



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

BÜYÜME, İSTİHDAM VE İHRACAT İÇİN FİYAT İSTİKRARI

Durmuş Yılmaz, Başkan

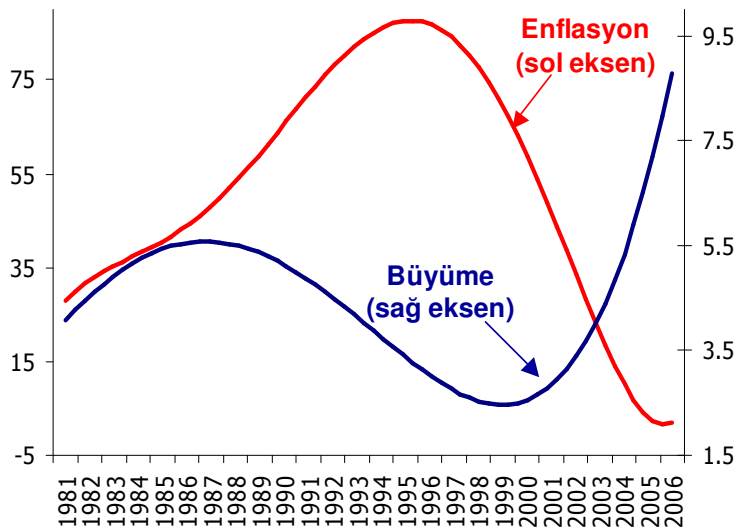
8 Kasım 2007, Ankara

BÜYÜME, İSTİHDAM VE İHRACAT İÇİN FİYAT İSTİKRARI

- Fiyat istikrarı, ekonomik birimlerin yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder. İstikrarlı fiyatlar iyi işleyen bir piyasa ekonomisinin temel taşıdır.
- Fiyat istikrarının sağlanamamasının sonuçları, başka bir ifadeyle enflasyonun ekonomik ve toplumsal alanlarda neden olduğu yıpranma, ülkemizde son derece net bir şekilde yaşanmıştır. Karar alma süreçlerinde görece fiyat değişimlerinin ayırt edilememesi, yurt içi kaynakların verimli olarak yatırıma dönüştürülememesi ve üretken olmayan alanlara yönelmesi, bireylerin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok geçmişe endeksleme alışkanlığının yerleşmesi, ekonominin dış piyasalarda rekabet gücünün zayıflaması ve yurt dışı sermaye piyasalarına erişimin kısıtlanması, uzun vadeli yabancı sermaye girişinin azalması, para ve kredi piyasalarında vadelerin kısalığı ve mali piyasaların sığ yapısı yüksek ve kronik enflasyonun birer sonucudur.
- 1980'li yıllarda gözlemlediğimiz, yüksek enflasyon ile birlikte yakalanan büyüme hızı sürekli olmamış, bir süre sonra yerini daha yüksek enflasyon oranlarına, istikrarsız ve düşük oranlı büyümeye bırakmıştır. Ülkemiz için gerekli olan, 2001 yılı sonrası elde ettiğimiz kazanımları kalıcı kılmak ve büyümeyi sürdürülebilir hale getirmektir.

Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme Eğilimleri

(1981-2006, yüzde)



Kaynak: TÜİK

- Yüksek enflasyon oranlarının yaşandığı 1990'lı yıllarla kıyasla fiyat istikrarının görece olarak sağlanmaya başlandığı 2002-2007 döneminde ortalama büyüme hızının ulaştığı yüksek seviye dikkat çekicidir.

Dönem	Ortalama Enflasyon (TÜFE)*	Ortalama Büyüme (GSMH)*
1990-2001	% 74,0	% 3,0
2002-2007	% 13,7	% 7,0

Kaynak: TÜİK, DPT

* Enflasyon 2007 yılı için Ekim itibarıyla son 12 ay, büyüme 2007 yılı için ilk iki çeyrek verisi kullanılmıştır.

- Benzer bir kıyaslamayı yatırım harcamalarında, sanayi üretiminde ve kapasite kullanım oranlarında da gözlemlemek mümkündür.

Dönem	Ortalama Enflasyon (TÜFE)*	Sabit Sermaye Oluşumu* (Yıllık ortalama artış)	Sanayi Üretimi* (Yıllık ortalama artış)	İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı*
1990-2001	% 74,0	% 3,1	% 3,8	% 75,8
2002-2007	% 13,7	% 14,4	% 7,4	% 79,7

Kaynak: TÜİK, DPT

* Enflasyon 2007 yılı için Ekim itibarıyla son 12 ay, sabit sermaye oluşumu 2007 yılı için ilk 2 çeyrek, sanayi üretimi 2007 yılı için Ocak-Ağustos, imalat sanayi kapasite kullanım oranı 2007 yılı için son on iki ay verisi kullanılmıştır.

- Yüksek enflasyon, işgücü piyasasının etkin çalışmasını da olumsuz etkiler. Nitekim, düşük enflasyon ortamında tarım dışı istihdam artışı, yüksek enflasyon ortamına kıyasla daha yüksek olmuştur.

Dönem	Ortalama Enflasyon (TÜFE)*	Tarım dışı İstihdam* (Yıllık ortalama artış)
1990-2001	% 74,0	% 2,6
2002-2007	% 13,7	% 3,8

Kaynak: TÜİK, DPT

* Enflasyon 2007 yılı için Ekim itibarıyla son 12 ay, tarım dışı istihdam 2007 yılı için Ocak-Temmuz verisi kullanılmıştır.

- Enflasyonist ortam, yarattığı belirsizlikle ülkenin diğer ülkelerle rekabet edebilme gücünü azaltır, dış ticaretin ve ihracatın dengesini bozucu etki yapar. Kronik ve yüksek enflasyon yaşandığı dönemlerde ihracatın artış hızı düşük gerçekleşmiştir.

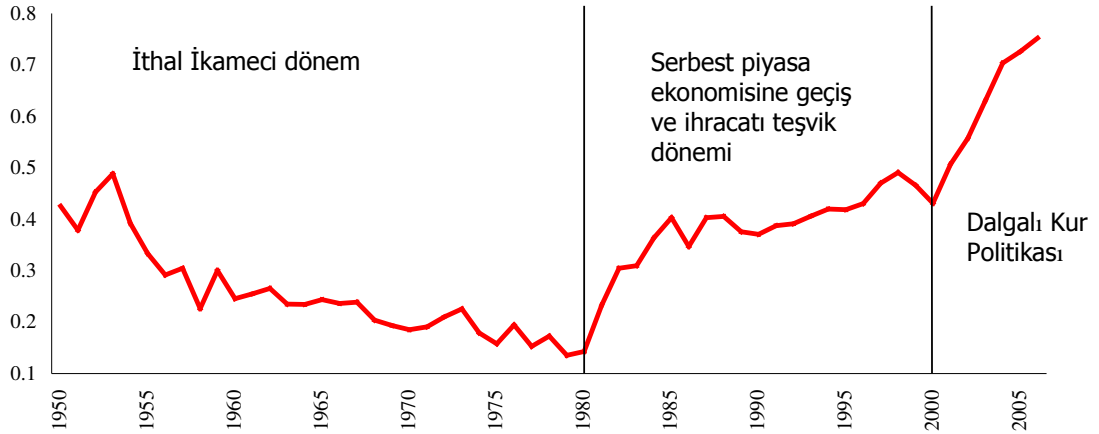
Dönem	Ortalama Enflasyon (TÜFE)*	İhracat* (Yıllık ortalama artış, değer ABD doları)*	İhracat* (Yıllık ortalama artış, miktar endeksi)*
1990-2001	% 74,0	% 8,8	% 9,4
2002-2007	% 13,7	% 22,8	% 14,0

Kaynak: TÜİK, DPT

* Enflasyon 2007 yılı için Ekim itibarıyla son 12 ay, ihracat 2007 yılı için Ocak-Eylül verisi kullanılmıştır.

- 2001 sonrası dönemde Türkiye'nin yaptığı ihracatın dünya ihracatı içinde aldığı pay önemli oranda artmıştır. Benzer bir eğilim Türkiye ihracatının yükselen ekonomiler ihracatı içindeki payında da gözlemlenmektedir.

Türkiye'nin Toplam Dünya İhracatı İçindeki Yeri (dünya toplam ihracatının yüzdesi olarak, 1950-2006)



Kaynak: WTO, TÜİK

- Özet olarak, enflasyonla mücadelede önemli bir mesafe sağlandığı son beş yıllık dönemde, Türkiye ekonomisinin üretim, yatırım, ihracat ve istihdam artışı performansı da olumlu yönde gelişmiştir.**

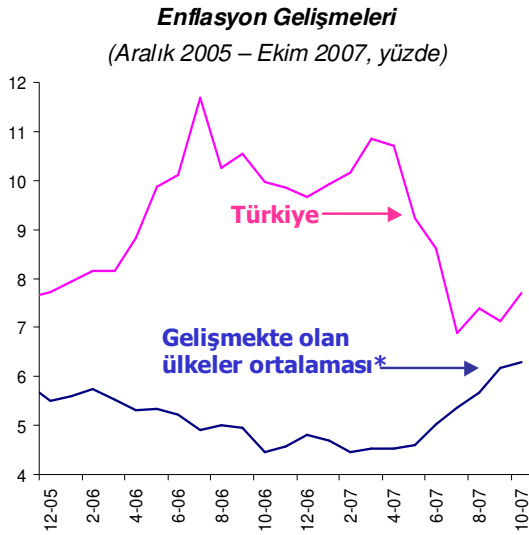
FİYAT İSTİKRARI NASIL SAĞLANIR?

- Tüm dünyada olduğu gibi, ülkemizde de Merkez Bankası aldığı para ve kur politikası kararları ile ekonominin tümünü etkilemektedir. Bu nedenle Merkez Bankası bu kararlarda ekonomik durumu ülke genelinde bir bütün olarak ele alır.
- Fiyat istikrarı hiçbir şey pahasına özellikle de büyüme pahasına değildir. Tam tersine sürdürülebilir bir büyümenin önkoşuludur. **Sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışına Merkez Bankasının yaptığı ve yapacağı en büyük katkı da fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek amacı çerçevesinde gerçekleşmektedir.**
- Fiyat istikrarının sağlanmasında para politikasıyla uyumlu bir maliye politikası izlenmesi de büyük önem taşımaktadır. Mali uyumun kalitesi gerek enflasyonla mücadele, gerekse yüksek büyüme hızının kalıcılığı açısından son derece önemlidir.
- Faiz ve kur politikalarının ön plana çıkarılması, sürdürülebilir ve yüksek büyüme için ön şart olan yapısal reformların gölgede kalmasına neden olmaktadır.

FIYAT İSTİKRARI HEDEFİNİN NERESİNDEYİZ?

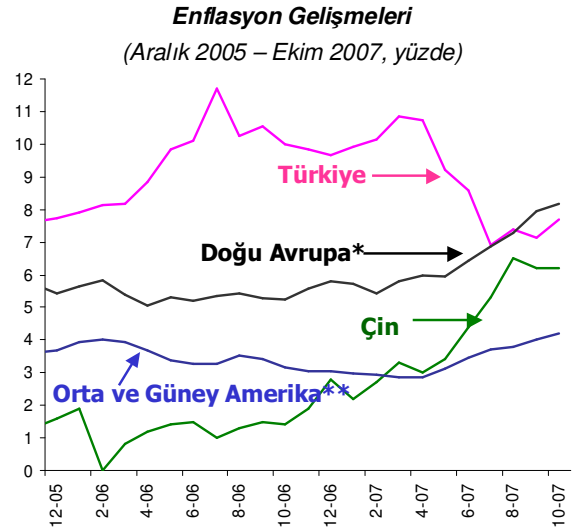
TÜRKİYE'DE VE DÜNYADA ENFLASYON GELİŞMELERİ

- 2006 yılı sonu ile kıyaslandığında Türkiye'de enflasyon düşerken, diğer gelişmekte olan ülkelerde 2007 yılı 2. çeyreğinden itibaren artış eğilimine girmiştir. Artış eğilimi özellikle Doğu Avrupa ülkelerinde ve Çin'de belirgindir.
- Dünyada enflasyonun yükselişe geçmesine neden olarak başta gıda olmak üzere enerji ve emtia fiyatlarında artış ve yüksek büyüme hızına bağlı olarak artan iç talep sayılabilir.
- Türkiye'de ise gıda üretiminde yaşanan arz kaynaklı şoklara rağmen, enflasyonda genel eğilim aşağı yönlüdür ve bu durum gıda dışı fiyat hareketlerinde daha da belirgindir.



* Gelişmekte olan ülkeler: (EMBI Plus: Brezilya, Bulgaristan, Kolombiya, Ekvador, Filipinler, Güney Afrika, Meksika, Nijerya, Peru, Polonya, Rusya, Ukrayna), Çek Cumhuriyeti, Çin, Endonezya, Estonya, Hindistan, İsrail, Letonya, Litvanya, Macaristan, Romanya, Şili

Kaynak: IFS, IMF



* Doğu Avrupa: Bulgaristan, Polonya, Rusya, Ukrayna, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Letonya, Litvanya, Macaristan, Romanya, Güney Afrika

** Orta ve Güney Amerika: Brezilya, Kolombiya, Ekvador, Meksika, Peru, Şili

Kaynak: IFS, IMF

TÜRKİYE'DE VE DÜNYADA FAİZ GELİŞMELERİ

- Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerin enflasyon dinamiklerinde gözlenen farklılaşma, para politikası kararlarını da benzer bir şekilde etkilemektedir.
- Türkiye'de faiz oranları ılımlı bir şekilde indirilirken diğer gelişmekte olan ülkelerde ya sabit bırakılmakta ya da artırılmaktadır.

Son 3 ayda (Ağustos-Eylül-Ekim) faiz oranlarını artıran gelişmekte olan ülkeler:

- Çek Cumhuriyeti
- Çin
- G. Kore
- Güney Afrika
- İsrail
- Meksika
- Polonya
- Romanya
- Şili
- Tayvan

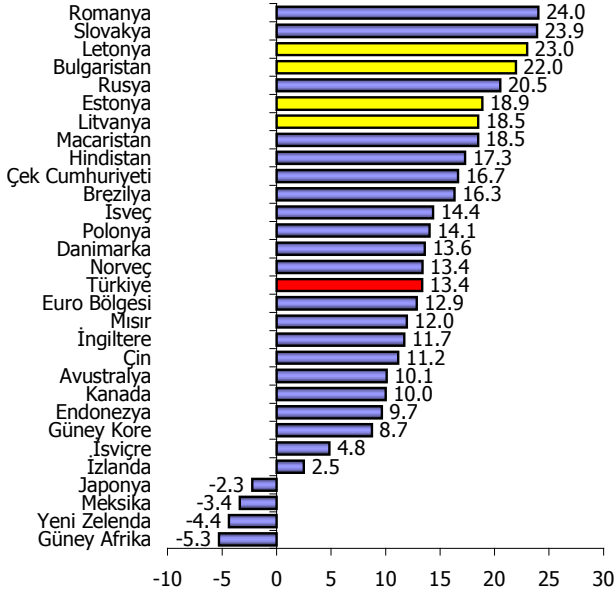
Son 3 ayda (Ağustos-Eylül-Ekim) faiz oranlarını indiren gelişmekte olan ülkeler:

- Brezilya (Eylül ayında 0,25 puan indirilmiştir, Ekim ayında sabit tutulmuştur.)
- Macaristan (Eylül ayında 0,25 puan indirilmiştir, Ekim ayında sabit tutulmuştur.)
- Türkiye (Eylül ayında 0,25 puan indirilmiştir, Ekim ayında 0,50 puan indirilmiştir.)

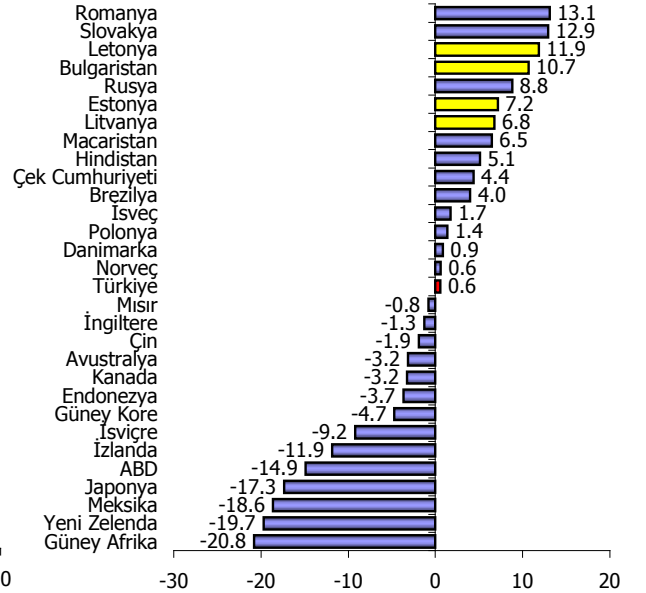
TÜRKİYE'DE VE DÜNYADA KUR GELİŞMELERİ

- 2005 yılı Aralık ayından bu yana Türk parası ABD Dolarına karşı reel olarak %13,4 değer kazanmıştır.
- Türk parasının ABD Dolarına karşı değerlenmesi Türkiye'ye has bir olgu değildir. Aynı dönemde ABD Dolarına karşı bir çok ülkenin para birimi değer kazanmıştır.
- Yerel para birimlerinin ABD Dolarına karşı reel değer kazanımı sıralamasında Türkiye, gelişmiş ve gelişmekte olan belli başlı 30 ülke arasında 16. sıradadır.
- 2005 yılı Aralık ayı itibarıyla Türk Lirası Euro'ya karşı reel olarak %0,6 değer kazanmıştır.
- Yerel para birimlerini Euro'ya karşı sabitleyen ülkelerde (Bulgaristan, Letonya, Litvanya, Estonya) gerek ABD dolarına karşı gerekse Euro'ya karşı reel değerlenme oranı Türkiye'nin üzerindedir.

Yerel para birimlerinin, ABD Dolarına karşı REEL değer kazanımı
(TÜFE bazlı, Aralık 2005 tarihinden bu yana, yüzde)



Yerel para birimlerinin, EURO'ya karşı REEL değer kazanımı
(TÜFE bazlı, Aralık 2005 tarihinden bu yana, yüzde)

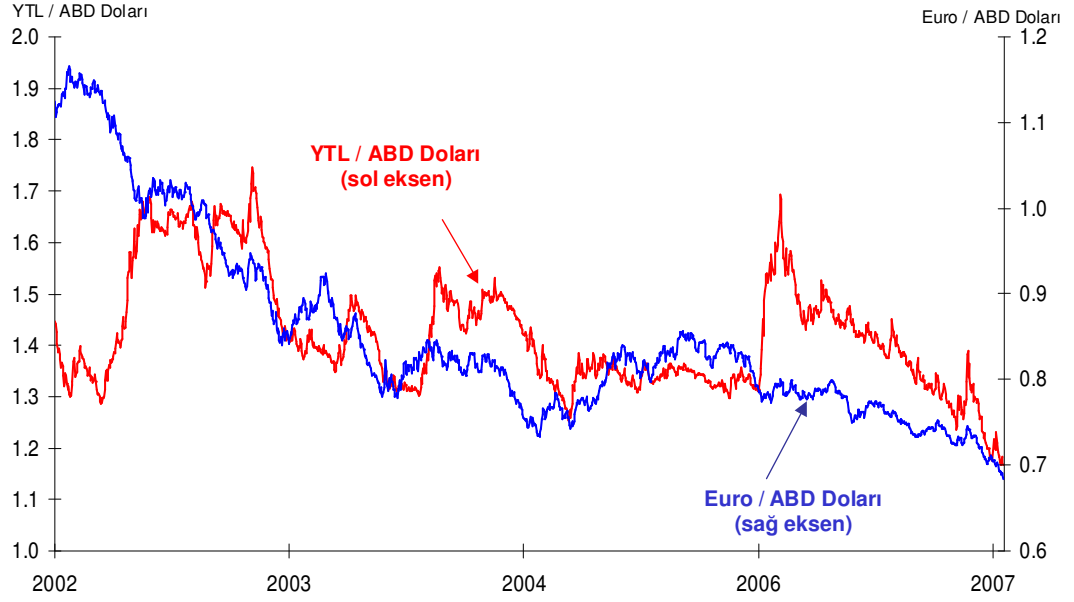


Sarı renkle işaretlenen ülkelerde sabit kur rejimi uygulanmaktadır

Kaynak: OECD, IFC, Merkez Bankaları

- Beş yıl öncesine kıyasla Türk parasının ABD dolarına karşı nominal olarak değerinin benzer bir seviyede olduğu gözlenirken, aynı dönemde ABD dolarının Euro'ya karşı yüzde 40'a varan bir oranda değer kaybetmiştir.

YTL / ABD Dolar kuru ve Euro / ABD Doları kuru Gelişmeleri
(nominal, 1 Ocak 2002 – 8 Kasım 2007)



Kaynak: TCMB

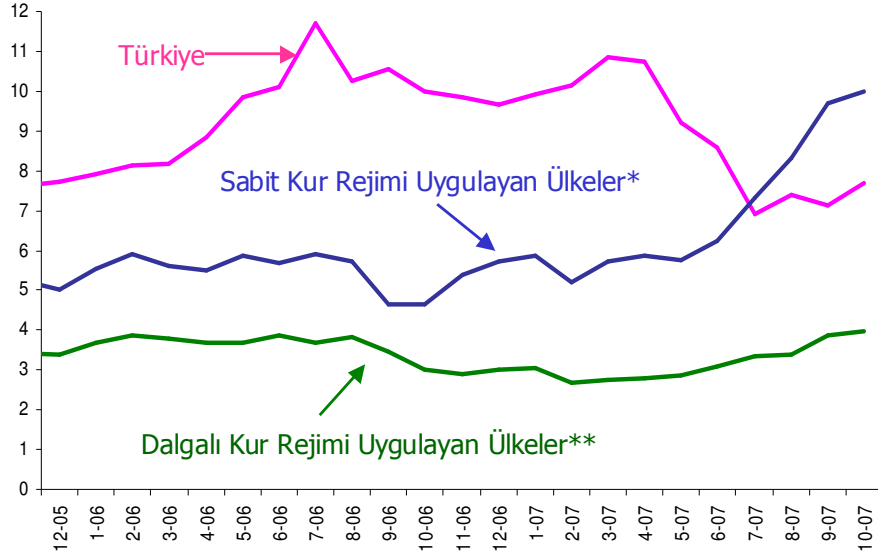
DÖVİZ KURLARINA MÜDAHELE, KURLARDA KALICI BİR ETKİ YAPABİLİR Mİ?

- Bir ülkenin para biriminin değeri, uzun dönemde, o ülkenin iç dinamikleri tarafından belirlenir.
- Bunlardan en önemlileri makroekonomik istikrar ve verimliliklerdir.

$$\text{Reel Döviz Kuru (YTL/\$)} = \frac{\text{Nominal Döviz Kuru (YTL/\$)}}{\text{Türkiye Fiyat Düzeyi / ABDFiyat Düzeyi}}$$

- Nominal kur seviyesini kontrol etmek, sabit kur rejimi altında mümkündür.
- Ancak kurun reel seviyesini kontrol etmek, serbest piyasa koşullarında mümkün değildir.
- **Nominal döviz kurunun kontrol edildiği ortamda, reel kur seviyesi uzun dönem denge seviyesine mal ve hizmet fiyatlarının hareketi yoluyla ulaşacaktır.**
- Kurun nominal seviyesinin aşağı yönlü hareketi engellendiği takdirde, enflasyon oranının artması, yerel para birimine reel olarak değer kazandırır.
- Sonuçta reel kur, dalgalı kur rejimi altında piyasa aracılığı ile, sabit kur rejimi altında enflasyon yoluyla uzun dönem denge değerine yakınsayacaktır.
- Bu olguyu para birimlerini Euro'ya sabitleyen ülkeler arasında gözlemlemek mümkündür.
- Estonya, Letonya, Litvanya ve Bulgaristan para birimlerinin **nominal** değerini Euro'ya karşı sabit tuttıkları halde, **reel** olarak değer kazanmasını engelleyememişlerdir.
- Kurun nominal seviyesi Euro'ya karşı sabitken, bu ülkelerde enflasyon oranlarında meydana gelen artış sonucu, kurun reel seviyesi aşağı yönde hareket etmiştir.

Enflasyon Gelişmeleri (Aralık 2005 – Ekim 2007, yüzde)

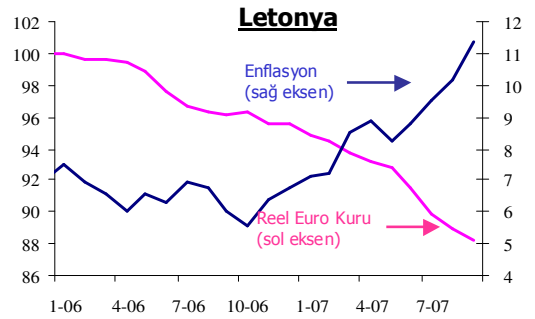
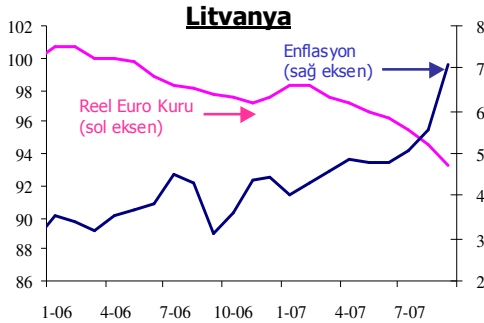
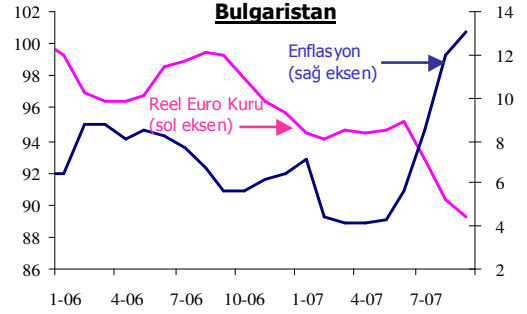
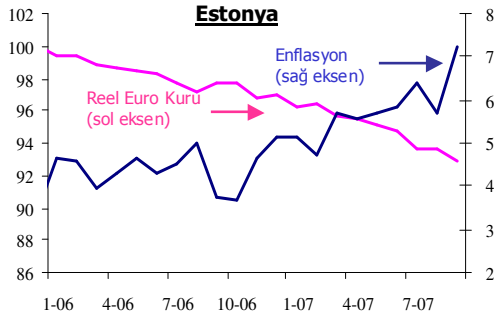


* Bulgaristan, Estonya, Letonya, Litvanya

** Brezilya, Filipinler, Güney Afrika, Meksika, İsrail, Polonya, Şili

Kaynak: IFS, IMF

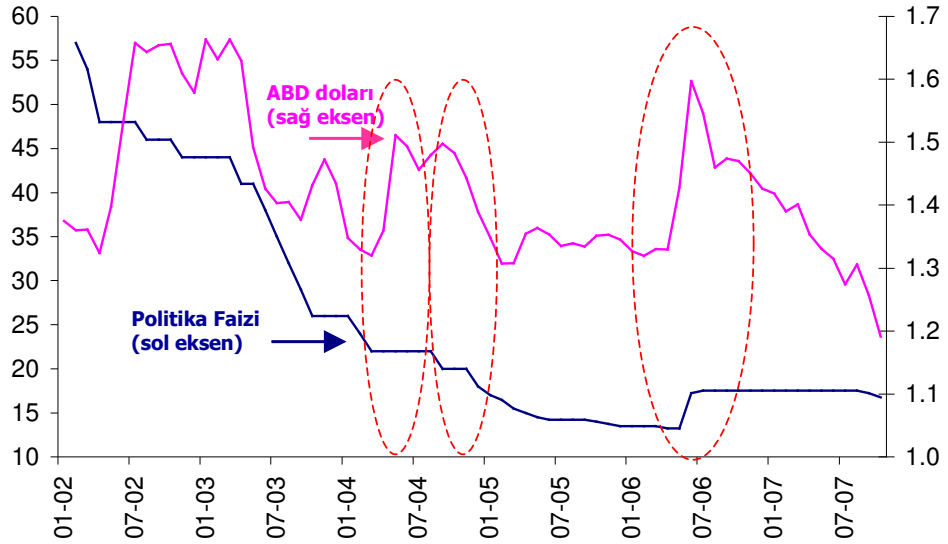
Sabit Kur Rejimi Uygulayan Ülkelerde Reel Euro Kuru (TÜFE bazlı, Aralık 2005 = 100) ve Enflasyon (yüzde, Ocak 2002 – Eylül 2007)



TÜRKİYE'DE FAİZ VE KUR POLİTİKALARI

- Türkiye'de dalgalı kur rejimi uygulanmaktadır. Dalgalı kur rejimi enflasyon hedeflemesi rejiminin temel dayanak noktalarından biridir.
- Bu rejimde döviz kuru içsel bir değişkendir. Kurun değeri, piyasa koşulları altında belirlenmekte, ekonomik ve siyasi tüm politika uygulamaları ile beklentilerin sonucunu yansıtmaktadır.
- **Türk parasının değeri amaç değil, sonuçtur. "Yüksek faiz, düşük kur" şeklinde bir politika uygulaması yoktur.**
- **Uygulanan politika "düşük enflasyon için gereken faiz politikası"dır.**

Politika Faizi (yüzde) ve Döviz Kuru (ABD doları satış kuru, aylık ortalama, Ocak 2002 – Ekim 2007)



Kaynak: TCMB

TÜRKİYE'DE FAİZ VE KUR POLİTİKALARI

- Merkez Bankası faizleri ile döviz kuru arasında çok yönlü ve karmaşık bir ilişki vardır.
- Politika faiz oranları düşürüldüğünde birbiriyle çatışan 2 faktör para birimi üzerinde etkileşimde bulunur:
 1. **Birinci Etki:** Türk parası cinsinden varlıkların getirisi düşer. Döviz talebi artar. Türk parası üzerinde değer kaybetme baskısı oluşur.
 2. **İkinci Etki:** Gidişatla ilgili olumlu sinyal verilmiş olur. Güven artar. Ters para ikamesi güçlenir. Türk parası üzerinde değer kazanma baskısı oluşur.
- Bunlara ek olarak döviz kuru, döviz likiditesi, yatırımcı davranışları, farklı beklentiler gibi sebeplere bağlı olarak ekonomik temellerden ve politika faizlerinden kopuk hareket edebilir.
- Bu üç kanaldan hangisinin ne derecede baskın olacağını o anki konjonktür belirlemektedir.
- Politika faiz oranlarının fiyat istikrarı hedefiyle çelişecek şekilde indirildiği durumlarda enflasyon beklentileri dolayısıyla orta ve uzun vadeli faizler ile kur genel seviyesi olumsuz etkilenecektir.

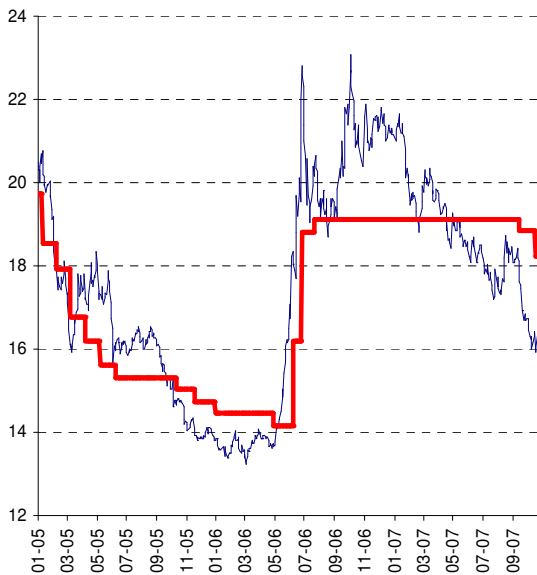
TÜRKİYE'DE REEL ve NOMİNAL FAİZ

- Nominal faiz oranları üç değişken tarafından belirlenmektedir:

$$\text{Nominal Faiz} = \text{Reel Faiz} + \text{Risk Primi} + \text{Enflasyon Beklentisi}$$

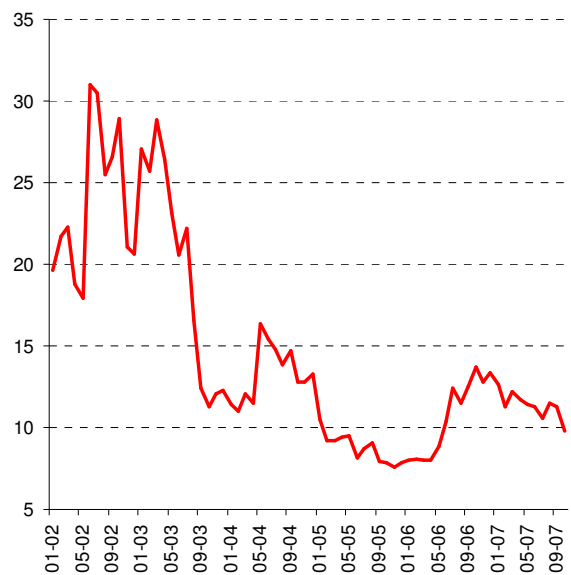
- Reel faiz, sermayenin marjinal verimliliği ve tasarruf eğilimi gibi reel değişkenler tarafından belirlenir. Enflasyon beklentileri ile enflasyon risk priminin toplamından oluşan enflasyon telafisinin düzeyi ise fiyat istikrarı ile doğrudan ilişkilidir.
- Enflasyon bekleyişlerinin azalması ve risk priminin düşmesi nominal faizlerin düşmesini sağlar.
- Politika faiz oranını mevcut ekonomik şartların enflasyonla mücadele için gerekli kıldığı seviyenin altına yapay olarak indirerek, faizler genel düzeyini arzu edilen seviyelere düşürmek mümkün değildir.
- Böyle bir davranış, aksine, gerek enflasyon beklentilerini gerekse geleceğe yönelik risk algılamasını bozacağından, orta ve uzun vadeli faizlerin yükselmesine neden olacaktır.

TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranları ve Gösterge DİBS Faiz Oranı
(1 Ocak 2005 – 7 Kasım 2007, bileşik, yüzde)



Kaynak: TCMB

Reel Borçlanma Faiz Oranı
(Ocak 2002 – Ekim 2007, bileşik, yüzde)



* Devlet iç borçlanma ihalelerinde belirlenen borçlanma faizleri ile Beklenti Anketi'nde tahmin edilen 12 aylık enflasyon oranları baz alınarak hesaplanmıştır.

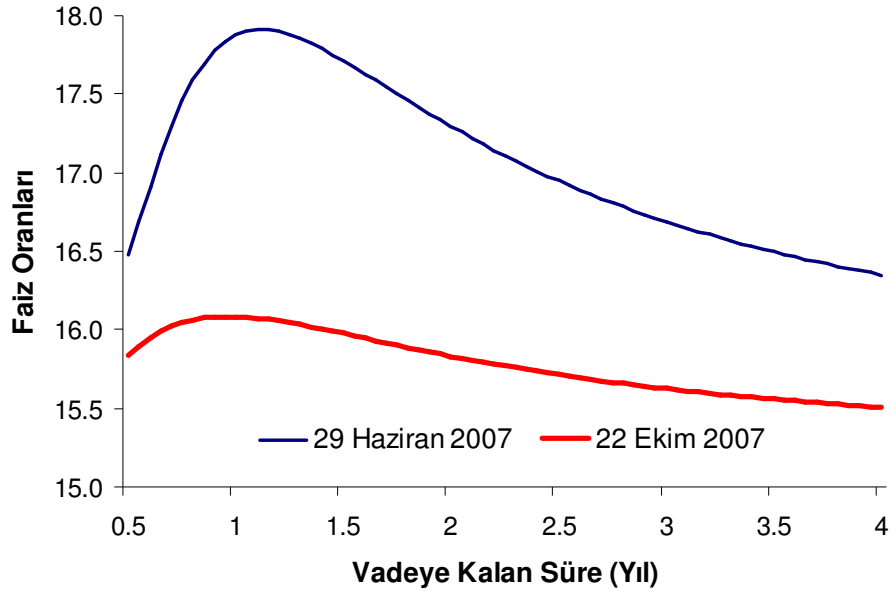
Kaynak: TCMB

POLİTİKA FAİZ KARARLARI

- Para Politikası Kurulunun faiz indirimine piyasaların beklentisinden daha erken başlaması, orta ve uzun vadeli faizlerdeki düşüş eğilimini hızlandırmıştır.
- 22 Ekim 2007 tarihinde oluşan getiriler, her vadede 29 Haziran 2007 tarihinde oluşan getirilerin altında gerçekleşmiştir.
- Bu durum, faiz indirim kararlarının beklentileri olumlu yönde etkilediğine işaret etmektedir.
- Ayrıca, oluşan getiri eğrilerinin 12 ay vadeden itibaren aşağı yönlü olması, ekonomik birimlerin orta vadeli enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceğine ilişkin beklentilerini koruduğunu göstermektedir.

Getiri Eğrisi

(29 Haziran ve 22 Ekim 2007)



Kaynak: TCMB

SONUÇ VE ÖNERİLER

- Kalıcı üretim, istihdam ve ihracat artışları için fiyat istikrarı şarttır.
- Türkiye, son iki yılda yaşanan tüm olumsuz şartlara rağmen, enflasyonu düşürme konusunda, diğer gelişmekte olan ülkelere göre önemli bir mesafe kat etmiştir.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası "düşük enflasyon için gereken faiz politikası" uygulamaktadır.
- Ekim 2007 Enflasyon Raporu'nda düşük enflasyon için gereken politika faizinin önümüzdeki aylarda kademeli bir şekilde düşeceği öngörülmektedir.
- Düşüşün hızı ve zamanlaması, enflasyonun görünümünü etkileyen verilere bağlı olacaktır.
- Kurlar serbest piyasa koşulları altında belirlenmektedir. Kur riski her iki yöndedir.
- Üreticilerimizin dünyada değişen şartlara uyum sağlama konusunda gösterdikleri esneklik, ülkemizin en büyük avantajıdır.
- Üreticilerimizin yatırım, üretim ve istihdam kararlarını alırken herhangi bir ülkenin kur düzeyinin gelecekte izleyeceği seyir konusunda tek yönlü varsayımlarda bulunarak karar almamaları ve risk yönetim araçlarına başvurmaları şarttır.
- İstihdamın ve üretimin önündeki engelleri azaltacak yapısal reformların bir an önce hayata geçirilmesi yararlı olacaktır.