

# EKONOMİK GÖRÜNÜM

## NİSAN 2006

### REEL SEKTÖR

#### ► 2005 Yılı GSYİH Sonuçları

Türkiye, 2001 krizinin ardından 2002 yılı başından itibaren 15 çeyrektir devam eden büyüme sürecini 2005 yılının son çeyreğinde de devam ettirmiş, 2002-2005 sürecinde kesintisiz büyümüştür. Bu başarılı büyüme performansı ile, Türkiye'nin 1990-2000 yılları arasında %4,2 olan ortalama büyüme oranı sözkonusu dönemde %7,5 olarak gerçekleşmiştir.

2005 Yılı'nın ilk üç çeyreğinde büyüme oranı sırasıyla %6,6, %5,5 ve %7,7 oranında gerçekleşirken son çeyrekte %9,5 oranında gerçekleşerek 2005 yılının tamamını %7,4'lük GSYİH büyümesi ile kapatmıştır. 2004 yılında 300.6 milyar ABD doları olan GSYİH 2005 yılında 361.5 milyar ABD dolarına ulaşmış, kişi başına geliri %19,8 oranında artarak 4.187 ABD Dolarından 5.016 ABD Dolarına yükselmiştir.

2005 yılının son çeyreğinde büyüme oranının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde sanayi sektörünün %10,1, ticaret ve ulaştırma sektörlerinin ise sırasıyla %9,9 ve %15,2 oranlarında büyümesi en önemli faktörler olmuştur. Çünkü, bu sektörler sırasıyla %28,7, %24,1 ve %14,9 olan paylarıyla GSYİH'nin büyük kısmını oluşturan sektörlerdir. Bunlara ek olarak, GSYİH içerisindeki payı %4,6 olmasına rağmen diğer sektörleri talep yönünden besleme özelliği olan inşaat sektörünün %14,8; ithalat vergilerinin %16,2 oranında büyümesi, GSYİH'nin son çeyrekteki yüksek oranda büyümesini etkileyen diğer önemli unsurlar olmuştur.

Net ihracat kaleminin negatif etkisine rağmen üretim tarafında gerçekleşen bu olumlu gelişmelerin özel nihai tüketim ve yatırım harcamaları ile desteklenmesi sonucunda son çeyrekte yüksek bir büyüme performansı sağlanmıştır.

Bir yıllık süreçte %7,4 oranında büyüyen GSYİH içerisinde önemli payları olan ve ticarete konu mal üreterek büyümenin sürdürülebilirliğini sağlayan tarım ve sanayi sektörlerindeki gelişme hızı, GSYİH büyümesinin altında kalmış, sırasıyla %5,6 ve %6,5 olarak gerçekleşmiştir. "Tek yıl" etkisine rağmen tarımdaki büyümenin bu seviyede gerçekleşmesi beklentilerin üzerinde sürpriz bir gelişmedir. Ancak, sanayi sektöründeki büyümenin GSYİH büyüme oranına göre düşük gerçekleşmesi dikkat çekilmesi gereken bir noktadır.

## Üretim Yönünden Değerlendirme

| Sektörel Büyüme Hızları (%)  |        |         |          |            |           |        |
|------------------------------|--------|---------|----------|------------|-----------|--------|
| (1987 Fiyatlarıyla)          |        |         |          |            |           |        |
| Sektörler                    | 2004   | 2005 I. | 2005 II. | 2005       | 2005      | 2005   |
|                              | Yıllık | Dönem   | Dönem    | III. Dönem | IV. Dönem | Yıllık |
| Tarım                        | 2,0    | 4,3     | 8,2      | 7,5        | -0,1      | 5,6    |
| Sanayi                       | 9,4    | 6,6     | 3,9      | 5,7        | 10,1      | 6,5    |
| İnşaat                       | 4,6    | 20,6    | 25,4     | 25,6       | 14,8      | 21,5   |
| Ticaret                      | 12,8   | 7,0     | 5        | 7,5        | 9,9       | 7,4    |
| Ulaştırma ve Haberleşme      | 6,8    | 6,8     | 4,7      | 8,0        | 15,2      | 8,8    |
| Mali Kuruluşlar              | 1,1    | 0,7     | 0,3      | -0,5       | -1,2      | -0,2   |
| Konut sahipliği              | 1,8    | 1,3     | 1,4      | 1,6        | 1,9       | 1,5    |
| Serbest Meslek ve Hizmetler  | 8      | 6,7     | 5,5      | 7,7        | 9,4       | 7,4    |
| Devlet Hizmetleri            | 1,2    | -0,3    | 1,3      | 1,0        | 1,2       | 0,8    |
| Kar Amacı Olmayan Kuruluşlar | 0,2    | -1,3    | 0,1      | -0,2       | 0,4       | -0,2   |
| İthalat Vergisi              | 26,2   | 8,7     | 8,8      | 14,7       | 16,2      | 12,2   |
| GSYİH                        | 8,9    | 6,6     | 5,5      | 7,7        | 9,5       | 7,4    |
| GSMH                         | 9,9    | 7,5     | 4,7      | 8,0        | 10,2      | 7,6    |

Kaynak : TÜİK

2005 yılının son çeyreği itibariyle üretim yönünden yapılan değerlendirmede, tarım sektöründeki %0,1'lik ve mali kuruluşlar sektöründeki %1,2'lik daralmanın dışında tüm sektörlerde önemli üretim artışları olduğu görülmektedir. GSYİH içerisinde %28,7 oranında payı olan ve birçok alt sektörde canlanmaya neden olan sanayi sektöründeki %10,1'lik büyüme hızı, son çeyrek performansında önemli bir etki yaratmıştır. Sanayi sektöründe yaşanan canlılık, ticaret, ulaştırma ve haberleşme sektörlerinde de yüksek büyüme oranları yakalanmasına katkıda bulunmuş, bu sektörlerde sırasıyla %9,9 ve %15,2 oranında büyüme oranlarına ulaşılmıştır. Sanayi sektöründeki yüksek büyüme oranı, ekonomideki büyüme performansının sürdürülebilirliği açısından önemli bir göstergedir.

2005 yılının bütünü itibariyle sanayi sektörü büyüme oranı %6,5 olarak gerçekleşmiştir. Sanayi sektöründe yıllık bazda bu performansın yakalanmasında verilerini revize eden ve verileri geç ulaştıran işletmeler nedeniyle ilk üç çeyreğe ilişkin büyüme oranlarının revize edilerek yükseltilmesi etkili olmuştur.

2005 yılının son çeyreklik döneminde GSYİH içerisinde %10 oranında payı olan tarım sektörü %0,1 oranında gerilemesine karşın, ilk üç çeyrekte %4,3, %8,2 ve %7,5 oranında büyüme kaydetmiştir. Tarım sektöründe yaşanan bu gelişmenin sektörde mevsimselliğin önemli oranda azalmasıyla yaş sebze ve meyve üretiminde gerçekleşen artışlar ve hububat üretimindeki artışlardan kaynaklandığı belirtilmiştir. Tarım sektöründe elde edilen başarılı performans ticaret ve ulaştırma-haberleşme sektörlerinde yüksek büyüme oranlarına ulaşılmasında da etkili olmuştur. İlk üç çeyrekte hesaplamının ekili-dikili alan üzerinden yapılması, son çeyrekte ise gerçekleşen üretim rakamlarının ilgili dönem rakamlarına eklenmesi nedeniyle yapılan revizyonların etkisiyle 2005 yılının tamamında tarım sektöründe %5,6'lık büyüme oranına ulaşılmıştır.

İnşaat sektöründe ilk üç çeyrekteki hızlı büyüme trendinin bir miktar yavaşladığı; sektörün %14,8 oranında büyüme kaydettiği görülmektedir. İnşaat sektöründe yakalanan büyüme performansının, sektöre girdi sağlayan alt sektörlerde hareketlenmeye neden olması ve istihdamın artırılması açısından önemli katkı sağlamasına karşılık, uzun dönemde, üretilen malların ticarete konu mallar olmaması nedeniyle ülkenin döviz üretme potansiyelini artırıcı etki yapamadığı gözönünde bulundurulmalıdır. Konut fiyatlarının aşırı şişmesi, konut talebinin belli bir doygunluğa ulaşması ve daha düşük gelirli bireylerin konut edinimine imkan verecek mortgage yasası konusundaki beklentilerin konut talebinin bir süre ertelenmesine yol açması, son çeyrekte inşaat sektörünün düşük büyüme performansını belirleyen faktörler olmuştur.

Son çeyrekte yüksek büyüme oranı yakalanmasında önemli bir diğer unsur da GSYİH içerisinde %7,5 oranında payı olan ithalat vergisindeki %16,2'lik artış olmuştur.

Son çeyrekte gerçekleşen bu büyüme rakamları ve daha önceki dönem rakamlarında yapılan revizyonlarla birlikte 2005 yılında GSMH %7,6 büyürken, GSYİH %7,4 oranında büyümüştür. 2004 yılında gerçekleşen %8,9'luk GSYİH büyümesi büyük oranda sanayi sektöründeki %9,4'lük büyümeden kaynaklanırken, 2005 yılında GSYİH büyüme oranı, sanayi sektöründeki büyüme oranından daha yüksek gerçekleşmiştir. Yıllık bazda %7,4'lük GSYİH büyümesine karşılık sanayi üretim endeksi artışı %5,3 olarak gerçekleşmiştir. 2002-2005 döneminde sanayi üretim endeksi artış hızı, 2005 yılı dışında sadece 2002 yılının 2. ve 3. çeyreğinde GSYİH büyüme oranının bir miktar altında kalmıştır. Diğer tüm çeyreklerde sanayi üretimindeki artış hızı GSYİH büyümesinin üzerinde gerçekleşmiştir.

## Harcamalar Yönünden Değerlendirme

| Harcamalar Yönünden Değerlendirme (1987 Fiyatlarıyla) |             |               |                |                 |                |             |
|---|-------------|---------------|----------------|-----------------|----------------|-------------|
| Harcama Bileşenlerinin Büyüme Oranları (%)            |             |               |                |                 |                |             |
| Harcama Bileşenleri                                   | 2004 Yıllık | 2005 I. Dönem | 2005 II. Dönem | 2005 III. Dönem | 2005 IV. Dönem | 2005 Yıllık |
| Özel Nihai Tüketim Harcamaları                        | 10,1        | 4,1           | 3,9            | 10,4            | 16,7           | 8,8         |
| Gıda ve İçki  | 2,8         | 3,3           | 8,6            | 10,8            | 8,7            | 8,2         |
| Dayanıklı Tüketim Malları                             | 29,7        | 3,2           | 2,9            | 26,0            | 31,3           | 15,0        |
| Yarı Dayanıklı ve Dayanısız Tüketim Malları           | 18,8        | 9,0           | 3,0            | 3,7             | 39,6           | 12,9        |
| Enerji, Ulaştırma, Haberleşme                         | 0,3         | 0,5           | -4,1           | 0,6             | 2,3            | -0,1        |
| Hizmetler   | 9,3         | 6,5           | 5,0            | 7,8             | 11,3           | 7,8         |
| Konut Sahipliği                                       | 1,8         | 1,3           | 1,4            | 1,6             | 1,9            | 1,5         |
| Devletin Nihai Tüketim Harcamaları                    | 0,5         | 4,4           | 4,0            | 3,2             | 0,0            | 2,4         |
| Gayrisafi Sabit Sermaye Oluşumu                       | 32,4        | 10,3          | 20,0           | 30,6            | 33,0           | 24,0        |
| Kamu Sektörü  | -4,7        | 30,7          | 30,2           | 38,2            | 17,1           | 25,9        |
| Özel Sektör   | 45,5        | 8,8           | 18,4           | 29,0            | 41,6           | 23,6        |
| Stok Değişmeleri                                      | 14,7        | 6,3           | -5,5           | -77,3           | -89,3          | -30,3       |
| Mal ve Hizmet İhracatı                                | 12,5        | 14,0          | 6,7            | 3,9             | 10,9           | 8,5         |
| Mal ve Hizmet İthalatı                                | 24,7        | 10,6          | 9,1            | 11,2            | 15,3           | 11,5        |
| GSYİH   | 8,9         | 6,6           | 5,5            | 7,7             | 9,5            | 7,4         |
| GSMH  | 9,9         | 6,6           | 5,5            | 7,7             | 10,2           | 7,6         |

Kaynak : TÜİK

2005 yılı dördüncü çeyreğinde harcamalar tarafında dikkat çeken gelişmeler üçüncü çeyrekte olduğu gibi, tüketim, yatırım ve ithalattaki artışlar olmuştur. GSYİH içerisinde payı %62,9 olan özel tüketim harcamalarında artış eğilimi son çeyrekte de devam etmiş, tüketim harcamaları %16,7 oranında artarak, son çeyrek büyümesine %104 oranında katkı yapmıştır. Tüketim harcamalarının artışında işsizlik oranlarında düşüş olmamasına karşılık reel ücret düzeyinin artması ve reel faiz oranları düzeyinin düşük olması nedeniyle tüketim eğiliminin artması, yakalanan istikrar ortamının süreceğine yönelik oluşan beklentiler nedeniyle uzun vadeli ve cazip faiz oranlı tüketici kredisi kullanımının yaygınlaşmasının etkili olduğu görülmektedir. TÜİK ve TCMB'nin ortak çalışmasıyla yapılan tüketici güven endeksi ve CNBC-e tüketim eğilim anketine yüksek düzeylerde olmasa da tüketici güveninin sürdüğünü ve tüketicilerin gelecek dönem için olumlu beklentiler içerisinde olduklarını göstermektedir. Yılın son çeyreklik döneminde kullanılan tüketici kredileri miktarı %12,2 oranında artarken, üretimde çalışan başına kazanç %11,6 oranında artmıştır. Tüketim harcamaları alt gruplar itibariyle değerlendirildiğinde tüketim harcamalarının %28,1'ini oluşturan gıda ve içki harcamalarında %8,7'lik; %22,4'ünün oluşturan dayanıklı tüketim mallarında %31,3'lük; %18,1'ini oluşturan yarı dayanıklı ve dayanısız tüketim mallarında %39,6'lık; %13,1'ini oluşturan enerji, ulaştırma ve haberleşme harcamalarında %2,3'lük; %11'ini oluşturan hizmetlerde %11,3'lük; %7,2'sini oluşturan konut sahipliğinde %1,9'luk artış gerçekleştiği görülmektedir. Konut sektöründeki canlılık, tüketicilerin mobilya, beyaz eşya gibi dayanıklı mallara olan talebini artırıcı bir etki yapmaktadır. Önümüzdeki dönemde, mevcut ekonomik istikrar ortamının devam etmesiyle birlikte özel nihai tüketim harcamalarının artış eğilimini sürdürmesi, ancak; tüketimin büyük oranda krediyle finanse edilmesinin etkisiyle tüketimdeki artış hızının bir miktar düşmesi olası görünmektedir.

Toplam harcamalarının %37'sini oluşturan maaş ve ücret harcamalarının %1,2 oranında artmasına karşın, %63'lük kısmı oluşturan diğer cari harcamaların %0,6 oranında azalması nedeniyle devletin nihai tüketim harcamaları değişmemiştir.

GSYİH'de önemli bir kalem olan gayri safi sabit sermaye oluşumu, ilk üç çeyrekte sırasıyla %10,3, %20 ve %30,6 oranında büyürken, son çeyrekte %33 oranında büyümüştür. Bu büyüme hızı ile gayri safi sabit sermaye oluşumunun son çeyrek GSYİH büyümesine katkısı %85,6 olarak gerçekleşmiştir. Son çeyrekte, makine-teçhizat yatırımları %47,3; bina yatırımları %1 ve bina dışı yatırımlar %7,5 olmak üzere kamu sektörü yatırımları %17,1 oranında artmıştır. 2002'nin son çeyreğinde artmaya başlayan ve 2005'in ilk çeyreğine kadar ortalama %59 oranında büyüyen özel sektör yatırımlarının büyüme oranı, 2005 yılının ilk çeyreğinde %8,8'e gerilemiş; ikinci çeyrekte %18,4; üçüncü çeyrekte %29; dördüncü çeyrekte ise %41,6 oranında gerçekleşmiştir. Özel sektörün makine-teçhizat yatırımları son çeyrekte %43,5 oranında artarken, bina yatırımları %35,9 oranında artmıştır. Bu veriler özel kesimde yatırımların devam ettiğini göstermektedir.

Son bir yıllık dönemde gayrisafi sabit sermaye yatırımları %24 oranında artmıştır. Yatırımlardaki artış trendini açılan şirket sayısındaki artışla da teyit etmek mümkündür. Ocak-Aralık 2005 döneminde kurulan şirket

kooperatif ve ticaret unvanlı işyeri sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %17,9; kapananların sayısı ise %6,3 oranında artmıştır. Açılan şirketler için getirilen sermaye miktarı da bir önceki yıla göre %60,1 oranında artarak 7.717 milyon YTL'ye ulaşmıştır. Bina inşaatı yatırımlarındaki artış trendinde ise, 2005 yılının tamamına ilişkin yapı kullanma izin belgeleri ve yapı ruhsatları istatistiklerinde görüldüğü gibi, ticari amaçlı bina yatırımlarındaki artış etkili olmuştur.

Bu eğilimi destekleyen başka bir gelişme de verilen yatırım teşvik belgelerindeki artıştır. 2005 yılında verilen yatırım teşvik belgesi sayısı %5,5 oranında artarken, sözkonusu yatırımlar için getirilen sermaye miktarı ise %10,9 oranında büyümüştür.

Yılın son çeyreğinde ihracat %10,9 oranında artarken, ithalat %15,3 oranında artmıştır. İthalat artış oranının ihracat artış oranından daha yüksek olması nedeniyle net ihracat GSYİH büyümesini %24,5 oranında daraltmıştır. Türkiye'nin mallarını ihraç ettiği pazarların büyüme performansında bir gerileme olmamasına rağmen TL'nin aşırı değerli olması, işgücü ve enerji üzerindeki yüksek vergi yükü, Çin etkisi gibi nedenlerle net ihracatın GSYİH büyümesine katkısı negatif olmuştur.

Canlı iç tüketim sayesinde 2005 yılının üçüncü çeyreğinde olduğu gibi dördüncü çeyreğinde de stokların payı önemli oranda düşmüştür. Canlı iç tüketim sayesinde stoğa yönelik değil, tüketime yönelik üretim gerçekleştirilmektedir.

2005 yılında gerçekleşen yüksek büyüme oranı, hem 2004 yılında yüksek oranlarda gerçekleşen büyüme oranının yarattığı baz etkisine hem de 2001 krizinin etkisinin ortadan kalkmasının yarattığı baz etkisine rağmen gerçekleştiği için, büyümenin devam ettiği yönünde önemli bir göstergedir. Yakalanan bu büyüme performansında tüketimin önemli bir ağırlığının olması 2006 yılında da bu performansın aksi bir gelişme olmadıkça devam edeceğine yönelik olumlu bir göstergedir.

Dört yıldır ulaşılan başarılı büyüme performansının sürdürülmesi ve büyümenin istihdam yaratan bir yapıya kavuşturulması için sektörler bazında bazı düzenlemelerin yapılması büyük önem taşımaktadır. GSYİH'ye katkısı fazla olan sektörlerin görelî durumunun düzeltilmesi ve sektörlerin mikro düzeyde istihdam yaratma potansiyellerinin artırılması açısından sektör spesifik politikaların devreye sokulması gerekmektedir.

### ► İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

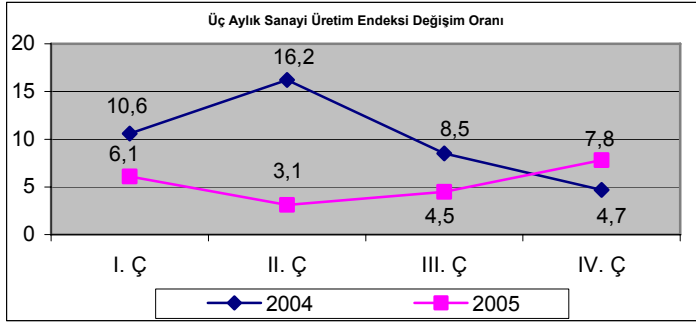
| Kurumsal Olmayan Sivil Nüfusun İşgücü Durumu | 2004 III. | 2004 IV. | 2005   | 2005   | 2005   |
|--|-----------|----------|--------|--------|--------|
|  | Dönem     | Dönem    | Ekim   | Kasım  | Aralık |
| <b>Kurumsal Olmayan Sivil Nüfus (000)</b>    | 70.685    | 70.949   | 71.915 | 72.006 | 72.085 |
| <b>15 ve daha yukarı Yaştaki Nüfus (000)</b> | 49.944    | 50.189   | 51.050 | 51.146 | 51.202 |
| <b>İşgücü (000)</b>                          | 25.265    | 24.297   | 24.683 | 24.539 | 24.034 |
| <b>İstihdam (000)</b>                        | 22.874    | 21.870   | 22.197 | 21.928 | 21.332 |
| <b>Eksik İstihdam (000)</b>                  | 1.010     | 764      | 843    | 802    | 835    |
| <b>İşsiz (000)</b>                           | 2.390     | 2.428    | 2.487  | 2.611  | 2.702  |
| <b>İşgücüne Katılma Oranı(%)</b>             | 50,6      | 48,4     | 48,4   | 48,0   | 46,9   |
| <b>İstihdam Oranı (%)</b>                    | 45,8      | 43,6     | 43,5   | 42,9   | 41,7   |
| <b>İşsizlik Oranı(%)</b>                     | 9,5       | 10,0     | 10,1   | 10,6   | 11,2   |
| <b>Eksik İstihdam Oranı(%)</b>               | 4,0       | 3,1      | 3,4    | 3,3    | 3,5    |
| <b>İşgücüne Dahil Olmayanlar (000)</b>       | 24.679    | 25.891   | 26.366 | 26.607 | 27.168 |

Kaynak : TÜİK

TÜİK tarafından (hareketli üçer) aylık dönemler esas alınarak her ay açıklanan işgücü istatistiklerinin "2005 yılı Kasım-Aralık ayları ile 2006 yılı Ocak ayı verilerinden oluşturulan ve Aralık ayı olarak açıklanan" verilere göre, sözkonusu dönemde işsizlik oranı %11,2 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yöntemle oluşturulan Haziran ve Temmuz ayı verilerine göre işsizlik oranı %9,1'e kadar gerilemiş; Ağustos ayında %9,4; Eylül ayında %9,7; Ekim ayında %10,1; Kasım ayında %10,6 olarak gerçekleşmişti.

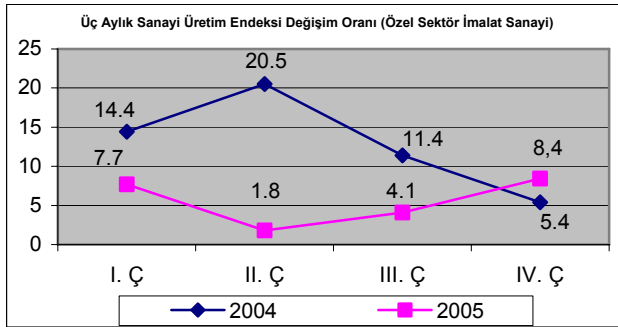
İşsizlik oranlarındaki artış son dönemde ülkemizde "Büyümenin istihdam yaratma gücü neden düşük kalıyor?" sorusu etrafında yapılan tartışmaları tekrar gündeme getirmektedir. Bu çerçevede baktığımızda ülkemizde büyüme sürecinde alt sektörler itibarıyla üretim yapısındaki değişimin istihdam yaratıcı özelliklere sahip olmadığı ve başka bir biçimde söylenirse işsizliğin giderek talep yetersizliğinden kaynaklanan konjonktürel bir işsizlikten teknolojik nedenlerden kaynaklanan yapısal bir işsizliğe dönüşme eğilimine girdiği söylenebilir. Bu bağlamda toplam talebin yönetimine dayalı politikaların dışında işgücünün ve işgücü piyasasının yapısını değiştiren, dönüştürücü politikaların sektörel düzeyde devreye sokulması bir gereklilik haline gelmektedir.

► Üç Aylık Sanayi Üretim Endeksi



Sanayi üretim endeksi (1997=100), yılın dördüncü üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %7,8 oranında artış göstermiş ve 133,4 olarak gerçekleşmiştir. Sanayi üretim endeksinin önemli bir unsuru olan imalat sanayiinde %7,4'lük; madencilik sektöründe %16,6'lük; elektrik, gaz ve su sektörlerinde ise %8,8'lik üretim artışları gerçekleşmiştir.

Sanayi üretim endeksi son iki çeyrekteki yüksek oranlı artışların etkisiyle 2005 yılında %5,3 artarak 130'a ulaşmıştır. İmalat sanayiindeki yıllık artış %4,8 olarak gerçekleşirken, madencilik sektöründe %13,8, elektrik, gaz ve su sektöründe %7,6 oranında artış ortaya çıkmıştır.



Özel sektör imalat sanayiindeki artış %8,4 olarak gerçekleşirken, kamuda sözkonusu artış %2,1 olmuştur.

2005 yılının son çeyreğinde beklendiği şekilde yüksek oranlı bir sanayi üretim artışı yakalanmıştır. Bu artışta, 2004 yılında ekonomide meydana gelen soğumayla birlikte sanayi üretim endeksinin yılın diğer dönemlerine kıyasla düşük bir oranda (%4,7) artmasının yarattığı baz etkisinin belirleyici olduğu görülmektedir.

İmalat sanayi alt sektörleri itibariyle yapılan değerlendirmede yılın son çeyreğinde mobilya imalatında %64,6'lük, büro, muhasebe ve bilgi işlem makinalarında %59,4'lük, tıbbi, hassas ve optik aletlerde %35,9'luk, elektrikli makine ve cihazlarda %33,2'lik, plastik-kauçukta %19,8'lik, metal eşyada %15,2'lik, taşıt araçlarında %13'lük, gıdada %9,9'luk, kimyada %8,6'lık, metalik olmayan diğer mineral maddelerde %7,9'luk, makine teçhizatında %7,8'lik, tütünde %7,5'lik, kağıt ve radyo, TV, haberleşme araçlarında %6,8'lik, rafine edilmiş petrol ürünlerinde %3,6'lık ve ana metal sanayiinde %2,4'lük üretim artışı; tekstil giyim, deri, ağaç ve mantar ürünleri, basım-yayım ve diğer ulaşım araçlarında üretim gerilemesi yaşanmıştır.

Sanayi üretim endeksinin bir yıllık dönemdeki gelişimi incelendiğinde, Çin menşeli ucuz ürünlerle rekabet edemeyen ve ihracatlarında önemli gerilemeler yaşanan tekstil, giyim ve deri sektörleri ile diğer ulaşım araçları dışındaki sektörlerde üretim artışlarının devam ettiği görülmektedir.

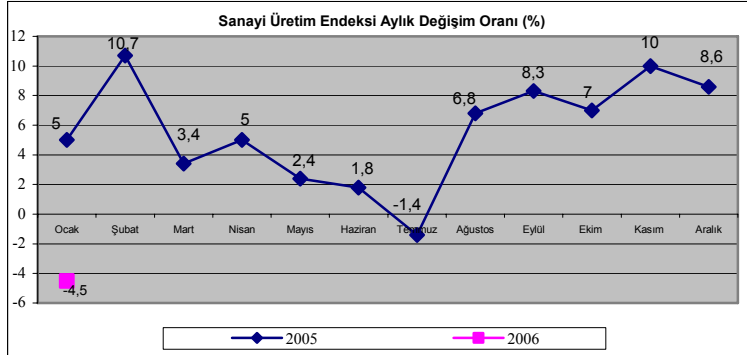
Sanayi sektörünün GSYİH'nin yaklaşık üçte birini oluşturduğu dikkate alındığında son çeyrekteki %7,8'lik artış aynı dönem GSYİH büyümesine yaklaşık %2,5 oranında katkı yaparken, 2005 yılının bütünü itibariyle %5,3'lük artış ise yıllık GSYİH büyümesine %1,7 oranında katkı yapmıştır.

2005 yılında %5,3 olarak gerçekleşen sanayi üretim artışı 2004 yılında gerçekleşen %9,9'luk artışın oldukça gerisinde kalmıştır. Sanayi üretim endeksinin alt kalemlerinden imalat sanayiindeki üretim artışı ise 2004 yılında %10,4 iken 2005 yılında %4,8 olarak gerçekleşmiştir.

Sanayi üretim endeksi sektör ağırlıkları itibariyle detaylı biçimde incelendiğinde sektör ağırlıkları büyük olan sektörlerdeki üretim gerilemeleri ve düşük artış oranları dikkat çekicidir. Daha önceki raporlarımızda da değindiğimiz üzere, yılın bütünü itibariyle inşaat sektöründe yaşanan canlanmaya bağlı olarak inşaat alt sektörlerinde yüksek oranlı artışlar, makine teçhizat, ana metal gibi sektörlerde ise düşük üretim artışları olduğu görülmektedir. 2004 yılında %31,1 ve %11,6 gibi yüksek oranlı artışların yarattığı baz etkisi bu gerilemede önemli bir etken olsa da bu sektörlerdeki üretim düşüşleri dikkatli biçimde incelenmelidir.

► 2006 Yılı'nın İlk İki Ayına İlişkin Verilerin Değerlendirmesi

Ocak Ayı Sanayi Üretim Endeksi



Aylık Sanayi Üretim Endeksi, 2006 yılı Ocak ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %4,5 oranında azalarak son 23 ayın en düşük seviyesi olan 112,5'e; imalat sanayi üretim endeksi ise %6,1 oranında azalarak 109,5'e gerilemiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede ise sanayi üretim endeksinin bir yıllık dönemde %5,4; imalat sanayi üretim endeksinin %5,7 oranında gerilediği görülmektedir.

| İKTİSADİ FAALİYET KOLLARI   | OCAK   |         |        |         |
|-----------------------------|--------|---------|--------|---------|
|                             | Endeks | Değişim | Endeks | Değişim |
|                             | 2006   |         | 2005   |         |
| Toplam Sanayi               | 112,5  | -4,5    | 117,8  | 5,0     |
| Madencilik Sektörü          | 78,8   | -0,8    | 79,4   | 15,9    |
| İmalat Sanayi Sektörü       | 109,5  | -6,1    | 116,6  | 5,0     |
| Elektrik, Gaz ve Su Sektörü | 164,5  | 7,1     | 153,5  | 1,8     |

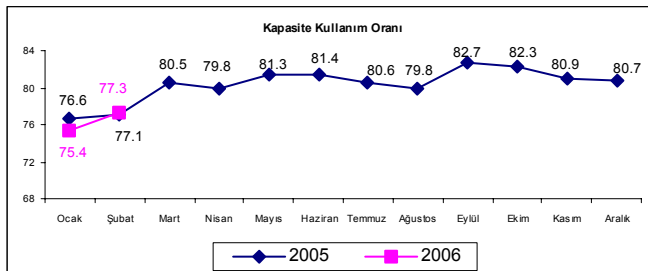
Sanayi üretim endeksinde iktisadi faaliyet kolları itibarıyla bakıldığında endekste %86,92 ile en fazla ağırlığı olan imalat sanayi sektöründe %6,1; endekste ağırlığı %4,89 olan madencilik sektöründe %0,8 oranında üretim azalışı, endekste ağırlığı %8,19 olan elektrik, gaz ve su

sektöründe ise %7,1 oranında artış olduğu görülmektedir.

İmalat sanayi sektörü iktisadi faaliyet kollarına göre incelendiğinde, kağıt ve kağıt ürünleri sektöründe %37,1, giyimde %35,4, metal eşyada %30,6, mobilyada %27,9, tekstilde %17,9, metalik olmayan diğer minerallerde %13,7, elektrikli makine ve cihazlarda %11,1, radyo, TV, haberleşme araçlarında %10,3, petrol ürünlerinde %5,3, ana metal sanayinde %3, kimya sanayinde %2,1, makine ve teçhizat sanayinde %1,1 olmak üzere toplam 12 sektörde üretim gerilemesi yaşandığı görülmektedir. Diğer ulaşım araçlarında %76,5, büro, muhasebe ve bilgi işlem makinelerinde %75, tütün ürünlerinde %26,2, plastik-kauçukta %24,8, deride %15,7, tıbbi, hassas ve optik aletlerde %14,9, motorlu kara taşıtlarında %9,2, ağaç ve mantar ürünlerinde %8,1, basım ve yayımda %4,9 ve gıdada %4 oranında üretim artışı gerçekleşmiştir. Sektördeki nispi ağırlıkları dikkate alındığında, tekstil, giyim, metalik olmayan diğer mineral maddeler, kağıt ve metal eşya sektörlerindeki yüksek oranlı üretim düşüşlerinin sanayi üretim endeksindeki gerilemede etkili olduğu görülmektedir.

Sanayi üretimindeki gerilemede bayram tatili nedeniyle çalışılan gün sayısının azalması, aşırı soğuk hava yüzünden üretimde meydana gelen aksamalar, doğalgaz krizi nedeniyle kısa süreli de olsa bazı sektörlerde yaşanan üretim kayıplarının etkili olduğu düşünülmektedir. Söz konusu dönemde, tekstil ve hazır giyim ürünleri ihracatında yaşanan gerilemeler yanında metalik olmayan diğer mineral maddeler, kağıt, motorlu kara taşıtları ve mobilya gibi sektörlerin ihracatındaki azalma da sanayi üretim endeksindeki düşüşü açıklayıcı faktörler olarak ortaya çıkmaktadır.

Şubat Ayı Kapasite Kullanım Oranları



2005 yılı Şubat ayında %77,1 olarak gerçekleşen üretim değeri ağırlıklı kapasite kullanım oranı Şubat 2006 döneminde %77,3 olarak gerçekleşmiştir. Mevsimsel olarak ve Şubat ayının kısa sürmesi nedeniyle Şubat ayında kapasite kullanım oranının diğer aylara göre düşük gerçekleştiği gerçeğinden hareketle kapasite kullanım oranlarının 2006 dönemindeki performansının normal düzeyde olduğu

söylenbilir. Mevsimsel etkilerden arındırılarak yapılan değerlendirmede Ocak ayında bayram, soğuk hava koşulları ve doğalgaz krizi gibi nedenlerle kapasite kullanım oranı %78,4 seviyesine gerilemişken, Şubat 2006'da kapasite kullanım oranının %80,9 düzeyine yükseldiği görülmektedir.

2006 Şubat ayında son bir yıllık süreçte, 22 alt sektörden 14'ünün kapasite kullanım oranlarında düşüş görülürken, 7'sinin kapasite kullanım oranı yükselmiş, bir sektörde ise değişiklik olmamıştır. Bir yıllık süreçte tütün, ağaç ve mantar ürünleri, basım-yayım, kimya, bilgi işlem makineleri, radyo, TV, haberleşme cihazları ile tıbbi, optik aletler sektörlerinin kapasite kullanım oranları artarken; gıda sektörü kapasite kullanım oranı değişmemiş, tekstil, giyim, deri, kağıt ve kağıt ürünleri, kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri, plastik-kauçuk, metalik olmayan diğer mineral maddeler, ana metal, metal eşya, makine-teçhizat, elektrikli cihazlar, taşıt araçları, diğer ulaşım araçları ve mobilya sektörlerinin kapasite kullanım oranlarında düşüş gerçekleşmiştir. 2006 Şubat ayında on sektörde kapasite kullanım oranları %80'in üzerinde iken, oniki sektörde %80'in altına düşmüştür.

| Tam Kapasite Çalışmama Nedenleri (%) | Subat Ayı                     |      | Ocak-Subat Ort. |      |
|--------------------------------------|-------------------------------|------|-----------------|------|
|                                      | 2006                          | 2005 | 2006            | 2005 |
|                                      | İç pazarda talep yetersizliği | 41,7 | 54,1            | 43,2 |
| Dış pazarda talep yetersizliği       | 20,8                          | 18,2 | 20,3            | 16,8 |
| Mali imkansızlık                     | 3,3                           | 2,6  | 3,0             | 2,9  |
| Yerli mallarda hammadde yetersizliği | 4,4                           | 4,3  | 4,3             | 4,0  |
| İthal mallarda hammadde yetersizliği | 2,3                           | 2,2  | 2,2             | 2,2  |
| İşçilerle ilgili meseleler           | 1,7                           | 1,9  | 1,7             | 1,9  |
| <i>Kaynak: TÜİK</i>                  |                               |      |                 |      |

2006 yılı Şubat ayında ve Ocak Şubat döneminde tam kapasite ile çalışmama nedenlerinden dış pazarda talep yetersizliğinin etkisini artırdığı, iç pazarda talep yetersizliğinin etkisinin geçen yıla göre önemli oranda düştüğü; diğer nedenlerde önemli bir değişiklik olmadığı görülmektedir.

2006 yılı Mart ayı için beklentiler ise, üretim miktarının ve hammadde fiyatlarının, 2005 yılının aynı dönemine göre önemli oranda artacağı; satış fiyatlarının ve yurt içi fiyatların ise azalacağı yönünde oluşmuştur.

*VakıfBank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak 2006 yılı Büyüme oranı tahminimizi %6,34 olarak revize ediyoruz..*

## PARA POLİTİKASI ANALİZİ

### ► TCMB Bilanço Analizi

| TCMB Analitik Bilanço Analizi (Milyar YTL) |          |          |          |          |
|--|----------|----------|----------|----------|
|  | 22.03.06 | 22.02.06 | 30.12.05 | 31.12.04 |
| <b>Toplam Bilanço Büy.</b>                 | 100.78   | 97.12    | 90.07    | 74.67    |
| <b>Dış Varlıklar</b>                       | 82.36    | 78.26    | 72.34    | 53.59    |
| <b>İç Varlıklar</b>                        | 18.42    | 18.86    | 17.73    | 21.08    |
| <b>Toplam Döviz Yük.</b>                   | 51.09    | 47.82    | 51.52    | 49.93    |
| <b>Merkez Bankası Parası</b>               | 49.69    | 49.30    | 38.55    | 24.74    |
| <b>Rezerv Para</b>                         | 29.14    | 27.00    | 32.70    | 20.33    |
| <b>Emisyon</b>                             | 20.03    | 18.95    | 19.61    | 13.47    |
| <b>APİ</b>                                 | 20.12    | 17.73    | 4.98     | 3.62     |
| <b>Kamunun YTL Mevduatı</b>                | 0.43     | 4.57     | 0.87     | 0.79     |
| <b>Dış Varlık - Top. Döv. Yük.</b>         | 31.27    | 30.44    | 20.82    | 3.66     |
| <b>Dış Varlık / Top. Döv. Yük.</b>         | 1,61     | 1,64     | 1,40     | 1,07     |
| <b>Dış Varlık / Emisyon</b>                | 4,11     | 4,13     | 3,69     | 3,98     |
| <b>İç Varlık / Dış Varlık</b>              | 0,22     | 0,24     | 0,24     | 0,39     |
| <b>Emisyon / Top. Bilanço</b>              | 0,20     | 0,20     | 0,21     | 0,18     |

Kaynak:TCMB

küçük olması, dış varlıkların toplam döviz yükümlülüklerine oranı şeklinde ifade edilen, TCMB'nin kur riski oranının<sup>2</sup> bir önceki aya göre azalmasına neden olmuştur.

Uygulanmakta olan para politikası çerçevesinde iç varlıklarda önemli bir değişimin yaşanmadığı bir süreçte, dış varlıkların artması iç varlıkların dış varlıklara oranının azalmasına neden olmaktadır. Bu gelişme bilançonun aktif kalitesinin arttığına işaret etmektedir. Söz konusu oran 22.03.06 tarihi itibarıyla 0,22 olarak gerçekleşmiştir.

TCMB'nin, ekonominin diğer tüm birimlerine karşı YTL cinsinden toplam yükümlülükleri şeklinde ifade edilebilecek Merkez Bankası Parası'nda ise son bir aylık dönemde kayda değer bir değişim olmamıştır. Ancak bu büyüklüğün bileşiminde dikkat çekici değişiklikler meydana gelmiştir. Söz konusu değişikliklerin temelinde kamunun YTL mevduatında yaşanan hareketten kaynaklandığı görülmektedir. Bu hesapta 22.02 / 22.03.06 tarihleri arasında 4 milyar YTL'nin üzerinde bir azalma meydana gelmiştir. Bu nedenle ortaya çıkan parasal genişleme rezerv para ve APİ'deki artış şeklinde kendini göstermiştir.

Kamunun gelir ve gider dengesinin, söz konusu işlemlerin yapısı nedeniyle zaman açısından uyumsuzluk göstermesi, kamunun YTL mevduatında kısa dönemde ciddi dalgalanmalara neden olmaktadır. Söz konusu dalgalanmalar para politikası uygulaması hakkında bilgi içermese de, para politikası uygulamasının en iyi şekilde takip edilebildiği TCMB Analitik Bilançosu'nda önemli değişimlere neden olmaktadır. Bu nedenle bilanço kalemlerindeki gelişmeler yorumlanırken, bu hesaptaki konjonktürel hareketlere dikkat etmek gerekmektedir. Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi kamunun YTL mevduatındaki yüksek miktardaki değişim, karşılaştırmaya temel alınan 22.02.06 tarihinde bu hesabın genel eğilimin tersine çok yüksek bir değer almasından kaynaklanmaktadır.

### ► Parasal Büyüklükler

| Parasal Göstergeler     | 10.03.2006 | 10.02.2006 | 2005  | 2004  | % Değişim |         |         |
|-------------------------|------------|------------|-------|-------|-----------|---------|---------|
|                         | (4)        | (3)        | (2)   | (1)   | (4)-(3)   | (3)-(2) | (2)-(1) |
| <b>M1</b>               | 37.5       | 37.4       | 41.8  | 28.8  | 0,3       | -10,5   | 45,1    |
| <b>M2</b>               | 157.3      | 151.6      | 153.1 | 108.5 | 3,8       | -1,0    | 41,1    |
| <b>M2Y</b>              | 236.8      | 228.8      | 229.6 | 184.5 | 3,5       | -0,3    | 24,4    |
| <b>Parasal Taban</b>    | 45.9       | 41.9       | 37.7  | 23.9  | 9,5       | 11,1    | 57,7    |
| <b>M2/Parasal Taban</b> | 3.43       | 3.62       | 4.06  | 4.53  | -         | -       | -       |
| <b>DTH/M2Y</b>          | 0.34       | 0.34       | 0.33  | 0.41  | -         | -       | -       |

Kaynak:TCMB

10.02 / 10.03.06 tarihleri arasındaki bir aylık sürede vadesiz mevduatlardaki artışın etkisiyle, M2 ve M2Y tanımlarına göre, para arzında sırasıyla %3,8 ve %3,5'lik artış gerçekleşmiştir. Rezerv para ve TCMB'nin bankacılık kesimine karşı APİ'den doğan net yükümlülüklerinin toplamından oluşan parasal taban ise

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

<sup>2</sup> Kur riski oranının artması (azalması) TCMB'nin kur riskinin azaldığını (arttığını) göstermektedir.



bu tarihler arasında %9,5 artarak 10.03.06 tarihi itibarıyla 45.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Parasal tabanın artış sürecinde API'den doğan yükümlülükler, bu dönemde de belirleyici olmaya devam etmiştir. İncelenilen dönemde parasal tabanın para arzından daha hızlı artması sonucunda M2 / Parasal Taban olarak ifade edilen para çoğaltanı da bir önceki aya göre gerilemiş ve 10.03.06 tarihi itibarıyla 3.43 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde para ikamesi derecesini temsilen kullanılan göstergelerden DTH / M2Y'de ise bir değişiklik meydana gelmemiştir.

### ► TCMB Faiz Kararı

| TCMB O/N Faiz Oranları | Borç Verme   |               |
|------------------------|--------------|---------------|
|                        | Borç Alma    | Borç Verme    |
| 11.01.2005             | 17,00        | 21,00         |
| 09.02.2005             | 16,50        | 20,50         |
| 09.03.2005             | 15,50        | 19,50         |
| 11.04.2005             | 15,00        | 19,00         |
| 10.05.2005             | 14,50        | 18,50         |
| 09.06.2005             | 14,25        | 18,25         |
| 11.10.2005             | 14,00        | 18,00         |
| 09.11.2005             | 13,75        | 17,75         |
| <b>09.12.2005</b>      | <b>13,50</b> | <b>17,50</b>  |
| <b>02.01.2006</b>      | <b>13,50</b> | <b>16,50*</b> |

\*Teknik Düzenleme  
Kaynak: TCMB

Para Politikası Kurulunun 23 Mart'ta yaptığı 2006 yılının 3. toplantısının ardından yapılan açıklamada kısa vadeli faizlerin değiştirilmemesi kararının verildiği kamuoyuna duyurulmuştur. Bu kararlar birlikte Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanan gecelik faiz oranı, borçlanmada %13,50, borç vermede ise %16,50 düzeyinde kalmıştır. Yapılan açıklamada Para Politikası Kurulu'nca "son dönemdeki gelişmelerin kısa vadeli enflasyon tahminlerini olumlu etkilemekle birlikte, Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan orta vadeli görünümü belirgin olarak değiştirmedeği" değerlendirmesinin yapıldığı belirtilmiştir.

30 Mart'ta "Para Politikası Kurulu Değerlendirmeleri Özeti" yayınlanmıştır. Yayınlanan metinde, Şubat ayında yıllık enflasyonun sınırlı bir yükseliş göstererek %8,15 olarak gerçekleştiği, bu durumun TCMB tarafından daha önceden öngörüldüğü ve bu nedenle para politikasının orta vadeli perspektifine ilişkin belirgin bir duruş değişikliği yapmadığı ifade edilmiştir. Bunun yanı sıra enflasyondaki aşağı yönlü hareketin önümüzdeki aydan itibaren tekrar başlayacağını öngörüldüğü ve yıllık enflasyonun yıl sonunu hedefi olan %5'e yakın gerçekleşeceğini tahmin edildiği belirtilmiştir.

Toplam talep artışının istikrarlı seyrini koruduğunun belirtildiği açıklamada, arz-talep koşullarının enflasyonun düşüş eğilimine verdiği desteğin önümüzdeki dönemde, geçen yıllara göre daha sınırlı olacağını tahmin edildiği vurgulanmıştır.

| 2006 Yılı PPK Toplantı Tarihleri |
|----------------------------------|
| 27.Nis.06                        |
| 25.May.06                        |
| 20.Haz.06                        |
| 20.Tem.06                        |
| 24.Ağu.06                        |
| 26.Eyl.06                        |
| 19.Eki.06                        |
| 23.Kas.06                        |
| 21.Ara.06                        |

Kaynak: TCMB

Açıklamada hizmet fiyatlarında gelişmelerin 2006 yılı enflasyon hedefleri açısından bir risk unsuru olmaya devam ettiği, hatta bu grubun TÜFE'deki payının artmasının bu riski artırdığı ifade edilmiştir. Enflasyon hedefleri açısından risk unsuru olarak belirtilen diğer faktörler ise, daha önceki raporlarda olduğu gibi, petrol fiyatlarındaki gelişmeler ve uluslararası likidite koşullarıdır. Bunlara ek olarak Uluslararası Metal Fiyatları Endeksi'nin yıllık bazda yüksek oranlı artışlar göstermesi de maliyetler açısından risk unsuru olarak belirtilmiştir.

Açıklamada "Bugünkü bilgiler ışığında, orta dönemde politika faizlerinin yükselme olasılığı, aşağı inme ya da sabit kalma olasılığına kıyasla daha düşüktür; kısa dönemde ise sabit kalma olasılığının geçen toplantıya göre azaldığı ifade edilebilir" ifadesine yer verilmiştir. Kurulun yaptığı açıklamalar, TCMB Başkanı'nın atamasına ilişkin sorunlar ve eldeki veriler çerçevesinde bir sonraki toplantıda faizlerin düşürülmesi yönünde karar alınması olasılığının düşük olduğu söylenebilir. Kurulun bir sonraki toplantısı 27 Nisan'da yapılacaktır.

### ► Mart Ayı Enflasyon Gerçekleşmeleri

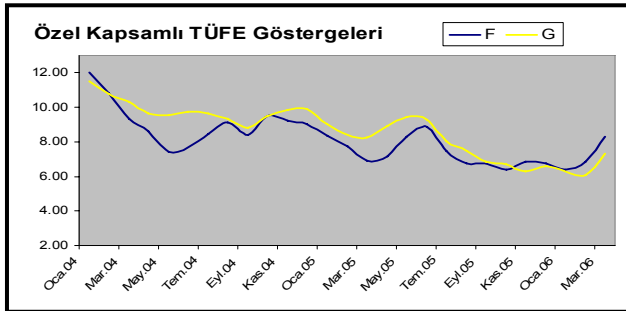
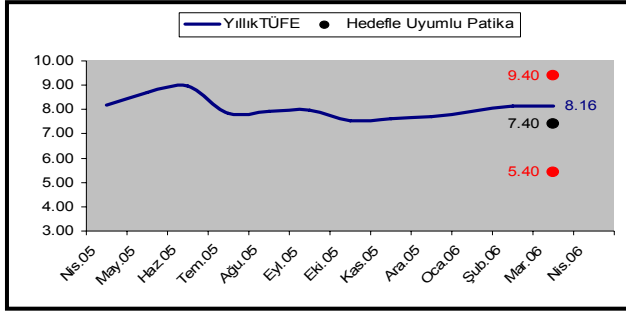
| % Değişim (2003=100)               | TÜFE Mart.2006 | ÜFE Mart.2006 |
|------------------------------------|----------------|---------------|
| Bir önceki aya göre                | 0,27           | 0,25          |
| Bir önceki yılın Aralık ayına göre | 1,25           | 2,48          |
| Bir önceki yılın aynı ayına göre   | 8,16           | 4,21          |
| On iki aylık ortalamalara göre     | 8,05           | 4,49          |

Kaynak: TÜİK

Mart ayında TÜFE'deki artış bir önceki aya göre %0,27 olurken yıllık artış %8,16 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde ÜFE'de aylık bazda %0,25, yıllık bazda ise %4,21'lik artış meydana gelmiştir.

TÜFE'deki fiyat gelişmeleri ana harcama grupları itibarıyla incelendiğinde, gıda ve alkolsüz içecekler alt grubundaki %1,30'luk aylık fiyat artışı, harcama grupları arasında birinci sırada gelmektedir. Bu harcama grubunun endeks içindeki ağırlığının %27,68 olması söz konusu fiyat artışının endeks değeri üzerindeki etkisini arttırmaktadır. Mart ayında tekstil sektöründe KDV oranlarında indirim yapılmasının etkisiyle giyim ve ayakkabı

ana harcama grubu fiyat endeksinde meydana gelen aylık %2,92'lik gerileme, bu dönemde TÜFE artışını sınırlayan en önemli faktör olmuştur.



TCMB tarafından 05/12/2005 tarihinde yayımlanan “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 yılında Para ve Kur Politikası” adlı temel politika metninde enflasyon hedefleriyle uyumlu patika Mart.2006 tarihi itibarıyla %7,4 etrafında +/-%2 olarak belirtilmiştir. Son aylardaki artış eğilimine rağmen yıllık enflasyon %8,16’lık değeri ile belirsizlik aralığı içerisinde gerçekleşmiştir. Ancak aynı duyuruda üçer aylık hedeflerden 1 puanlık sapmalar (aşağı ve yukarı doğru) olduğu takdirde, gözden geçirmelerde IMF teknik elemanlarıyla görüşmeler yapılacağı ifade edilmiş olup gerçekleşme söz konusu 1 puanlık sınıra oldukça yakındır. 30 Mart tarihinde yayımlanan Para Politikası Kurulu toplantı özetlerinde yıllık enflasyonun Nisan ayından itibaren tekrar düşüşe geçeceğinin beklendiği ifade edilmiştir. Dolayısıyla gerçekleşen enflasyonun bu aşamada TCMB’nin beklentileriyle uyumlu olduğu görülmektedir. Ancak gerçekleşmelerin riskli bölgeye yakın olması nedeniyle TCMB’nin enflasyon hedefleriyle ilgili temkinli duruşunu devam ettireceği söylenebilir.

Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinde, uzun süredir aşağı doğru olan eğilimin aksine, Mart ayında yıllık bazda artış yaşanmıştır. Enflasyonun orta vadeli ana eğilimini iyi bir şekilde yansıttığı düşünülen F ve G endekslerinde 2006 Mart ayında sırasıyla, %1,29 ve %1,14’lük artışlar yaşanmıştır. Mart ayında ortaya çıkan ters yönlü bu hareketi genel bir eğilim olarak nitelendirmek henüz mümkün değildir. Kaldı ki bu tarz hareketler zaman zaman ortaya çıkmasına rağmen son dönemlerde genel eğilimin aşağı yönlü olduğu yukarıdaki grafikten de görülmektedir.

| Sektörler           | Sektör ağırlıkları | Bir önceki aya göre % değişim |
|---------------------|--------------------|-------------------------------|
| GENEL               | 100                | 0,25                          |
| Tarım               | 19,78              | -0,36                         |
| Sanayi              | 80,22              | 0,40                          |
| Madencilik          | 1,47               | -2,28                         |
| İmalat              | 73,98              | 0,48                          |
| Elektrik, gaz ve su | 4,77               | 0,16                          |

Kaynak:TÜİK

ÜFE’ de Mart ayında bir önceki aya göre %0,25’lik artış yaşanmasına rağmen yıllık bazda ölçülen artış bir önceki aya göre gerileyerek %4,21 olarak ölçülmüştür. Bu dönemde tarım ürünleri fiyatlarında ortalama %0,36 oranında gerileme gözlenirken sanayi ürünleri fiyat endeksinde yaşanan %0,40’lık artış ÜFE’nin artmasına neden olmuştur.

**Vakıfbank Ekonomik Araştırmalar Birimi olarak TÜFE artış oranı tahminimiz 2006 yılı Nisan ayı için %0,34’tür. 2006 yıl sonu enflasyon tahminimizi ise %6,32 olarak revize ediyoruz.**

## KAMU MALİYESİ

### ► Merkezi Yönetim Bütçesi Gelişmeleri

| Kamu Gelir ve Harcama Kalemleri |               |               |                   |                  |
|---------------------------------|---------------|---------------|-------------------|------------------|
| Milyon YTL                      | 2006          |               | Ocak – Şubat 2006 |                  |
|                                 | Şubat         | Ocak - Şubat  | Hedef             | Ger. / Hedef (%) |
| <b>Bütçe Gelirleri</b>          | <b>12.807</b> | <b>26.426</b> | <b>156.214</b>    | <b>16,8</b>      |
| Vergi Gelirleri                 | 11.179        | 21.313        | 132.199           | 16,1             |
| Diğer Gelirler                  | 1.628         | 5.113         | 24.015            | 20,7             |
| <b>Bütçe Harcamaları</b>        | <b>15.311</b> | <b>26.915</b> | <b>174.322</b>    | <b>15,4</b>      |
| Faiz Dışı Harcamaları           | 8.548         | 17.891        | 128.062           | 13,9             |
| Mal ve Hizmet                   | 478           | 1.378         | 17.721            | 7,8              |
| Personel                        | 2706          | 6.191         | 36.021            | 17,2             |
| Cari Transferleri               | 4.063         | 8.150         | 49.108            | 16,6             |
| Sosyal Güv. Harc.               | 2.38          | 4.621         | 18.981            | 24,2             |
| Faiz Harcamaları                | 6.708         | 9.024         | 46.260            | 19,4             |
| <b>Bütçe Dengesi</b>            | <b>-2.504</b> | <b>-489</b>   | <b>-13.996</b>    | <b>3,5</b>       |
| <b>Faiz Dışı Denge</b>          | <b>4.259</b>  | <b>8.535</b>  | <b>32.264</b>     | <b>26,3</b>      |

Kaynak: MALİYE BAKANLIĞI

Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan Şubat ayı bütçe gerçekleştirmelerine göre Ocak ayında fazla veren Merkezi Yönetim bütçesi Şubat ayında 2.5 milyar YTL açık vermiştir. Şubat ayında faiz dışı fazla ise 4.3 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

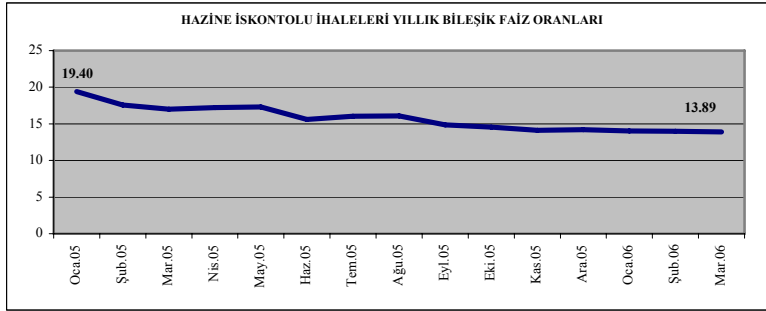
Merkezi Yönetim Bütçe gelirleri Şubat ayında 12.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Gelirlerin 11.2 milyar YTL'lik kısmını vergi, 1.6 milyar YTL'sini ise vergi dışı gelirler oluşturmuştur. Bütçe tanımlamasında yapılan değişiklik temelinde geçmiş yıllarla karşılaştırma yapmamızı engellese de 2005 yılına ait gelir rakamları Merkezi Yönetim Bütçe gelirleri ile karşılaştırılabilir yapıdadır. Şubat ayında, vergi gelirlerinde ortaya çıkan %30'luk artış dikkat çekmektedir. Şubat ayında vergi gelirleri içinde en yüksek artış oranları sırasıyla, gelir vergisi (%84,3), ithalden alınan KDV (%59,7) ve kurumlar vergisi (%32,3) tahsilatlarında gerçekleşmiştir. Şubat ayında dikkat çeken bir diğer önemli gelişme de vergi dışı gelirlerde ortaya çıkan %59'luk artıştır. GSM şirketlerinden alınan Hazine payları bu artışta önemli rol oynamıştır. Ocak-Şubat dönemi itibariyle değerlendirildiğinde ise vergi gelirleri 2005 yılının aynı dönemine göre %25,2 artarak 21.3 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Bu dönemde Merkezi Yönetim Bütçe gelirleri 26.4 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bütçe gelirlerinde yılın tamamı için hedeflenen tutarın %16,8'lik kısmına Şubat ayı itibariyle ulaşılması, hedeflerle uyumlu bir gelişmedir. Ancak tekstil sektöründe yapılan KDV indirimlerinin toplam vergi gelirleri üzerindeki etkileri önümüzdeki aylarda dikkatle izlenmesi gereken bir olgu olarak görülmektedir.

Merkezi Yönetim Bütçe harcamaları Şubat ayında 15.3 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Ocak ayındaki bütçe fazlasının Şubat ayında açığa dönüşmesinin en önemli nedeni faiz ödemelerinde ortaya çıkan artıştır. Ocak ayında 2,3 milyar YTL olan faiz ödemeleri Şubat ayında itfaların yoğunlaşmasıyla 6.8 milyar YTL'ye yükselmiştir. Faiz ödemeleri yılın ilk iki ayında 2006 yılı için planlanan tutarın %19,4'üne ulaşmış olmasına rağmen önümüzdeki aylarda faiz ödemelerinin bu denli yoğun olmayacağı dikkate alınırsa ilk iki aylık gelişmenin 2006 yılının tamamına yayılacak bir sorun olarak görünmemektedir. Ocak-Şubat dönemi itibariyle 17.9 milyar YTL'si faiz dışı, 9 milyar YTL'si faiz harcamaları olmak üzere toplam 26.9 milyar YTL harcama yapılmıştır. Yılın ilk iki ayında sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transferlerin başlangıç ödeneğinin %24,2'sine ulaşması dikkat çekicidir. Yine aynı dönemde personel harcamaları 6.2 milyar YTL, cari transferler ise 8.1 milyar YTL olarak gerçekleşirken, yatırım harcamaları ise 670 milyon YTL gibi hem mutlak hem de görece olarak düşük bir düzeyde kalmıştır. Bununla birlikte yılın ilk iki ayında mal ve hizmet alımları için yapılan harcamaların başlangıç ödeneğinin sadece %7,8'ine eşit olması kamunun tasarruf davranışının cari ve yatırım harcamalarına yönelik olduğunun bir göstergesi olarak düşünülebilir.

2006 yılının ilk iki aylık döneminde Merkezi Yönetim Bütçesi 498 milyon YTL açık vermiştir. Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan rakamlara göre 2005 yılının ilk iki ayında hedeflerin %19'una ulaşan faiz dışı fazla 2006 yılı Ocak-Şubat döneminde 8,5 milyar YTL olarak gerçekleşerek yıl sonu hedefinin %26,3'üne ulaşmıştır. Burada son derece dikkat çekici nokta, faiz dışı fazla konusundaki ilk iki aylık gerçekleşmenin 2005 yılının aynı dönemindeki gerçekleşmeden daha yüksek olmasıdır. Ancak faiz dışı fazla açısından 2005-2006 karşılaştırmasının daha sağlıklı yapılabilmesi için daha sonra açıklanacak olan IMF tanımlı faiz dışı fazla rakamlarına bakılması yararlı olacaktır.

### ► Kamu Kesimi Toplam Borçlanması

Hazine Müsteşarlığı 2006 yılı Mart ayında 534 milyon YTL'si kamu kurum ve kuruluşlarından, 7.1 milyar YTL'si ise piyasadan olmak üzere toplam 7.6 milyar YTL borçlanma gerçekleştirmiştir. Buna karşılık Mart ayında 9.5 milyar YTL iç borç geri ödemesi yapılmıştır. Böylece iç borç çevirme oranı Mart ayında %80,6 olarak gerçekleşmiştir. Piyasadan yapılan borçlanmanın iç borç ödemelerine oranı %79,4 olarak gerçekleşmiştir. Ocak – Mart dönemi itibariyle toplam borçlanma tutarı 30.9 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Toplam borçlanmanın %83,6'sı piyasadan gerçekleştirilmiştir.



Hazine Müsteşarlığı tarafından sadece iskontolu ihaleler dikkate alındığında ortalama faiz oranı Ocak ayında 14,02, Şubat ayında ise 13,97 olarak gerçekleşirken, Mart ayında %13,89'a düşmüştür. Yılın ilk üç ayında iskontolu ihalelerde oluşan ortalama bileşik faiz ise 13,96 olarak gerçekleşmiştir.

### ► Borç Stoku

*Merkezi Yönetim İç Borç Stoku:*

| Merkezi Yönetim İç Borç Stoku             | 2005 Yıl Sonu |                        | Oca.06   |                        | Şub.06   |                        |
|---|---------------|------------------------|----------|------------------------|----------|------------------------|
|   | Oran (%)      | Yükseklik (Milyar YTL) | Oran (%) | Yükseklik (Milyar YTL) | Oran (%) | Yükseklik (Milyar YTL) |
| İç Borç Stoku (Milyar YTL)                | 35,1          | 244,8                  | 39,4     | 243,6                  | 39,4     | 246,4                  |
| İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi (Ay) | 23,5          | 23,5                   | 24,2     | 24,2                   | 24,4     | 24,4                   |

*Kaynak:HAZINE*

2005 yılı sonunda %35,1 iken 2006 yılı Şubat ayı sonunda söz konusu oranın %39,4'e yükselmesi iç borç stokunun vadeye kalan süresini uzatan en önemli gelişmedir. Ocak ayında 24,4 ay olan iç borç stokunun vadeye kalan süresi Şubat ayı sonu itibariyle 24,4 aya yükselmiştir.

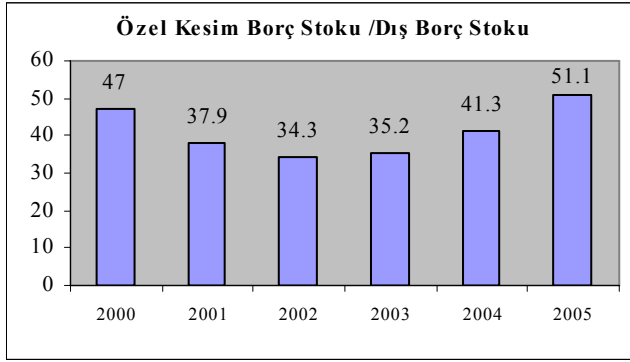
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku Şubat ayında 2.9 milyar YTL artarak 246.4 milyar YTL'ye yükselmiştir. 2005 yılı sonuna göre iç borç stoku 1.6 milyar YTL artış göstermiştir. 5 yıl ve daha uzun vadeli tahvillerin toplam iç borç stoku içindeki payı

## Dış Borç Stoku

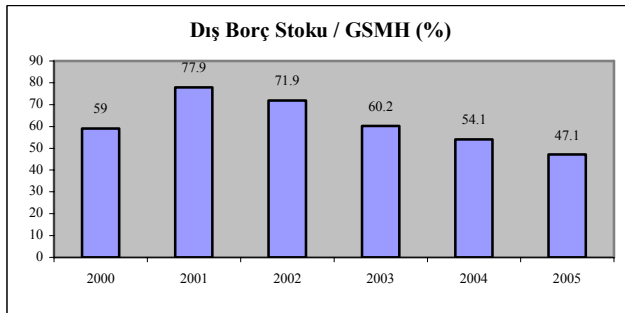
| Toplam Dış Borç Stoku                     |              |              |              |
|---|--------------|--------------|--------------|
| Milyar dolar                              | 2004         | 2005Q3       | 2005Q4       |
| <b>Toplam Dış Borç Stoku</b>              | <b>162.2</b> | <b>166.8</b> | <b>170.1</b> |
| <i>Kısa vadeli Dış Borç Stoku</i>         | 32.6         | 38.4         | 38.2         |
| TCMB                                      | 3.3          | 2.8          | 2.8          |
| Bankalar                                  | 14.5         | 17.9         | 17.8         |
| Reel Sektör                               | 14.7         | 17.7         | 17.7         |
| <i>Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç Stoku</i> | 129.7        | 128.4        | 131.8        |
| TCMB                                      | 18.1         | 13.4         | 12.6         |
| Kamu                                      | 73.9         | 68.9         | 67.7         |
| Özel Sektör                               | 37.7         | 46.1         | 51.5         |

**KAYNAK: HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI**

Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan verilere göre 2005 yılı sonunda toplam dış borç stoku 2004 yılı sonuna göre 7.8 milyar dolar, 2005 yılı üçüncü çeyreğine göre ise 3.2 milyar dolar artarak 170.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

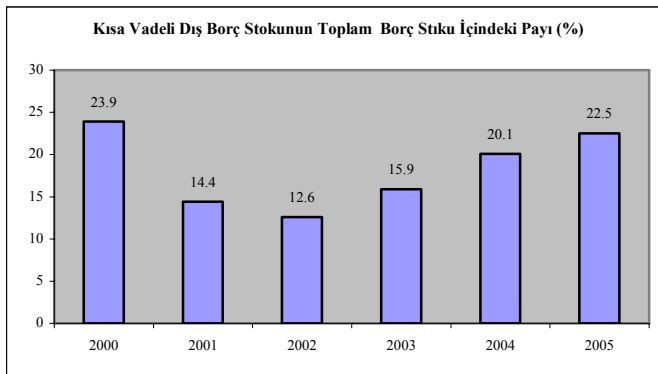


Dış borç stokunun gelişimi açısından özel sektör belirleyici rol oynamaktadır. 2004 yılı sonuna göre kamu kesimi ve Merkez Bankası borç stoklarını sırasıyla 6.1 milyar dolar ve 6 milyar dolar azaltırken özel sektörün dış borç stoku 19.9 milyar dolar artmıştır. Özel sektörün dış borç stoku 86.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve toplam stokun %51,1'ine ulaşmıştır. Uluslararası likidite koşullarındaki olumlu gelişmelerin etkisiyle grafikten de görüldüğü gibi özel sektör dış borç stokunu 2002 yılından itibaren hızla artırmıştır.



2005 yılında toplam dış borç stoku %4,8 artış göstermiştir. Ancak reel olarak %7,6 büyüyen GSMH'nın toplam borç stokunun GSMH'ya oranı gerilemiştir. 2001 yılında %77,9 olan oran 2005 yılı sonu itibariyle %47,1'e gerilemiştir.

- Kısa Vadeli Dış Borç Stoku



2005 yılı sonu itibariyle kısa vadeli dış borç stoku 38.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Toplam dış borç stokunun içinde kısa vadeli dış borçların payındaki artış dikkat çekmektedir. Bu oran 2000 yılında %23,9 iken 2002 yılında %12,6'ya düşmüş, 2002 yılı sonrasındaki süreçte sürekli artarak 2005 yılı sonunda %22,5 düzeyine yükselmiştir. Kısa vadeli dış borç stokunun borçlulara göre yapısına bakıldığında özel sektörün bu artışta belirleyici rol oynadığı

görülmektedir. 2002 yılında 14.8 milyar dolar özel kesimin kısa vadeli dış borç stoku 2005 yılı sonunda 35.4 milyar dolara yükselmiştir.

▪ Orta ve Uzun Vadeli Dış Borç Stoku

Orta ve uzun vadeli dış borç stoku 2004 yılı sonuna göre 2.2 milyar dolar artarak 131.8 milyar dolara ulaşmıştır. Özellikle 2005 yılının son çeyreğinde orta ve uzun vadeli dış borç stoku 3.5 milyar dolar artış göstermiştir. Kısa vadeli dış borç stokundaki eğilime benzer olarak bu artışta da özel sektör belirleyici rol oynamaktadır. 2005 yılında kamu kesiminin orta ve uzun vadeli dış borcu 6.1 milyar dolar azalarak 67.7 milyar dolara gerilerken, özel kesimin orta ve uzun vadeli dış borcu 13.7 milyar dolar artarak 51.5 milyar dolara ulaşmıştır. Özel sektör dış borç stokunun %29,5'i finansal kesime ait borçlardan oluşmaktadır. Hazine Müsteşarlığı tarafından, 2005 yılında uluslararası finansal piyasalardan düşük maliyetle ve hedeflerin üzerinde borçlanma gerçekleştirilmiştir. Bunun sonucunda dış tahvil stoku 2004 yılı sonuna göre 790 milyon dolar artarak 30.9 milyar dolara ulaşmıştır. Bu rakam merkezi yönetim toplam dış borç stokunun %48,2'sine karşılık gelmektedir.

|  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>TCMB Rezervleri / Kısa Vadeli Dış Borçlar</b> | 81,8  | 120,7 | 170,9 | 152,8 | 115,6 | 137,2 |
| <b>Toplam Dış Borç Stoku / İhracat</b>           | 101,9 | 52,3  | 45,5  | 48,7  | 50,3  | 50,3  |
| <b>Dış Borç Servisi / GSMH</b>                   | 11,0  | 16,9  | 15,9  | 11,6  | 10,2  | 10,1  |

KAYNAK: HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, TCMB

Dış borç stokuna çeşitli rasyolar itibariyle bakıldığında genel olarak bir iyileşme göze çarpmaktadır. 2000 yılında %81,8 gibi düşük bir seviyede olan Merkez Bankası rezervlerinin kısa vadeli dış borç stokuna oranı kriz sonrasında hızla artmış, 2002–2004 yılları arasındaki süreçte ise düşmüştür. Merkez Bankası'nın son dönemdeki rezerv biriktirme davranışıyla tekrar yükselen rasyo 2005 yılı sonu itibariyle %137,2'ye yükselmiştir. En önemli döviz geliri kaynağımız olan ihracatın kısa vadeli dış borç stokunu karşılama oranı 2002 yılından itibaren artış eğilimi göstermektedir. 2005 yılı sonu itibariyle kısa vadeli dış borç stoku yıllık ihracatın %50,3'üne karşılık gelmektedir. Dış borç stokunda yaşanan iyileşme ile birlikte dış borç servisinin GSMH'ya oranı da gerilemektedir. 2001 yılında %16,9'a kadar yükselen rasyo 2005 yılında %10,1'e düşmüştür.

## KAMU BORÇ YÖNETİMİ RAPORU ŞUBAT 2006

- **İç borçlanma nominal olarak azaldı.** 2005 yılında toplam 151.8 milyar YTL'lik iç borçlanma gerçekleştirilmiştir. Bu tutarın %98,6'lık bölümü ihale ve doğrudan satış yöntemleriyle yapılmıştır. 2004 yılındaki toplam iç borçlanmanın 160.4 milyar YTL olduğu gözönüne alındığında 2005 yılında 8.6 milyar YTL daha az iç borçlanma gerçekleştirilmiştir.
- **İç borç servisinde faizin payı azalıyor, anaparanın payı artıyor.** 2005 yılındaki borç servisi açısından dikkat çekici nokta iç borç anapara ve faiz ödemelerinde yaşanan gelişmelerdir. 2005 yılında iç borç anapara ödemeleri bir önceki yıla göre 1.4 milyar YTL artmış ve borç servisinin %76,9'unu oluşturmuştur. Faiz ödemeleri ise 10.8 milyar YTL azalmıştır.
- **İç borçlanmada sabit faizli borçlanmanın payı azalıyor, değişken faizli borçlanmanın payı artıyor.** 2004 yılında %84 olarak gerçekleşen piyasalardan yapılan iç borçlanmalar içinde sabit faizli borçlanmanın payı 2005 yılında %69,1'e düşerken, değişken faizli borçlanmanın payı %16'dan %30,9'a yükselmiştir.
- **İç borç stoku içinde değişken faizli senetlerin payı artıyor.** 2005 yılında iç borç stoku içinde değişken faizli senetlerin payı bir önceki yıla göre %6,1'lik bir artış göstermiştir. Sabit faizli senetlerin payı ise 2004 yılındaki %51,5'lik seviyesinden 2005 yılında %45,4'e gerilemiştir.
- **İç borçlanmada TL cinsi borçlanmaların payı azalıyor, döviz cinsi borçlanmaların payı artıyor.** Piyasalardan yapılan borçlanmaya para birimi açısından bakıldığında, 2005 yılında yapılan borçlanmaların %12,8'lik bölümü döviz, %87,2'lik bölümü ise YTL cinsindedir. 2004 yılında bu oranlar sırasıyla %9,8 ve %90,3 olarak gerçekleşmiştir.

- **YTL cinsi borç stokunun payı artıyor, döviz cinsi stokun payı azalıyor.** 2005 yılında borç stoku içinde YTL cinsi borçların payı 2004 yılına göre 3,9 puan artarak %62,4'e ulaşırken, döviz ve dövize endeksli borçların payı ise %37,6'ya düşmüştür.
- **Piyasa yapıcılığı uygulaması ikincil piyasaların işlem hacimlerini de arttırmıştır.** 2005 yılında piyasa yapıcı bankaların ihale alımları 2004 yılına göre 1 puan artarak %90,3'e yükselmiştir.
- **İç borçlanmanın ortalama ihraç maliyeti düşüyor.** Piyasalardan yapılan borçlanmaların büyük bölümünü oluşturan iskontolu YTL ihalelerinin ortalama ihraç maliyeti 2004 yılına göre 2,8 puan azalarak %16,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- **Devlet İç Borçlanma Senetlerinin faizleri düşüyor.** 2005 yılında Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranlarını dokuz defa indirmesiyle ikincil piyasalarda 2005 yılı başında yaklaşık %20 olan DİBS faizleri yıl sonunda %14'ün altına düşmüştür.
- **Müşteriler adına bankalarda tutulan 2 yıl ve üzeri vadeli senetlerin payı artıyor.** Vadelerin uzamasına paralel olarak müşteriler adına bankalarda tutulan 2 yıl ve üzeri vadeli senetlerin payı 2004 yılında %7,5 iken 2005 yılında %50'nin üzerine çıkmıştır.
- **Uluslararası piyasalardan gerçekleştirilen borçlanmalardaki rahatlık devam ediyor, risk primleri düşüyor.** 2005 yılında uluslararası piyasalardan yapılan borçlanma hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiş ve 2006 yılına yönelik 1 milyar dolar ön finansman sağlanmıştır. Bunun nedenleri olarak global piyasalarda yaşanan gelişmelerin yanısıra Avrupa Birliği ile ilişkilerin olumlu seyir izlemesi gösterilmiştir. Bununla birlikte tahvil ihraçlarına ödenen risk primleri azalmaya devam etmiştir.
- **İç borç stoku artarken dış borç stoku azalmıştır.** 2005 yılında iç borç stokunda 20.3 milyar YTL artış yaşanırken, dış borç stokunda 5.5 milyar YTL azalış kaydedilmiştir.
- **Dış borç stoku içinde uluslararası sermaye piyasalarından yapılan borçların payı artıyor.** Global tahvil ve eurobond ihraçları ile birlikte 2005 yılında dış borç stoku içinde tahvillerin payı 5,5 puan artmıştır.
- **Hazine garantili borçlar nedeniyle hazine tarafından yapılan üstlenimlerin payı azalıyor.** Hazine garantili borçlar nedeniyle Hazine tarafından yapılan üstlenimler 2001 yılından itibaren düşüş eğilimine girmiştir. Hazine üstlenim oranı 2001 yılında %59 iken 2005 yılında %17'ye gerilemiştir.
- **YTL cinsi nakit iç borç stokunun vadesi uzuyor.** YTL cinsi nakit iç borç stokunun vadesi 2005 yılı sonunda bir önceki yıla göre 1,3 ay uzayarak 8 aya yükselmiştir.
- **Toplam nakit iç borç stokunun vadeye kalan süresi uzuyor.** 2005 yılında başlanan 5 yıl vadeli tahvil ihraçları, toplam nakit iç borç stokunun vadeye kalan süresini 7,8 ay uzatmıştır. Sonuç olarak toplam iç borç stokunun vadeye kalan süresi 2004 yılı sonuna göre 2,9 ay uzayarak 23,5 aya yükselmiştir.
- **Dış tahvil stokunun vadeye kalan süresi uzuyor.** 2004 yılında 6,8 yıl olan dış tahvil stokunun vadeye kalan süresi 2005 yılında 1,2 yıl uzayarak 8 yıl olarak gerçekleşmiştir.
- **Kamu net borç stokunun GSMH'ya oranı düşüyor.** 2004 yılı sonuna göre bakıldığında kamu net borç stokunda nominal olarak azalma dikkat çekmektedir. 2001 yılında GSMH'nın %90,5'i seviyesinde bulunan kamu net borç stoku 2005 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla %63,5 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu oranının yıl sonunda %56-57 seviyesine düşmesi beklenmektedir.
- Borçlanmanın makul bir risk çerçevesinde gerçekleştirilmesi için önümüzdeki döneme ilişkin belirlenen stratejik ölçütler aşağıdaki kutuda belirtilmiştir.

#### 2006-2008 Dönemi Stratejik Ölçütleri

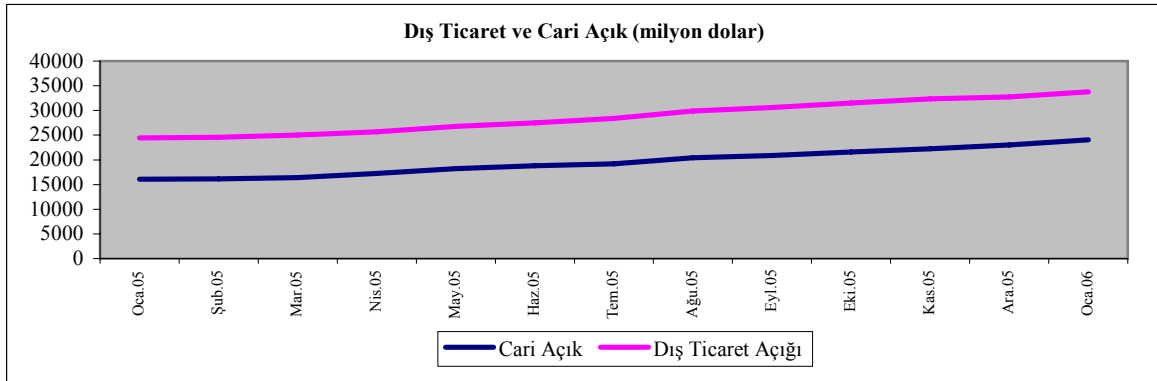
- Toplam borçlanmanın ağırlıklı olarak TL cinsinden gerçekleştirilmesi,
- Nakit iç borçlanmanın büyük ölçüde TL cinsinden sabit faizli enstrümanlarla yapılması
- Nakit iç borçlanmada ortalama vadenin, piyasa koşulları elverdiği ölçüde uzatılması,
- Nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla güçlü rezerv tutulması,
- 2006 yılında döviz cinsinden iç borçlara ilişkin borç çevirme oranının yüzde 80 seviyesini aşmaması,
- Dövize endeksli senet ihracı gerçekleştirilmemesi.

## ÖDEMELER DENGESİ

| Ödemeler Dengesi            |               |               |              |
|-----------------------------|---------------|---------------|--------------|
| (MİLYON \$)                 | Ocak          |               |              |
|                             | 2005          | 2006          | Değ. (%)     |
| <b>Cari İşlemler Hesabı</b> | <b>-1.464</b> | <b>-2.488</b> | <b>69,9</b>  |
| Dış Ticaret Dengesi         | -1.578        | -2.613        | 65,6         |
| İthalat                     | -6.781        | -7.636        | 12,6         |
| İhracat                     | 5.203         | 5.023         | -3,4         |
| Hizmetler Dengesi           | 453           | 338           | -25,4        |
| Turizm                      | 476           | 447           | -6,1         |
| Yatırım Geliri Dengesi      | -428          | -328          | -23,4        |
| Cari Transferler            | 89            | 115           | 29,2         |
| <b>Finans Hesabı</b>        | <b>4.667</b>  | <b>4.121</b>  | <b>-11,7</b> |
| Doğrudan Yatırımlar         | 142           | 532           | 274,6        |
| Portföy Yatırımları         | 3.068         | 2.099         | -32,6        |
| Diğer Yatırımlar            | 1.457         | 1.520         | 4,3          |
| <b>Net Hata Noksan</b>      | <b>-951</b>   | <b>472</b>    | <b>149,6</b> |
| <b>Rezerv Varlıklar</b>     | <b>-2.252</b> | <b>-2.105</b> | <b>-6,5</b>  |
| Resmi Rezervler             | -2.090        | -1.948        | -6,8         |

Kaynak: TCMB

Merkez Bankası tarafından açıklanan ödemeler dengesi rakamlarına göre 2006 yılı Ocak ayında cari işlemler açığı geçen yılın aynı ayına göre %69,9 artarak 2.5 milyar dolara ulaşmıştır. Bu rakam Ocak ayları değerlendirildiğinde oluşan en yüksek cari işlemler açığıdır. Yıllık olarak değerlendirildiğinde cari işlemler açığı 24 milyar dolara ulaşmıştır. Uzun tatiller nedeniyle çalışılan gün sayısının az olması ve olumsuz hava koşulları nedeniyle Ocak ayında ihracat 2005 yılının Ocak ayına göre %3,4 gerilemiştir. İhracattaki düşüşün etkisiyle dış ticaret açığı %65,6 artarak 2.6 milyar dolara yükselmiştir.



Dış ticaret açığındaki artışın yanında hizmetler hesabındaki fazlanın da Ocak ayında azalması cari açığı artıran bir diğer etken olmuştur. Görünmeyen kalemlerin en büyük döviz kaynağı olan net turizm gelirlerinde 2005 yılının Ocak ayına göre %6,1'lik bir daralma gözlenmiştir. Bu azalmanın temel nedeni ülkemize giriş yapan turist sayısının kötü hava koşulları ve kuş gribi nedeniyle azalması olmuştur.

Yatırım geliri dengesindeki açık ise yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında yaptıkları portföy yatırımlarından elde ettikleri gelirlerdeki artış ile 2005 yılının Ocak ayına göre %23,4 azalarak 328 milyon dolara düşmüştür.

2006 yılının ilk ayında ülkeye giren sermaye akımlarında daralma dikkat çekmektedir. Ocak 2005'de finans hesaplarında gerçekleşen net sermaye girişi 4.7 milyar dolar iken 2006 yılı Ocak ayında bu rakam %11,7 oranında gerileyerek 4.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımlar yoluyla Ocak ayındaki net



sermaye girişi 532 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın 326 milyon dolarlık kısmını yurtdışında yerleşik kişilerin yurtdışındaki yatırımlarını azaltması dolayısıyla oluşan döviz girişi oluşturmuştur. Ocak ayında yabancıların gayrimenkul alımları ise 2005 yılına göre %11,3 gerileyerek 125 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir..

Ocak ayında net sermaye girişinde görülen daralmanın temel nedeni portföy yatırımları kanalıyla gerçekleşen döviz girişindeki azalmadır. Net portföy yatırımları 2005 Ocak ayına göre 1 milyar dolar azalarak 2.1 milyar dolara düşmüştür. Yabancıların yurtiçi piyasalardan aldıkları hisse senedi ve DİBS miktarlarında önemli düşüş gözlenmiştir. Ocak ayında yabancılar 465 milyon dolarlık hisse senedi, 255 milyon dolarlık DİBS alımı gerçekleştirmişlerdir. Bu rakamlar 2005 yılında sırasıyla 853 milyon dolar ve 1.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Hazine'nin Ocak ayında yurtdışı piyasalarda gerçekleştirdiği 1.5 milyar dolarlık 30 yıl vadeli tahvil ihracı portföy yatırımları içinde önemli bir yer tutmuştur..

Diğer yatırımlar kanalıyla gerçekleşen net sermaye girişi Ocak ayında 2005 yılının aynı ayına göre %4,3 artış göstererek 1.5 milyar dolara ulaşmıştır. Bankaların yurtdışı muhabirleri nezdindeki döviz varlıklarındaki artış 2.3 milyar dolar gibi dikkat çekici seviyeye yükselmiştir. Diğer yatırımlar açısından Ocak ayında yaşanan en önemli gelişme reel sektör tarafından yurtdışından sağlanan uzun vadeli krediler olmuştur. Bu ayda firmalar 6 milyar dolar uzun vadeli kredi kullanırken 1.3 milyar dolar geri ödeme gerçekleştirmişlerdir. Sonuç olarak bu yolla net döviz girişi 4.7 milyar dolara ulaşmıştır. Tüpraş özelleştirmesi için KOÇ Grubu tarafından sağlanan dış kaynak, bu döviz girişinin önemli bölümünü oluşturmaktadır.

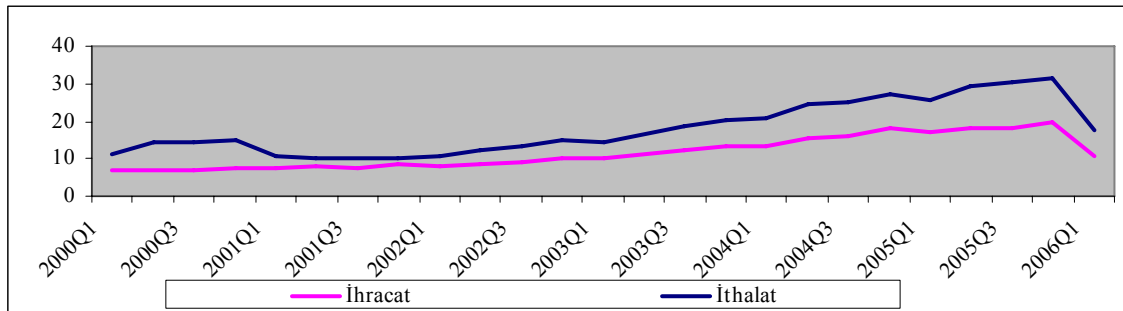
Cari açık, net hata ve noksan kaleminin 472 milyon dolar olarak gerçekleşen bakiyesiyle birlikte değerlendirildiğinde 2006 Ocak ayında toplam döviz açığı yaklaşık olarak 2 milyar dolar olmuştur. 4.1 milyar dolarlık sermaye girişinin ardından rezervlerdeki artış 2.1 milyar dolara ulaşmıştır. Rezervlerin 1.9 milyar dolarlık kısmını ise resmi rezervler oluşturmaktadır.

## DIŞ TİCARET

| Dış Ticaret                | Şubat  |        |         | Ocak - Şubat |        |         |
|----------------------------|--------|--------|---------|--------------|--------|---------|
|                            | 2005   | 2006   | DEĞ.(%) | 2005         | 2006   | DEĞ.(%) |
| Milyon \$                  |        |        |         |              |        |         |
| <b>İhracat</b>             | 5.652  | 5.774  | 2,2     | 10.649       | 10.750 | 1,0     |
| <b>İthalat</b>             | 8.323  | 9.666  | 16,1    | 15.536       | 17.774 | 14,4    |
| <b>Dış Ticaret Dengesi</b> | -2.672 | -3.891 | 45,7    | -4.887       | -7.024 | 43,7    |
| <b>Karşılama Oranı (%)</b> | 67,9   | 59,7   |         | 68,5         | 60,5   |         |

Kaynak: DİE

TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret verilerine göre Şubat ayı ihracatı geçen yılın aynı ayına göre %2,2 oranında artarak 5.7 milyar dolara yükselirken, ithalattaki artış %16,1 olarak gerçekleşmiştir. Şubat ayında 9.7 milyar dolara yükselen ithalat sonucunda dış ticaret açığı 2005 yılına göre %45,7'lik büyük bir artış göstererek 3.9 milyar dolara yükselmiştir. Yılın ilk iki ayı değerlendirildiğinde de dış ticaret açığında %43,7'lik artış göze çarpmaktadır. 17.8 milyar dolara ulaşan ithalata karşın 10.7 milyar dolar seviyesinde kalan ihracat dış ticaret açığının 7 milyar dolara ulaşmasına neden olmuştur. Yılın ilk iki aylık dönemi itibariyle bu rakam geçen yıl 4.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.



İthalattaki artış hızının geçen yılki seviyesini korumasına karşın ihracatta görülen yavaşlama sonucunda ihracatın ithalatı karşılama oranı Şubat ayında %60'ın altına düşmüş, Ocak – Şubat 2006 dönemi itibariyle ise %60,5'e gerilemiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı Ocak- Şubat dönemi itibariyle uzun dönem ortalamasının altında seyretmektedir. 1990 yılından itibaren değerlendirildiğinde Ocak – Şubat aylarında ortalama %66,9 olarak gerçekleşen karşılama oranında 2006 yılının ilk iki ayı itibariyle yaşanan azalma büyük ölçüde kış mevsimi koşulları ve çalışma günü sayısının az olmasından kaynaklanmaktadır. Yılın ilk iki ayındaki dış ticareti rakamları değerlendirilirken bu noktaların göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

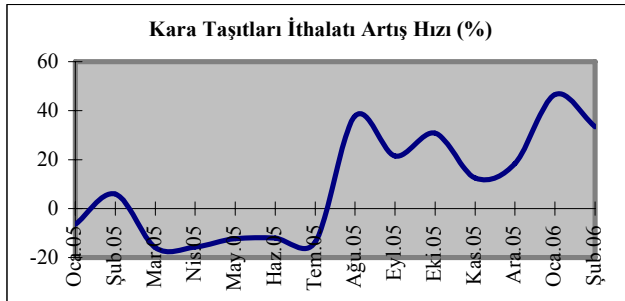
### ► İhracat

Şubat ayında büyük ihracat kalemlerinin hemen hemen hepsinde daralma göze çarpmaktadır. Ekonomik faaliyetler itibariyle değerlendirildiğinde, imalat sanayii ihracatı Şubat ayında %0,7 artarak 5.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Özellikle tekstil sektöründe yaşanan ihracat gerilemesi dikkat çekmektedir. Sektörü bütünü ele alındığında %10,2'lik bir ihracat gerilemesi yaşanmıştır. Hiç kuşku yok ki, tekstil sektörüne yönelik vergi düzenlemelerinin sektör üzerinde etkilerinin ne kadar gecikme ile ortaya çıkacağı sektörün ihracatına yönelik değerlendirmelerinde önem kazanmaktadır. Tekstil sektörünün yanında demir- çelik ve kara taşıtları ihracatında da gerileme yaşanmıştır. Demir çelik sektörünün ihracatı 2006 yılının ilk iki ayında %9,2 gerilemiştir. Çin'in demir çelik talebinde görülen daralma bu sektörde fiyatların gerilemesine yol açmış, bu durum ihracat gelirlerimizi azaltmıştır. Otomotiv sektörü ihracatındaki %2,5'lük gerileme TİM tarafından açıklanan Mart ayı rakamları incelendiğinde geçici bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) tarafından açıklanan Mart ayı ihracat rakamlarına göre Mart ayında ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre %13,8 artarak 7.5 milyar dolara ulaşmıştır. Yılın ilk üç ayındaki ihracat ise 2005 yılının aynı dönemine göre %7,4 artarak 18.6 milyar dolara yükselmiştir.

### ► İthalat

Şubat ayı ithalatını ekonomik gruplar itibariyle incelediğimizde, ara malı ithalatı %9,8, sermaye malı ithalatı %23,2 artarken, tüketim malları ithalatında artış oranı %50,6 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılının Ocak-Şubat döneminde toplam ithalatımız içindeki payı %9,5 olan tüketim malları ithalatı 2006 yılının ilk iki ayında payını 2,4 puan arttırarak 2.1 milyar dolara yükselmiştir. Ocak – Şubat dönemi itibariyle tüketim mallarındaki artış hızı %43,9'a ulaşmıştır. 2005 yılındaki ithalat artışında büyük role sahip ara malları ithalatı ise aynı dönemde geçen yıla göre %8,3 artarak genel ithalat artışının altında kalmıştır. Daha önce raporlarda da vurgulandığı gibi 2005 yılının ikinci yarısından itibaren tüketim malı ithalatında hızlı bir artış eğilimi yaşanmıştır. 2005 yılına ilişkin açıklanan büyüme rakamları da özel nihai tüketim harcamalarında artışa işaret etmektedir. Ekonomik faaliyetler itibariyle ise %44,2 artan madencilik sektörünün ithalatının toplam ithalat içindeki payı 3,5 puan artarak %16,9'a yükselmiştir. Ham petrol ithalatı yılın ilk iki ayında miktar olarak %14 azalmasına rağmen ödenen fatura %28,6 artmıştır.



Son dönemde kara taşıtları ithalatında yaşanan artış tüketim malı ithalatındaki yükselişin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Ocak - Şubat dönemi itibariyle 2005 yılına göre %39,1 artan kara taşıtları ithalatı 1.5 milyar dolara ulaşmıştır.

## BANKACILIK SEKTÖRÜ

### ► Genel Değerlendirme:

| (Milyon) YTL        | Değişim %      |                |                |             |            |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|-------------|------------|
|                     | Ara.04 (1)     | Kas.05 (2)     | Ara.05 (3)     | (3)-(1)     | (3)-(2)    |
| Nakit Rezervler     | 32.867         | 34.302         | 46.751         | 42,2        | 36,3       |
| Men.Değ.Port.       | 123.680        | 143.127        | 143.016        | 15,6        | -0,8       |
| Krediler            | 99.396         | 141.062        | 149.937        | 50,8        | 6,3        |
| Duran Aktifler      | 23.026         | 21.610         | 21.015         | -8,7        | -2,8       |
| Diğer Aktifler      | 27.495         | 32.523         | 36.243         | 31,8        | 11,4       |
| <b>Top.Aktif</b>    | <b>306.464</b> | <b>372.624</b> | <b>396.962</b> | <b>29,5</b> | <b>6,5</b> |
| Mevduat             | 191.065        | 229.679        | 243.121        | 27,2        | 5,9        |
| Mevduat Dışı Kayn.  | 70.423         | 91.452         | 100.108        | 42,2        | 9,5        |
| Özkaynaklar         | 45.975         | 51.493         | 53.733         | 16,9        | 4,4        |
| <b>Toplam Pasif</b> | <b>306.464</b> | <b>372.624</b> | <b>396.962</b> | <b>29,5</b> | <b>6,5</b> |

Kaynak: BDDK

47 Bankanın faaliyet gösterdiği Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri 2005 yılında %30 artarak 306.464 milyon YTL'den 396.962 milyon YTL'ye yükselmiştir. Bu büyüme sonucunda sektörün toplam aktiflerinin GSMH'ye oranı 2004 yılında %75 iken 2005 yılında %82'ye yükselmiştir. Bu oranın İngiltere'de %406, Almanya'da %297, Hollanda'da %343 ve AB-25'te %280 olduğu gözönüne alındığında Türk bankacılık sistemindeki oranın son derece düşük bir oran olduğu görülmektedir. Bu oranının AB ortalamasına yakınsayacağı düşünüldüğünde Türk bankacılık sisteminin büyük bir gelişme potansiyeli olduğu ve bu potansiyel itibariyle

de yabancı yatırımcıların Türk finans sektörüne yönelik ilgisini artıran bir faktör olduğu açıkça görülmektedir. Sektörde dış finansman olanaklarının genişlemesi kaynak maliyetlerini azaltarak toplam aktif büyümesini yaratan temel faktör olmuştur.

| Sektör Payları          |        |        |
|-------------------------|--------|--------|
| Pay %                   | Ara.04 | Ara.05 |
| <b>Kamu Bankaları</b>   |        |        |
| Aktif                   | 34,9   | 31,8   |
| Menkul Değerler         | 50,0   | 45,8   |
| Krediler                | 21,0   | 21,0   |
| Mevduat                 | 42,4   | 38,9   |
| Özkaynak                | 21,9   | 27,5   |
| <b>Özel Bankalar</b>    |        |        |
| Aktif                   | 57,4   | 59,7   |
| Menkul Değerler         | 45,6   | 49,7   |
| Krediler                | 69,0   | 68,2   |
| Mevduat                 | 55,1   | 57,0   |
| Özkaynak                | 59,6   | 54,7   |
| <b>Yabancı Bankalar</b> |        |        |
| Aktif                   | 3,4    | 5,2    |
| Menkul Değerler         | 2,0    | 3,1    |
| Krediler                | 4,7    | 6,8    |
| Mevduat                 | 2,5    | 4,1    |
| Özkaynak                | 4,5    | 6,1    |

Kaynak: BDDK

| Kalemlerin Bilanço İçindeki Ağırlığı |        |        |
|--------------------------------------|--------|--------|
| Pay %                                | Ara.04 | Ara.05 |
| <b>Kamu Bankaları</b>                |        |        |
| Menkul Değerler                      | 58,1   | 51,8   |
| Krediler                             | 19,7   | 24,8   |
| Mevduat                              | 76,2   | 74,8   |
| Mev.Dışı Kayn.                       | 14,4   | 13,5   |
| Özkaynak                             | 9,4    | 11,7   |
| <b>Özel Bankalar</b>                 |        |        |
| Menkul Değerler                      | 32     | 30     |
| Krediler                             | 39     | 43,2   |
| Mevduat                              | 59,8   | 58,5   |
| Mev.Dışı Kayn.                       | 24,6   | 29,1   |
| Özkaynak                             | 15,6   | 12,4   |
| <b>Yabancı Bankalar</b>              |        |        |
| Menkul Değerler                      | 24,4   | 21,2   |
| Krediler                             | 45     | 49,4   |
| Mevduat                              | 45,5   | 48,2   |
| Mev.Dışı Kayn.                       | 34,4   | 35,9   |
| Özkaynak                             | 20,1   | 15,9   |

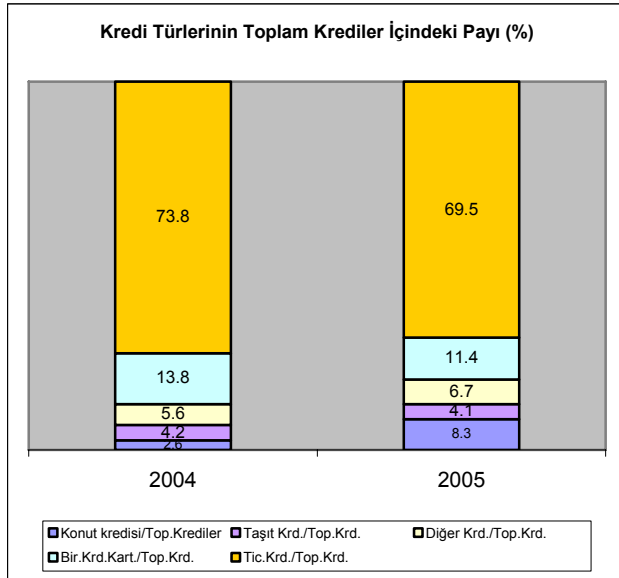
Kaynak: BDDK

Bankacılık sektöründe kamu bankalarının konsolide bankacılık sektörü içindeki ağırlığı azalırken, özel ve yabancı bankaların payı artmaktadır. Başlıca bilanço kalemleri itibariyle durum değerlendirildiğinde yabancı bankaların gerek aktif kalemlerinde gerekse pasif kalemlerinde büyük oranda artışlar yaşanmıştır. Kamu bankalarında menkul değerler cüzdanının toplam menkul değerler içindeki payı düşerken özel ve yabancı bankaların payı artmıştır. Menkul değerler portföyünün toplam aktifler içindeki payının sektör ortalaması itibariyle %36 olduğu dikkate alınır, kamu bankalarının menkul değerler portföyünün bilanço içindeki payının hala %51,8 ile sektör ortalamasının oldukça üzerinde, özel bankaların payının ise %30 ile sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir. Krediler açısından değerlendirildiğinde ise kamu bankalarının toplam krediler içindeki payında bir değişme ortaya çıkmamış, özel bankaların payı gerilemiş, yabancı bankaların payı ise artmıştır. Kredilerin bilanço içindeki payına bakıldığında tüm banka grupları itibariyle artışlar ortaya çıkmıştır. Bu oran kamu bankalarında %24,9, özel bankalarda %43,2, yabancı bankalarda ise %49,4'tür. Mevduatın toplam mevduattaki payı kamu bankalarında azalmış, özel ve yabancı bankalarda artmıştır. Mevduat %74,8'lik pay ile kamu bankaları bilançosu içindeki ağırlığını korumaktadır. Bu oran özel bankalarda mevduat dışı kaynaklardaki artışa bağlı olarak azalarak ve %59,8'den %58,5'e gerilemiş, yabancı bankalarda ise %48,2 olarak

gerçekleşmiştir. Kamu bankalarının ve yabancı bankaların özkaynaklar içindeki payı artarken, özel bankalarda azalmıştır. Fon kaynaklarından birisi olarak özkaynağın toplam bilanço içindeki payına banka grupları itibariyle bakıldığında en yüksek oran %15,9 ile yabancı bankalarda gerçekleşirken, bunu %12,4 ile özel bankalar ve %11,7 ile kamu bankaları izlemiştir.

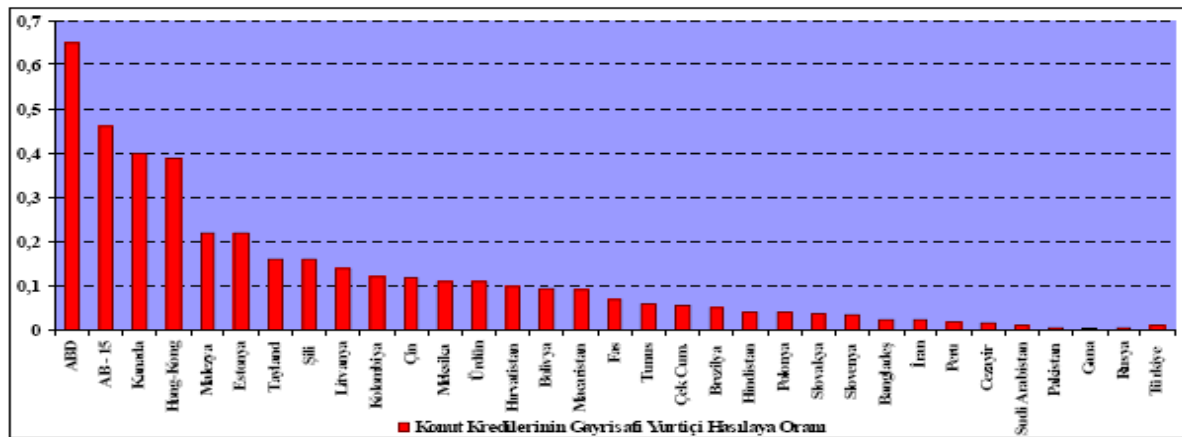
### ► Aktif Yapısı

Bankacılık sektörü toplam aktiflerinde Aralık 2004-Aralık 2005 itibariyle son bir yıllık dönemde gerçekleşen artışın başlıca nedenleri nakit rezervler kaleminin %42,2 ve krediler kaleminin %50,8 oranında artmasıdır. Menkul değerler portföyü ise bütçe disiplininin sürdürülmesi ve kamu borçlanma gereksiniminin azalmaya devam etmesi sonucunda bir yıllık dönemde %15,6 oranında artış göstermiş ve ilk defa kredi hacmi nominal olarak menkul değerler portföyünden daha yüksek bir rakam olarak gerçekleşmiştir. Aktiflerin donuklaşma düzeyini gösteren duran aktifler kalemi ise bankaların gayrimenkullerini ellerinden çıkarmaya devam etmesi ve net takipteki alacaklar kalemindeki azalmaya bağlı olarak 2005 yılında %8,7 oranında azalmıştır. Bu azalmanın bir sonucu olarak duran aktiflerin toplam bilanço içindeki payı %7,5'ten %5,3'e gerilemiştir.



Ekonomide toparlanma süreci ve AB ile ilgili olumlu gelişmelerin etkisiyle yabancı yatırımcıların ilgi odağı haline gelen bankacılık sektöründe kredilere dayalı büyüme 2005 yılında da devam etmiştir. Sektörün toplam aktifindeki en büyük artış %50,8 ile krediler kaleminde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki düşüş ve makro ekonomideki olumlu sinyallerin, global likidite koşullarının gelişmekte olan piyasalar lehinde gelişme göstermesiyle desteklediği geçtiğimiz yıl, bankalar başta konut olmak üzere tüketici kredilerine ağırlık vererek kredi hacmini 99,4 milyar YTL'den 149,9 milyar YTL'ye çıkarmıştır. Bilanço içinde kredilerin payı ciddi anlamda büyümektedir. Çünkü düşen enflasyon ortamında karı artırmanın yolu hacmi büyütmeyle geçmektedir. 2005 yılı itibariyle kredilerdeki hızlı büyüme finansal derinliğin bir göstergesi olarak toplam kredilerin GSMH içindeki payını %23,2'den %30,8'e çıkarmıştır. AB-25 ülkelerinde bu oran %120'ler civarındadır. Türkiye'de görece düşük kalan bu oran

bankacılık sisteminin aracılık işlevini önemli oranda artırma potansiyeli olduğunu göstermektedir. Kredi türlerinin toplam krediler içindeki paylarına bakıldığında konut kredilerindeki yüksek artış paralelinde bireysel kredilerin toplam krediler içindeki payında hızlı bir artış göze çarparken, ticari kredilerin payı gerilemiştir. Tüketici kredilerindeki artışın avantajı riski daha çok müşteriye yaymasıdır. Ayrıca konut ve otomobil kredilerinde teminat kalitesi oldukça yüksek olduğu için kredi riskini azaltıcı bir etki yapmaktadır.



Kaynak: BDDK

Konut kredilerinin GSYİH içindeki payları diğer ülkelerle kıyaslandığında ABD, AB-15 ve diğer Avrupa ülkelerinin gerisinde kaldığı görülmektedir. Konut kredilerinin GSYİH içindeki payı %2,6, toplam aktifteki payı ise %3,1'dir. Mortgage sisteminin devreye girecek olması ve bu alandaki büyüme potansiyeli konut kredileri konusunda potansiyel rekabeti artırıcı ve bunun bir sonucu olarak da bankacılık sektörüne yabancı bankaların girişini hızlandırıcı bir faktör olarak ortaya çıkabilir.

Kredi hacmi yüksek oranda artarken kredilerin takibe dönüşüm oranı da düşmeye devam etmiştir. 2005 yılında takipteki kredilerdeki %19 artışa rağmen 2004 yılında %6,4 olan takibe dönüşüm oranı 2005 yılında %5'e kadar gerilemiştir. Gerilemenin ana sebebi kredi hacmi artış oranının takipteki kredilerdeki artış oranından yüksek olmasıdır.

| Kredilerin Takibe Dönüşme Oranı |        |        |
|---------------------------------|--------|--------|
| % pay                           | Ara.04 | Ara.05 |
| <b>Konut</b>                    | 0,5    | 0,13   |
| <b>Taşıt</b>                    | 0,7    | 1,2    |
| <b>Bireysel Kredi kartları</b>  | 4,6    | 7,8    |
| <b>Ticari Krediler</b>          | 7,6    | 5,7    |
| Kaynak: BDDK                    |        |        |

Son bir yıl içinde kredi türlerinin takibe dönüşüm oranları incelendiğinde konut kredilerinde ve ticari kredilerde bu oran düşerken, taşıt ve bireysel kredi kartlarında yüksek oranda artışlar ortaya çıkmıştır.

İlk beş sektör açısından bakıldığında şu değerlendirmeler yapılabilir;

| En çok Pay alan 5 Sektör % Pay | Takibe Dönüşüm Oranı |      |      |      |
|--------------------------------|----------------------|------|------|------|
|                                | 2004                 | 2005 | 2004 | 2005 |
| Top.Tic.ve Kom.                | 10,4                 | 9    | 5,2  | 4,3  |
| Finansal Aracılık              | 4,9                  | 7,8  | 1,8  | 0,5  |
| Tekstil San                    | 7,6                  | 6,8  | 8,1  | 18,6 |
| Gıda-Meş.-Tütün                | 4,8                  | 5,4  | 5,9  | 7,4  |
| İnşaat                         | 4                    | 5,3  | 4,9  | 6,4  |
|                                | 32                   | 34,3 |      |      |
| Kaynak: BDDK                   |                      |      |      |      |

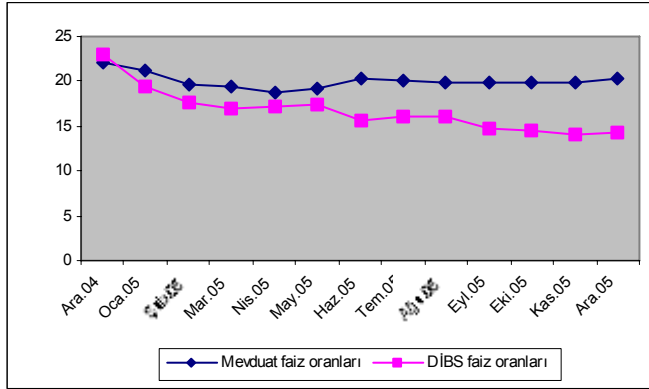
İlk beş sektörün ticari krediler içindeki payı 2004 yılında %32 iken 2005 yılında %34,3'e yükselmiştir. Ancak ilk beş sektör itibariyle görülen artış tüm sektörlerde yaşanmamış ve ticari kredilerin toplam krediler içindeki payı %73,8'den %69,5'e düşmüştür. Bu gerileme iki temel faktörden kaynaklanmaktadır. Bunlardan ilki imalat sanayii üretim artış hızının yavaşlaması; ikincisi ise büyük firmaların yurtdışından daha düşük maliyetlerle doğrudan borçlanma imkanlarının artması olmuştur. 2005 yılı itibariyle tekstil ve toptan ticaret ve komisyonculuk sektörlerinin ticari krediler içindeki payları düşerken diğer üç sektörün payı artmıştır. Finansal aracılık sektörünün ticari krediler içindeki payı %4,9'dan %7,8'e çıkmış ve finansal aracılık sektörü ticari krediler içindeki payı en çok artan sektör olmuştur. Bu beş sektördeki takibe dönüşüm oranlarına bakıldığında ise bu oranın finansal aracılık ve toptan ticaret ve komisyonculuk sektörleri dışındaki üç sektörde sektör ortalamasının üstünde olduğu görülmektedir. 2005 yılında tekstil sektörünün hem ticari krediler içindeki payı gerilemiş hem de 2004 yılında %8,1 olan takibe dönüşüm oranı %18,6'ya yükselmiştir.

### ► Pasif Yapısı

| Fon Kaynaklarının Vadesi ve Maliyeti |               |                  |
|--------------------------------------|---------------|------------------|
|                                      | Ortalama Vade | Faiz Oranı (%)   |
| Mevduat                              | 3-6 ay        | 18-20            |
| Sendikasyon Krd.                     | 1-2 yıl       | Libor + %0,5-0,7 |
| Seküritizasyon Krd.( Sigortasız)     | 5-8 yıl       | Libor +%1-2,3    |

Ekonomideki olumlu koşulların devam edeceği beklentisi ile birlikte yurtdışından daha uygun koşullarda borçlanan bankalar kaynak yapılarını da değiştirmeye başlamıştır. İç piyasada yoğun rekabet nedeniyle mevduat faizlerinin yüksek ve vadelerinin kısa olması bankaların yurtdışı borçlanmalara ağırlık vermesinde etkili olmuştur. Ayrıca mevduata zorunlu karşılık ayrılması uygulaması kaynak maliyetini artıran bir unsur olarak yurtdışı borçlanmaların avantajını artırmaktadır.

Bankacılık sektörünün 2005 yıl sonu itibariyle fon kaynakları incelendiğinde en büyük artış %42,2 ile mevduat dışı kaynaklarda meydana gelmiştir. Buna paralel olarak mevduatın fon kaynakları içindeki payı %62,3'ten %61,2'ye gerilemiştir. Buna rağmen mevduat özellikle YTL mevduattaki artışın da etkisiyle %27,2 artışla fon kaynakları içindeki ağırlıklı yerini korumaya devam etmiştir.



Rekabetin etkisiyle YTL mevduat faiz oranıyla DİBS faiz oranı arasındaki farkın mevduat faiz oranı lehine gelişmeye başlaması YTL mevduattaki artışı hızlandırmış ve vadeli mevduata ivme kazandırmıştır. Mevduat yıllardır geleneksel yatırım araçlarından en çok tercih edileni olmasına rağmen toplam mevduatın GSMH'daki payı AB ortalamasının altındadır. Toplam mevduatın GSMH'daki payı AB ülkelerinde %96 iken Türkiye'de %50'dir.

| Fon Kaynaklarının Bilanço İçindeki Payı |             |             |           |             |
|---|-------------|-------------|-----------|-------------|
| Pay %                                   | 2002        | 2003        | 2004      | 2005        |
| Mevduat                                 | 64,8        | 62,2        | 62,3      | 61,2        |
| <b>Mevduat Dışı Kaynaklar</b>           | <b>19,6</b> | <b>23,5</b> | <b>23</b> | <b>25,2</b> |
| Özkaynak                                | 15,6        | 14,3        | 14,7      | 13,6        |

Kaynak: BDDK

2005 yıl sonu itibariyle sektör kaynaklarının %61,2'si mevduattan oluşurken, %25,2'si mevduat dışı kaynaklardan, %13,5'i ise özkaynaklardan meydana gelmiştir. Krizden sonra toparlanma sürecine giren bankacılık sektöründe fon kaynakları içinde en fazla artış mevduat dışı kaynaklarda gerçekleşmiştir ve 2002 sonrası dönemde mevduat dışı kaynakların fon kaynakları içindeki payı artma eğilimine girmiştir.

| Dış Piyasalardan Sağlanan Krediler |        |        |           |
|------------------------------------|--------|--------|-----------|
| (Milyon USD)                       | Ara.04 | Ara.05 | Değişim % |
| <b>Sendikasyon kredileri</b>       | 5.710  | 8.176  | 43,2      |
| <b>Sekürütizasyon kredileri</b>    | 3.677  | 7.038  | 91,4      |

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörü 2005 yılında yurtdışından 15.2 milyar YTL kaynak temin etmiştir. Uluslararası piyasalardan sağlanan kredilerdeki %62'lik artış sektörün mevduat dışı kaynaklarının artışını belirleyen en önemli faktör olmuştur.

Sektör kaynaklarındaki en düşük oranlı artış %16,9 ile özkaynaklarda gerçekleşmiştir. 2005 yılı itibariyle yabancı kaynaklardaki artış oranının özkaynaklardaki artış oranının üstünde gerçekleşmesi özkaynakların fon kaynakları içindeki payının %15'ten %13,5'e gerilemesine neden olmuştur. Son bir yılda özkaynaklardaki artış oranının düşüklüğüne ek olarak piyasa riskine maruz tutarlardan biri olan krediler kaleminin artış oranının çok yüksek olması 2004 yılında %28,8 olan sermaye yeterlilik rasyosunun 2005 yılında %24,6'ya düşmesine neden olmuştur.

2005 yılında kredi hacmi önemli ölçüde artmış olmasına rağmen kar marjlarının daralması nedeniyle bankaların karlılıklarında sınırlı artışlar gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörü toplam faiz gelirleri 2004 yılı sonuna göre %4,9 artarken, faiz giderleri %5,7 oranında artmıştır. Faiz gelirleri içinde en önemli kalemler olan kredilerden alınan faizler %29,4 oranında artmıştır. Bu artış ve kredi hacmindeki genişlemeye bağlı olarak kredilerden alınan faizlerin toplam faiz gelirleri içindeki payı %30,6'dan %47,6'ya çıkmıştır. Mevduata ödenen faizlerin toplam faiz giderleri içindeki payı ise faiz oranlarındaki gerileme neticesinde %83,6'dan %82,4'e gerilemiştir. Faiz dışı gelirler %25,1 artarken, faiz dışı giderler %33,3 oranında artmıştır.

Son bir yıllık dönemde sektörün net dönem karı, pazar payı açısından ilk dört banka içinde yer alan "bir bankanın" yüksek oranda zarar açıklaması ve kar marjlarının daralması sonucu %11,5 oranında azalarak 5.711 milyon YTL olmuştur. 2005 yılında bankacılık sektörünün aktif karlılığı karlılıktaki azalışa bağlı olarak %2,1'den %1,4'e gerilerken, özkaynak karlılığı ise özkaynak tabanındaki artış neticesinde %13,8'den %10,6'ya gerilemiştir.

**► 2006 Yılına İlişkin Beklentiler**

Bankacılık sektöründe 2006 yılında önemli gelişme yaşanması beklenen iki alan krediler ve sektöre yönelik yabancı kaynak girişidir. Sisteme yabancı kaynak girişi birbirini besleyen iki olgu tarafından şekillenmektedir. İlk olarak; sektörde, kar marjları gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında görece olarak yüksektir. İkinci olarak ise, ülkemizde dezenflasyon süreciyle birlikte kar marjlarındaki daralmanın etkisini hafifletmek için birim ortalama maliyeti düşürme davranışı önemli hale gelmekte ve bu açıdan yabancı kaynak girişiyle ölçek ekonomisinden yararlanabilecek faaliyet ölçeklerinin yaratılması bir davranış biçimi olarak ortaya çıkmaktadır.

AB'ye uyum süreci çerçevesinde bütçe disiplininin sürdürülmesi ve kamu kesimi borçlanma gereğinin azalmaya devam etmesine bağlı olarak bankacılık sektörü finansal aracılık işlevini daha iyi yerine getirecek ve toplam aktiflerde kredilerin payı artarken, menkul kıymetlerin payındaki azalış devam edecektir. Bireysel krediler ve KOBİ kredileri bankaların en fazla yöneleceği alanlar olacaktır. Bireysel kredilerdeki yüksek oranlı artış eğilimi devam ederken; 2006 yılının ikinci yarısında mortgage sisteminin de devreye girecek olmasıyla birlikte konut kredilerinin bireysel krediler içindeki payının daha da artması beklenmektedir.

2006 yılı itibariyle hazine borçlanma kağıtlarına stopaj uygulanacak olması, döviz kurunda fazla bir artış beklenmemesi ve faizlerin düşeceği beklentisi nedeniyle mevduat nispeten cazip konumunu korumaya devam edecektir. Ancak sektörün yurtdışı piyasalardan uygun vade ve faiz oranlarıyla kredi sağlama imkanlarının 2006 yılında da artarak devam edeceği beklendiğinden mevduatın fon kaynakları içindeki payının küçük de olsa azalacağı, buna karşın mevduat dışı kaynakların payının artacağı beklenmektedir. Kredi hacminin genişlemesine bağlı olarak mevduatın krediye dönüşüm oranı artacaktır.

Fon kaynakları içinde 2005 yılında olduğu gibi 2006 yılında da en düşük artışın yine özkaynaklar kaleminde gerçekleşmesi beklenmektedir. Özkaynaklardaki artışın en önemli nedeni yabancı payındaki ve karlılıktaki artışlar olacaktır.

2006 yılında sektör karlılığının artacağına ilişkin beklentileri oluşturan faktörler şunlardır:

- Kurumlar vergisindeki %10'luk indirim,
- 2006 yılı iç talep büyümesiyle ilgili olumlu beklentilerin sonucu olarak kredi hacmindeki artış ve bunun kredilerden alınan faiz gelirlerini artıracak olması,
- Aktif-pasif yapısına bağlı olarak faiz oranlarındaki düşüşün getirdiği olumlu etki.

2006 yılında kar marjlarının daralmaya devam etmesi, yüksek enflasyon döneminin getirdiği geleneksel gelir kaynaklarının önemini azalması ve daha önce girilmemiş piyasalara ulaşabilme isteği şubeleşmenin önemini arttırıcı etki yaratacaktır. AB ülkelerinde 100.000 kişiye 43 şube düşerken, Türkiye'de 100.000 kişiye ortalama 9 şube düşmektedir. Şube sayısını artırıp ürün çeşitlendirmesine giderek ve ileri teknoloji kullanarak bankaların bireysel düzeyde bilançolarını büyütme arayışı önümüzdeki dönemlerde önem kazanacaktır. 2007 yılında Basel 2'nin de devreye girecek olmasıyla birlikte özel sektörün risk yapısının takibi bankalar açısından son derece önemli hale gelecektir.

## ULUSLARARASI GELİŞMELER

### ► Dünya'daki ve Türkiye'deki Ekonomik Gelişmeler

#### **Türkiye 2050'de en hızlı büyüyen 4'üncü ekonomi olacak...**

Araştırma ve danışmanlık şirketi Pricewaterhouse Coopers'ın ay başında hazırladığı raporda gelişmekte olan ülkelerin 2050 yılında geleceği nokta belirlenmiş, Türkiye, Meksika ve Endonezya gibi ülkelerdeki genç nüfusun bu ülkelere avantaj sağlayacağı ifade edilmiştir. Rapora göre E-7 ülkeleri olarak nitelenen Çin, Hindistan, Brezilya, Rusya, Endonezya, Meksika, ve Türkiye en büyük gelişmekte olan ülkeler olurken, Türkiye'nin gelecek 45 yıl içerisinde ortalama %5,6 büyüme oranı ile dünyanın en hızlı büyüyen 4'üncü ekonomisi olacağı tahmin edilmiştir. Ayrıca raporda 2050'de Çin'in dünyanın en büyük ekonomisi, Hindistan'ın ise en hızlı büyüyen ülke olacağı savunulmuştur.

#### **Dünya Bankası'na göre Türkiye 5 yılda önemli gelişme kaydetti, ancak...**

Dünya Bankası tarafından yayınlanan "Sürdürülebilir Büyüme Teşvik Etme ve Avrupa Birliği ile Uyum" başlıklı Türkiye Raporu'nda, Türkiye'nin 2000-2001'den bu yana yakaladığı büyüme hızıyla çok güçlü bir performans gösterdiği belirtilmiş, ancak AB'ye üyelik müzakereleri sürecinde daha atılması gereken adımlar olduğu vurgulanmıştır. AB üyelik sürecinde doğrudan sermaye yatırımı için şartların daha da iyileştirilmesi, yeni iş alanları yaratılması, finans sektöründe çok yönlü reform yapılması, rekabet gücünün artırılması için altyapının iyileştirilmesi, sosyal güvenlik sisteminde reformun en kısa sürede gerçekleştirilmesi gerektiği ifade edilmiştir.

#### **Avrupa Merkez Bankası tarafından Global Dengesizlikler raporu yayınlandı...**

Avrupa Merkez Bankası (ECB) raporunda, dünyadaki döviz rezervlerinin geçtiğimiz on yıl içerisinde üç kat artarak 4.000 milyar dolara ulaştığı belirtilmiştir. Rapora göre, Asya ülkelerinde hızla biriken döviz rezervlerinin enflasyonu ve emlak balonunu körüklemeye ihtimali artmakta olup, bu durum da dünya ekonomisi açısından bir dizi risk ve maliyeti beraberinde getirmektedir. Döviz rezervlerindeki aşırı artışın, gelişmekte olan ülkelerin olası bir krize karşı IMF gibi uluslararası kredi kuruluşlarına değil de kendilerine güvenme güdüsüyle hareket etmesinden kaynaklandığı ifade edilen raporda, diğer risk ve maliyetler; yanlış yatırımlar, para politikasını yönlendirmedeki zorluklar ve döviz kurlarının değişmesi durumunda merkez bankalarının varlıklarının değer kaybetmesi olarak tanımlanmıştır.

#### **IIF bu yıl gelişmekte olan ülkelere 357 milyar dolar sermaye akımı olacağını öngördü...**

30 Mart'ta yayınlanan Uluslararası Finans Kurumu (IIF) raporuna göre, bu yıl gelişmekte olan ülkelere giden net sermaye akımlarının 357 milyar dolar olması beklenmektedir. Raporda, geçen yıl 400 milyar dolar olarak gerçekleşen sermaye akımlarındaki güçlü seyir; global likiditenin fazlalığına ve gelişmekte olan ülkelerdeki getiriler ile ilişkilendirilmiştir. Öte yandan yüksek cari işlem açıkları, politik riskler ve petrol fiyatları sermaye akımlarının önündeki engeller olarak tanımlanmış, bu yıl aşırı likiditenin daralacağı ifade edilmiştir. IIF raporunda bu yıl gelişmekte olan ülkelere gidecek net doğrudan yatırımların 170 milyar dolara ulaşacağı tahmin edilmiş olup, geçen yıl bu ülkelere 158 milyar dolar tutarında doğrudan yatırım yapıldığı düşünüldüğünde, bu yıl yeni bir rekor gerçekleşmesi beklendiği belirtilmiştir.

#### **IMF 2006 büyüme tahmini yükseltti...**

Uluslararası Para Fonu (IMF), 2006 yılı global büyüme beklentisi yüzde 4.3'ten yüzde 4.9'a çıkarmış, 2007 yılı için global büyüme beklentisini ise yüzde 4.7 olarak açıklamıştır. G7 bölgesinde büyümeyi 2006 yılı için yüzde 2.8, 2007 yılı için yüzde 2.7 olarak tahmin eden IMF, Euro bölgesinin 2006 yılında yüzde 2.0, 2007 yılında ise yüzde 1.9 olarak büyüyeceğini öngörmüştür. Ayrıca IMF Japonya ve Çin'in 2006'da sırasıyla yüzde 2.8 ve yüzde 9,5 büyüyeceğini tahmin etmiştir.

### ► Türkiye- IMF ve AB ile İlgili Gelişmeler

IMF'ye verilen son niyet mektubunda Ocak sonuna kadar yasalaşması taahhüt edilen Sosyal Güvenlik reformu yasa tasarısının halen Mecliste görüşülmeye devam etmesi nedeniyle, 3. gözden geçirmenin tarihi henüz netlik kazanmamıştır. Diğer taraftan, Türkiye'nin tekstil sektörünü desteklemek için uygulamaya koyduğu tekstil ürünlerinde 10 puanlık KDV indirim kararı ve ek ödenek alamayan memurların maaşlarına zam yapmayı öngören tasarının yasalaşması, IMF cephesinde tepkilere neden olmuştur. IMF Başkanı Rodrigo Rato, Türkiye'nin makroekonomik kredibilitésini kaybetme tehlikesiyle karşı karşıya olduğunu; vergi indirimlerinin ve



harcamaları artırmanın Türkiye'nin kamu borcunu düşürmenin yolu olmadığını söylemiştir. Programdan sapmaların IMF ile ilişkileri ne yönde etkileyeceğinin önümüzdeki günlerde netlik kazanması beklenmektedir.

AB ile müzakere sürecinde çeşitli konular üzerinde tarama toplantıları yapılmaya Mart ayında da devam edilmiştir. Fikri Mülkiyet Hukuku, Sosyal Politika ve İstihdam, Ekonomik ve Parasal Birlik, Balıkçılık ile ilgili ayrıntılı tarama toplantıları yapılmıştır. Bugüne kadar 17 başlıkta tanıtıcı ve 14 başlıkta ayrıntılı tarama toplantılarının tamamlandığı tarama sürecinin Ekim ayı ortalarında son bulması beklenmektedir.

Bu ay Avrupa Parlamentosu, AB Komisyonu'nun 2005 yılında hazırladığı Genişleme Stratejisi Belgesi'ne ilişkin yanıtını içeren raporu kabul etmiştir. Bağlayıcılığı olmayan raporda, Türkiye'nin pek çok reform gerçekleştirdiği ancak son dönemde reform hareketinin yavaşladığı belirtilirken, Türkiye'nin Gümrük Birliği Ek Protokolünü uygulaması gerektiğinin de altı çizilmiştir. AB Dönem başkanı Avusturya'nın ev sahipliği yaptığı Türkiye-AB Troyka toplantısında ise Türkiye'den, Gümrük Birliği Ek Protokolünün tamamen uygulanması, bir başka deyişle liman ve hava alanlarını Güney Kıbrıs Rum Kesimi'ne açması istenmiş, aksi taktirde müzakere sürecinin olumsuz etkilenebileceği uyarısında bulunulmuştur.

AB dönem başkanı Avusturya'nın Ekonomi Bakanı Martin Bartenstein'in, Türkiye ile üyelik müzakerelerinin yakın zamanda somutlaşacağını söylemesi, bu ay yaşanan olumlu gelişmelerden biri olmuştur. Ancak 10-15 yıl içinde üye olması beklenen Türkiye'nin bu yıl eğitim, kültür, bilim ve araştırma alanlarında ilk ayrıntılı üyelik müzakerelerine başlayacağı tahmin edilirken, AB'nin "Eğitim ve Kültür" konusunda fiili müzakerelerin başlatılması için "siyasi kriter" şartı getirmesi, Türkiye ile AB arasında gerginliğe yol açmıştır. Anlaşmazlığın Nisan ayı başında yapılacak COREPER toplantısında giderilmesi beklenmektedir.

Diğer taraftan bu ay Strazburg'da yapılan Avrupa Birliği Dışişleri Bakanları'nın gayriresmi toplantısı ve Brüksel'de yapılan Avrupa Birliği devlet ve hükümet başkanlarının katıldığı zirvede, AB'nin geleceği ile ilgili önemli konular ele alınmıştır. Strazburg'da Balkan ülkelerinin istikrar, demokratikleşme ve ekonomilerindeki gelişmeler incelenirken; Brüksel'de istihdam ve enerji konularına öncelik verilmiştir. Bu ay ayrıca yıllardır süren çetin müzakerelerden sonra 2007-2013 dönemi kapsayan AB bütçesi üzerinde anlaşma sağlamıştır.

## ► Gelişmiş Ülkeler

### ▪ ABD

Piyasalar, Mart ayı boyunca global faiz oranlarının 2006 yılında artacağı ihtimali ağırlığını koruduğu için, ABD ekonomisine ilişkin açıklanan verileri daha yakından takip etmiştir. Bu verilerden ilki, yıllık bazda %3.5 artarak Eylül 2001'den beri en yüksek düzeye ulaşan tarım dışı istihdam olmuştur. Beklentilerin üzerinde artarak 243.000 kişiye ulaşan tarım dışı istihdam faiz oranlarının artırılmaya devam edeceği beklentisini desteklemiştir. ABD'nin 2005 yılı cari işlemler açığı \$804.95 milyar ile rekor düzeye ulaşmıştır. 2004 yılında GSYİH'nin %5.7'si düzeyinde iken 2005'te %6.4'ü olarak gerçekleşen cari açığın artması, ABD'nin Çin'e, para birimi Yuan'ın değerini artırması yönünde yaptığı baskıların artmasına neden olmuştur.

İşsizlik oranı %4.7'den %4.8'e yükselirken, ortalama ücretler %0.3 artmıştır. Bu artış sıkı bir işgücü piyasasına işaret ederek, enflasyon kaygılarını artırmıştır. İşgücünün verimliliği geçen yılın dördüncü çeyreğinde yıllık bazda %0.5 düşerken ücretler %3.3 artmıştır. Verimliliğin düşmesinin, artan petrol fiyatları ve yaşanan kasırgalar gibi geçici faktörlerden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Ocak ayında %0.7 artan tüketici fiyatları (TÜFE) endeksi Şubat'ta %0.1 artmıştır. Michigan Üniversitesi tüketici güveni endeksi Mart ayında önceki aya göre değişmeyerek 86.7'de kalmıştır. Şubat ayı üretici fiyatları ise petrol fiyatlarının önceki aya göre düşmesi nedeniyle %1.4 düşmüştür. Bu arada çeşitli eyaletlerin merkez bankası başkanları ekonominin olumlu bir havada fakat tam istihdam düzeyine yakın seyrettiği ve bu durumun enflasyonist baskıları artırabileceği şeklinde açıklamalarda bulunmuşlardır. Açıklamalar genel olarak faiz artırımlarının devam etmesi gerektiği şeklinde yorumlanmıştır.

ABD ekonomisi için büyük önem arz eden emlak piyasasına ilişkin veriler, sektörün soğumaya başladığını göstermekle birlikte birbiriyle çelişir niteliktedir. Şubat ayında yeni inşa edilmiş konut satışları %10.5 düşerken, daha önce inşa edilmiş konutların fiyatları %5.2 artmıştır. Ancak yeni inşa edilmiş konut satışları emlak piyasasındaki talebe dair daha sağlıklı bir gösterge olarak nitelendiği için, sektörde talebin daraldığı, stokların arttığı ve fiyat artışlarının yavaşladığı sonucu çıkarılabilmektedir.

ABD’de Mart ayında yaşanan en önemli gelişme Fed’in gösterge faiz oranlarını 25 baz puan artırarak %4.50’den %4.75’e çıkarmasıdır. Böylece iki yılda on beşinci kez faiz artırımı kararı alınmıştır. Federal Açık Piyasa Komitesi’nin (FOMC) 28 Mart’ta yaptığı toplantıdan sonra yapılan açıklamada 2005’in son çeyreğinde büyümenin yavaşlamış olmasının geçici veya mevsimsel faktörlere dayandığı, içinde bulunulan çeyrekte ise daha sürdürülebilir bir düzeye ulaşmasının muhtemel olduğu belirtilmiştir. Enerji ve emtia fiyatlarındaki artışın çekirdek enflasyon üzerinde makul bir etkisi olduğu, devam eden verimlilik artışının işgücü maliyetlerindeki artışı sınırladığı, enflasyon beklentilerinin artmadığı, buna karşılık kaynak kullanımındaki potansiyel artışların özellikle enerji fiyatlarındaki artışlarla birlikte enflasyonist baskılar yaratma olasılığının bulunduğu ifade edilmiştir. Komitenin bu çerçevede, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı dengesini riske sokabilecek unsurlara karşı izleyen dönemlerde de politika düzenlemeleri yapabileceği, ekonominin görünümündeki değişimlere karşı gerekli önlemleri alacağı bildirilmiştir.

ABD ekonomisi hakkında önemli ipuçları veren verilerden biri olan Conference Board tüketici güven endeksi Mart ayında önceki aya göre 4.5 puan artarak 107.2’ye yükselmiştir. Böylece endeks son dört yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

Mart ayı Chicago PMI endeksi (Purchasing Manager’s Index) 54.9’dan 60.4’e çıkarken, Şubat ayında kişisel gelir %0.3, tüketici harcamaları ise %0.1 artmıştır. Tüketici harcamalarında önceki ay artış oranı %0.8 olup, Şubat ayı verisinin daha yüksek çıkması beklenmekteyken, düşüşün geçici faktörlerden kaynaklandığı ifade edilmektedir.

#### ▪ *Euro Bölgesi*

Mart ayı boyunca Avrupa Merkez Bankası (AMB) üyelerinden sıkı para politikasının devam edeceği yönünde açıklamalar gelmiştir. Bu açıklamalardan birinde AMB Başkanı Jean Claude Trichet, yapılan faiz artırımlarına rağmen Euro Bölgesi reel faiz oranlarının hala düşük olduğunu, ve AMB’nin enflasyonu kontrol altında tutmak için gereken herşeyi yapacağını belirtmiştir. AMB önceki dönemlerde olduğu gibi, Amerikan Merkez Bankası’nın yaptığı gibi bir faiz artırımı sürecine girildiği yönünde bir imada bulunmayarak, faiz artırımı yapacağı konusunda daha az belirgin bir tutum sergilemektedir.

Euro Bölgesi Şubat ayı tüketici fiyat artışı yıllık bazda %2.3, aylık bazda ise %0.3 olarak açıklanmıştır. Çekirdek tüketici fiyat endeksi ise önceki ay olduğu gibi %1.2 artmıştır. Tüketici fiyatlarındaki artışın sınırlı düzeyde kalmasında petrol fiyatlarının gevşemesi rol oynamıştır.

Alman IFO iş alemleri güven endeksi geçen ay 103.4 olarak açıklanmışken, bu ay son 15 yılın en yüksek seviyesi olan 105.4’e çıkmıştır. Bu endeks hem cari koşulları hem de beklentileri yansıması bakımından önem taşımaktadır. Buna karşılık finans piyasası aktörlerinin önümüzdeki altı ay için beklentilerini yansıtan ZEW endeksi Mart’ta 69.8’den 63.4’e düşmüştür. Ancak yine de uzun dönem ortalamasını üzerinde bulunmaktadır. Bu arada Fransa’da işalemleri güvenini yansıtan INSEE endeksi imalat sanayi için hafif bir düşüş sergilemiş, Şubat ayındaki seviyesi olan 106’dan, Mart’ta 105’e düşmüştür. Endeks uzun vadeli trendi olan 100’ün üzerinde olup, imalat üretiminde artış yaşandığına işaret etmektedir.

Bu arada, Euro Bölgesi Ocak ayı perakende satışları %0.7 civarında olan beklentilerin üzerinde, %0.9 oranında artarak, tüketici talep artışının canlandığına işaret etmiştir. Bu artış, büyük ölçüde Almanya’da perakende satışlarda %2.7’lik artıştan kaynaklanmıştır.

M3 para arzı artışı Ocak ayında %7.6 iken, Şubat’ta %8’e ulaşmıştır. Bu durum faizlerin bir miktar daha artabileceği ihtimalini gündeme getirmiştir. Zira AMB, M3 para arzını uzun vade enflasyon trendinin göstergesi olarak değerlendirmektedir. M3’ün dolayısıyla sistemdeki likiditenin yüksek olması, İspanya başta olmak üzere bölge ekonomilerinin bazılarında konut fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Ancak bu aşırı değerlendirme henüz bir emlak balonu olduğu şeklinde değerlendirilmemekte, faiz politikası belirlenirken izlenen unsurlardan birini oluşturmaktadır.

Euro Bölgesi imalat sektörü PMI endeksi (Purchasing Manager Index) Şubat ayında 54.50 artmışken, Mart’ta 56.1’e çıkarak Eylül 2000’den beri en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Endeks genel olarak ekonominin gidişatının olumlu yönde olduğu, iç talebin yatırımları desteklediği, karların artmakta olduğu, finansman koşullarının olumlu olduğu, tüketimin ücret artışlarıyla olmasa da işgücü artışıyla destekleneceği, işaleminin fiyatlama gücünün artmakta olduğu görüşlerini güçlendirmiştir.

#### ▪ *Japonya*

9 Mart’ta yapılan para politikası toplantısında Japonya Merkez Bankası (BoJ) beş yıldır sürdürdüğü gevşek para politikasına son verdiğini bildirmiştir. BoJ’dan yapılan açıklamada yürürlüğe giren yeni para politikasında fiyat

istikrarının ve ekonomik büyümenin birlikte sağlanması hususunun esas olduğu belirtilmiştir. BoJ fiyat istikrarındaki global ve içsel şoklar nedeniyle meydana gelebilecek kısa dönemli dalgalanmaları bertaraf etmek için gerekli önlemlerin alınacağını, bu çerçevede en önemli gösterge olarak hanehalkının mal ve hizmet talebini yansıtan çekirdek TÜFE'nin ele alınacağını belirtmiştir. Banka, kişisel tüketimin güçlendiğini ve önümüzdeki dönemde TÜFE'nin hafif dalgalı bir seyir izleyerek pozitif düzlemde kalmasını beklediğini ifade etmiştir. Ancak hanehalkının ve firmaların enflasyon beklentisinin arttığı şeklinde bir yorum yapılabilmesi için bir süre daha enflasyonun artış göstermesi gerektiği şeklinde yorumlar yapılmaktadır. BoJ başkanı tarafından yapılan açıklamada sıkılaştırıcı para politikasına geçmede acele edilmeyeceği belirtilmiştir.

BoJ, uyguladığı gevşek para politikası gereğince bankalara sağladığı 30 trilyon Yen düzeyindeki likiditeyi birkaç ay içinde yasal düzey olan 6 trilyon Yen düzeyine çekeceğini, bu süre zarfında 2001'den beri %0 düzeyinde bulunan kısa vadeli faiz oranının muhtemelen bu düzeyde kalacağını belirtmiştir.

BoJ'un para politikası değişikliği uluslararası fon akımlarının yönünü değiştirebilecek olması bakımından büyük önem arz etmektedir. Bu karar, ABD ve Euro Bölgesi'nde de faiz artırımlarının gündemde olması nedeniyle bilhassa gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelmiş bulunan sermaye akımlarının, faiz artırımı yapılan gelişmiş ülkelere yönelmesi ihtimalini kuvvetlendirmiştir.

Şubat ayı çekirdek tüketici fiyat endeksi yıllık bazda %0.5 artmıştır. Ardarda dördüncü kez artış kaydeden endeks, son sekiz yıldır görülmeyen bir tablo sergilemiştir. İşsizlik Şubat'ta %4.5'ten %4.1'e düşmüştür. Bu gelişmeler BoJ'un para politikasını değiştirme kararını destekler niteliktedir.

Nisan ayının başında açıklanan, BoJ tarafından işalemine yönelik olarak yılda dört kez yapılan ve para politikası kararlarını etkileyen TANKAN araştırması sonuçlarına göre son dört çeyrekte artan işalemi güveni, 2006'nın ilk çeyreğinde düşmüştür. Ancak, araştırmadan genel olarak olumlu bir görünümün mevcut olduğu ve firmaların harcama planları itibarıyla ekonomik büyümenin süreceği sonucu çıkmakta ve BoJ'un faiz artırımı kararı olası geçerliliğini korumaktadır.

### ► Gelişmekte Olan Ülkeler

#### ▪ Çin

ABD'nin baskıları sonucunda sabit kur politikasının önümüzdeki dönemde daha serbest hale getirilebileceğini açıklayan Çin'in döviz rezervleri, Şubat ayı sonu itibarıyla 853.7 milyar dolara ulaşarak yeni bir rekor daha kırmıştır. Böylelikle Çin, Şubat sonu itibarıyla 850 milyar dolar döviz rezervi bulunduran Japonya'yı geçerek, dünyanın en çok döviz rezervi bulunduran ülkesi konumuna gelmiştir. Çin'in 2006 sonu itibarıyla 1 trilyon dolara ulaşabileceği tahmin edilen döviz rezervlerindeki artışta, giderek artan ihracatının etkili olduğu belirtilmektedir. Nisan ayında Çin devlet başkanının ABD'ye yapacağı ziyaret sırasında Washington'un revalüasyon, yüksek rezervler ve ticaret konusundaki baskılarını daha da artacağı tahmin edilmektedir.

Bu ay Çin'in Ocak ve Şubat aylarındaki sanayi üretimi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 16,2 artış kaydederken, enflasyon oranı Şubat ayında yüzde 0,9 düşmüştür. Çin'in dış ticaret fazlası beklentilerin oldukça altında 2,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, 12 aylık dış ticaret fazlası ise 102.6 milyar dolara inmiştir. Analistler bunun bir düşme eğiliminin başlangıcı olmadığını ya da ABD'nin Yuanın değerinin artırılması gerektiği yönündeki açıklamalardan kaynaklanmadığını belirtmiştir. Çin hükümeti büyüme tahminini bu yıl yüzde 8 civarında, gelecek beş yıl içinse ortalama yüzde 7,5 olarak açıklamıştır.

Büyüyen ekonomik gücü ve artan enerji ihtiyacı ile küresel ekonominin gündemine oturan Çin ile Rusya arasında son dönemde yaşanan yakınlaşma, Rusya Devlet Başkanı Putin'in bu ay içinde Çin'e yaptığı ziyaretle daha da kuvvetlenmiştir. Rusya'nın ziyaretini ardından Rusya'dan Çin'e iki ayrı boru hattı üzerinden yılda 60-80 milyar metreküp doğalgaz gönderilmesi, Çin'in ise Rus teknoloji şirketlerine yatırım yapması konusunda anlaşmaya varılmıştır.

#### ▪ Rusya

Zengin enerji kaynaklarıyla her geçen gün küresel ekonomideki ağırlığı artan Rusya'nın ticaret fazlası artmaya devam ederek Ocak ayında 124,3 milyar dolara ulaşmıştır. Rusya Merkez Bankası döviz rezervleri 2005 yılı başından bu yana 78.1 milyar dolar artış kaydederek, ay içinde 204.1 milyar dolara yükselmiştir. Rusya'nın dış ticaret hacmi ise yılın ilk iki ayında yüzde 32.6 artarak 62.3 milyar dolar olmuştur. Tüm bu gelişmelerin yanında

Ruble'nin aşırı değerlenmesinin ekonomik büyüme olumsuz etkilemesinden ve enflasyonun artmasından endişe duyulmaktadır. Ruble, 2004 Aralık-2006 Mart döneminde yüzde 17-17.5 değer kazanırken, Rusya Merkez Bankası 2006 yılında Ruble'nin yüzde 9 değerlenmesini beklemektedir. Ocak-Mart döneminde ise enflasyonun yüzde 5 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmekte olup, Rusya yüzde 9 olarak revize edilen 2006 enflasyon hedefini yakalamak için gayret göstermektedir.

#### ▪ Brezilya

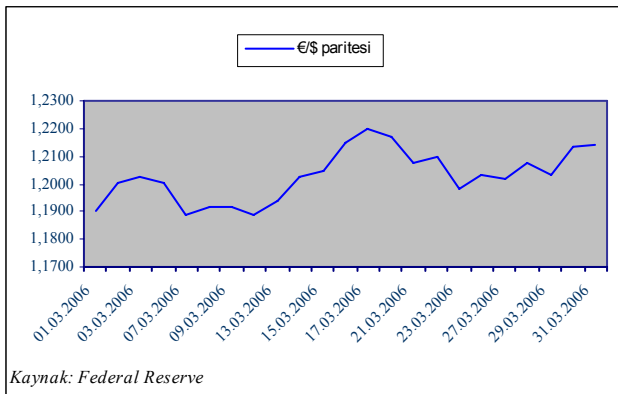
Devlet başkanlığı seçimine hazırlanan Brezilya'da yaşanan rüşvet skandalı ve ardından Maliye Bakanı'nın istifa etmesiyle artan politik belirsizlikler, bu yıl dolar karşısında yüzde 8 değer kazanan Real'in değer kaybetmesine neden olmuştur. Piyasalar Brezilya'da yüksek faiz oranları ve sıkı para politikasını eleştirmiş olan yeni Maliye Bakanı Guido Mantega döneminde uygulanacak para ve bütçe politikaları konusunda endişe duymaktadır. Öte yandan, Merkez Bankası faiz oranını beklentiler doğrultusunda yüzde 17.25'den yüzde 16.50'ye indirirken, iş dünyası liderleri ve ekonomistlerden daha fazla faiz indirimine ihtiyaç olduğu yorumu gelmiştir. Şubat ayında enflasyonun iki yılın en düşük seviyesi olan yüzde 5,5'e düşmesi ve ekonomik büyümenin yavaşlaması ihtimali faiz indirimlerinin devam edeceği beklentisini desteklemektedir. Şubat ayında Brezilya'nın cari işlemler fazlası 725 milyon dolar olurken, 12 aylık cari işlemler fazlası 13,54 milyar dolara ulaşmıştır. Sanayi üretimi Ocak ayında Aralık ayına göre yüzde 1,3 düşmüş, Ocak sonu itibariyle 12 aylık sanayi üretimi artışı ise yüzde 2,9 olmuştur.

#### ▪ Arjantin

Latin Amerika'nın önemli ekonomilerinden biri olan Arjantin bu ay yeni bir dış tahvil ihracı gerçekleştirmiştir. Yine ay içinde uluslararası rating kuruluşu Standard & Poor's (S&P), güçlü ekonomik büyüme, bütçe fazlası ve borç yükünü hafifletmesinin etkisiyle Arjantin'in kısa ve uzun vadeli kredi notlarını B'ye yükseltmiştir. S&P not artışı ile ilgili açıklamasında, ülkenin mali profilinde sürdürülebilir bir iyileşme kaydedildiğini belirtmiş, ancak hükümetin özel yatırım ve ekonomik büyüme için büyük bir tehlike olan enflasyonu düşürerek, ekonominin belli başlı sektörlerine teşvik sağlamamasının uzun vadeli önemli bir endişe kaynağı olduğunu da vurgulamıştır. Diğer taraftan, Arjantin'in 2005 yılı GSYİH'sı 9,2 artarak 13 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Arjantin'de tüketici fiyatları Mart ayında bir önceki aya göre yüzde 1.2 artarken, Mart sonu itibariyle 12 aylık enflasyon yüzde 11.1 olarak gerçekleşmiştir.

### ► Uluslararası Piyasalar

#### ▪ Euro/Dolar Paritesi



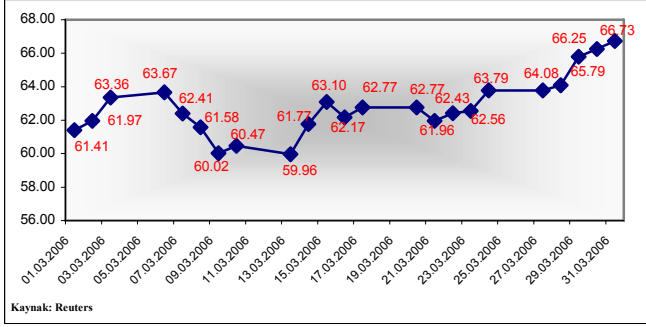
Mart ayına 1.1890 seviyelerinden giren €/ \$ paritesinin Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) gösterge faiz oranını %2.25'ten %2.50'ye yükseltmesi nedeniyle yükselerek 1.2046 seviyesine ulaşmasının ardından, ABD istihdam verisinin beklenenden güçlü çıkması, dayanıklı mal siparişlerinin artış eğilimi göstermesi ve fabrika siparişlerinin artması gibi bir takım verilerin, FED'in faiz artırımına devam edeceği yönündeki görüşleri güçlendirmesiyle nedeniyle 1.1880'lere düşmüştür. Dubai Ports'un ABD petrol istasyonlarını işletme talebinin reddedilmesi, ABD'de yabancı yatırımlarının akıbeti ve dolayısıyla cari açığın finansmanı

konusunda endişeye yol açarak, piyasalarda dolar aleyhine baskı yaratmış ve paritenin 1.1920 seviyelerine yükselmesinde etkili olmuştur. Diğer yandan ay içinde açıklanan veriler ve FED şube başkanlarından gelen çeşitli açıklamalar faiz artırımına son verilebileceği kaygılarına yol açmış ve €/ \$ paritesinin ay ortalarında 1.2190'lara kadar çıkmasına neden olmuştur. Paritenin bu yöndeki seyrinde Euro Bölgesine ilişkin ekonomik verilerin ve bilhassa Alman IFO endeksinin (işlemi güven endeksi) son 15 yılın en yüksek değerine ulaşarak AMB'nin faiz artırım kararı alma ihtimalini güçlendirmesi, etkili olmuştur. Ay ortasından itibaren FED'in 27-28

Mart'ta yapacağı toplantıda faiz oranını artıracığına dair beklentiler pariteyi yönlendirmiş, 23 Mart'ta 1.1980 düzeyinde bulunan parite, kar realizasyonları nedeniyle Mart ayını 1.2130 seviyesinden kapatmıştır.

### ► Emtia Piyasası

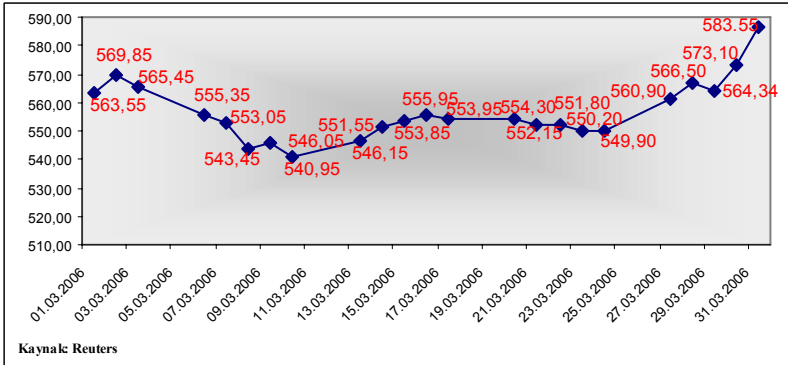
#### ▪ Petrol:



ABD petrol rezervlerinin 335,1 milyon varil ile 1999 yılından beri en yüksek seviyeye ulaşması ve OPEC'in 28 milyon varil olan günlük üretim kapasitesini değiştirmeme kararı almasının yarattığı olumlu hava, Ortadoğu kaynaklı jeopolitik kaygıların etkisini bir miktar azaltarak petrol fiyatlarının ay başında 61,41 dolar seviyelerine kadar inmesine yol açmıştır. Ancak, Birleşmiş Milletler (BM) Güvenlik Konseyi'nin İran'a uranyu zenginleştirme faaliyetlerini durdurması için bir ay süre vermesi, İran'ın

ise BM'nin bu talebini reddetmesiyle ilgili endişeler nedeniyle ABD ham petrolünün varil fiyatı 67 dolara tırmanmıştır. ABD'de benzin stoklarının düşmesi ve terörist saldırılara bağlı olarak Nijerya'nın ham petrol ihracatındaki kesintinin sürmesi de bu yükselişi destekleyen diğer etmenler olmuştur. İran, Irak ve Nijerya'daki jeopolitik riskler sonucu uluslararası ham petrol fiyatları, geçen yıla oranla yüzde 12 daha yüksek seyretmekte olup, petrol fiyatlarının önümüzdeki dönem de yüksek seyretmeye devam etmesi beklenmektedir.

#### ▪ Altın ve Kıymetli Madenler



Bu yıl yüzde 13 artan altın fiyatları Mart ayında dalgalı bir seyir izlemiştir. Doların gerilemesi ile ay başında yükselerek ons başına 570.50 doları gören altın fiyatları, global faiz oranlarındaki artış ve doların yeniden güçlenmesine bağlı olarak 540 dolar/ons seviyesine inmiştir. BM'in İran'ın nükleer çalışmalarının durması gerektiği yönündeki kararının petrol fiyatlarını 70 dolar seviyesine çıkarmasıyla birlikte altın fiyatları

yeniden yükseliş trendine girmiştir. Doların yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesiyle birlikte altın fiyatları 581 dolarla son 25 yılın en yüksek düzeylerine çıkmıştır. Kısa vadede altın fiyatlarının yönünü, Ortadoğu kaynaklı jeopolitik riskler ve ABD ekonomisindeki gelişmelere bağlı olarak doların değerindeki değişimlerin belirlemesi beklenmektedir. Analistler uzun vadeli yatırım aracı olarak cazibesini koruyan altının gelişmelere bağlı olarak 600 dolara çıkabileceğini belirtmektedir.

Mart ayında gümüş fiyatları da tarihin en yüksek düzeylerine çıkmıştır. ABD'nin gümüşe yatırım yapmayı kolaylaştıracak bir yatırım aracına izin vereceği haberi, ay içinde gümüş fiyatlarının 22 yıllık rekoru kırarak 11,52 dolar/ons'a ulaşmasında önemli rol oynamıştır. Altın ve gümüşteki değer artışı diğer kıymetli madenleri de olumlu etkilemiş, Londra metal borsasında 1 yıl içinde yüzde 80 değerlenerek kısa dönemde en çok kazanç getiren metallerden çinkonun ton fiyatı, 2 bin 550 dolara çıkarak yeni bir rekor kırmıştır. Mart ayını 221,35 sent/lbs ile kapatan bakır fiyatlarının, dünyada bakır talebinin artmaya devam edeceği beklentisi nedeniyle önümüzdeki dönem artmaya devam etmesi beklenmektedir.

► Eurobond ve Eurotahvil Piyasaları

| Ülke     | Kredi Notu<br>S&P/Moody's/Fitch | Kupon<br>(%) | Vade  | Getiri<br>(%) | Fiyat  |
|----------|---------------------------------|--------------|-------|---------------|--------|
| Türkiye  | BB-/Ba3/BB-                     | 7,25         | 03/15 | 6,69          | 103,75 |
| Brezilya | BB/Ba3/BB-                      | 7,88         | 03/15 | 6,65          | 108,13 |
| Meksika  | BBB/Baa1/BBB                    | 6,63         | 03/15 | 5,96          | 104,56 |
| Arjantin | B,n/a,n/a                       | 8,28         | 12/33 | 8,47          | 98,05  |
| Rusya    | BBB/Baa2/BBB                    | 5,00         | 03/30 | 5,91          | 109,88 |

Mart ayı başlarında ABD 10 yıllık tahvil faizlerinin düşmesinden ve global piyasalarda likidite daralmasına ilişkin endişelerin azalmasından gelişmekte olan ülke tahvilleri olumlu etkilenmiş ve EMBI + endeksi 195'e gerilemiştir. Ancak sonraki günlerde Japonya Merkez Bankası'nın para politikasını sıkılaştırması ve halen %0 olan kısa vadeli faizlerini artırmaya başlayabileceği açıklamalarıyla birlikte, özellikle bu ülkeden borçlanarak gelişmekte olan ülkelere yatırım yapanların stratejilerinin (carry trade) değişme ihtimali, gelişmekte olan piyasaları tedirgin etmiş, Türkiye ve Brezilya'nın spreadi yükselmiştir. ABD Hazine tahvil faizlerinin yaklaşık son 21 ayın en yüksek düzeyini görmesiyle birlikte yatırımcılar, riski yüksek gelişmekte olan ülke tahvilleri piyasasından uzaklaşma eğilimine girmiştir. Yolsuzluk iddaları nedeniyle Brezilya Maliye Bakan'ının istifası ve ABD faiz oranlarının 0,25 puan artması gelişmekte olan tahvillere bir miktar satış getirmiştir. Öte yandan S&P'nin Arjantin'in kısa ve uzun vadeli notlarını yükseltmesi piyasalarda olumlu karşılansa da diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanan belirsizliklerin ve Fed'in faiz artırımının etkisiyle Arjantin tahvillerinin risk primleri de yükselmiştir.

|          | 24 Şubat | 24 Mart | (%)Değişim |
|----------|----------|---------|------------|
| EMBI+    | 192      | 202     | -5.20      |
| Türkiye  | 185      | 184     | 0.54       |
| Brezilya | 222      | 234     | -5.41      |
| Arjantin | 362      | 356     | 1.65       |
| Meksika  | 98       | 134     | -36.73     |
| Rusya    | 99       | 110     | -11.11     |

Bu ay Türk tahvilleri Türkiye hakkında çıkan olumlu raporlar ve ekonominin olumlu gidişatı ile mart ayı başlarında pozitif bir seyir izlemiş ve Türkiye'nin 2030 vadeli tahvilinin değerinin 157,5 dolara yükselmiştir. Ancak devam eden günlerde Merkez Bankası Başkanlığına ilişkin belirsizlikler ve KDV indirimleri nedeniyle IMF'den gelen programdan sapma uyarısı Türk eurotahvillerinin risk primlerinin 6 baz puan yükselmesine neden olmuştur. Ay sonuna doğru yapılan FED toplantısında faizlerin yüzde 4,75'e yükseltilmesi, yüzde 4,3-4,4 seviyelerinde seyreden ABD 10 yıllık bono faizlerinin

yüzde 4,89 seviyesine kadar yükselmesine sebep olmuş, buna bağlı olarak da ayın son günlerinde hemen hemen bütün gelişmekte olan ülke tahvillerinde satışlar yoğunlaşmıştır.

Gelişmekte olan piyasalarda bu ay yeni ihraçlar olmuştur. Arjantin, 2001 krizinden beri ikinci kez dış tahvil ihracı gerçekleştirirken, Brezilya da ihraç ettiği 2037 vadeli tahville 500 milyon dolarlık satış gerçekleştirmiştir. Arjantin'in yüzde 7 faizle, 2011 vadeli, dolar cinsinden yapılan yeni dış tahvil ihracına, 500 milyon dolar tutarında alım gelmesi, piyasaların Arjantin hükümetinin borç ödeme kapasitesine olan güveni göstermiştir.

Önümüzdeki dönemde gelişmekte olan piyasalara para girişini etkileyebilecek risklerin başında, ABD, Avrupa Birliği ve Japonya'daki olası faiz artırımları, Çin'in para biriminin revalüasyonu gelmektedir.

► Dünya Borsaları

| Ülke               | 28 Şubat 2006 | 31 Mart 2006 | % Değişim |
|--------------------|---------------|--------------|-----------|
| NASDAQ (ABD)       | 2.281         | 2.342        | 2.67      |
| DOW JONES (ABD)    | 10.993        | 11.350       | 3.24      |
| NİKKEİ (JAPONYA)   | 15.964        | 17.059       | 6.85      |
| DAX (ALMANYA)      | 5.674         | 5.970        | 5.21      |
| BOVESPA (BREZİLYA) | 38.610        | 37.705       | 2.34      |
| MERVAL (ARJANTİN)  | 1.736         | 1.798        | 3.57      |
| MEKSİKA (IPC)      | 18.457        | 19.146       | 3.73      |

ABD borsası Mart ayına, petrol fiyatlarında ve Hazine tahvillerinin getirilerinde görülen yükselişin etkisiyle düşüşle girmiştir. ABD'de faiz artışı kaygısı faiz hareketlerine karşı hassasiyeti yüksek hisseleri, petrol fiyatlarındaki düşüş de enerji şirketlerini aşağı çekmiştir. Faiz kaygıları yatırımcıların gıda ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren daha güvenli gördükleri

hisselere yönelmelerine neden olmuş ve Dow Jones endeksi yükselirken, teknoloji hisselerindeki hareketlilik nedeniyle Nasdaq düşüş kaydetmiştir. Sanayi üretiminin artması, Bernanke'nin yaptığı açıklamalar ve FED'in faizleri beklenenden biraz daha fazla artırması halinde bile şirketlerin kar büyümesinin bundan olumsuz etkilenmeyeceği yönündeki iyimserlik, Dow Jones endeksinin yükselmesine yol açmıştır. Ancak faiz artırım kararının gelmesiyle birlikte Dow Jones %0.85, Nasdaq ise %0.43 değer kaybetmiştir. En fazla değer kaybeden hisselerin başında faizlere duyarlı banka hisseleri gelmiştir.

Japonya için önemli bir ihracat pazarı olan ABD’de faizlerin artacağı ve bunun ihracatı olumsuz etkileyeceği yönündeki kaygılar ihracat şirketlerinin ayın ilk yarısında değer kaybetmesine ve Nikkei’nin düşmesine neden olmuştur. BoJ’un gevşek para politikasına son verme kararı almasının borsa üzerindeki etkisi, kararın açıklandığı gün hisselerin değer kazanması ve Nikkei endeksinin %2.50 değer kazanması şeklinde olmuştur. Japon borsası, diğer gelişmiş ülke borsalarındaki yükselişlerden olumlu, emlak piyasasında yaşanan sıkıntılardan ise olumsuz etkilenmiştir. Nikkei endeksi Mart ayını 17.051 puandan kapatmıştır. Bu yükselişin başlıca sebebi, Japonya’da mali yılın 31 Mart’ta sona erecek olması nedeniyle yapılan alımlar olmuştur.

Gelişmekte olan ülke borsaları için ise Mart ayı sert dalgalanmaların yaşadığı bir ay olmuştur. Japonya’nın daha sıkı bir para politikasına geçeceğini ve önümüzdeki dönemde %0’a yakın olan borç verme faiz oranlarını yükseltebileceği yönündeki açıklamalar, gelişmekte olan ülkelere akan fonların ana kaynağının kısıllanacağı ve global likidite şartlarının bozulmaya başladığı fikrini güçlendirmiştir. Ardından FED’in faiz artırımıyla birlikte gelişmekte olan ülke eurobondlarına gelen satışlar, hisse senetleri piyasalarına da yansımıştır. Son yıllarda yüksek miktarda portföy yatırımı çeken Brezilya da, global likidite şartlarındaki bu gelişmelerden olumsuz etkilenmiş, Maliye Bakanı’nın adının karıştığı yolsuzluk iddaları ve ardından gelen istifasıyla birlikte BOVESPA endeksi 37.000 seviyelerine kadar gerilemiştir. Başta Arjantin olmak üzere diğer Latin Amerika ülkelerinin borsaları Brezilya borsasına paralel bir seyir izlemiştir. Yılbaşından bu yana dolar bazında yüzde 24,1 kazandıran Rusya borsasının gösterge niteliğindeki RTS endeksi ise Mart ayında yükselmeye devam etmiştir.

#### Ekonomik Araştırmalar Birimi

|                     |                    |                                  |                 |
|---------------------|--------------------|----------------------------------|-----------------|
| Hülya Yılmaz        | Servis Yöneticisi  | hulyayilmaz@vakifbank.com.tr     | 0312 –455 84 83 |
| Rukiye Alçıkaya     | Uzman              | rukiye.alcikaya@vakifbank.com.tr | 0312 –455 84 87 |
| Nazan Kılıç         | Uzman              | nkilic@vakifbank.com.tr          | 0312 –455 84 89 |
| Ümit Ünsal          | Uzman Yardımcısı   | umit.unsal@vakifbank.com.tr      | 0312 –455 84 86 |
| Bilge Özalp         | Uzman Yardımcısı   | bilge.ozalp@vakifbank.com.tr     | 0312 –455 84 88 |
| Şahin Şakir Önder   | Uzman Yardımcısı   | sakir.onder@vakifbank.com.tr     | 0312 –455 84 85 |
| Pelin Sencer Kaptan | Yetkili Yardımcısı | pelin.sencer@vakifbank.com.tr    | 0312 –455 84 90 |

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