Dışı 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 192 firmanın verileri esas alınmıştır.

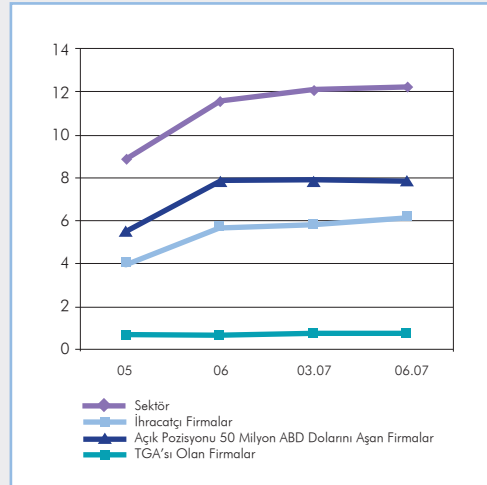
**Grafik 1.33.**  
İMKB Firmalarının Net Yabancı Para Pozisyonlarının Gelişimi<sup>1</sup>  
(Milyar ABD doları)



Kaynak: İMKB

(1) Yıl sonları itibarıyla, yurt dışı satışlarının net satışları içindeki payı yüzde 30 ve daha fazla olan firmalar, ihracatçı firma kabul edilmiştir.

**Grafik 1.34.**  
İMKB Firmalarının Kullandıkları Nakdi Kredilerin Gelişimi<sup>1</sup>  
(TGA dahil, Milyar YTL)



Kaynak: TCMB

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

İncelenen firmaların 2006 yılı sonunda 10,2 milyar ABD doları olan pozisyon açığı, 2007 yılının ilk yarısında artarak, Haziran ayında 11,4 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bu açığın tamamına yakını açık pozisyonu 50 milyon ABD dolarını aşan 42 firmaya aittir. İhracatçı olmayan 131 firmanın pozisyon açığı 2006 yılı sonuna göre artarak 7,4 milyar ABD dolarına ulaşmış olup, söz konusu açık toplam pozisyon açığının yüzde 65'ini oluşturmaktadır (Grafik 1.33).

Diğer yandan, 2007 yılı Haziran ayı itibarıyla, incelenen 192 firmanın 141'i 12,8 milyar ABD doları açık pozisyon, 51'i ise 1,3 milyar ABD doları fazla pozisyon taşımaktadır. Açık pozisyon taşıyan firmaların sayısı, 2006 yılı sonuna göre 7'si ihracatçı olmak üzere 9 artmıştır.

İnceleme kapsamındaki firmaların TGA dahil toplam kredileri 2007 yılının ilk yarısında yüzde 5,8 artarak 12,2 milyar YTL seviyesine ulaşmış olup, 19 firmanın TGA'sı bulunmaktadır (Grafik 1.34).

Açık pozisyon taşıyan ihracatçı olmayan firmaların sayısı ve açık pozisyon tutarları 2007 yılında artış eğilimindedir. Firmaların kur riskinden korunmak amacıyla türev ürünleri kullanmaları, otoritelerin ihtiyatlı düzenlemeler çerçevesinde alabilecekleri önlemler olmakla birlikte, esas itibarıyla bankacılık sektörünün kredi riskinden kaçınmak için özellikle pozisyon açığı yüksek olan ve döviz geliri olmayan firmalara kredi kullanırken daha ihtiyatlı davranması olası riskleri azaltacaktır.