



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu

**Durmuş YILMAZ
Başkan**

28 Mayıs 2008



Sunum Planı

- I. Uluslararası Gelişmeler
- II. Türkiye Ekonomisine Yansımaları
- III. Türkiye'de Finansal İstikrar
- IV. Enflasyon Gelişmeleri, Tahminler ve Riskler
- V. Para Politikası Duruşu
- VI. Piyasalar
- VII. Ekonomik Görünüm

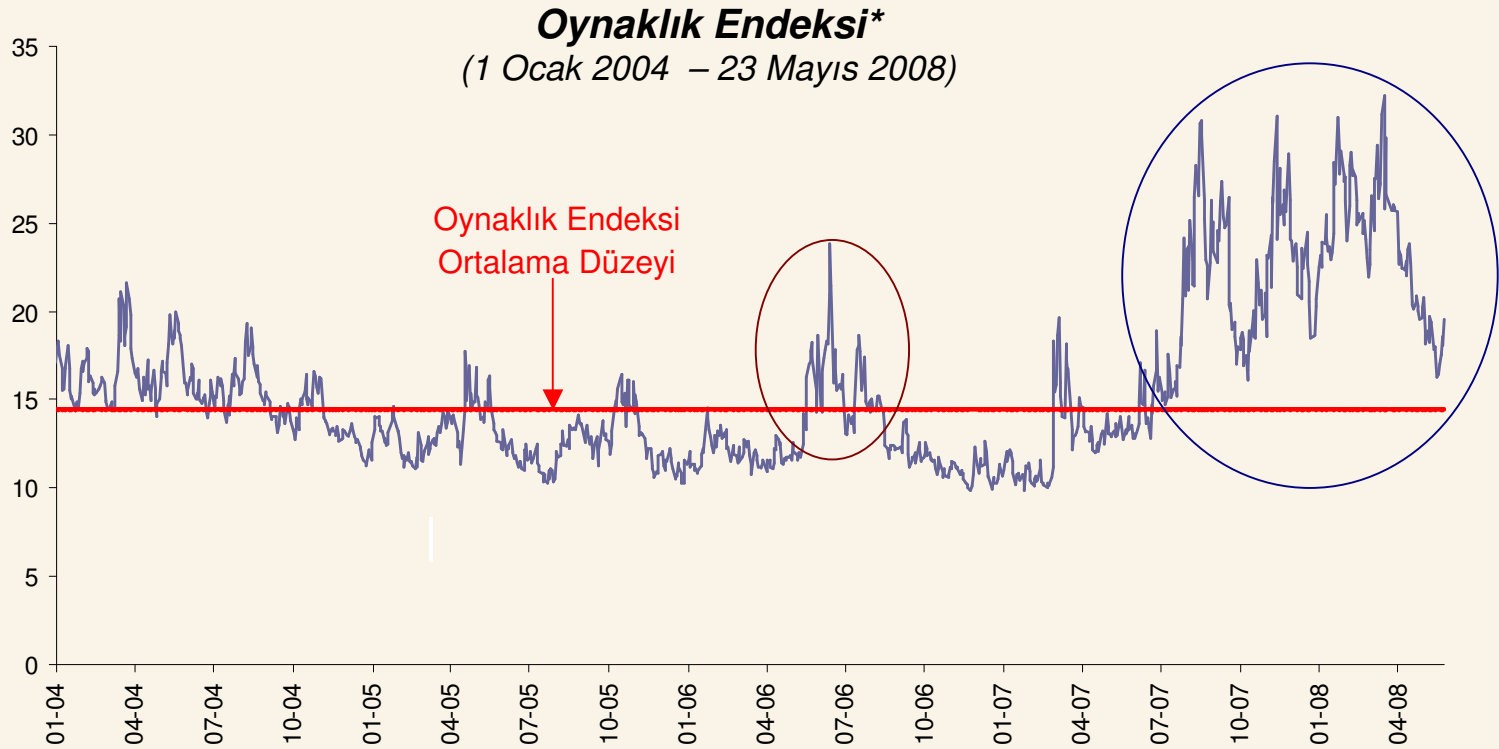


I. Uluslararası Gelişmeler



Uluslararası Gelişmeler

- ✓ 2007 yılı Ağustos ayından itibaren küresel para ve sermaye piyasalarında ortaya çıkan dalgalanmalar devam etmektedir. Dalgalanmanın 2006 yılına kıyasla daha şiddetli olduğu görülmekte ve ekonomik faaliyetler üzerinde yaratacağı hasara ilişkin belirsizlikler sürmektedir.



* VIX, S&P 500 hisse senedi endeksi (500 büyük şirketin hisse senetlerinin işlem gördüğü endeks) baz alınarak hesaplanan opsiyon fiyatlarının zımnı oynaklıklarının bir göstergesidir.

Kaynak: Bloomberg



Çalkantının Sebepleri

Bu noktaya nasıl gelindi?

1. GÖRÜŞ : KÜRESEL LİKİDİTE KOŞULLARI

Uzun süre düşük kalan reel faiz oranlarının yarattığı geniş kredi olanakları

Kaldıraçlı işlemlerin artması

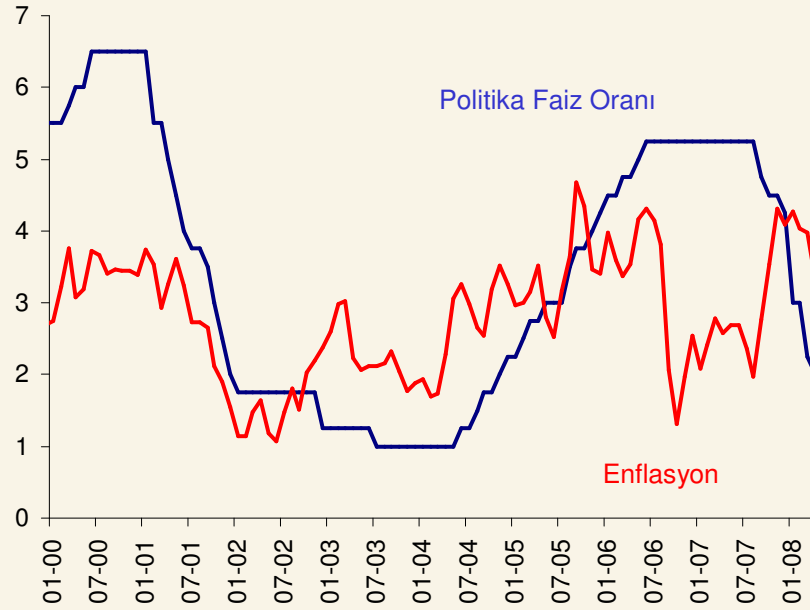
Yüksek getiri arayışı içerisinde olan yatırımcıların riskli varlıklara yönelmesi



Çalkantının Sebepleri

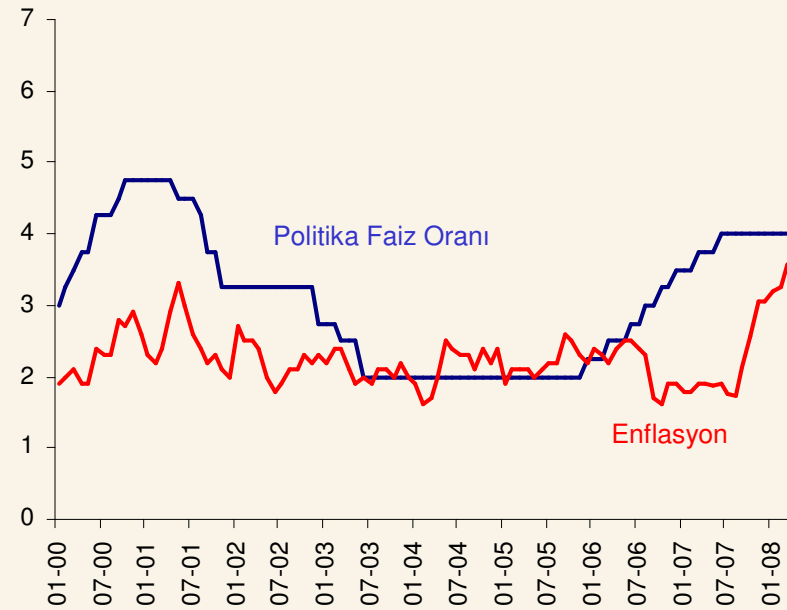
- ✓ 2000 yılının sonlarında dünya ekonomilerinde yavaşlama belirtilerinin ortaya çıkması ile birlikte, başta ABD olmak üzere Avrupa ve Japonya merkez bankaları uyguladıkları para politikalarında önemli bir gevşemeye giderek faiz oranlarını düşürdüler.

ABD'de Enflasyon ve Politika Faiz Oranları
(Ocak 2000 – Nisan 2008, yüzde)



Kaynak: Amerikan Merkez Bankası

Euro Bölgesinde Enflasyon ve Politika Faiz Oranları
(Ocak 2000 – Nisan 2008, yüzde)



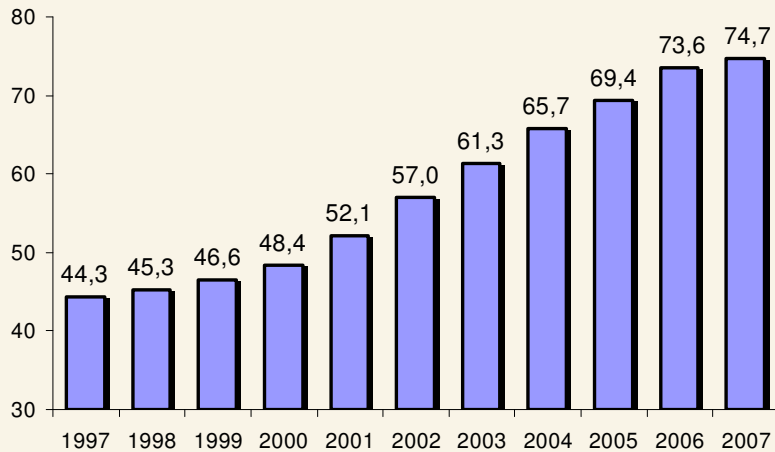
Kaynak: Avrupa Merkez Bankası, Eurostat



Çalkantının Sebepleri

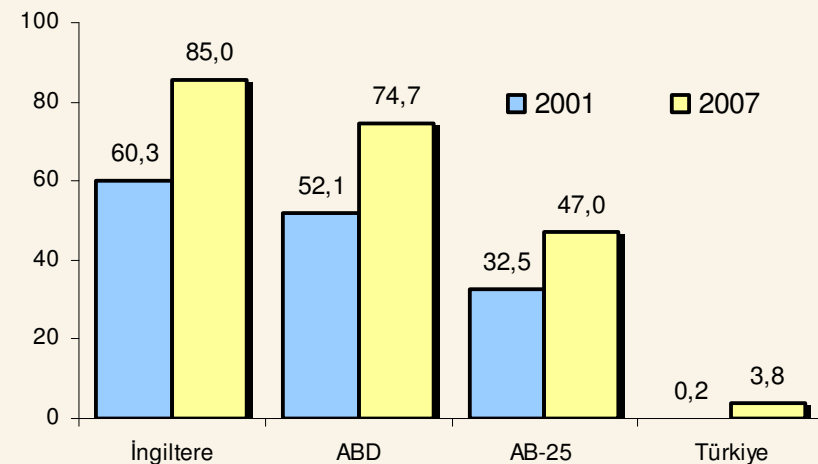
- ✓ Uygulanan gevşek para politikası bir yandan varlık fiyatlarında şişme yaratırken, diğer yandan bankaların kısa vadeli ve düşük faizle borçlanarak, başta konut kredisi olmak üzere uzun vadeli kredi plasmanı yapmalarını teşvik etti.
- ✓ Bankaların, konut kredilerine olan talebi artırmak amacıyla kredi çeşitlendirmesine gitmesi ve kredi koşullarını esnekletmesi de özellikle geri ödeme olasılığı düşük olan kişilerin kredi kullanım oranının hızla artmasına neden oldu.

ABD'de Toplam Konut Kredileri / GSYİH
(1997-2007 yüzde)



Kaynak: Amerikan Merkez Bankası

Toplam Konut Kredileri / GSYİH
(2001 ve 2007, yüzde)



Kaynak: Amerikan Merkez Bankası, IMF, Avrupa Merkez Bankası, TCMB



Çalkantının Sebepleri

- ✓ 3 yıllık aradan sonra Amerikan Merkez Bankası, enflasyonist baskıları azaltmak amacıyla 2004 yılının ikinci çeyreğinden itibaren faiz artırımlarına başladı.
- ✓ Başta değişken faizli konut kredileri olmak üzere tüm konut kredilerinde ödeme zorlukları ortaya çıktı.
- ✓ Konut talebi 2005 yılı ortalarından başlayarak yavaşladı ve konut fiyatlarındaki artış yerini durgunluğa bıraktı.
- ✓ Aynı dönemde, konut fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin tersine dönmesi de müşterilerin konutlarını satarak kredi borçlarını kapatma imkanını sınırladı.



Çalkantının Sebepleri

Bu noktaya nasıl gelindi?

2. GÖRÜŞ : ŞEFFAF OLMAYAN İŞLEMLER

Artan finansal mühendislik uygulamaları sonucunda ortaya çıkan karmaşık enstrümanlar

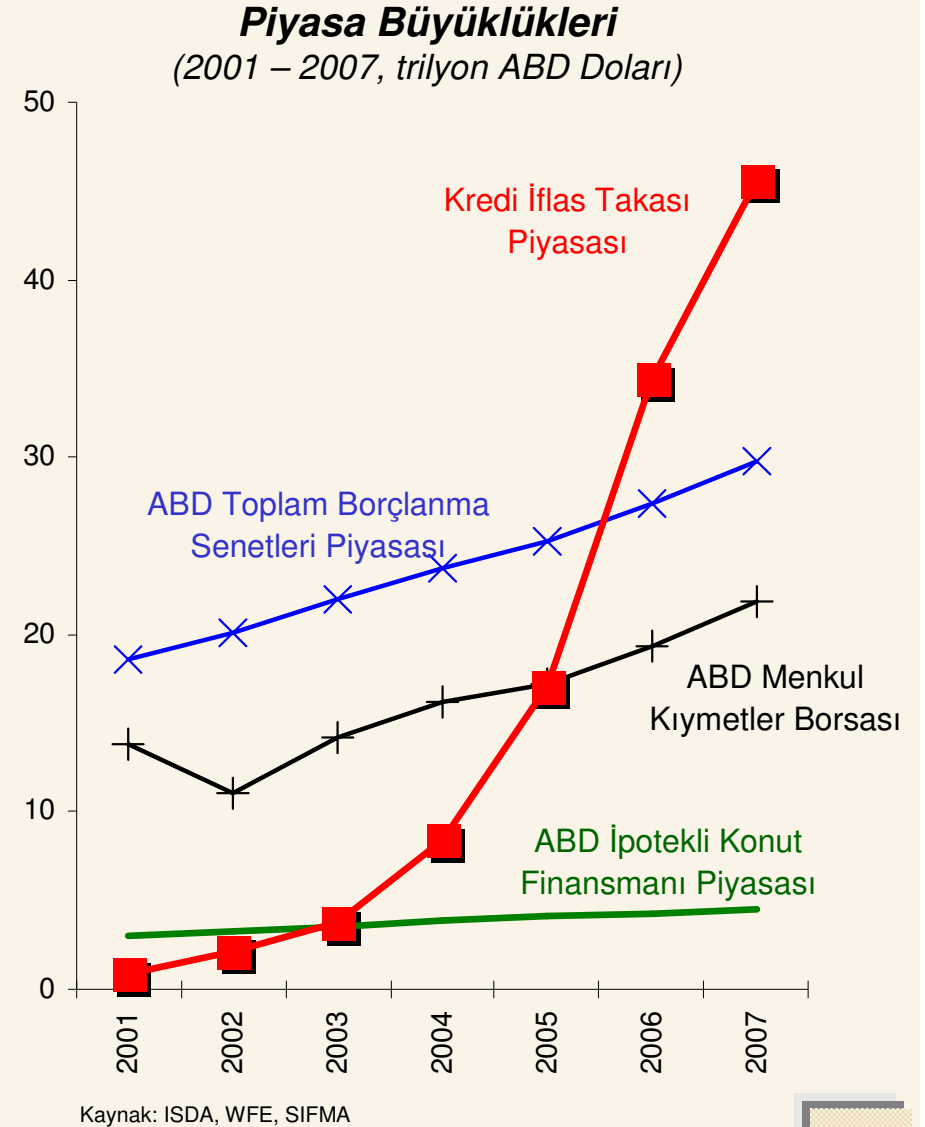
Paketleme ve pazarlamaya dayalı iş modeli

Gözetim ve denetim zafiyeti ve bu zafiyetin yarattığı arbitraj fırsatları



Çalkantının Sebepleri

- ✓ Genişleyen global likidite arzı ile birlikte uzun dönemli faizlerin düşük seviyelerde seyretmesi, yüksek getiri sunan riskli varlıklara olan talebin artmasına neden oldu.
- ✓ Bu tip varlıklardan biri de yüksek riskli ipotēge dayalı konut kredileriydi. Bu varlıklar, menkul kıymet haline getirilip tekrar pazarlanarak global finans sistemi içinde yaygın olarak işlem görmeye başladı.
- ✓ Türev ürünlerin işlem hacmi hızla artarak astronomik seviyelere ulaştı.
- ✓ Ancak, bu tür menkul kıymetlerin likit bir ikincil piyasaya sahip olmaması ve yeterince denetlenememesi risklerin doğru olarak fiyatlanmasını engelledi.





Çalkantının Sebepleri

- ✓ Finans sektöründe denetim, düzenleme ve bilgilendirme faaliyetleri ile özel sektörün risk yönetiminin, iş dünyasındaki hızlı değişimin gerisinde kalması, aşırı risk alma, vade uyumsuzlukları ve varlık fiyatları enflasyonu gibi sorunlara zemin hazırladı.
- ✓ 2006 yılından itibaren konut kredilerinde ortaya çıkan ödeme zorlukları, kredi dönüşlerine bağlı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerde fiyatlandırma gücüne yol açtı. Yatırımcılar, güven kaybı nedeniyle varlığa dayalı menkul kıymetlere ve ticari kağıtlara olan taleplerini azalttılar ve daha az riskli olan hazine kağıtlarına yöneldiler.
- ✓ Finansal kuruluşlar, kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak için sahip oldukları varlığa dayalı menkul kıymetleri teminat göstermek konusunda problemler yaşamaya başladılar.
- ✓ Piyasalarda önceleri likidite sıkışıklığı olarak ortaya çıkan problemler, bir süre sonra finansal kuruluşların bilançolarında yüksek miktarda zararlar yazmaları ile birlikte bu kuruluşları iflas tehlikesi ile karşı karşıya getirdi.



Çalkantının Sebepleri

- ✓ Gelineen noktada, yaşanan finansal çalkantının nedeni olarak ortaya atılan bu görüşler birbirlerinin alternatifi olarak algılanmamalıdır.
- ✓ Her iki görüş de birbirlerini tamamlayarak, finans piyasalarında yaşanan sorunların iki farklı yönünü açıklamaktadır.

**1. GÖRÜŞ:
KÜRESEL LİKİDİTE
KOŞULLARI**

**2. GÖRÜŞ:
ŞEFFAF OLMAYAN
İŞLEMLER**

**Finans Piyasalarında
Yaşanan Sorunlar**



Son Gelişmeler

Alınan Önlemler



- ✓ Kredi piyasalarında yaşanan daralma karşısında, Amerikan Merkez Bankası 2007 yılı Eylül ayından itibaren faiz indirimlerine başladı. Politika faiz oranları %5,25 seviyesinden 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla %2 seviyesine çekildi.
- ✓ Krizin başlangıcında, merkez bankası likiditesine yönelik güçlü bir talep oluştu ve bu talep gelişmiş ülkelerin merkez bankaları tarafından karşılandı.
- ✓ Ancak, krizin devamında likidite ihtiyacının giderek artması üzerine Amerikan, Avrupa ve İngiltere Merkez Bankaları piyasalara koordineli olarak müdahale ettiler.
- ✓ Likidite operasyonları için kabul edilen teminat kapsamı genişletildi, vadeler uzatıldı ve iskonto penceresine ek olarak yeni likidite araçları oluşturuldu.
- ✓ ABD'de ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla genişleyici mali politikalar içeren bir ekonomik paket devreye sokuldu. 1970'li yıllardan bu yana ilk defa İngiltere'de, likidite sorunu yaşayan ve iflas eşiğine gelen bir banka kamulaştırılarak iflastan kurtarıldı.



Son Gelişmeler

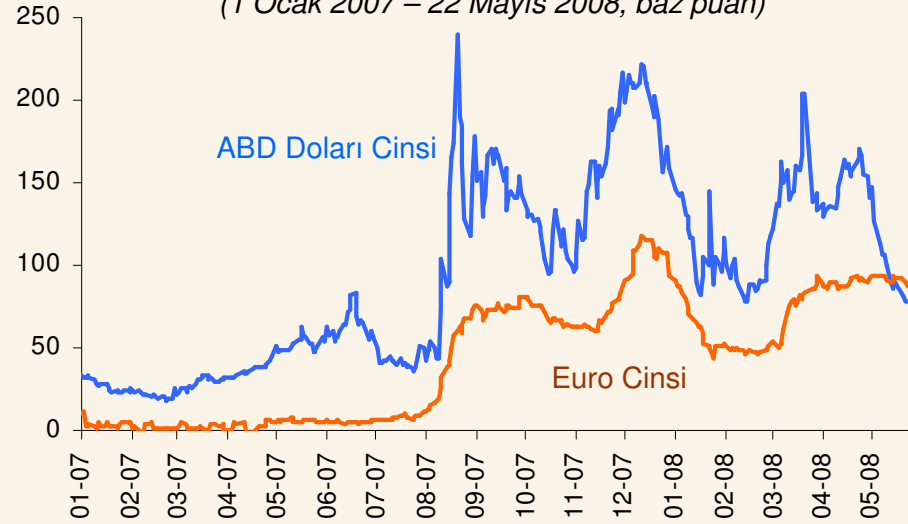
Mevcut Durum ve Sonuçları



- ✓ ABD ve Avrupa Birliğinde kredi koşullarında sert bir sıkılaşıma yaşanmaktadır.
- ✓ Gelişmiş ülkelerin para piyasalarında yaşanan sorunlar nedeniyle, 2007 yılının ikinci yarısında, bu piyasalarda oluşan faizler belirgin bir şekilde yükselmiş, kısa vadeli hazine kağıdı getirileri ile aralarında önemli bir fark oluşmuştur.

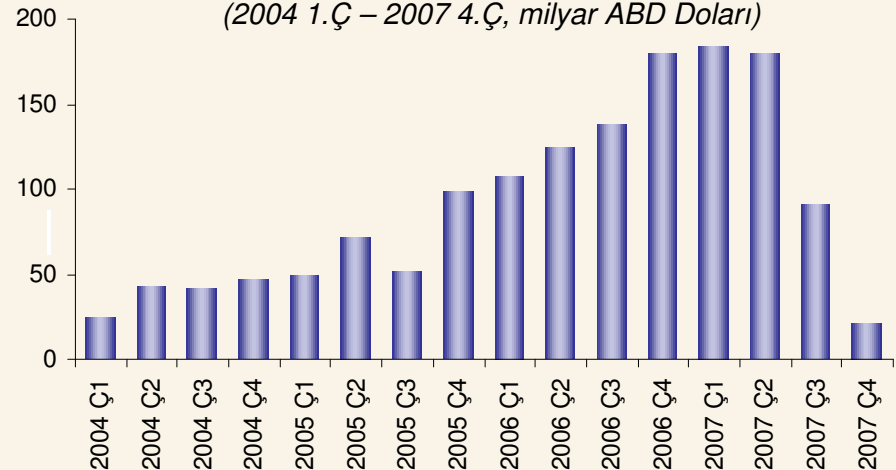
- ✓ Karmaşık menkul kıymetlerin ihracı azalmış ve özel sektör tahvil piyasasında risk primi önemli ölçüde yükselmiştir.

ABD Doları ve Euro Cinsi Bankalararası Faiz Oranları ile 3 Aylık Hazine Bonoları Arasındaki Fark
(1 Ocak 2007 – 22 Mayıs 2008, baz puan)



Kaynak: Bloomberg

Teminatlı Borç Yükümlülükleri (CDO) İhracı
(2004 1.Ç – 2007 4.Ç, milyar ABD Doları)



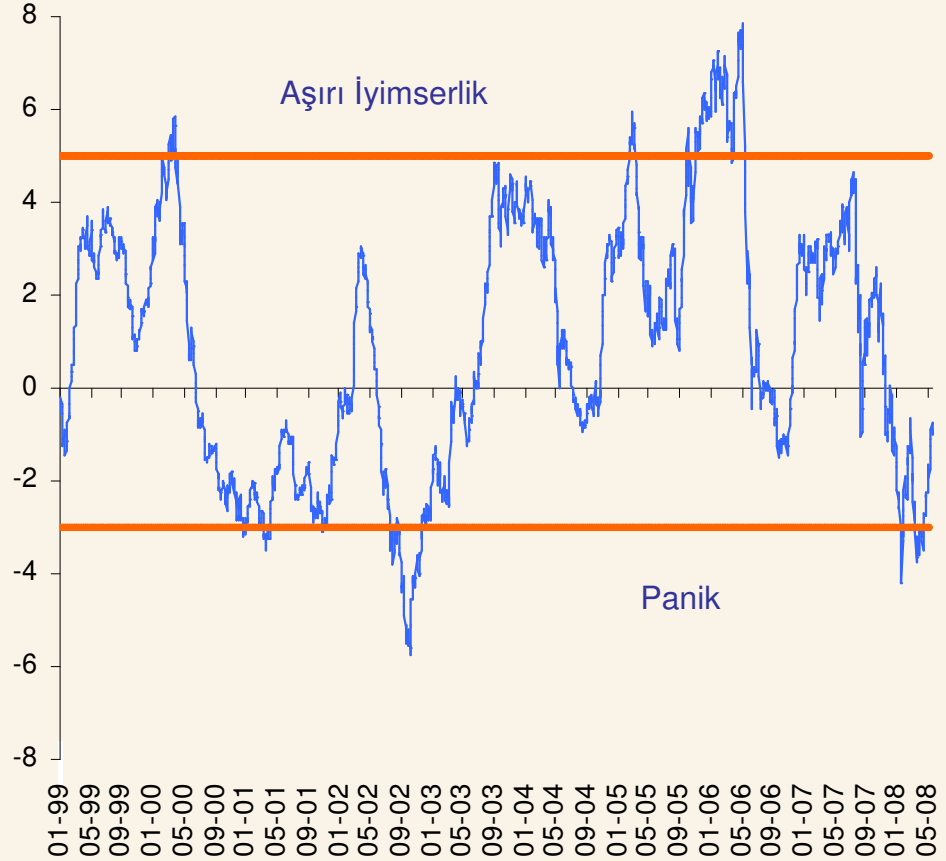
Kaynak: SIFMA



Son Gelişmeler

- ✓ Küresel Risk İştahı Endeksi verilerine göre, Ekim ayı ortalarında risk algılamalarında belirginleşen bozulma eğilimi, yatırımcıların riski düşük araçlara yönelmeye devam etmesi sonucu “panik” durumunu yansıtan seviyeye kadar gerilemiştir.
- ✓ Ocak ayı sonlarında başlayan iyileşme uzun soluklu olmamış, endeks tekrar “panik” seviyesine yakınsamıştır.
- ✓ Son bir aylık dönemde gözlenen görece toparlanma eğilimine rağmen risk algılamalarında olumsuz seyir devam etmektedir.

Küresel Risk İştahı Endeksi (1 Ocak 1999 – 22 Mayıs 2008)



Kaynak: Credit Suisse



Son Gelişmeler

- ✓ Eşikaltı konut kredileri piyasasında başlayan sorun, zamanla konut kredisi piyasasının diğer bۆlmlerini ve diğer finans piyasalarını da kapsayan geniş bir alana yayılmıştır.
- ✓ Uluslararası Para Fonu tarafından 2008 yılı Nisan ayında yayımlanan Kresel Finansal İstikrar Raporunda, ortaya çıkacak toplam zararın **945 milyar** ABD dolarına ulaşabileceği tahmin edilmektedir. Aynı kuruluşun Ekim 2007 tarihli raporunda oluşabilecek toplam zarar 240 milyar ABD doları olarak ۆngrlmřt.



Son Gelişmeler

- ✓ Geçtiğimiz dokuz aylık dönem zarfında yaşanmış olan gelişmeler, küresel finans sisteminin kırılganlığını ortaya koyarken, alınan önlemlerin etkinliğinin de sorgulanmasına neden olmuştur.
- ✓ Merkez bankaları, bugün itibarıyla, likidite probleminin çözülmesinde başarı sağlamışlardır. Ancak merkez bankaları, işlemleriyle sadece likidite sağlayabilir, kredi sorunlarını tamamen çözemez. Ayrıca, alınan önlemlerin ileride finans piyasalarında ahlaki çöküntü problemi yaratma potansiyeli taşıdığı unutulmamalıdır.
- ✓ Politika yapıcılar, 2007 yılı ortasından bu yana yaşanan gelişmelere neden olan faktörleri iyi analiz ederek, etkin risk yönetimi tekniklerinin uygulanması ve şeffaflığın artırılması konusunda özel sektörü teşvik etmelidir. Önümüzdeki dönemde oluşabilecek benzer kırılganlıkların asgari seviyeye indirilebilmesi için, düzenleme ve denetleme fonksiyonlarının gözden geçirilmesi gerekmektedir.
- ✓ Ahlaki çöküntü problemi dikkate alınarak, önlemlerin seçici, açık bir şekilde tanımlanmış ve geçici olması büyük önem taşımaktadır.



Dünyada Ekonomik Büyüme

- ✓ Yaşanan finansal dalgalanmanın büyüme ve istihdam performansına yansımaları kaçınılmazdır.
- ✓ Nitekim 2007 yılının son çeyreğinde ve 2008 yılının ilk aylarında ABD ve Avrupa ülkelerinde açıklanan ekonomik veriler, finans piyasalarında yaşanan gelişmelerin reel sektöre de yayılmaya başladığına dair sinyaller vermiştir.
- ✓ Finansal dalgalanmanın, başta ABD olmak üzere dünyada büyüme hızlarını önemli ölçüde düşüreceği tahmin edilmektedir.

Türkiye'nin İhracat Yaptığı Başlıca Bölgelerde ve Dünyada Büyüme Beklentileri (yüzde)

Bölgeler	2007	2008 (7/07 beklentisi)	2008 (10/07 beklentisi)	2008 (1/08 beklentisi)	2008 (4/08 beklentisi)
Dünya	4,9	4,8	4,4 ↓	4,1 ↓	3,7 ↓
ABD	2,2	2,8	1,9 ↓	1,5 ↓	0,5 ↓
Euro Alanı	2,6	2,5	2,1 ↓	1,6 ↓	1,4 ↓
Rusya-Orta Asya	8,5	7,1	7,0 ↓	7,0 =	7,0 =
Orta-Doğu Avrupa	5,8	5,4	4,9 ↓	4,6 ↓	4,4 ↓
Ortadoğu	5,8	5,5	6,0 ↑	5,9 ↓	6,1 ↑

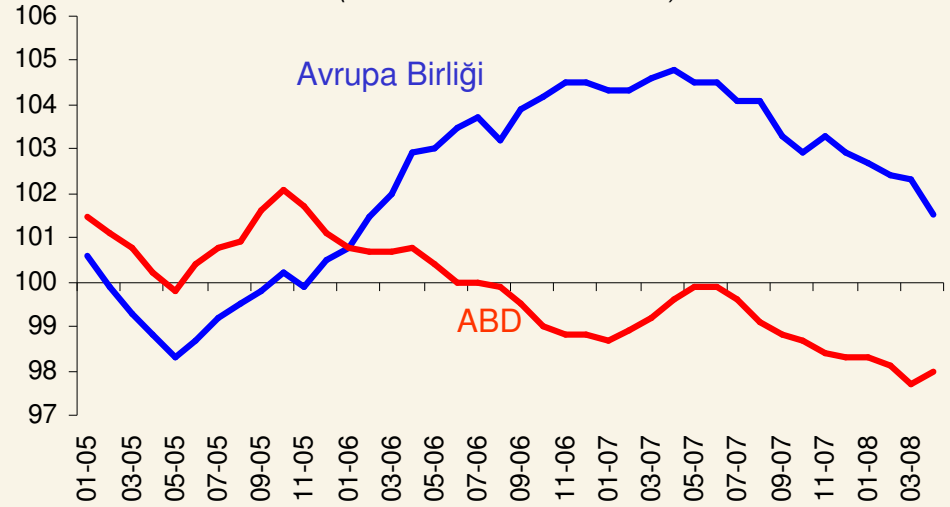


Dünyada Ekonomik Büyüme

- ✓ ABD'de reel sektör güven endeksi 2007 yılının ortalarından itibaren gerileyerek 2001 yılından bu yana en düşük seviyesine inmiştir.
- ✓ Avrupa Birliğinde ise reel sektör güven endeksi, düşüş eğiliminde olmakla beraber, ABD'ye kıyasla yüksek seviyesini korumaktadır.

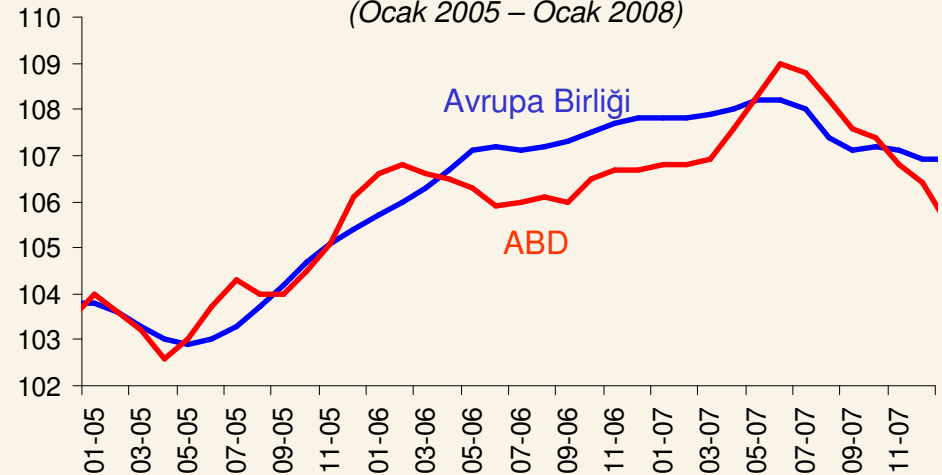
- ✓ Öncü göstergeler, ABD ekonomisinde yaşanan yavaşlamanın AB'ye göre daha şiddetli olduğunu göstermektedir.
- ✓ Uluslararası Para Fonu tahminlerine göre ABD ekonomisinin 2008 yılı içinde resesyona girmesi beklenmektedir.

ABD ve AB Ekonomilerinde Reel Sektör Güven Endeksi
(Ocak 2005 – Nisan 2008)



Kaynak: OECD

ABD ve AB Ekonomileri Öncü Göstergeleri
(Ocak 2005 – Ocak 2008)



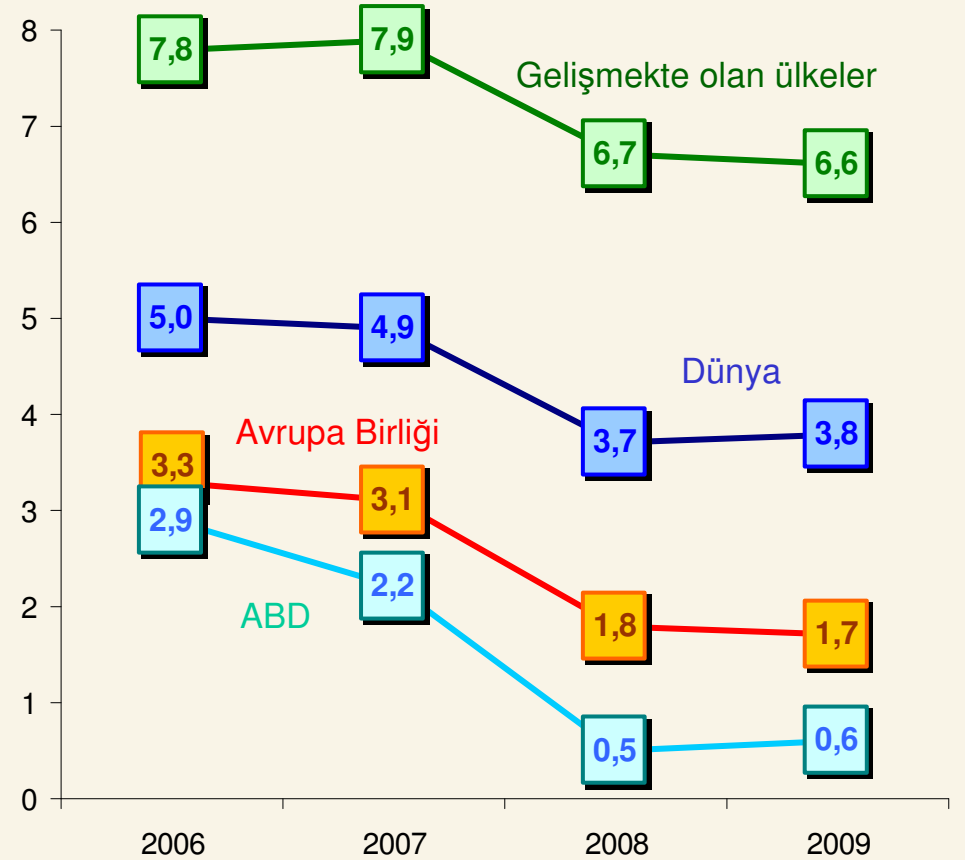
Kaynak: OECD



Beklentiler ve Riskler

- ✓ Son tahminler, gelişmekte olan ülkelerin yaşanan finansal dalgalanmadan geçmiş dönemlere kıyasla daha az etkileneceği yönündedir.
- ✓ Bu öngörüü destekleyen unsurların başında, gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik istikrar konusunda aldıkları mesafe gelmektedir.
- ✓ Ayrıca, kurumsal yapının güçlendirilmesine yönelik hayata geçirilen reformlar, iyi yönetim ilkelerinin benimsenmesi ve gelişmekte olan ülkelerin kendi aralarında yaptıkları ticaret hacminin artması da diğer önemli etkenlerdir.

Dünyada Büyüme Gerçekleşmeleri ve Beklentiler (2006-2009, yüzde)



Kaynak: IMF



Beklentiler ve Riskler

- ✓ Yaşanmakta olan çalkantı basit bir likidite sıkışıklığından ibaret değildir. Etkilerinin daha geniş, daha derin ve daha karmaşık olması beklenmektedir.
- ✓ Önümüzdeki döneme ilişkin başlıca dört risk bulunmaktadır:
 1. ABD ekonomisinde resesyon ve dünya ekonomisinde öngörülenden daha şiddetli bir yavaşlama,
 2. Emtia ve konut fiyatlarında yaşanabilecek büyük çaplı dalgalanmalar,
 3. Finansal kuruluşların zayıflamış durumda olan sermaye yapılarının yarattığı kırılganlıklar,
 4. Fon kaynaklarına erişimin güçleşmesi.
- ✓ Uluslararası Para Fonu, dünya ekonomisindeki büyümenin önümüzdeki dönemde %25 ihtimalle %3 seviyesinin altına inebileceğini öngörmekte ve bunun küresel bir resesyon durumu anlamına geleceğini belirtmektedir.



II. Uluslararası Gelişmelerin Türkiye Ekonomisine Yansımaları



Türkiye Ekonomisine Yansımaları

✓ Finansal kuruluşların yüksek oranda zarara uğradıklarının anlaşılması ve ABD ekonomisinde resesyon endişelerinin ortaya çıkması, risk algılamalarının önemli ölçüde bozulmasına ve gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinin artmasına yol açmıştır.

✓ Türkiye ekonomisine ilişkin risk göstergelerinin, Ağustos 2007 ile Şubat 2008 arası dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere paralel olarak arttığı görülmektedir.

✓ Mart ayından itibaren Türkiye'nin risk priminde görece bir bozulma meydana gelmiştir.

Risk Göstergeleri

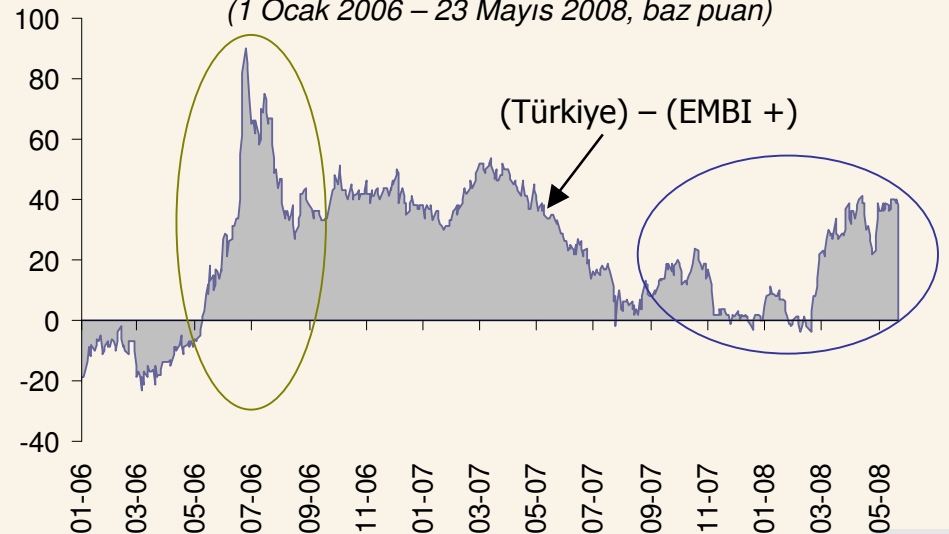
(1 Ocak 2006 – 23 Mayıs 2008, baz puan)



Kaynak: JP Morgan

Risk Göstergeleri

(1 Ocak 2006 – 23 Mayıs 2008, baz puan)



Kaynak: JP Morgan



Türkiye Ekonomisine Yansımaları

Küresel büyümede yavaşlama

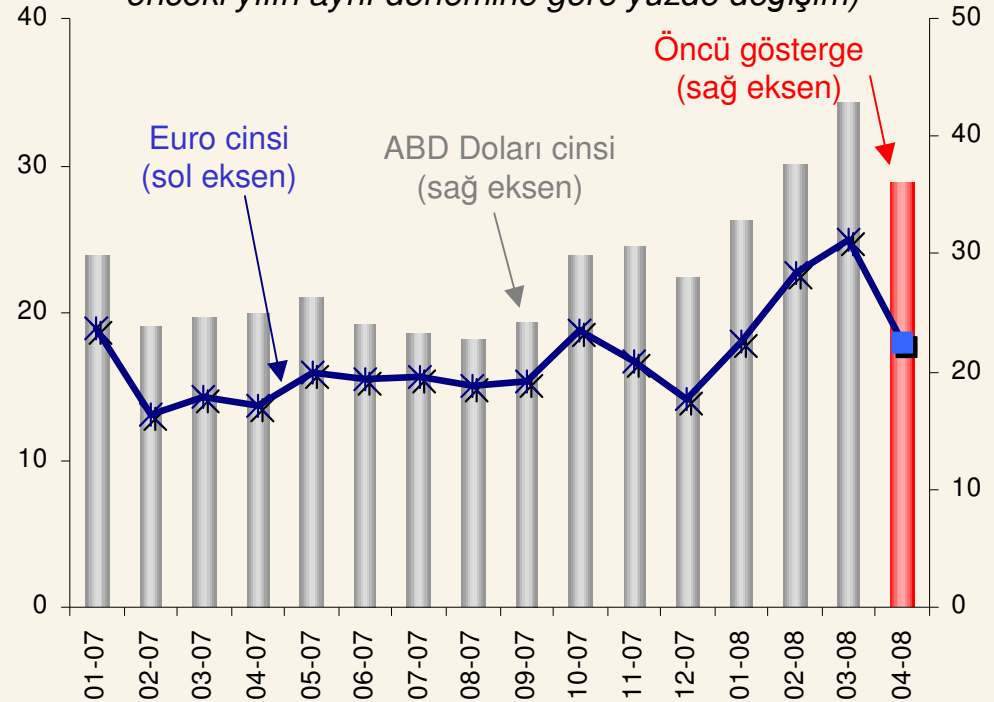


Dış talepteki büyüme hızını sınırlayacaktır

- ✓ 2008 yılının ilk aylarına ait ekonomik veriler, finansal çalkantıların dış talep üzerinde henüz belirgin bir yavaşlatıcı etki yaratmadığına işaret etmektedir.
- ✓ Yılın ilk çeyreğine ait veriler ile Nisan ayına ilişkin öncü göstergeler ihracatta yüksek oranlı büyüme hızının devam ettiğini göstermektedir.

İhracat

(Ocak 2007 – Nisan 2008, 3 aylık ortalama, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişim)



Kaynak: TÜİK, DTM, TİM



Türkiye Ekonomisine Yansımaları

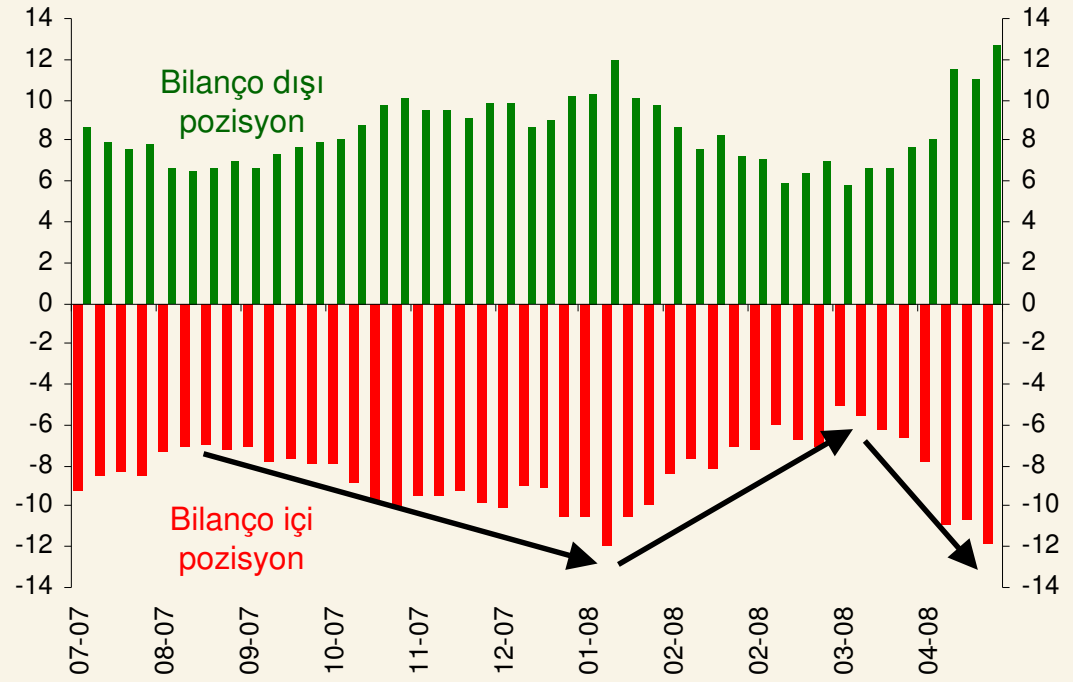
Yurt dışı kredi piyasalarındaki sorunlar



Yurt içi bankaların sağladığı kredilerin maliyetini artırarak iç talebi sınırlandıracaktır

- ✓ Risk algılamalarında yaşanan bozulma ile birlikte, 2007 yılının ikinci yarısından itibaren, Türkiye’de yerleşik bankaların yurt dışından borçlanıp YTL cinsi kredi verme eğilimlerinde bir azalma olmuştur.
- ✓ Son bir aylık dönemde ise bilanço içi pozisyonların tekrar artış eğilimine girdiği görülmektedir.
- ✓ Kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın önümüzdeki dönemde kredi genişlemesini ve iç talebi sınırlandırmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

Bankacılık Sektörü Yabancı Para Pozisyonu
(9 Temmuz 2007 – 16 Mayıs 2008, milyar ABD doları)



Kaynak: BDDK



Şoklara Karşı Dayanıklı Bir Ekonomi

- ✓ Finans piyasalarındaki dalgalanmaların etkileri tüm dünya ekonomilerinde hissedilmektedir. Ancak etkilenmenin derecesi ve süresi ülkeden ülkeye farklılık gösterecek, ülkelerin izleyeceği ekonomi politikaları tarafından belirlenecektir.
- ✓ 2008 ve 2009 yıllarına ilişkin dünya ekonomisi görünümü, diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de iyi yönetim ilkelerine azami özen gösterilmesinin ve büyümeye destek olacak reformların kararlılıkla uygulanmasının önemini ortaya koymaktadır.
- ✓ Ekonomik programın kararlı bir şekilde uygulanmaya devam edildiği, sürdürülebilir büyümenin tesisine yönelik politikalardan taviz verilmediği ölçüde Türkiye ekonomisi şoklara karşı daha dayanıklı hale gelecek, şokların etkisi daha az hissedilecektir.



Şoklara Karşı Dayanıklı Bir Ekonomi

- ✓ 2002 yılından bu yana gerek büyüme gerekse enflasyon konusunda alınan mesafede, izlenen sıkı maliye politikası ile saydamlık, birlik, genellik ve hesap verebilirlik ilkelerine uygun bir bütçe idaresinin büyük katkısı olmuştur (5018 sayılı Kamu Mali Yönetim ve Kontrol Kanunu).
- ✓ Yurt dışı kaynaklı risklerin belirginlik kazandığı son dönemde, mali disiplinden sapma olacağına yönelik izlenimlerin ortaya çıkması halinde Türkiye ekonomisine ilişkin risk algılamalarında bir bozulma olabileceği unutulmamalıdır.
- ✓ Türkiye ekonomisinin dış şoklara karşı dayanıklılığının artırılması için, kamu maliyesinde elde edilmiş kazanımların ve kurumsal alt yapıda gerçekleştirilen reformların korunması ve daha da iyileştirilmesi zorunluluktur.



Şoklara Karşı Dayanıklı Bir Ekonomi

Bu çerçevede:

- ✓ Kısa vadede büyüme hızını geçici ve yapay olarak artıracak politikalar yerine, uzun vadeli bir bakış açısı ile bir reform gündemi oluşturulması, bu gündem kapsamında yapılacak düzenlemelerin şeffaf bir şekilde listelenmesi ve kamuoyuna açıklanması bir çapa işlevi görecek ve Türkiye ekonomisine yönelik beklentileri olumlu yönde etkileyecektir.
- ✓ Açıklanan reform gündeminin hayata geçirilmesi için yol haritası oluşturulması ve uygulama takvimine ilişkin zaman ve performans kriterleri belirlenmesi kritik bir önem taşımaktadır.
- ✓ Hesap verebilirlik ilkesine bağlı kalınarak, koyulan hedefler zamanında gerçekleştirilemediği takdirde bunun nedenlerinin ve alınacak önlemlerin kamuoyu ile paylaşılmasını sağlayacak mekanizmalar oluşturulması ekonomik programa olan güveni artıracaktır.



Şoklara Karşı Dayanıklı Bir Ekonomi

- ✓ Türkiye'nin son yıllarda, önceki dönemlere kıyasla, makroekonomik istikrarın sağlanmasında önemli başarılar elde ettiği açıktır.
- ✓ Bununla birlikte, fiyat istikrarına ulaşılması ve yüksek büyüme oranlarının kalıcı hale getirilmesi konusunda çabaların sürdürülmesi gerekmektedir.
- ✓ Bu çerçevede, Avrupa Birliğine uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların devamlılığı önemini korumaktadır.



III. Türkiye’de Finansal İstikrar

Bankacılık Sektörü	Reel Sektör
Hanehalkı	Kamu Sektörü



Bankacılık Sektörü

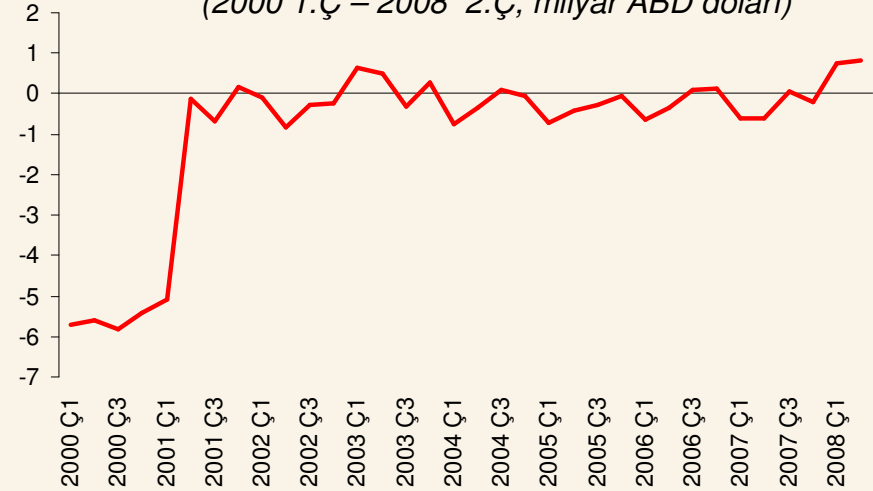
✓ Bankacılık sektörü, risk oluşturacak bir yabancı para açık pozisyonu taşımamaktadır. Bankaların yabancı para cinsi net pozisyonları, öz sermayelerine oranla düşük seviyededir.

✓ Sermaye yeterlilik oranı yasal sınırın ve Avrupa Birliği ortalamasının (%12,1) oldukça üzerinde seyretmektedir.

✓ Bununla birlikte, reel sektörün yabancı para cinsinden açık pozisyonunun bankacılık sektörü için dolaylı kredi riski oluşturduğu unutulmamalıdır.

Yabancı Para Net Genel Pozisyonu

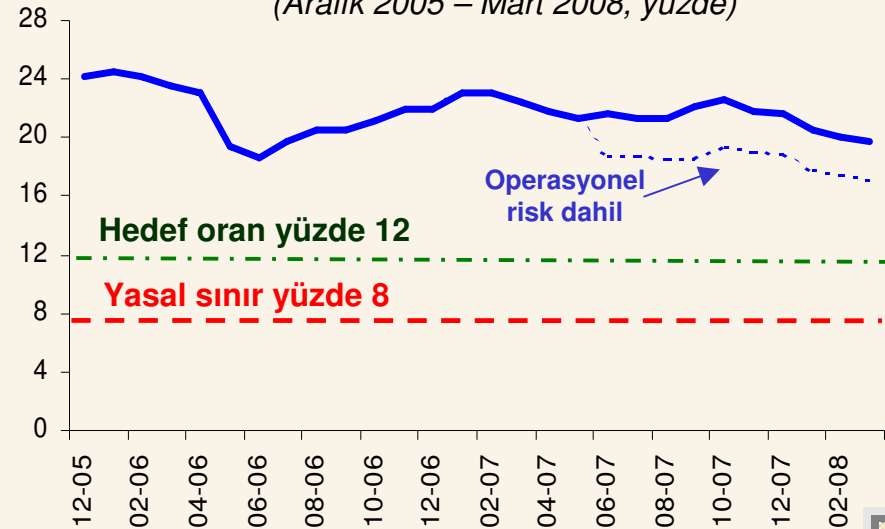
(2000 1.Ç – 2008 2.Ç, milyar ABD doları)*



* 16.05.2008 itibarıyla

Sermaye Yeterlilik Oranı

(Aralık 2005 – Mart 2008, yüzde)



Kaynak: TCMB - BDDK



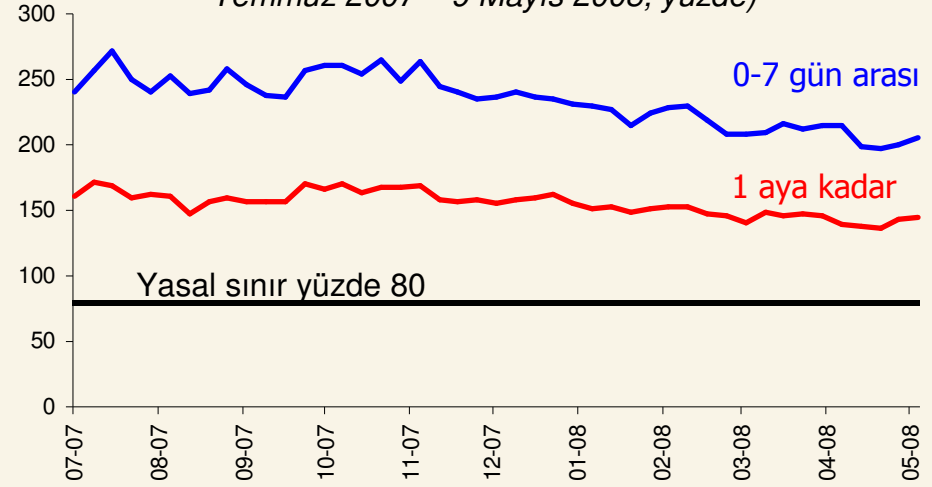
Bankacılık Sektörü

✓ Bankaların yabancı para likidite yeterlilik oranları, %80 olarak belirlenen yasal oranın oldukça üzerindedir.

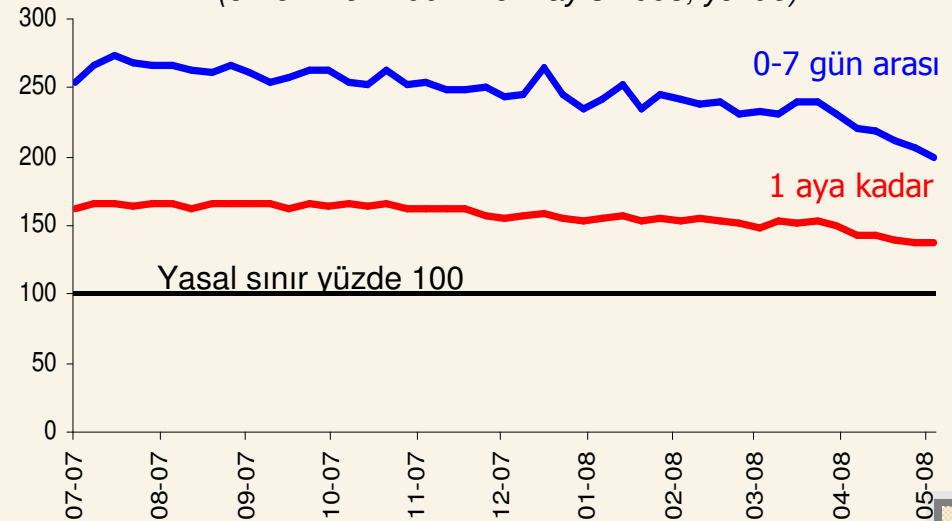
✓ Benzer bir şekilde, toplam likidite yeterlilik oranları da yüksek seviyesini korumaktadır.

✓ Son dönemde küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmalar likidite riski yönetiminin önemini bir kez daha ortaya koymuştur. Bu kapsamda bankalar açısından etkin likidite yönetiminin özenle sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır.

Yabancı Para Cinsi Likidite Yeterlilik Oranı (6 Temmuz 2007 – 9 Mayıs 2008, yüzde)



Toplam Likidite Yeterlilik Oranı (6 Temmuz 2007 – 9 Mayıs 2008, yüzde)

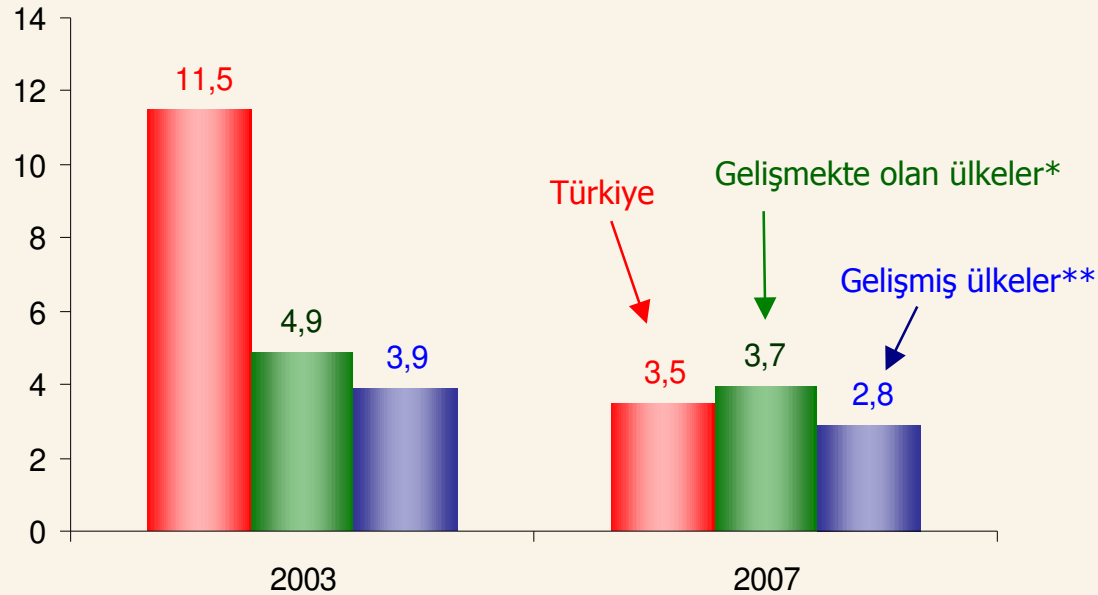




Bankacılık Sektörü

✓ Tahsili gecikmiş alacaklar dönüşüm oranı 2003-2007 arası dönemde 8 puan azalarak %3,5'e gerilemiştir. Mevcut seviyesi diğer gelişmekte olan ülkelerin ortalamasının altındadır.

Tahsili Gecikmiş Alacaklar Dönüşüm Oranı
(2003 ve 2007, yüzde)



* Gelişmekte olan ülkeler: Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Hırvatistan, Macaristan, Letonya, Litvanya, Polonya, Romanya, Rusya, Slovakya, Ukrayna

** Gelişmiş ülkeler: Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere, ABD

Kaynak: IMF



Reel Sektör

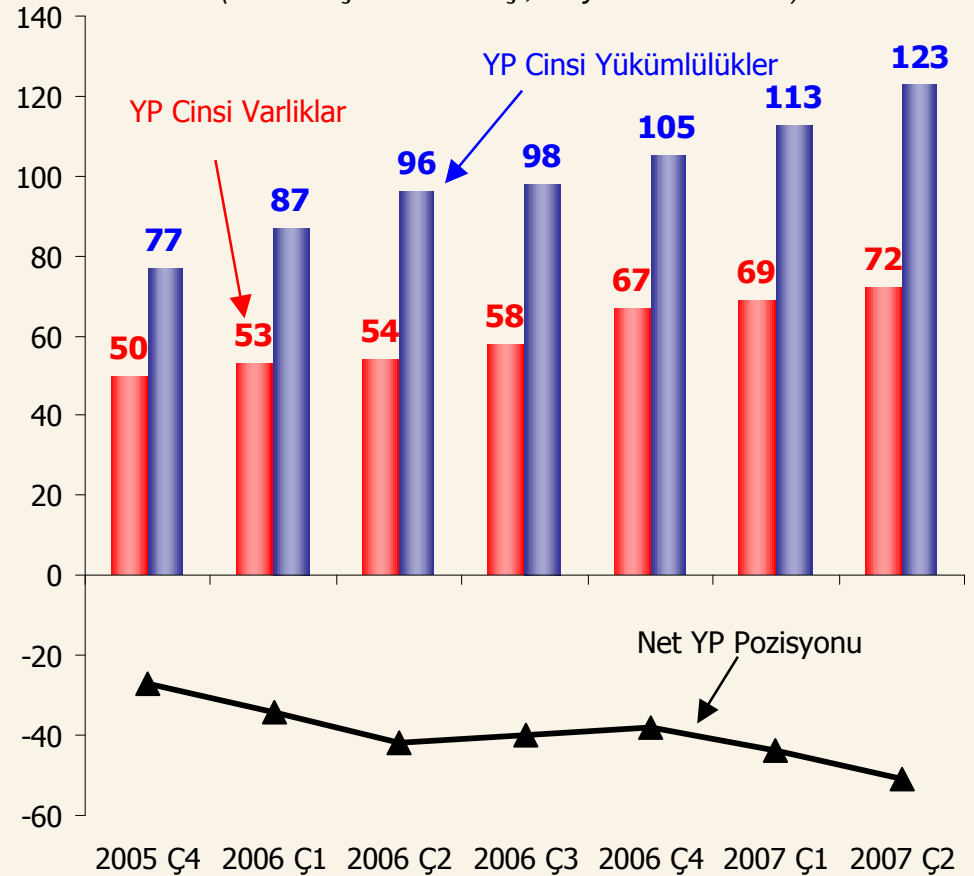
Reel Sektörün Dışsal Şoklara Karşı Dayanıklılığı



✓ Banka dışı kesimin yabancı para açık pozisyonu 2007 yılının 2. çeyreğinde 51 milyar ABD Doları olmuştur.

✓ Kur riski her iki yöndedir. Firmaların tek yönlü kur varsayımlarında bulunmamaları, çeşitli finansal araçların yardımı ile kendilerini kur riskine karşı korumaları önem taşımaktadır.

Banka Dışı Kesimin Yabancı Para Pozisyonu
(2005 4.Ç – 2007 2.Ç, milyar ABD doları)



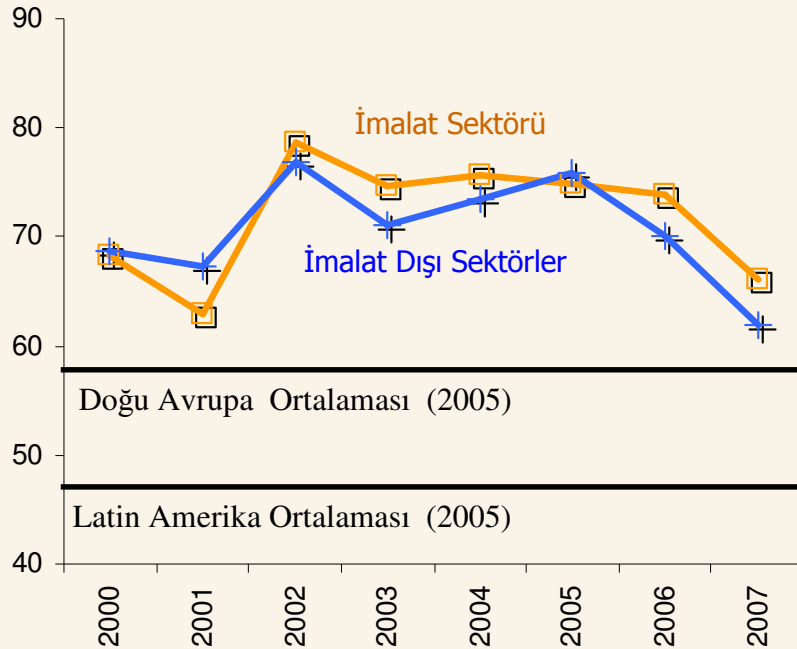
Kaynak: TCMB



Reel Sektör

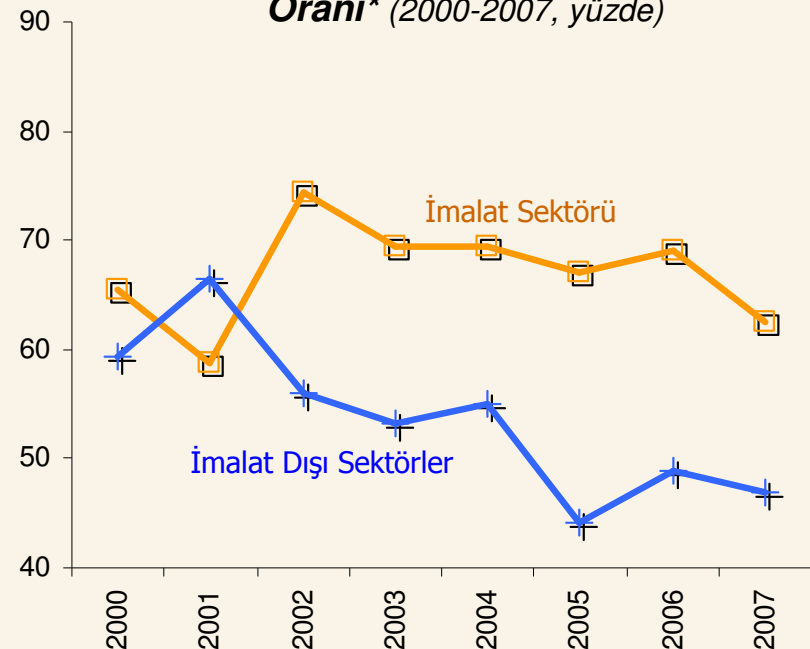
- ✓ Türkiye'de reel sektörün kısa vadeli borç yükü, diğer gelişmekte olan ülkelerle kıyaslandığında daha yüksektir. Ancak, son yıllarda borçlanma vadesinde bir iyileşme sağlanmıştır.
- ✓ Reel sektörün kısa vadeli yabancı para cinsi borç oranındaki azalma devam etmektedir.

Reel Sektörün Kısa Vadeli Borçlarının Toplam Borçlara Oranı* (2000-2007, yüzde)



* Vadeye kalan süreye göre
Kaynak: TCMB

Reel Sektörün Kısa Vadeli Yabancı Para Cinsi Borçlarının Toplam Yabancı Para Cinsi Borçlara Oranı* (2000-2007, yüzde)



* Vadeye kalan süreye göre
Kaynak: TCMB

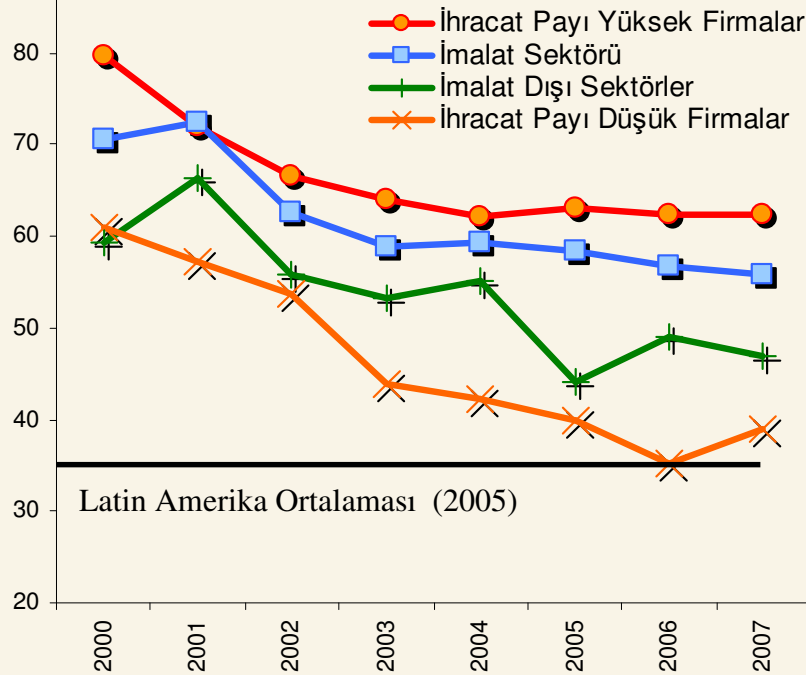


Reel Sektör

- ✓ Benzer bir şekilde Türkiye’de reel sektörün borç dolarizasyon oranı (yabancı para cinsi kredilerin toplam kredilere oranı) yüksek seyirini korumakla beraber son dönemde azalma eğilimine girmiştir.
- ✓ Borç dolarizasyonu, dış pazarlara yönelik üretim yapan firmalar ile büyük ölçekli firmalar arasında daha yüksek, iç pazara üretim yapan firmalar ile küçük ölçekli firmalar arasında daha düşüktür.

Reel Sektörün Borç Dolarizasyonu

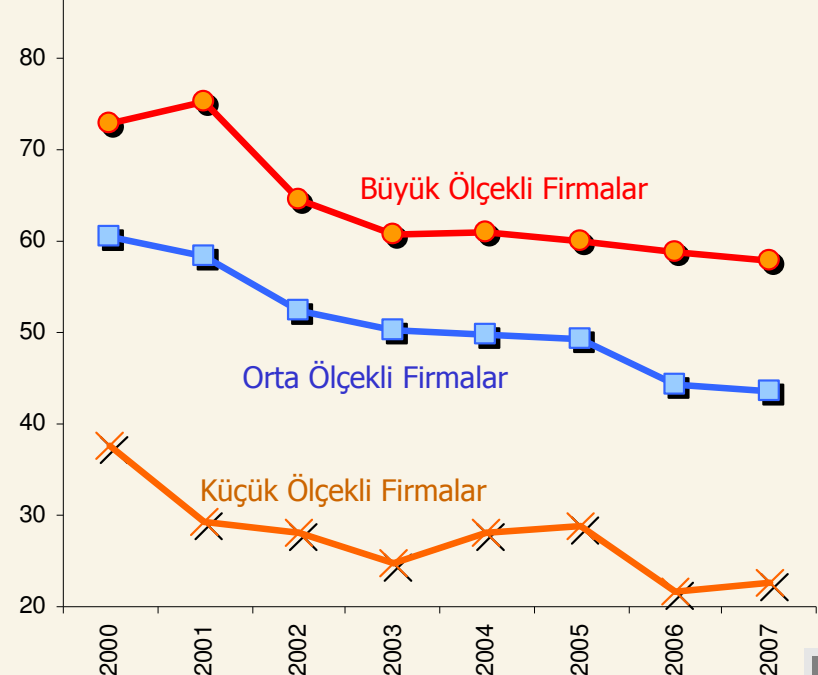
(2000-2007, yüzde)



Kaynak: TCMB

İmalat Sektörünün Borç Dolarizasyonu

(2000-2007, yüzde)

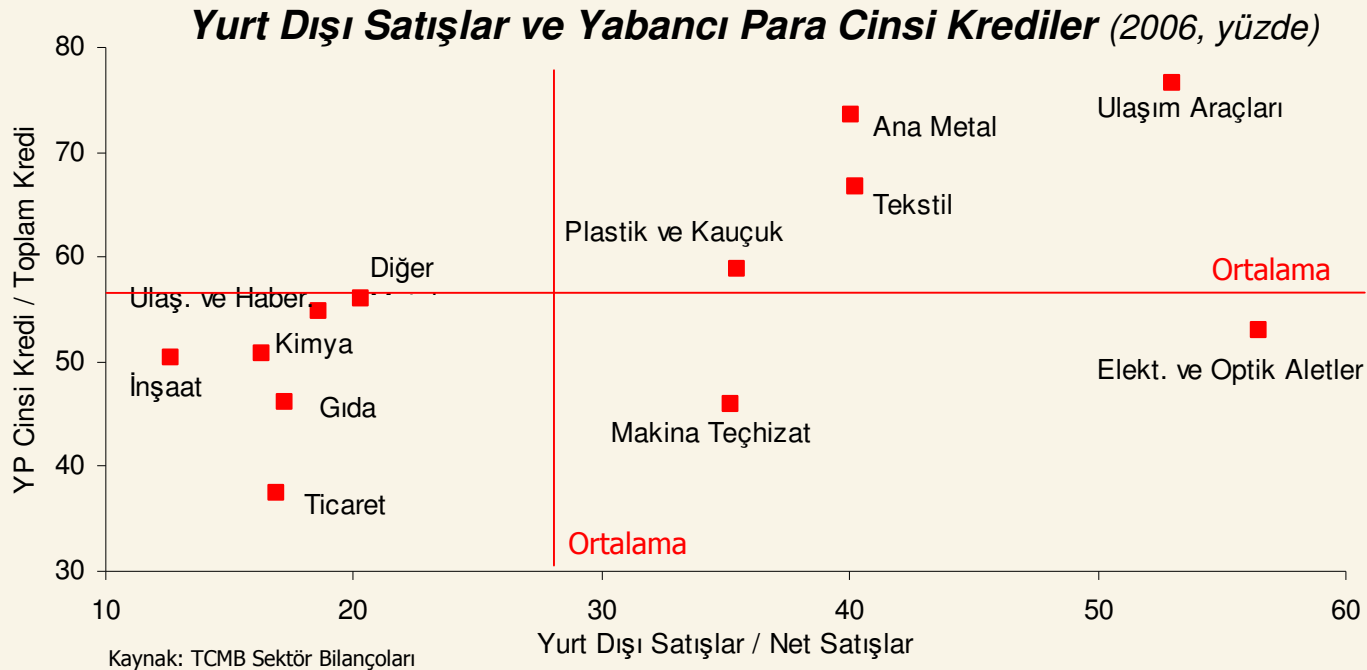


Kaynak: TCMB



Reel Sektör

- ✓ Geliri yabancı para cinsinden olan firmaların (ihracat, turizm v.b.) kur riskine karşı doğal bir korumaya sahip oldukları düşünülebilir. Doğal korunmaya ek olarak vadeli ve türev işlemlerle de kur riski sınırlandırılabilir.
- ✓ Sektörler itibarıyla incelendiğinde, yabancı para kredi kullanımı yüksek olan sektörlerin aynı zamanda yurt dışı satış paylarının da yüksek olduğu, yurt içine yönelik üretim yapan sektörlerde ise yabancı para kredi kullanımının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.
- ✓ Geliri YTL cinsi olan firmaların ise kur riskini yönetmede daha ihtiyatlı olmaları gerekmektedir.

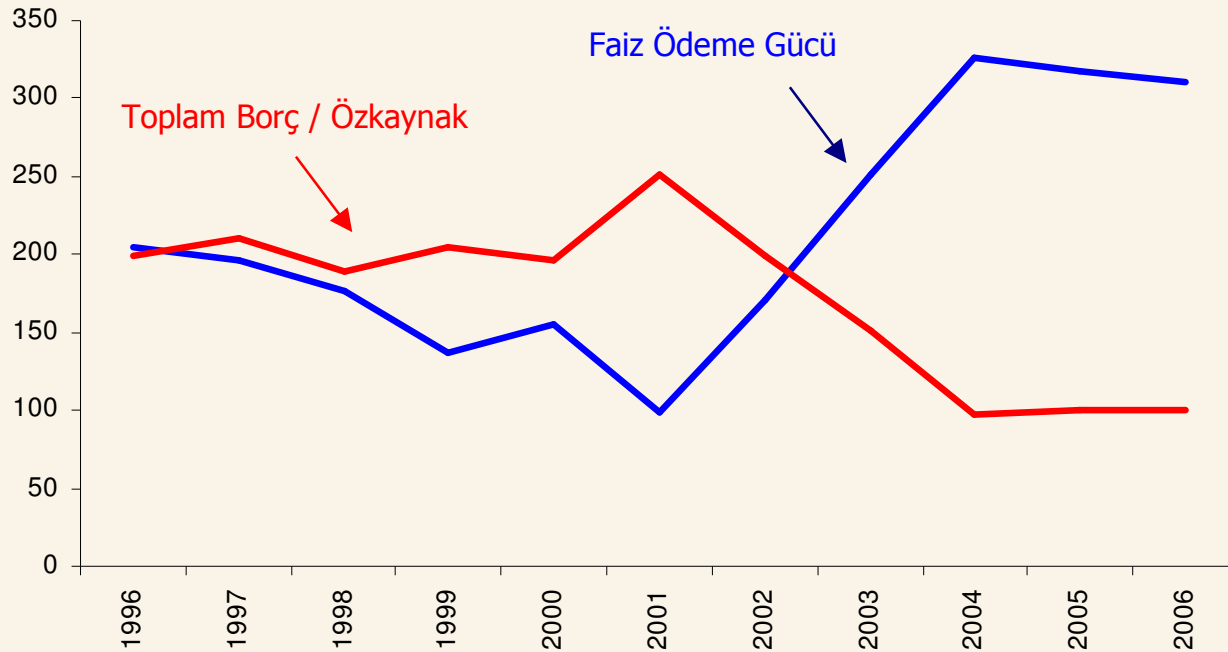




Reel Sektör

✓ **Firmaların finansal yapı oranları** incelendiğinde, 1996 ile 2006 yılları arası dönemde toplam borçların özkaynaklara oranının düştüğü, faiz karşılama oranında ise iyileşme sağlandığı görülmektedir. Bu durumun kredi verenler açısından önemli bir güvence sağladığı düşünülmektedir.

Firmaların Toplam Borçlarının Özkaynaklara Oranı ve Faiz Ödeme Gücü (Faaliyet Karı/Faiz Ödemeleri) (1996 - 2006, yüzde)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları



Hanehalkı

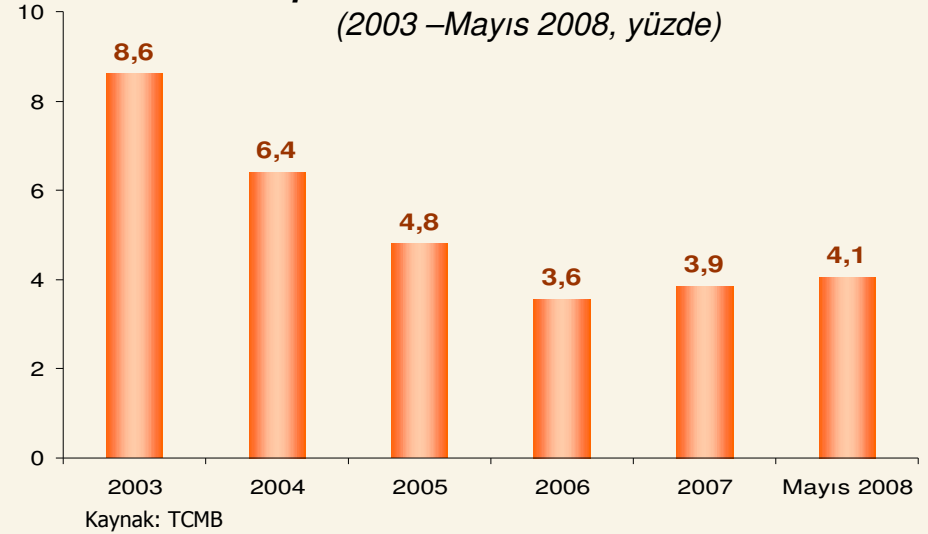
Hanehalkının Kur ve Faiz Riski



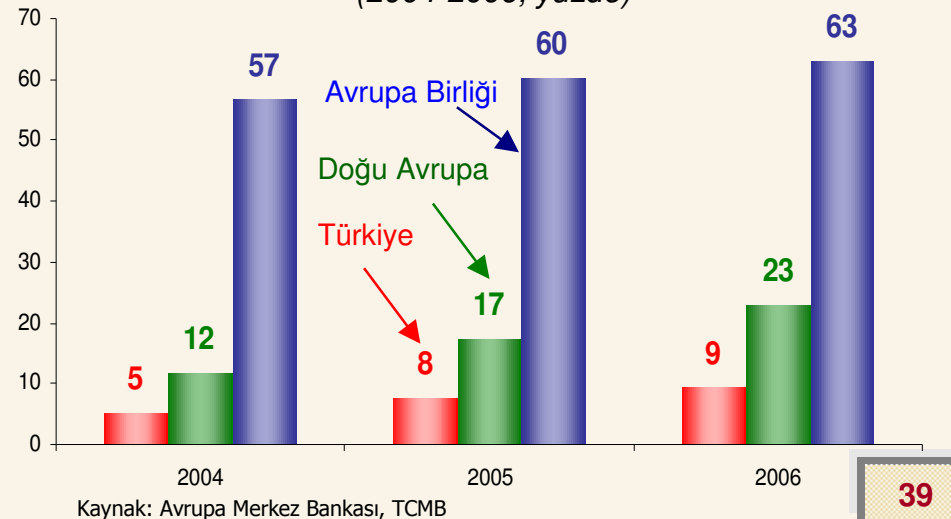
- ✓ Türkiye’de tüketici kredilerinde değişken faizli kredi uygulaması sınırlı miktardadır.
- ✓ Döviz geliri olmayan kişi ve kuruluşlara döviz cinsinden kredi kullandırılmamaktadır.
- ✓ Dövizle endeksli tüketici kredileri ise toplam tüketici kredilerinin sadece %4,1’ini oluşturmaktadır.

- ✓ Tüketici kredileri içinde tahsili gecikmiş alacakların oranı 2008 yılı Mayıs ayı itibarıyla %1,57 seviyesindedir.
- ✓ Hanehalkı borçluluk oranı, Avrupa Birliği ve Doğu Avrupa ülkeleri ile kıyaslandığında, düşük bir düzeydedir.

Dövizle Endeksli Tüketici Kredilerinin Toplam Tüketici Kredilerine Oranı (2003 – Mayıs 2008, yüzde)



Hanehalkı Yükümlülüklerinin GSYİH’ye Oranı (2004-2006, yüzde)





Kamu Sektörü

Kamu Maliyesi

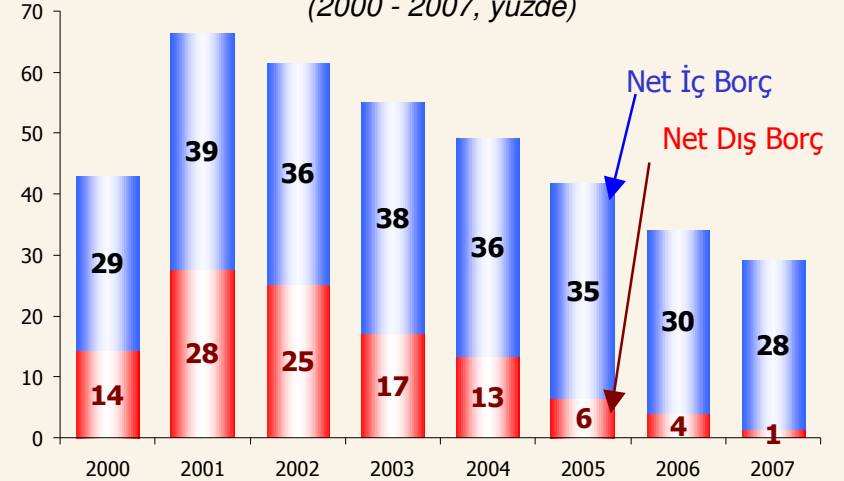


✓ 2001 yılından bu yana uygulanan disiplinli maliye politikasının desteği ile kamu kesimi dış şoklara karşı daha sağlam bir yapıya kavuşmuştur.

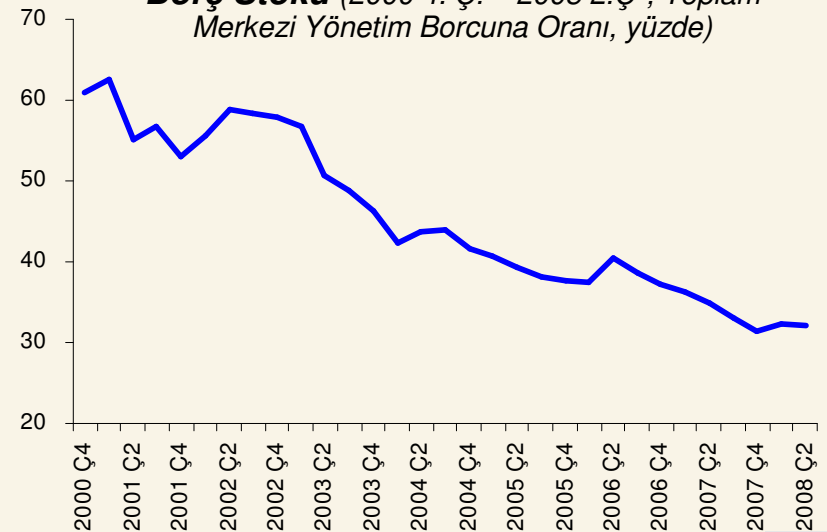
✓ Merkezi yönetim toplam borç stoku içinde, döviz cinsinden ve dövize endeksli borç oranı 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla %32 seviyesindedir. Net dış borç stokunun GSYİH'ye oranı ise 2007 yılı sonunda %1'e gerilemiştir.

✓ Hazinesinin, nakit ve borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılması amacıyla yüksek miktarda rezerv tutma politikası devam etmektedir.

Kamu Net Borç Stoku / GSYİH
(2000 - 2007, yüzde)



Merkezi Yönetim Döviz ve Dövize Endeksli Borç Stoku (2000 4. Ç. – 2008 2.Ç*, Toplam Merkezi Yönetim Borcuna Oranı, yüzde)



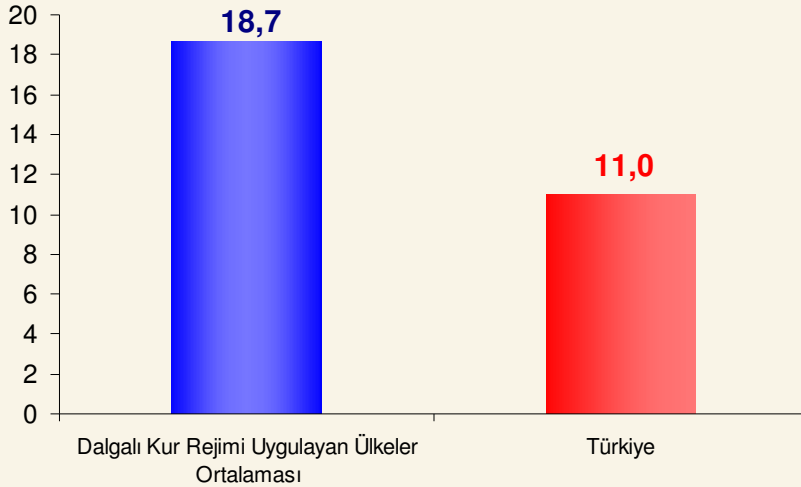
* Nisan 2008 itibarıyla
Kaynak: Hazine, TCMB



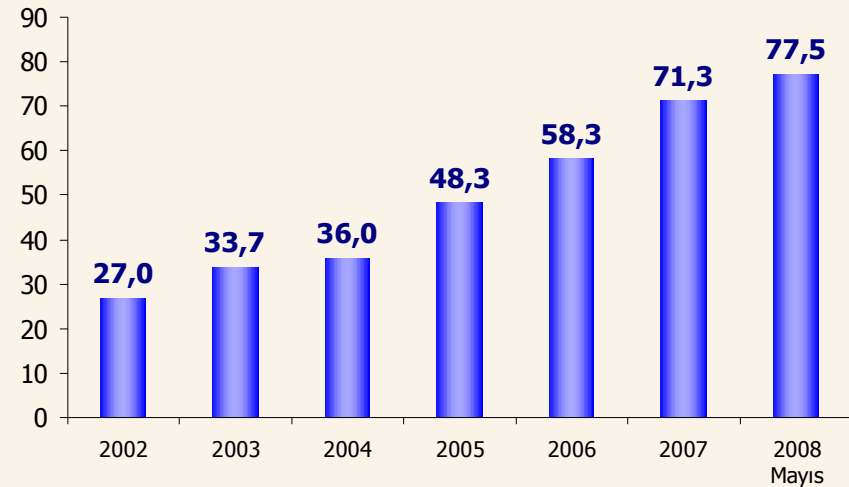
Merkez Bankası Döviz Rezervleri

- ✓ Dalgalı kur rejimi uyguluyor olsalar da ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olmak, ortaya çıkabilecek şokların olumsuz etkilerinin giderilmesinde ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasında büyük katkı sağlamaktadır.
- ✓ Merkez Bankasının döviz rezervleri 2008 yılı Mayıs ayı itibarıyla 77,5 milyar ABD doları seviyesindedir.

Dalgalı Kur Rejimi Uygulayan Ülkelerde* Döviz Rezervlerinin GSYİH'ye Oranı (2007, yüzde)



Merkez Bankası Döviz Rezervleri (2002 - Mayıs 2008, milyar ABD doları)



* Hesaplama kullanılan Ülkeler: Arjantin, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Güney Kore, Hırvatistan, Hindistan, Kazakistan, Kolombiya, Meksika, Paraguay, Peru, Polonya, Romanya, Rusya, Şili, Tayland, Uruguay

Kaynak: IMF, TCMB

Kaynak: TCMB



Genel Değerlendirme

✓ Kuşkusuz, dalgalı kur rejiminde, Merkez Bankası, sabit veya yönetilen kur rejimine kıyasla daha esnek bir likidite politikası uygulayabilmekte, bankacılık sisteminin likidite ihtiyaçlarına çok daha esnek bir biçimde ve süratle cevap verebilmekte, para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önleyebilmektedir.

✓ Ancak, gerek bankacılık sektörünün gerekse reel sektörün, Merkez Bankasının esnek ve etkin Türk Lirası likidite yönetimini ve sınırlı da olsa döviz likidite imkanını baz alarak risk yönetimi ilkelerinde rehavete kapılmaması gerektiği; kur riskinin piyasada olduğu bir ortamda faaliyette bulduklarını dikkate alarak, bu riskin daha etkin bir şekilde yönetilebilmesini sağlayacak mekanizmaları oluşturmalarının bir gereklilik olduğu gözden uzak tutulmamalıdır.



Genel Değerlendirme

- ✓ Sonuç olarak, mevcut göstergeler, Türkiye ekonomisinin geçmiş yıllara kıyasla küresel piyasalarda meydana gelebilecek dalgalanmalara karşı dayanıklılığının görece olarak arttığını göstermektedir.
- ✓ Bununla birlikte kırılmalıkların geçmiş dönemlere göre azalmış olmasının, risklerin mevcut olmadığı şeklinde algılanmaması gerektiği unutulmamalıdır.



IV. Enflasyon Gelişmeleri, Tahminler ve Riskler



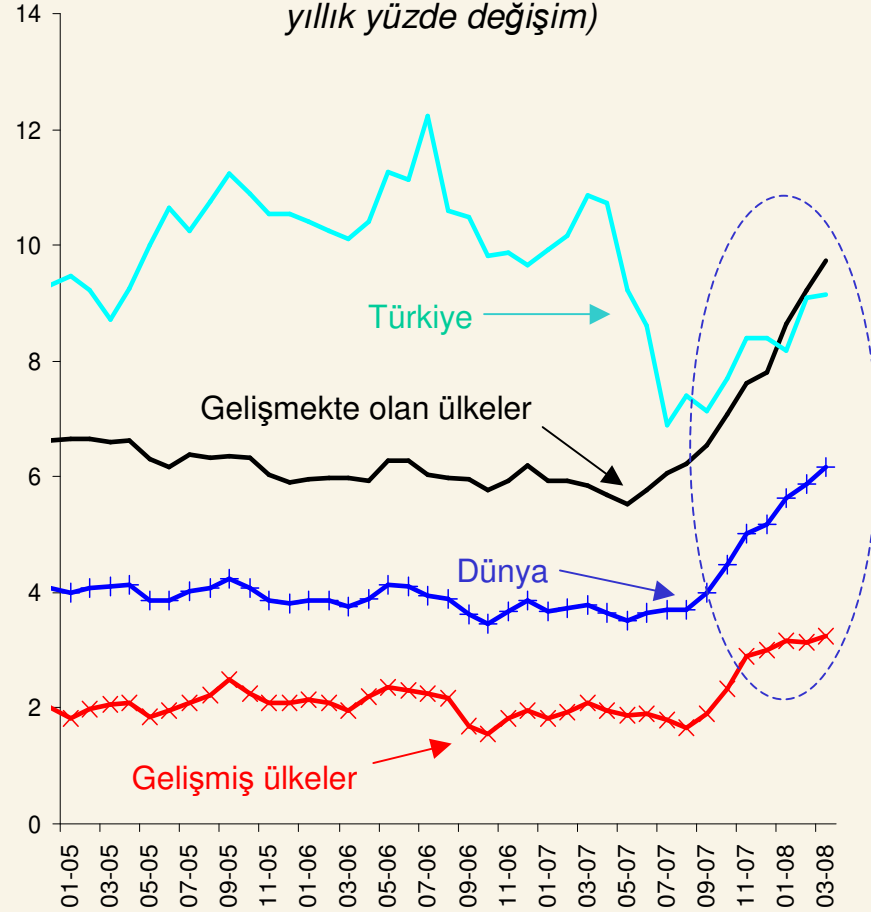
Dünyada Enflasyon Gelişmeleri

**Dünyada enflasyon gelişmeleri
incelendiğinde**



- ✓ 2007 yılından itibaren dünya genelinde tüketici enflasyonunda yukarı yönlü belirgin bir ivmelenme gözlenmektedir.
- ✓ Gelişmiş ülkelerde yıllık fiyat artış hızı son 16 yılın en yüksek seviyesindedir.

Dünyada Enflasyon Gelişmeleri
(Ocak 2005 - Mart 2008, Tüketici enflasyonu,
yıllık yüzde değişim)



Kaynak: IFS, Merkez Bankaları, TCMB



Dünyada Emtia Fiyatları

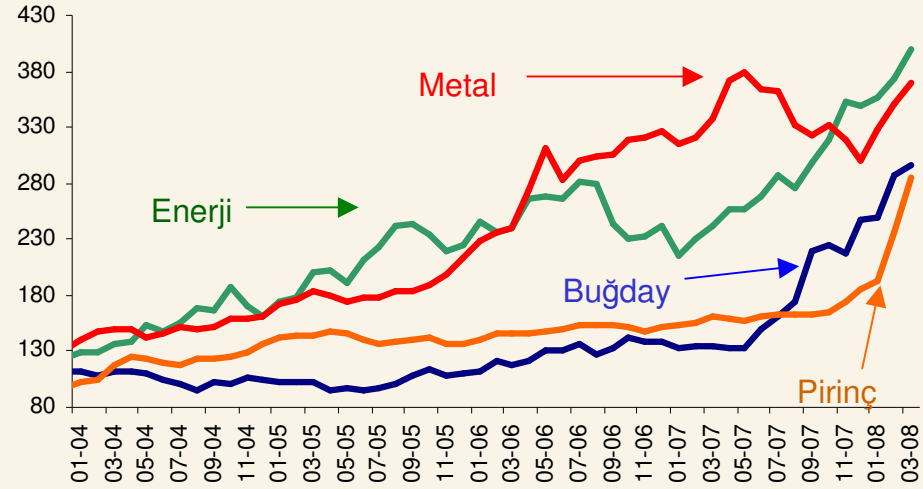
✓ Özellikle gıda, metal ve enerji fiyatlarında yaşanan artışlar dünyada enflasyon oranlarının yükselmesine yol açan faktörlerin başında gelmektedir.

✓ Başta Çin ve Hindistan olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin genel refah düzeylerindeki iyileşme, emtia fiyatları üzerinde talep kaynaklı bir baskı yaratmaktadır.

✓ Ayrıca mısır, buğday ve şeker pancarı gibi gıda ürünlerinin biyoyakıt üretiminde kullanılmaya başlanması ve olumsuz hava koşulları emtia fiyatlarının yükselmesine yol açan diğer faktörler olmuştur.

Seçilmiş Ürünlerin Uluslararası Fiyat Endeksleri

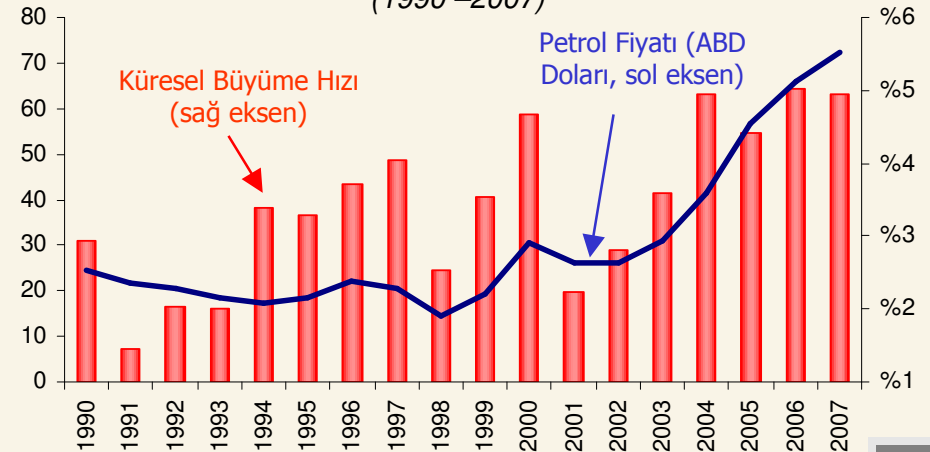
(Ocak 2004 – Mart 2008, 2002=100)



Kaynak: IMF

Ham Petrol Fiyatı ve Küresel Büyüme Hızı

(1990 –2007)



Kaynak: IMF



Dünyada Emtia Fiyatları

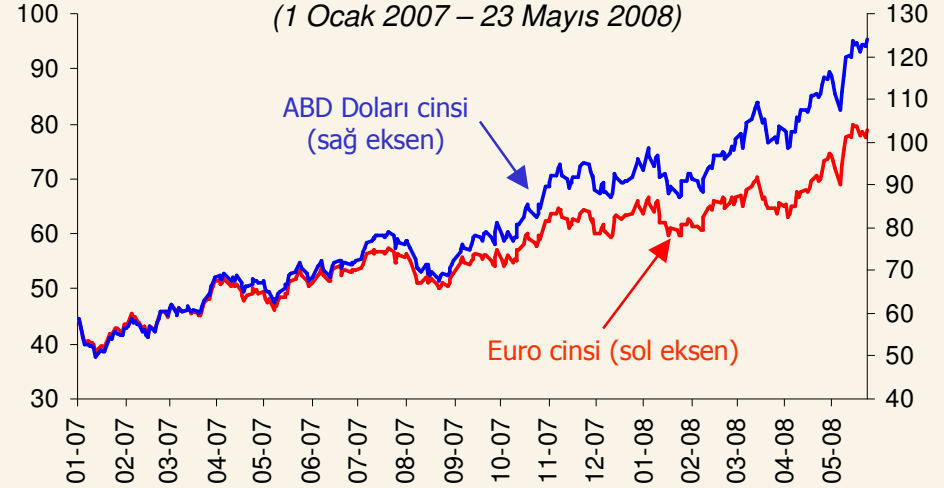
✓ Gelişmiş ülkelerde ekonomik yavaşlama beklentisine rağmen emtia fiyatlarındaki yükseliş, gelişmekte olan ülkelerin yüksek büyüme oranları beklentisiyle 2008 yılında da devam etmektedir.

✓ Ham petrol varil fiyatları Mayıs ayında, 1979 yılından bu yana reel olarak görülen en yüksek seviyeyi geride bırakmıştır.

✓ 2008 yılının ilk çeyreğinde altın fiyatlarında birbirini takip eden zirveler görülmüştür.

Avrupa Ham Petrol Fiyatı (Brent)

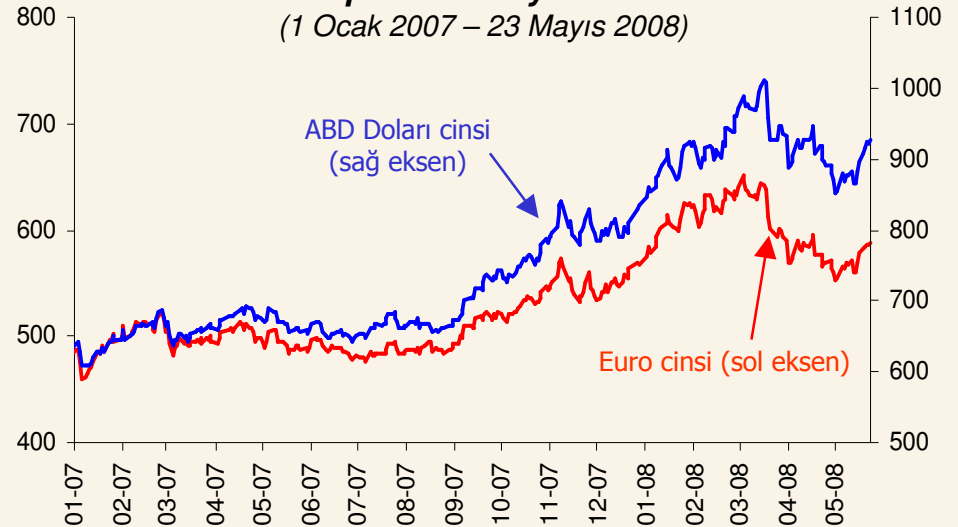
(1 Ocak 2007 – 23 Mayıs 2008)



Kaynak: Bloomberg

Spot Altın Fiyatları*

(1 Ocak 2007 – 23 Mayıs 2008)



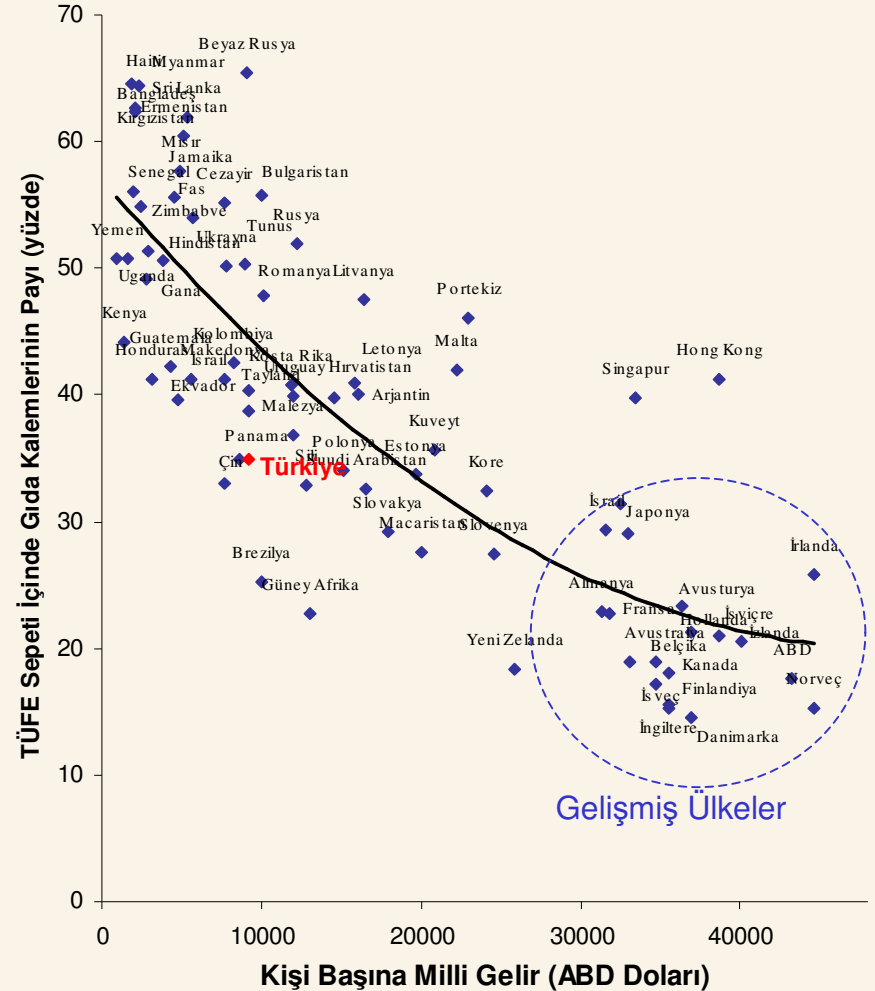
* Ons başına Londra borsası öğleden sonra sabitleme fiyatı
Kaynak: Dünya Altın Konseyi



Ülke Grupları Enflasyonunda Ayrışma

- ✓ Son dönemde gerek gelişmiş ülkelerin gerekse gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarında bir artış gözlenmekle beraber, ülkelerin orta dönemde maruz kalacakları enflasyon dinamiklerinde bir ayrışma gözlenmektedir.
- ✓ Bu ayrışmanın en önemli nedeni enflasyon hesaplamasında kullanılan tüketici fiyatları sepetlerinde önemli farklılıklar bulunmasıdır.
 - Gıda ürünleri, gelişmekte olan ekonomilerin enflasyon sepetlerinde önemli bir yere sahiptir.
 - Gelişmiş ülkelerin enflasyon sepetlerinde ise, fiyatları düşüş eğiliminde olan yüksek teknoloji ürünlerinin ağırlığı daha fazladır.

TÜFE Sepeti İçinde Gıda Kalemlerinin Payı
(2006, yüzde) **Kişi Başına Milli Gelir** (Satın Alma Paritesine göre, 2006, ABD Doları)



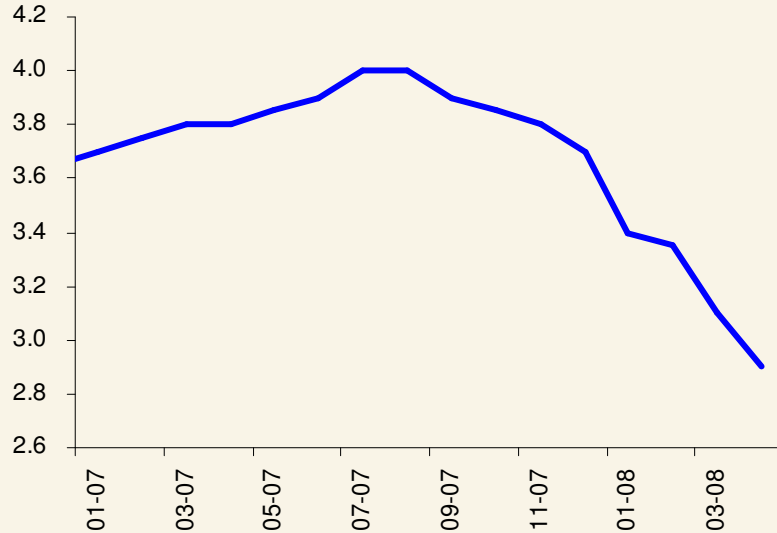
Kaynak: ILO



Para Politikalarında Ayrışma

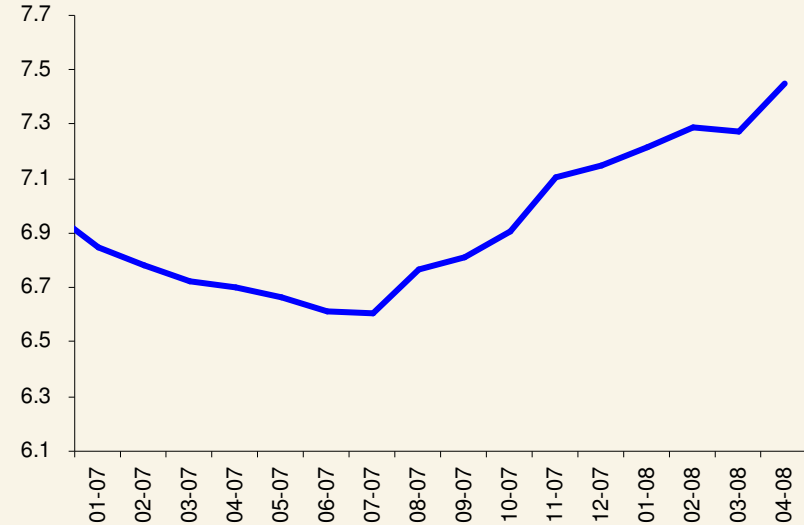
- ✓ Gıda fiyatları nedeniyle tüm ülke gruplarında yukarı yönlü enflasyon baskısı yaşanmaktadır. Bu baskı gelişmekte olan ülkelerde daha belirgindir.
- ✓ Bu süreçte, gelişmiş ülke merkez bankaları finans piyasalarında yaşanan sorunların ekonomilerin geneline yayılmaya başlamasıyla birlikte finansal istikrarı ve büyümeyi ön planda tutarken, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları enflasyon artışına odaklanmaktadır.
- ✓ Bunun sonucu olarak, gelişmekte olan ülkelerde, daha sıkı bir para politikası duruşu gözlenmektedir.

Gelişmiş Ülkelerde* Politika Faiz Oranları
(Ocak 2007 – Nisan 2008, yüzde)



* ABD, Euro Bölgesi, İngiltere, Japonya, Kanada
Kaynak: Merkez bankaları

Gelişmekte Olan Ülkelerde* Politika Faiz Oranları
(Ocak 2007 – Nisan 2008, yüzde)



* Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Çin, Güney Afrika, G. Kore, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Romanya, Rusya, Şili, Tayland, Tayvan, Ukrayna
Kaynak: Merkez bankaları



Türkiye Ekonomisine Etkileri

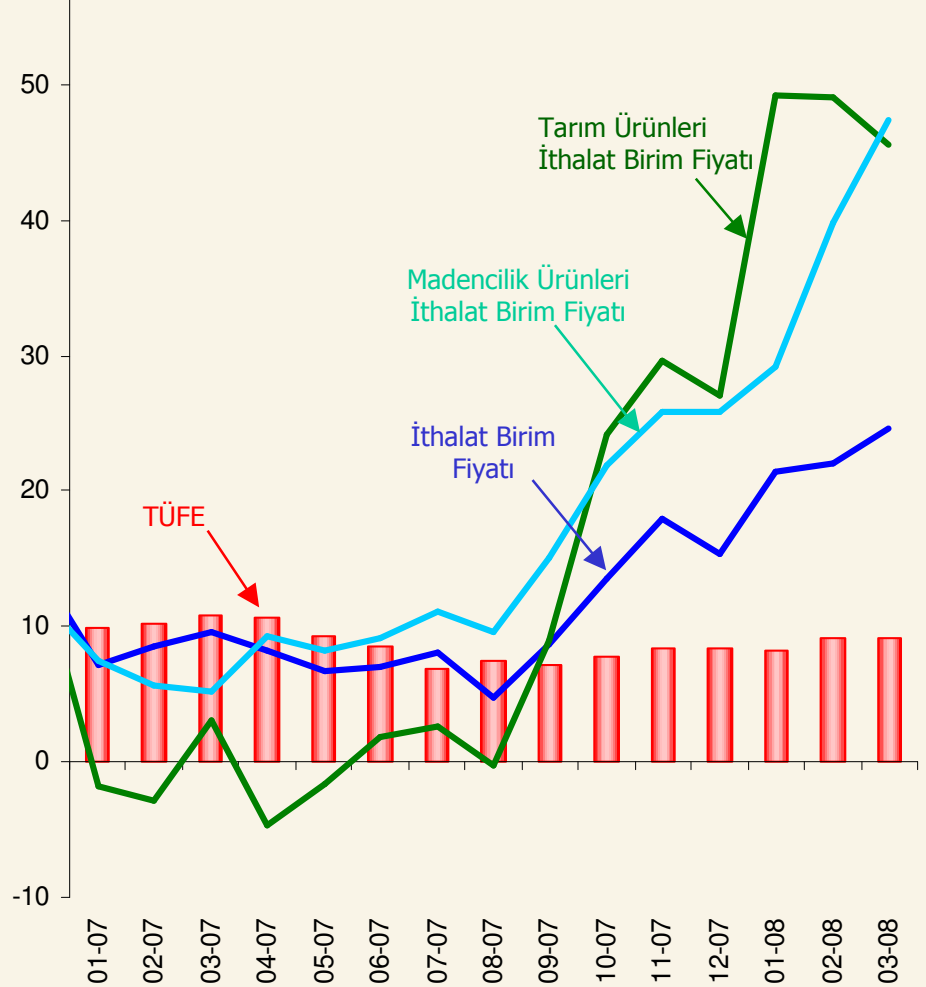
Dünyada enflasyon gelişmelerinin Türkiye ekonomisine etkileri



✓ Özellikle tarım ürünleri fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı artışlar, Türkiye gibi gıda harcamalarının toplam harcamalar içindeki payının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeler üzerinde önemli bir yük oluşturmaktadır.

✓ Net emtia ithalatçısı bir ülke olan Türkiye'de enerji ve metal fiyatlarındaki artışlar gerek enflasyonu gerekse dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkilemektedir.

Türkiye'de Enflasyon ve İthalat Birim Fiyatları Değişimi* (Ocak 2007 – Mart 2008, yıllık yüzde değişim)



* ABD doları cinsinden
Kaynak: TÜİK, TCMB

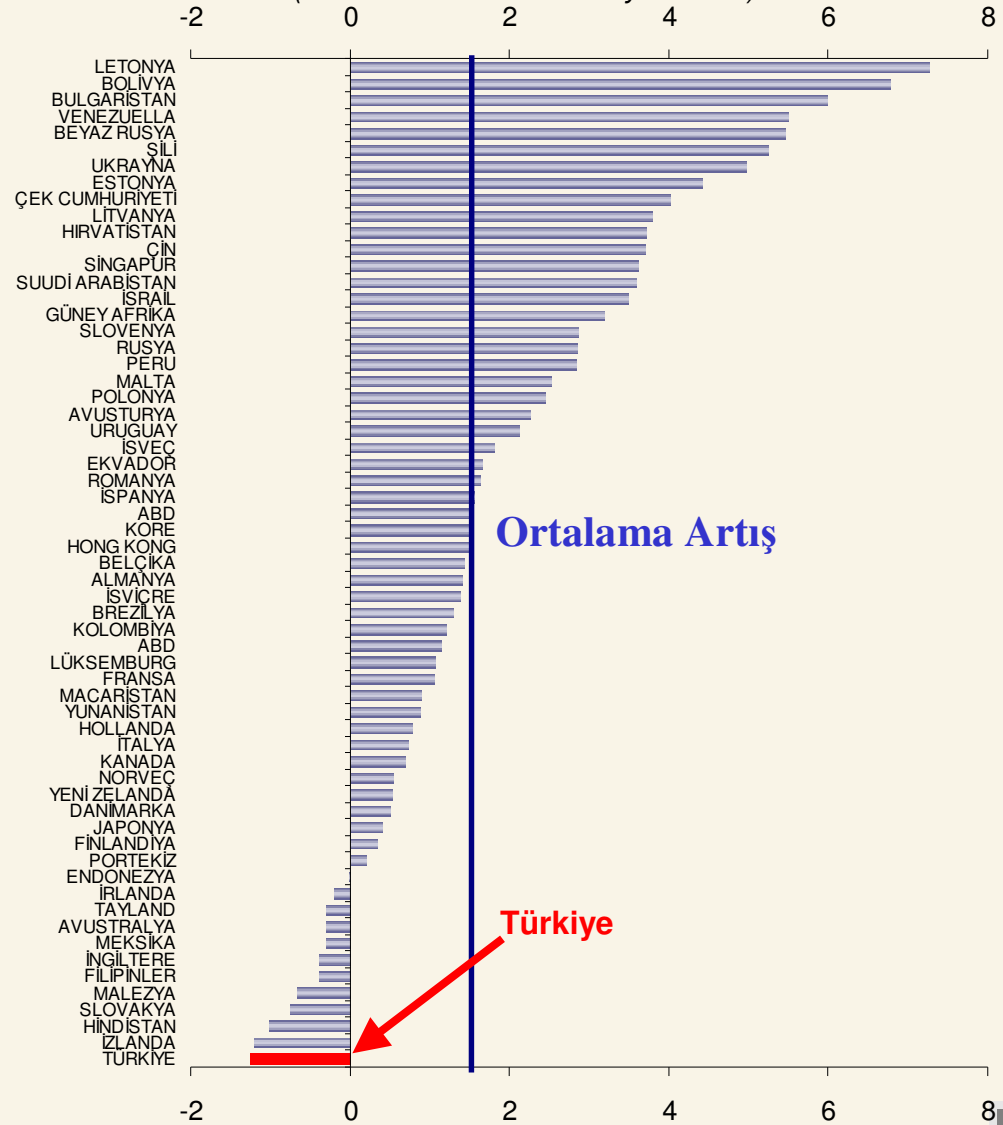


Karşılaştırmalı Enflasyon Gerçekleşmeleri

- ✓ Olumsuz dışsal şoklara rağmen, Türkiye 2007 yılında, enflasyonda düşüş sağlayan ülkeler arasında ilk sıralarda gelmektedir.
- ✓ Bu dönemde belli başlı 60 ülkede enflasyon hızı ortalama 2 puana yakın yükselirken, Türkiye'de 1,3 puan düşmüştür.

Türkiye ve Dünyada Enflasyon Gelişmeleri

(2006 - 2007 Arası Enflasyon Farkı)



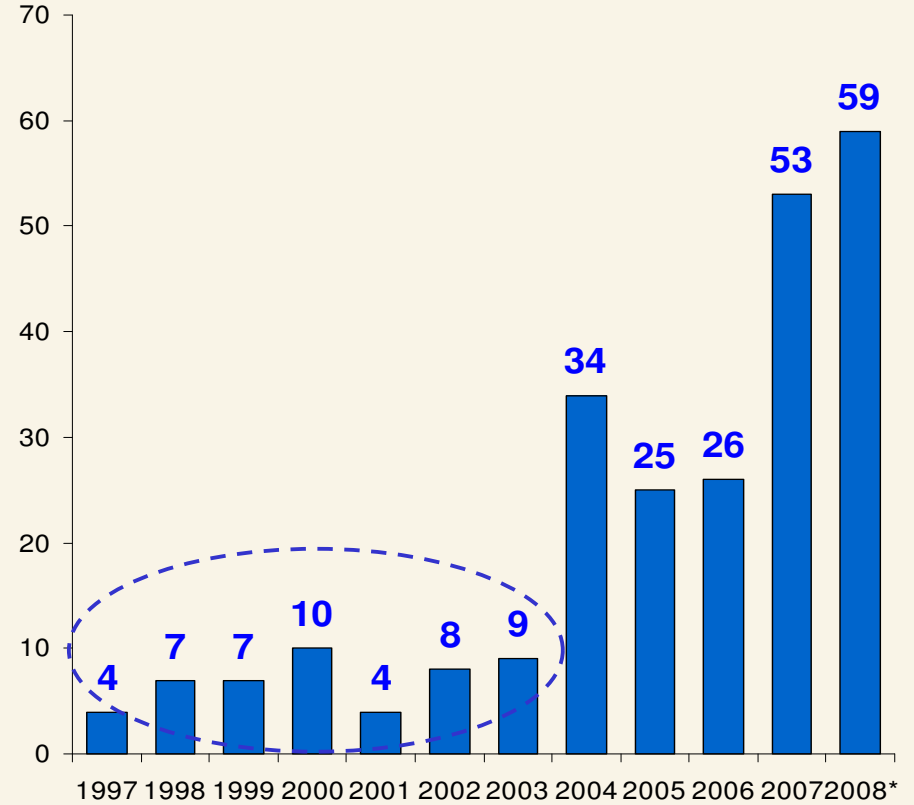
Kaynak: IMF, TÜİK, TCMB



Karşılaştırmalı Enflasyon Gerçekleşmeleri

- ✓ Türkiye'nin fiyat istikrarı konusunda aldığı mesafe, ülkemizin enflasyon sıralamasındaki yerini de iyileştirmiştir.
- ✓ 1997-2003 arası dönemde dünyada en yüksek enflasyon oranına sahip 10 ülkeden biri iken, 2006 yılında 26. sıraya gerilemiştir.
- ✓ 2007 yılında ortaya çıkan dışsal şoklara rağmen 2008 yılının Ocak ayında 59. sıraya kadar düşmüştür.

Türkiye'nin Enflasyon Sıralamasında Dünyadaki Yeri
(1997 – 2008 Ocak)



* 2008 yılı Ocak ayı itibarıyla açıklanan en son veriler
Toplam ülke sayısı 155 olup sıralama büyükten küçüğe doğrudur
Kaynak: IMF, TÜİK, TCMB

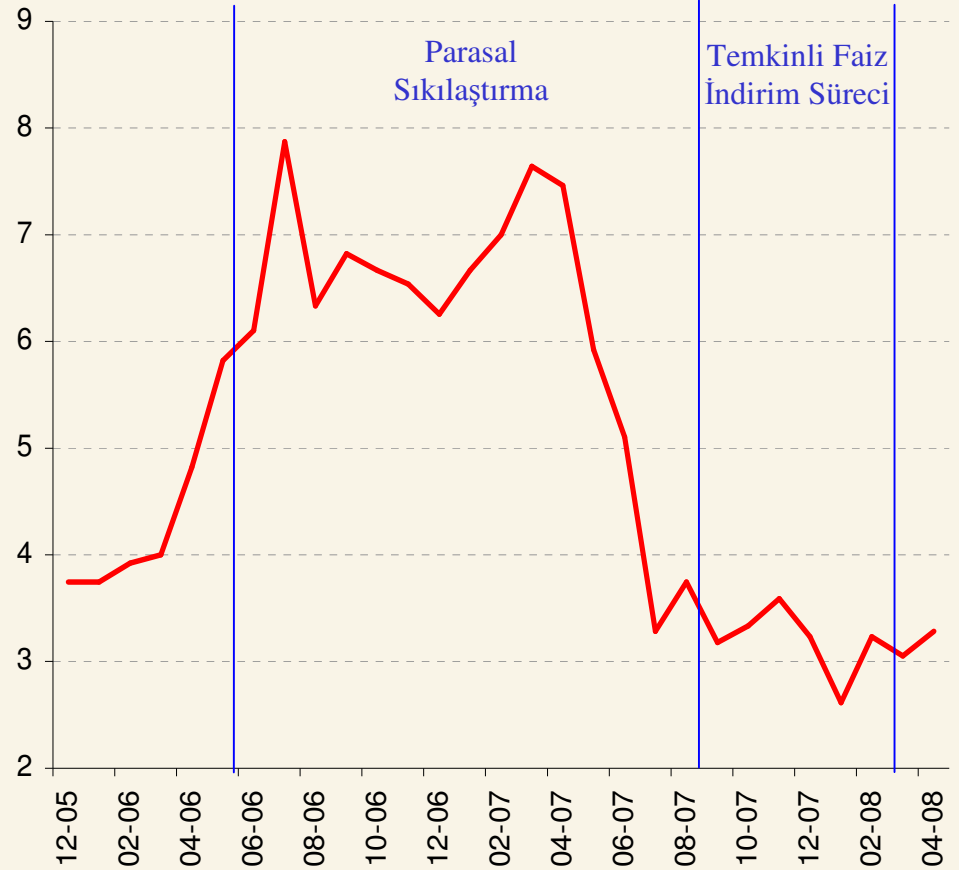


Karşılaştırmalı Enflasyon Gerçekleşmeleri

✓ 2006 yılının üçüncü çeyreğinde Türkiye’de enflasyonun, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla, 8 puan kadar yukarıda olduğu görülmektedir.

✓ 2006 yılı ortalarından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın verdiği destek ile bu fark kapanmaya başlamış, 2008 yılının ilk aylarında 3 puana kadar gerilemiştir.

Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler* ile Türkiye Arasındaki Enflasyon Farkı (Aralık 2005 – Nisan 2008, yıllık yüzde değişim)



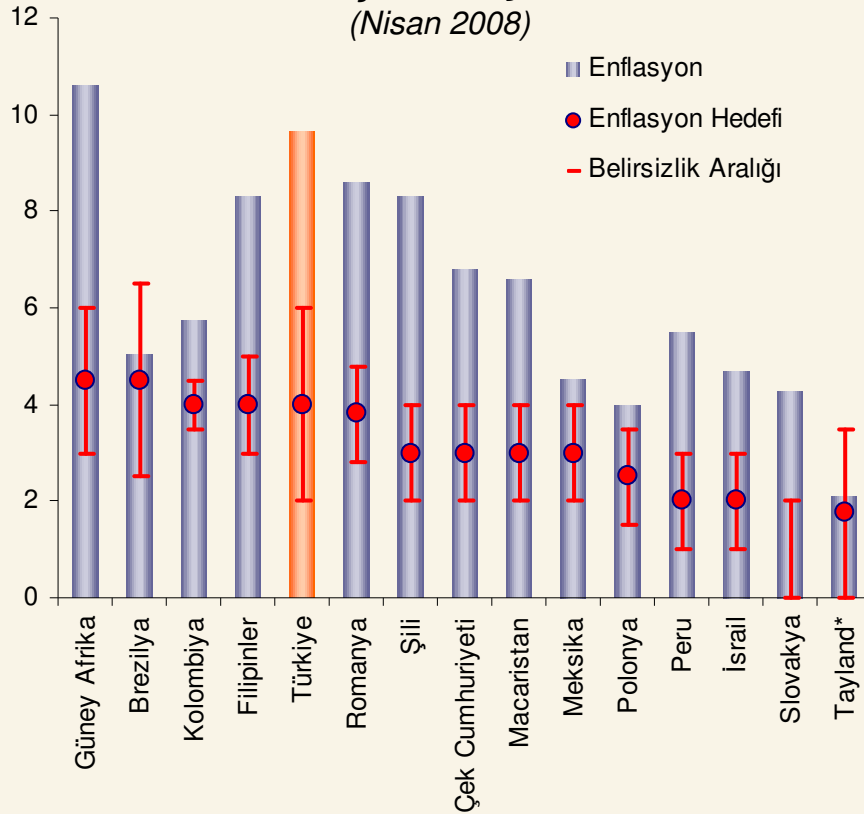
* Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler: Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Kolombiya, Filipinler, Güney Afrika, İsrail, Macaristan, Meksika, Peru, Polonya, Romanya, Şili, Slovakya, Tayland

Kaynak: Merkez Bankaları, TÜİK, TCMB



Karşılaştırmalı Enflasyon Gerçekleşmeleri

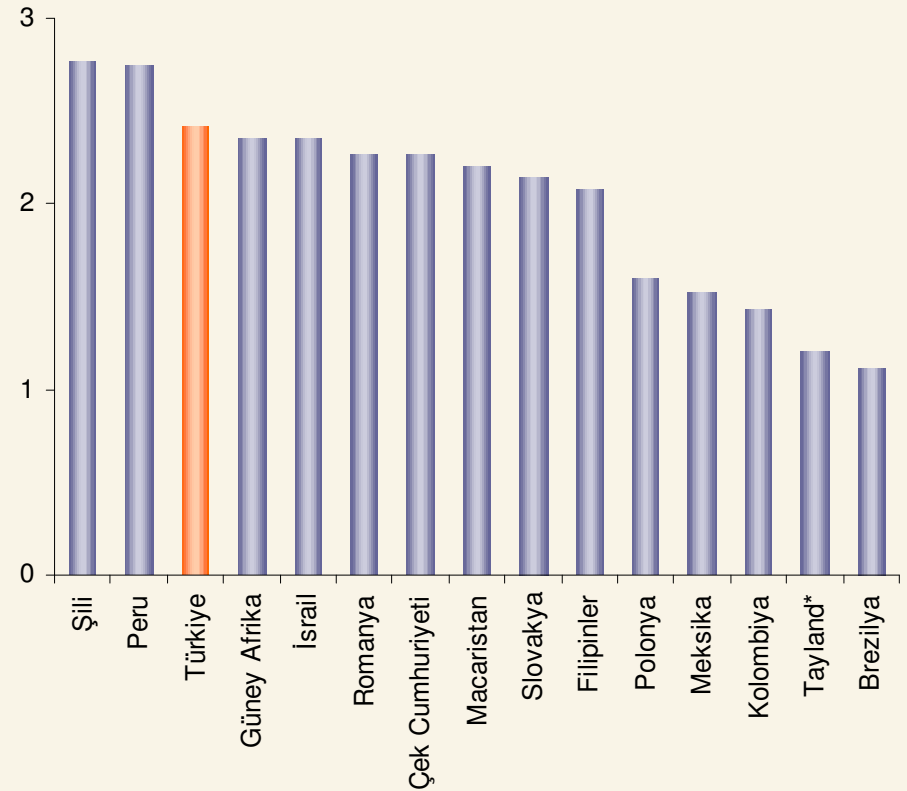
Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Enflasyon Hedefleri, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gelişmeleri
(Nisan 2008)



* Tayland'da enflasyon hedefleri, çekirdek enflasyon için belirlenmektedir. Bu nedenle hesaplamalar tüketici enflasyonu yerine çekirdek enflasyona göre yapılmıştır.

Kaynak: Merkez Bankaları, TÜİK, TCMB

Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Enflasyon Oranının Enflasyon Hedefine Oranı
(Nisan 2008)



* Tayland'da enflasyon hedefleri, çekirdek enflasyon için belirlenmektedir. Bu nedenle hesaplamalar tüketici enflasyonu yerine çekirdek enflasyona göre yapılmıştır.

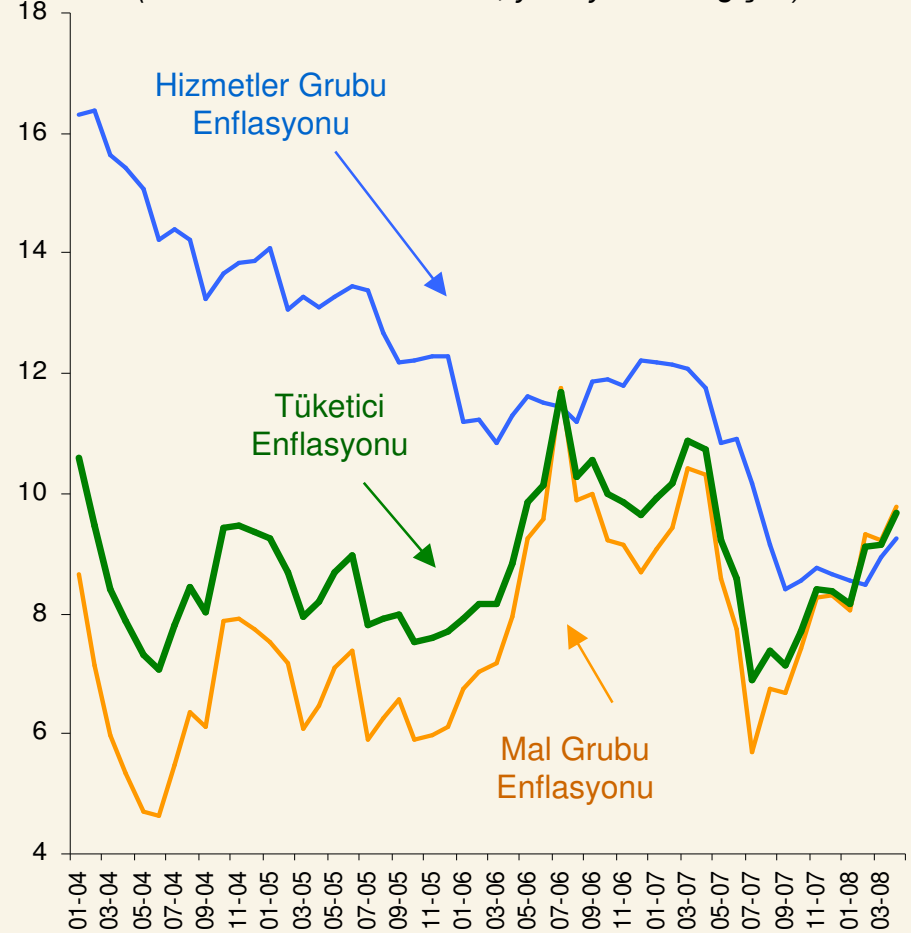
Kaynak: Merkez Bankaları, TÜİK, TCMB



Türkiye'de Enflasyon Gelişmeleri

- ✓ 2007 yılının ilk üç çeyreğinde yıllık enflasyon, öngörüldüğü şekilde kademeli olarak gerilemiş ve Eylül ayında %7,1 olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ Yılın son çeyreğinde ise kuraklık ve enerji fiyatlarındaki artışlar gibi arz yönlü şoklar ile yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda gerçekleştirilen ayarlamalar enflasyondaki düşüş eğiliminin duraksamasına neden olmuştur.
- ✓ 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla yıllık enflasyon %9,66 seviyesindedir.
- ✓ Hizmetler grubu enflasyonunda belirginleşen yavaşlama eğilimine rağmen, mal grubu enflasyonu, dışsal ve arz yönlü etkiler sonucunda yükseliş eğilimine girmiştir.

Tüketici, Hizmetler ve Mal Grubu Enflasyonu
(Ocak 2004 – Nisan 2008, yıllık yüzde değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB

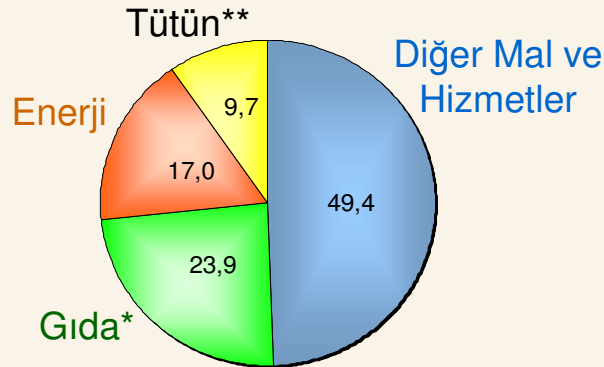


Türkiye’de Enflasyon Gelişmeleri

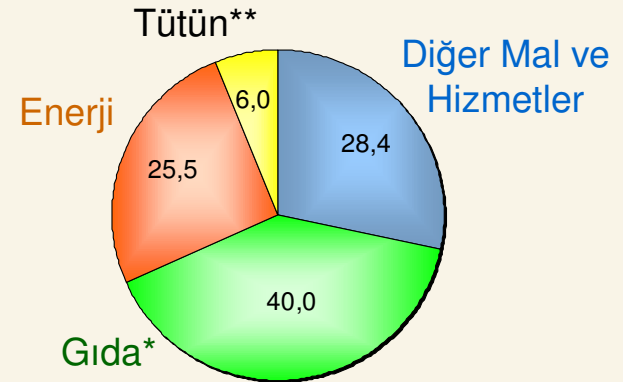
- ✓ Gıda, enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar gibi, para politikasının etki alanı dışında kalan kalemlerin yıl sonu enflasyonuna katkısı 2004-2006 arası dönemde %51 iken, 2008 yılı Nisan ayında %71’e yükselmiştir.

Yıl Sonu Enflasyonunun Bileşenleri (yüzde katkı)

2004 – 2006 Ortalaması



Nisan 2008



* Gıda: Gıda ve alkolsüz içecekler grubu
** Tütün: Tütün ürünleri ve alkollü içecekler
Kaynak: TÜİK, TCMB



Türkiye'de Enflasyon Gelişmeleri

✓ Gıda fiyatları, 2007 yılında enflasyondaki düşüş sürecini yavaşlatan temel unsurlardan biri olmuştur.

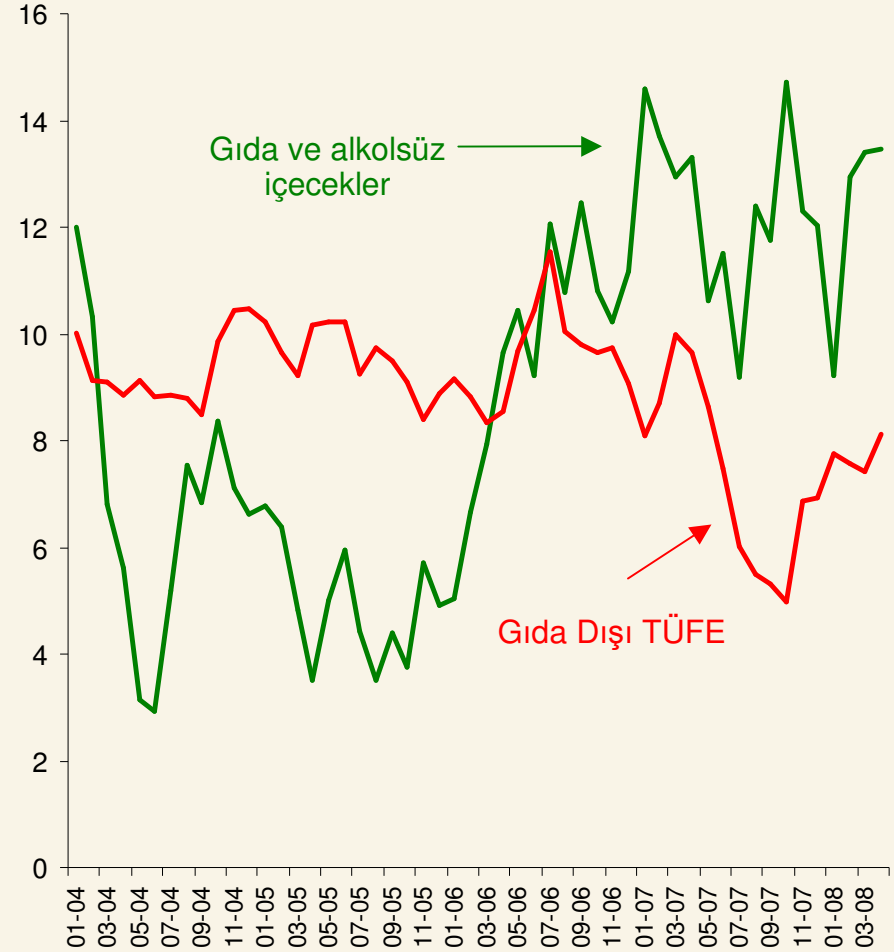
- 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla gıda grubunun yıllık enflasyona katkısı 3,9 puandır.

✓ Öte yandan 2007 yılında gıda dışı enflasyonda 2006 yılına göre önemli bir yavaşlama gözlenmiştir.

- Gıda dışı enflasyon 2006 yılı Aralık ayında %9,1 iken, 2007 yılının Ekim ayında %4,98'e gerilemiştir.

- Kasım ve Ocak aylarında yönetilen/ yönlendirilen fiyatlarda gerçekleştirilen ayarlamalar, gıda dışı enflasyondaki düşüş eğiliminin duraklamasına neden olmuştur. 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla gıda dışı yıllık enflasyonun artış hızı %8,1'dir.

Gıda ve Gıda Dışı TÜFE*
(Ocak 2004 – Nisan 2008, yıllık yüzde değişim)



*Gıda ile alkolsüz içecekler dışı TÜFE

Kaynak: TÜİK, TCMB



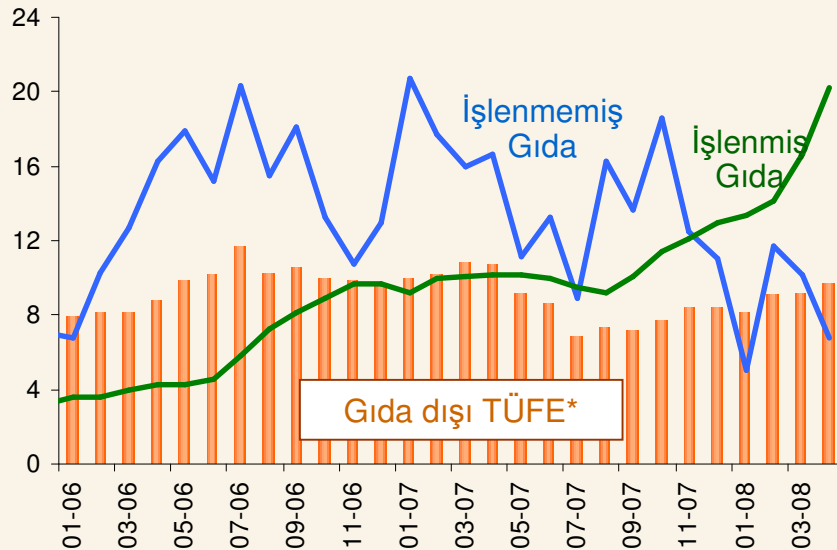
Türkiye’de Enflasyon Gelişmeleri

Gıda Grubu Enflasyonu:

- ✓ İşlenmemiş gıda fiyatları yıllık artış oranı yüzde 6,7 ile 2007 yılı Nisan ayına göre önemli ölçüde gerileme göstermiştir.
- ✓ İşlenmiş gıda ürünleri fiyatları Nisan ayında yüzde 3,4 oranında artarak yükseliş eğilimini sürdürmüştür. Bu artışla işlenmiş gıda grubundaki enflasyon yıllık bazda yüzde 20,2, yıl başına göre ise yüzde 9,2 seviyesine ulaşmıştır.
- ✓ Yurt içi ve uluslararası buğday fiyatlarındaki yükselişe paralel olarak ekmek ve tahıl grubu fiyatlarındaki artışlar devam etmektedir. Yıl başına göre fiyat artış hızı yüzde 12,8’dir.

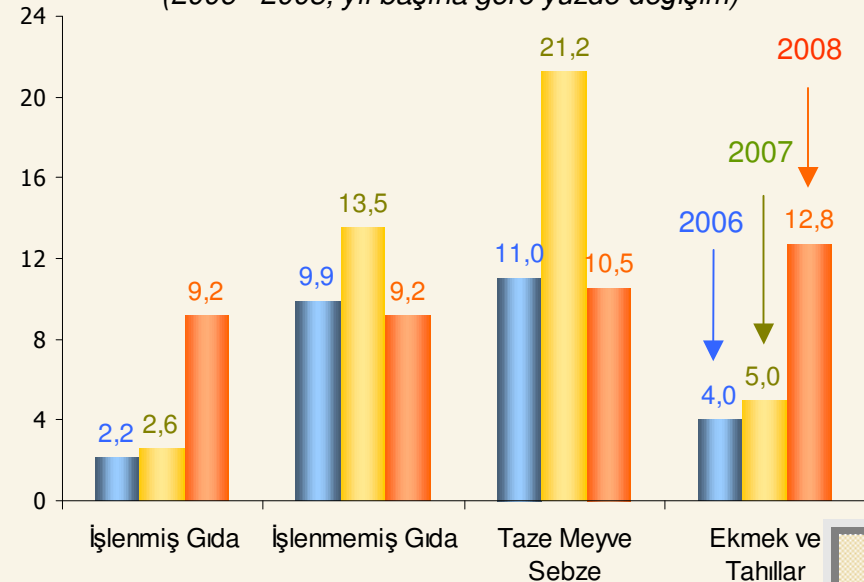
İşlenmemiş Gıda ve İşlenmiş Gıda Fiyatları

(Ocak 2006 –Nisan 2008, yıllık yüzde değişim)



Gıda Fiyatları

(2006 –2008, yıl başına göre yüzde değişim)



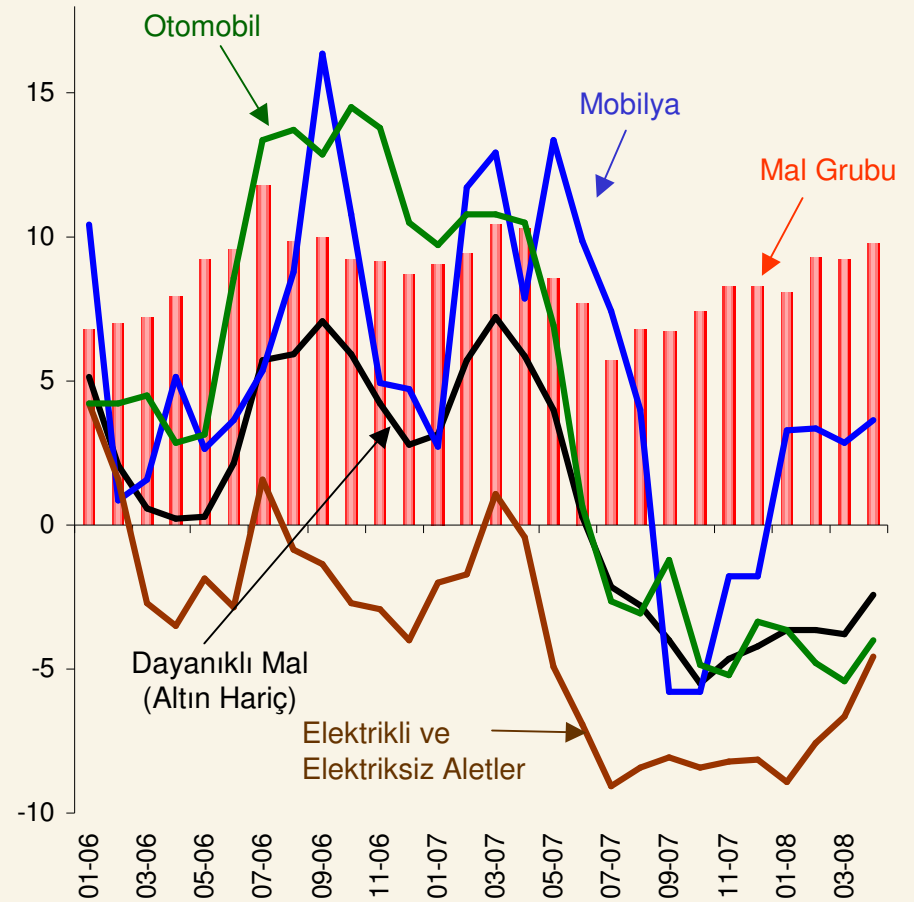


Türkiye'de Enflasyon Gelişmeleri

Mal Grubu Enflasyonu:

- ✓ Yıllık bazda 2007 yılı Mart ayında yavaşlamaya başlayan mal grubu enflasyonu, Temmuz ayında %5,7'ye kadar geriledikten sonra, gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar ile yönetilen/ yönlendirilen fiyatlarda gerçekleştirilen ayarlamalar nedeniyle 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla %9,8 seviyesine yükselmiştir.
- ✓ Dayanıklı tüketim malları yıllık enflasyonu sınırlı da olsa gerilerken altın fiyatlarındaki yükseliş, enerji ve işlenmemiş gıda dışı mal grubu fiyatlarını olumsuz etkilemeye devam etmiştir.

Mal Grubu Enflasyonu ve Seçilmiş Alt Kalemler (Ocak 2006 – Nisan 2008, yıllık yüzde değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB



Türkiye'de Enflasyon Gelişmeleri

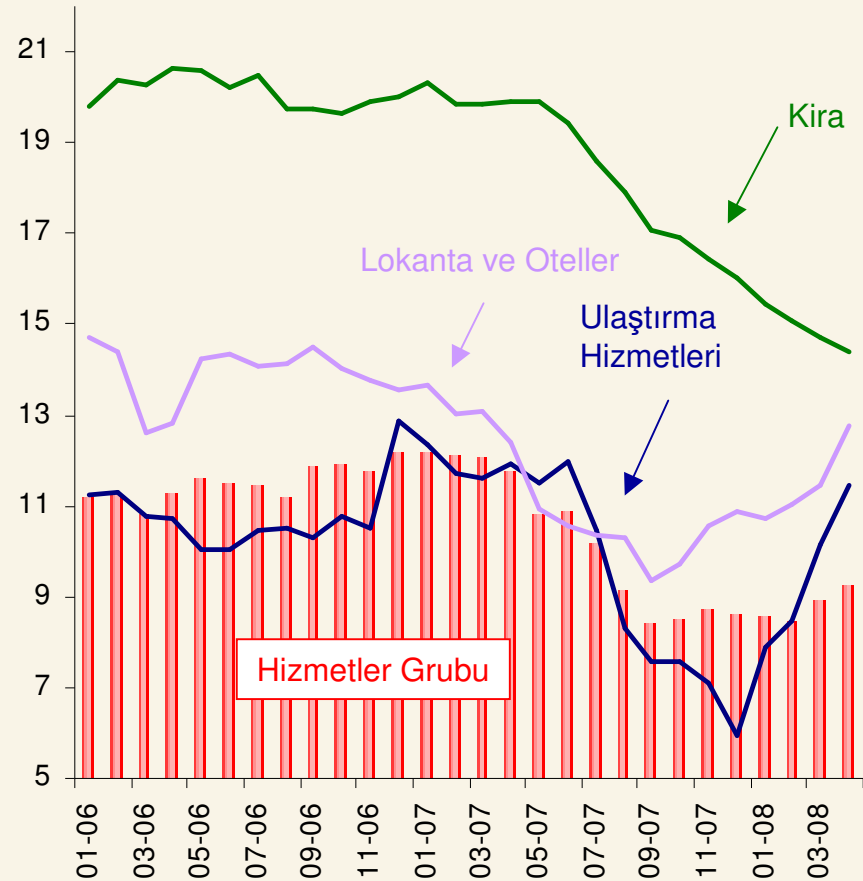
Hizmet Grubu Enflasyonu:

✓ Hizmetler grubu enflasyonu, 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla %9,2 olarak gerçekleşmiştir.

- Gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar sonucunda yükselen yemek ve ulaştırma hizmetleri fiyatları, hizmet grubu enflasyonundaki iyileşmeyi sınırlamıştır.

- Kira enflasyonundaki yavaşlama dikkat çekicidir. 2006 yılı sonunda %20 olan yıllık artış hızı, 2008 yılının Nisan ayında %14,4 seviyesine gerilemiştir.

Hizmetler Grubu Enflasyonu ve Seçilmiş Alt Kalemler
(Ocak 2006 – Nisan 2008, yıllık yüzde değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB



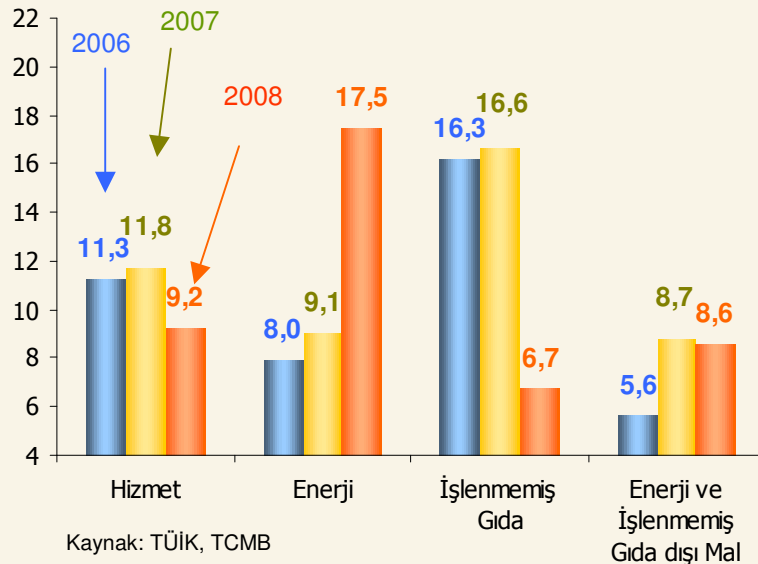
Türkiye’de Enflasyon Gelişmeleri

Nisan ayı itibarıyla son üç yıllık döneme bakıldığında;

- ✓ Hizmet fiyatlarının artış hızı önceki yıllara kıyasla önemli ölçüde yavaşlamıştır.
- ✓ Enerji grubunda yıllık enflasyon, arz yönlü şokların etkisiyle, 2005 ve 2006 yıllarına göre yüksek seyretmektedir.
- ✓ Enerji ve işlenmemiş gıda dışı mal fiyatları 2008 yılı Nisan ayında yıllık bazda %8,6 artmıştır. Bu gelişmede, işlenmiş gıda, tütün ürünleri ve altın fiyatlarında Kasım ve Ocak aylarında gözlenen belirgin artışlar belirleyici olmuştur.

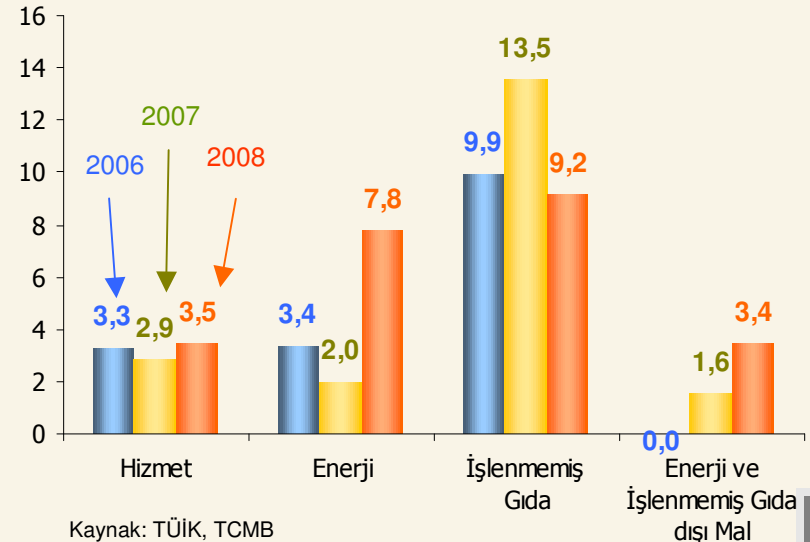
Gruplar İtibarıyla Enflasyon

(2006-2008, Nisan ayı itibarıyla yıllık yüzde değişim)



Gruplar İtibarıyla Enflasyon

(2006 –2008, Nisan ayı itibarıyla yıl başına göre yüzde değişim)





Enflasyon – Beklentiler

Enflasyon beklentileri incelendiğinde:

✓ Son dönemde gözlenen bozulma eğilimi fiyatlama davranışlarına ilişkin riskleri artırmıştır.

- Yıl sonu beklentileri: %9,64
- 12 aylık beklentiler: %7,88
- 24 aylık beklentiler: %6,67

✓ Gıda ve enerji fiyatlarındaki birikimli artışlar bir yandan enflasyondaki düşüşü geciktirirken diğer yandan beklentilerdeki iyileşmeyi engellemektedir.

✓ Ayrıca, döviz kuru hareketleri ve risk algılamasındaki bozulma da enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Enflasyon ve Enflasyon Beklentileri
(Ocak 2005 – Mayıs 2008, yıllık yüzde değişim)



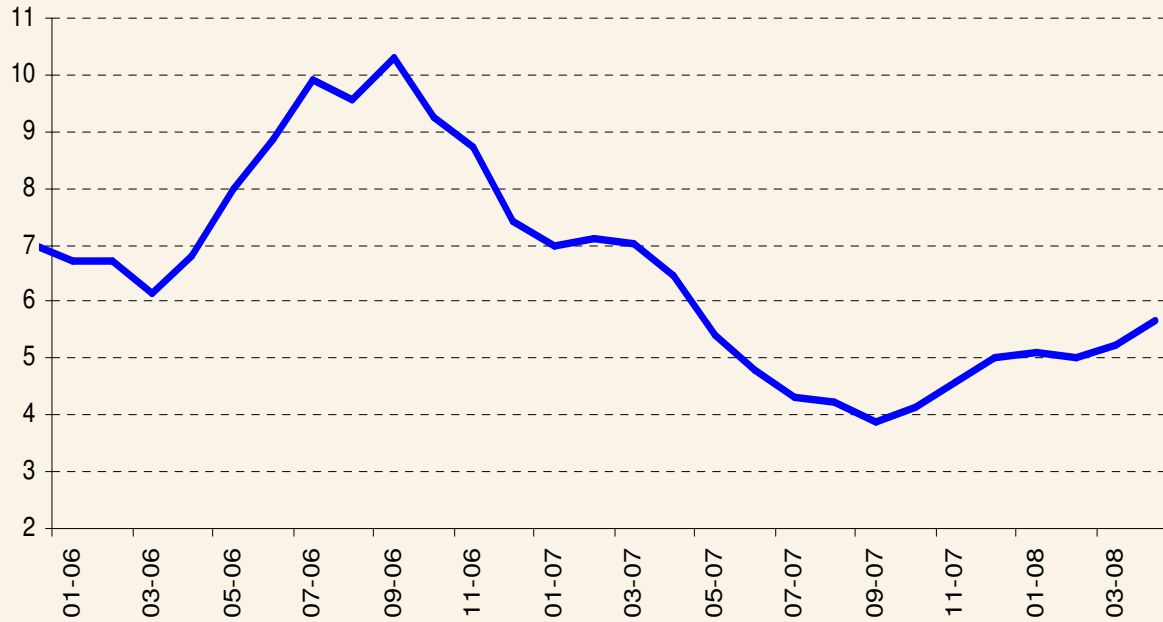
Kaynak: TCMB, TÜİK



Enflasyon – Genel Eğilim

- ✓ 2006 yılı Eylül ayından itibaren dört çeyrek boyunca gözlenen enflasyon eğilimindeki yavaşlama, 2007 yılının son çeyreğinde kesintiye uğramıştır.
- ✓ Önümüzdeki dönemde gıda ve enerji fiyatlarındaki artışların genel fiyatlama davranışlarına yansımaları yakından izlenmeye devam edilecektir.

Enflasyon Eğilimi
(Ocak 2006 – Nisan 2008, yüzde değişim)



* Mevsimsellikten arındırılmış işlenmiş gıda hariç ÖKİT-G-H endeksinin aylık değişiminin yıllıklandırılmış hali (3 aylık hareketli ortalama)

Kaynak:TÜİK, TCMB



Enflasyon – Tahminler

- ✓ Arz şoklarının beklenenden daha uzun sürmesi, küresel ekonomideki belirsizliklerin devam etmesi ve ikincil etkilerin görülmeye başlanması, enflasyon tahminlerimizin belirgin olarak yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.

Enflasyon Tahminlerindeki Değişikliğin Kaynakları (yüzde puan)

	2008	2009
Gıda Fiyatları	1,2	1,1
Petrol Fiyatları	0,9	0,4
Döviz Kuru	1,5 – 2,0	1,0
Diğer	-	0,5
Toplam	3,8	3,0

Kaynak: TCMB



Enflasyon – Tahminler

Baz senaryo varsayımları:

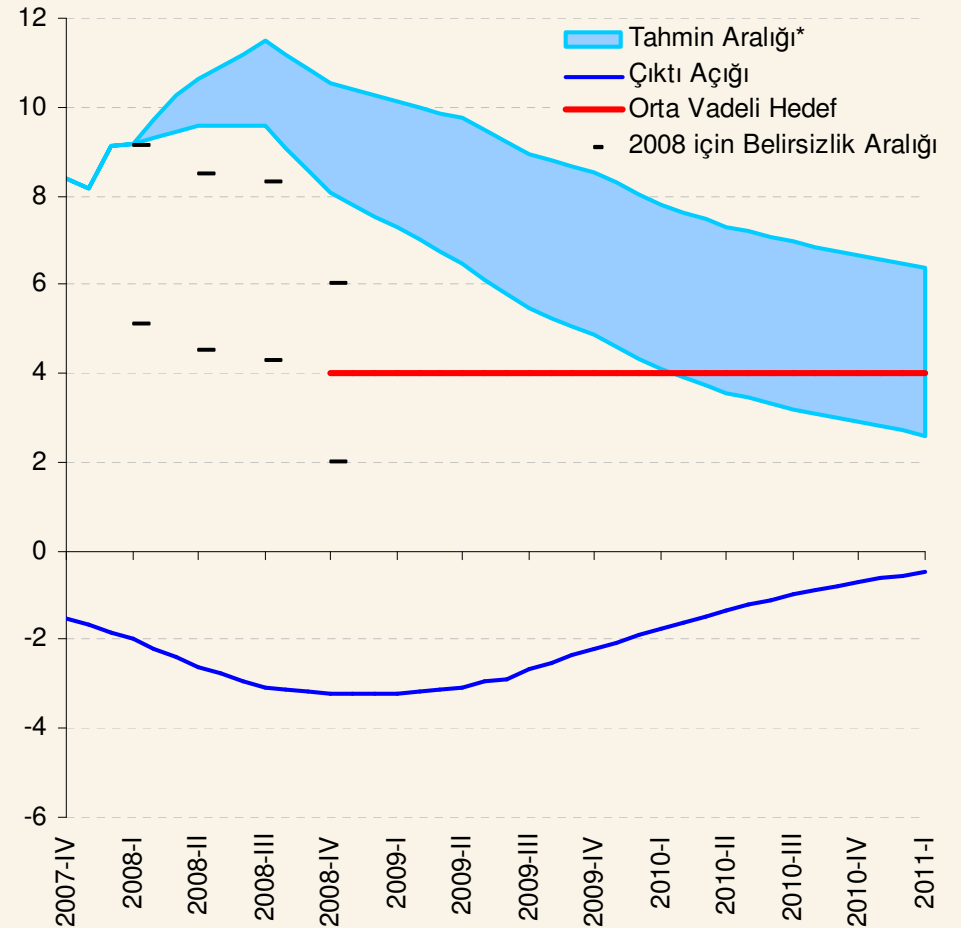
	2008	2009	2010
Petrol Fiyatları	105 \$	105 \$	105 \$
Gıda Fiyatları	% 13	% 8	% 7

✓ Politika faizlerinin 2008 yılının ortalarına kadar kademeli ve ölçülü bir şekilde artırıldığı ve sonrasında yılın kalan dönemi boyunca sabit tutulduğu varsayımı altında...

Enflasyon Tahminleri :

2008	% 9,3
2009	% 6,7
2010	% 4,9
2011 ortaları	% 4,0

Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahmini



*Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.
Kaynak: TCMB



Enflasyon – Riskler

Kötümser senaryo varsayımları:

	2008	2009	2010
Petrol Fiyatları	125 \$	150 \$	150 \$
Gıda Fiyatları	% 17	% 11	% 10

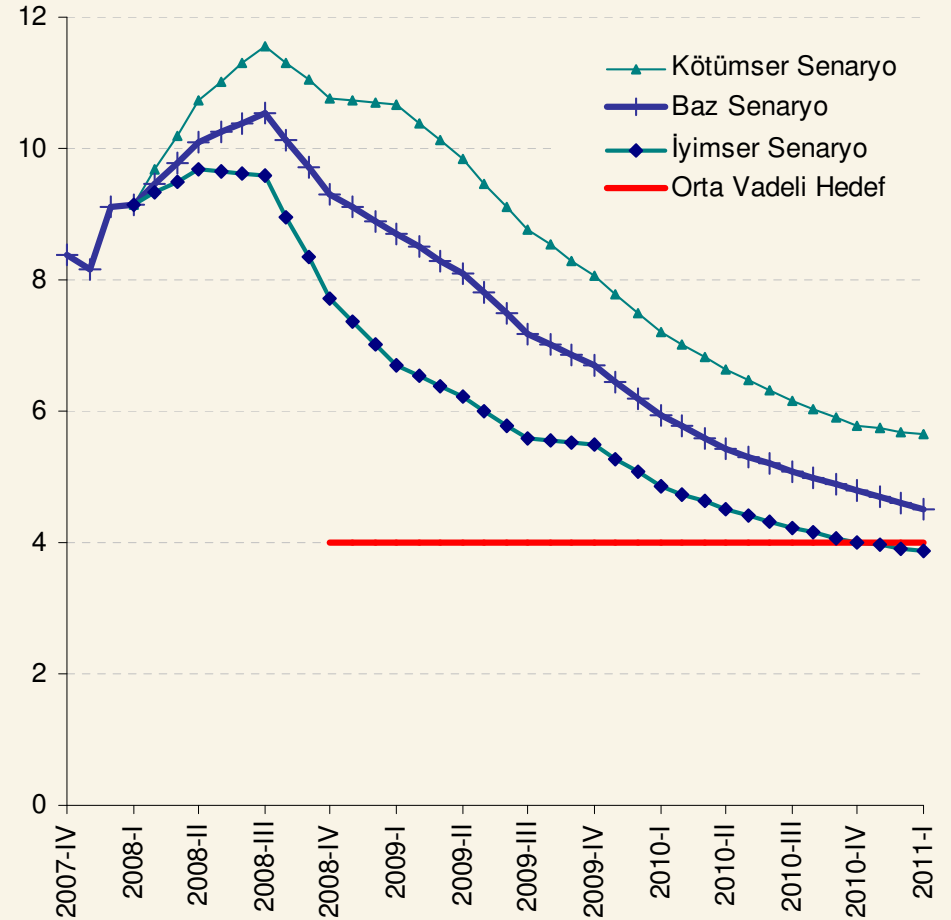
✓ Politika faizlerinin 2008 yılının sonuna kadar kademeli olarak artırılması

İyimser senaryo varsayımları:

	2008	2009	2010
Petrol Fiyatları	95 \$	85 \$	85 \$
Gıda Fiyatları	% 9	% 5	% 4

✓ Politika faizlerinin önümüzdeki aylarda sınırlı bir miktarda artırılması ve sonrasında sabit tutularak 2008 yılının son çeyreğinden itibaren kademeli olarak indirilmesi

Enflasyon Tahmini (2007 4.Ç – 2011 1.Ç, yüzde)



Kaynak: TCMB



Enflasyon – Riskler

Riskler: Enerji ve Gıda Fiyatları

- ✓ Enerji ve gıda fiyatlarındaki artışların oldukça uzun bir zaman boyunca devam etmesi, enflasyon hedeflemesi rejimine başlandığından bu yana hedeflerin belirgin olarak aşılmasına neden olmuş ve enflasyon beklentilerinin katılaşmasına yol açmıştır.
- ✓ Enerji ve gıda fiyatlarına ilişkin riskler her iki yönlüdür:
 - Beklenenden daha olumsuz gerçekleşmesi durumunda para politikası duruşunu daha da sıkılaştırabilecektir.
 - Beklenenden daha olumlu gelişmesi halinde ise enflasyonun yüzde 4 düzeyine daha çabuk ulaşması öngörülmektedir.



Enflasyon – Riskler

Riskler: Beklentiler ve Fiyatlama Davranışları

- ✓ Normal şartlar altında, arz şoklarının görece fiyatları geçici olarak etkilemesi, ancak orta vadeli enflasyon eğilimini değiştirmemesi beklenir.
- ✓ Ancak, birden fazla arz şokunun aynı anda ortaya çıkması ve oldukça uzun bir süredir devam ediyor olması, gelinen noktada fiyatlama davranışlarına dair riskleri göz ardı edilemeyecek bir noktaya getirmiştir.
- ✓ Önümüzdeki dönemde fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın daha da belirginleşmesi ve enflasyonun beklenenden daha fazla katılık göstermesi durumunda, para politikasının yukarıda sunulan baz senaryoya kıyasla daha uzun bir süre boyunca ve daha sıkı bir duruş izlemesi gerekebilecektir.
- ✓ Kamu bütçesinde sıkılaştırma gereği doğması halinde, bu ihtiyacın dolaylı vergi artışlarıyla değil öncelikle harcama kısıcı tedbirlerle karşılanacağı varsayılmıştır. Bu varsayımların gerçekleşmemesi durumunda enflasyon ve para politikası görünümü de değişebilecektir.



Enflasyon – Riskler

Riskler: Uluslararası Gelişmeler

- ✓ Enflasyon görünümüne dair diğer bir temel risk küresel ekonomideki yavaşlamanın beklenenden daha sert gerçekleşmesi ve buna bağlı olarak finansal piyasalarda gözlenebilecek dalgalanmalardır.
- ✓ Küresel ekonomideki belirsizliklere paralel olarak gözlenen döviz kuru gelişmeleri de enflasyondaki düşüşü sınırlama riski taşımaktadır.
- ✓ Ancak, iç talebin mevcut görünümü göz önüne alındığında döviz kurundan fiyatlara geçişteki ikincil etkilerin bu aşamada sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir.
- ✓ Merkez Bankası, enflasyondaki orta vadeli düşüşü tehdit etmediği sürece piyasalardaki geçici dalgalanmalara politika faizleri aracılığıyla tepki vermeyecektir. Ancak genel fiyatlandırma davranışlarında bozulma eğilimi belirginleştiği takdirde gerekli parasal sıkılaştırmayı yapmakta tereddüt edilmeyecektir.



VI. Para Politikası Duruşu



Para Politikası Kararları

Para Politikası Kararları



- ✓ 13 Eylül 2007 tarihli toplantıda temkinli bir faiz indirim süreci başlatan Para Politikası Kurulu, toplam 225 baz puanlık indirimin ardından 19 Mart 2008 tarihli toplantısında faiz indirimlerine ara vermiştir.
- ✓ Son dönemde gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar ile küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin devam etmesi arz şoklarının ikincil etkilerine ve enflasyon katılığına ilişkin riskleri artırmıştır.
- ✓ Kurul, Mayıs ayı toplantısında, gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişin genel fiyatlama davranışlarını olumsuz etkililerini önlemek amacıyla politika faiz oranını 50 baz puan yükseltmiştir.

Para Politikası Kurulu Faiz Kararları (Ocak 2007 – Mayıs 2008)

Toplantı Tarihi	Politika Faiz Oranı	Değişiklik
16 Ocak 2007	17,50	0
15 Şubat 2007	17,50	0
15 Mart 2007	17,50	0
18 Nisan 2007	17,50	0
14 Mayıs 2007	17,50	0
14 Haziran 2007	17,50	0
12 Temmuz 2007	17,50	0
14 Ağustos 2007	17,50	0
13 Eylül 2007	17,25	- 0,25
16 Ekim 2007	16,75	- 0,50
14 Kasım 2007	16,25	- 0,50
13 Aralık 2007	15,75	- 0,50
17 Ocak 2008	15,50	- 0,25
14 Şubat 2008	15,25	- 0,25
19 Mart 2008	15,25	0
17 Nisan 2008	15,25	0
15 Mayıs 2008	15,75	+ 0,50

Kaynak: TCMB



Para Politikası Kararları

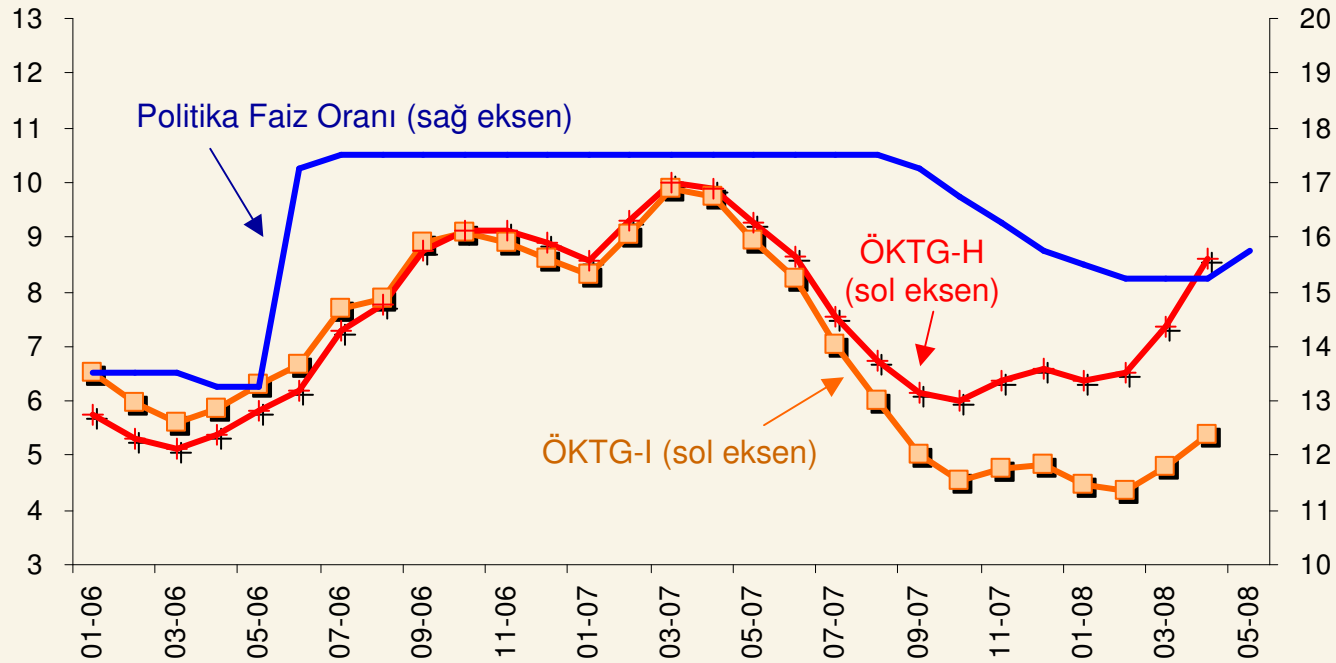
- ✓ **2008 Yılı Ocak Ayı Enflasyon Raporu:** “Tahminlerin ana mesajı, 2007 Eylül ayında başlatılan ölçülü indirim sürecinin devamının olumlu veri ve gelişmelere bağlı olacaktır.”
- ✓ **14 Şubat 2008 Tarihli PPK duyurusu:** “Küresel ekonomide süregelen belirsizlikler ve fiyatlama davranışlarına ilişkin riskler para politikasında temkinli olma gereğini artırmıştır.”
- ✓ **19 Mart 2008 PPK duyurusu:** “Kurul, artan gıda ve enerji fiyatları ile küresel belirsizliklerin enflasyon hedefine ulaşılmasını geciktirebileceği değerlendirmesinde bulunmuştur.”
- ✓ **2008 Yılı Nisan Ayı Enflasyon Raporu:** “Arz şoklarının beklenenden daha uzun sürmesi ve ikincil etkilerin görülmeye başlanması, tahminlerimizin belirgin olarak yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda, para politikası daha temkinli bir duruş almıştır.”
- ✓ **15 Mayıs 2008 PPK duyurusu:** “Merkez Bankası gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişin genel fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemesini önlemek için gerekli tedbirleri almaya devam edecektir. Bu doğrultuda, gerektiği taktirde önümüzdeki dönemde de ölçülü faiz artışı Kurul’un gündeminde olacaktır.”



Para Politikası Kararları

- ✓ Mevcut veriler, enflasyonda kademeli bir düşüş için, para politikasının sıkı duruşunun uzunca bir süre korunmasının söz konusu olabileceğine işaret etmektedir.

Politika Faiz Oranları (basit faiz) ve Çekirdek Enflasyon Göstergeleri
(Ocak 2006 – Mayıs 2008, yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB



Para Politikası Duruşu

- ✓ Gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin yeni risklerin ortaya çıkması, yüzde 4 olarak belirlenmiş olan enflasyon hedefine ulaşmanın öngörülenden daha uzun bir zaman alabileceğine işaret etmektedir.
- ✓ Para politikası orta vadede fiyat istikrarı hedefine odaklanmaktadır; ancak içinde bulunulan konjonktür göz önüne alınarak bu hedefe ulaşma süresi ile ilgili katı bir politika izlenmeyecektir.
- ✓ Zira arz şoklarından kaynaklanan enflasyon artışına sert tepki verilmesi iktisadi faaliyette ve görece fiyatlarda arzu edilmeyen dalgalanmalara yol açabilecektir. Bu nedenle, enflasyonun 2009 yılının sonunda hedefin üzerinde gerçekleştiği bir çerçevede öngörülmektedir.
- ✓ Merkez Bankası, belirsizliklerin ve risklerin arttığı bu dönemde, enflasyonu kontrol altında tutacak ve orta vadede hedefe yakınsamasını sağlayacak, fiyat istikrarı konusunda elde edilen kazanımların korunmasına odaklı politikalar izlemeye devam edecektir.



Para Politikası Duruşu

- ✓ Merkez Bankası, enflasyon beklentilerinde son dönemde gözlenen yükselişin genel fiyatlama davranışlarında bozulmaya yol açmasına izin vermeyecektir.
- ✓ Bu doğrultuda önümüzdeki dönemde olumsuz haberlere karşı olumlu haberlerden daha duyarlı bir duruş sergilenecek ve gerektiğinde ölçülü faiz artışlarına gidebilecektir.
- ✓ Dünyada ekonomik belirsizliklerin arttığı mevcut ortamda Merkez Bankası, para politikasının nispeten öngörülebilir ama aynı zamanda şoklara karşı dayanıklı olmasını sağlamak için çaba gösterecektir.



Para Politikası Duruşu

Para ve Maliye Politikalarında Uyumun Önemi:

- ✓ Fiyat istikrarına ulaşılabilmesi için basiretli bir para politikası gereklidir, fakat bu tek başına yeterli değildir.
- ✓ Uygulanan maliye politikaları ve yapısal reform süreci de en az para politikası kadar önem taşımaktadır.
- ✓ Enflasyonun tek haneli seviyelere inmesinde maliye politikalarının katkısı büyük olmuştur.
- ✓ Bundan sonra da fiyat istikrarına giden yolda maliye politikalarının desteği önemli olacaktır. Özellikle mevcut konjunktürde ekonomimizin dayanıklılığını koruması için mali disiplin ve yapısal reformların devamlılığı kritik önem taşımaktadır.



Enflasyon Hedefi

- ✓ Uluslararası piyasalarda son iki yıldır süregelen enerji ve gıda fiyatlarındaki hızlı artış eğiliminin kalıcı olabileceğine dair analiz ve görüşler son dönemde ağırlık kazanmaya başlamıştır.
- ✓ Dünyada gıda ve enerji kaynaklı enflasyonun bir süre daha devam etmesi halinde yüzde 4 düzeyindeki hedefe kısa vadede ulaşılması mümkün görülmemektedir.
- ✓ Nisan ayı Kurul toplantısında hedef revizyonu konusu değerlendirilmiştir. 2008 yılı için hedefin değiştirilmesi, hesap verme ilkesinin ihlali anlamına geleceğinden uygun görülmemektedir.
- ✓ 2009 ve sonrası için ise gıda ve petrol fiyatları ile küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle hedef değiştirme konusunun yıl sonuna doğru bütçe hazırlıkları çerçevesinde tekrar değerlendirilmesinin uygun olacağı düşünülmüştür.
- ✓ İktisadi birimlerin kısa vadede 30 Nisan tarihinde açıklanan enflasyon tahminlerini, orta vadede ise yüzde 4 enflasyon hedefini referans alacağı bir çerçeve öngörülmüştür.



Para Politikası Duruşu

- ✓ Mevcut likidite koşulları altında, Merkez Bankası gerektiğinde kısa zaman içinde güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitme esnekliğine sahip bulunmaktadır.
- ✓ Son dönemde döviz alım ihale miktarının azaltılması, Hazinesinin YTL borçlanarak döviz cinsi borçlanma oranını düşürmesi ve para talebinde gözlenen artış gibi gelişmelerle gecelik piyasada çekilen fazla likidite azalış göstermiştir. Söz konusu eğilimin önümüzdeki dönemde de devam etmesi ve bu doğrultuda parasal koşullarda görece olarak sıkılaşıma gözlenmesi öngörülmektedir.
- ✓ Bu çerçevede, Merkez Bankasına esnek ve etkin bir likidite yönetimi imkanı tanımakta ve şartlar gerektirdiği takdirde Para Politikası Kurulu toplantısına ihtiyaç duyulmadan parasal sıkılaştırmaya gidilebilmesi mümkün olmaktadır.



Para Politikası Duruşu

- ✓ Para politikası duruşu, enflasyon hedeflerine, mevcut verilere, geleceğe ilişkin beklentilere ve orta vadeli enflasyon tahminlerine bakılarak belirlenmektedir.
- ✓ Orta vadeli enflasyon görünümüne dair açıklanacak her yeni veri, para politikasının geleceğe yönelik duruşunun gözden geçirilmesine neden olacaktır.

✓ Verilere bağlılığa örnekler:

- **Avrupa ekonomilerinde beklenenin üzerinde bir yavaşlama:** Dış talep yavaşlayacak, enflasyon tahmini hedefin altına inecek, hedeften sapma ihtimali dolayısıyla uygulanan para politikası gevşetilecek.
- **Maliye politikasında bir gevşeme:** Enflasyon tahminini hedefin yukarısına taşıyacak. Hedeften sapma ihtimali dolayısıyla enflasyon tahminini hedefle uyumlu hale getiren yeni bir para politikası (parasal sıkılaştırma) takip edilecek.



Fiyat İstikrarına Odaklı Para Politikası

- ✓ Ülkemizde fiyat istikrarına yönelik olarak önemli mesafe alınmış, ancak fiyat istikrarı henüz tam olarak sağlanamamıştır.
- ✓ Mevcut ortamda enflasyonun düşürülmesi ve belirlenen hedefe yakınsaması amacıyla iç talebi kontrol altına alacak ve hedefle uyumlu bir para politikası takip edilecektir.
- ✓ Bugün fiyat istikrarına sahip birçok gelişmiş ülke, geçmişte enflasyonu kontrol altına alabilmek amacıyla gerektiğinde güçlü parasal sıkılaştırma uygulamak zorunda kalmıştır.

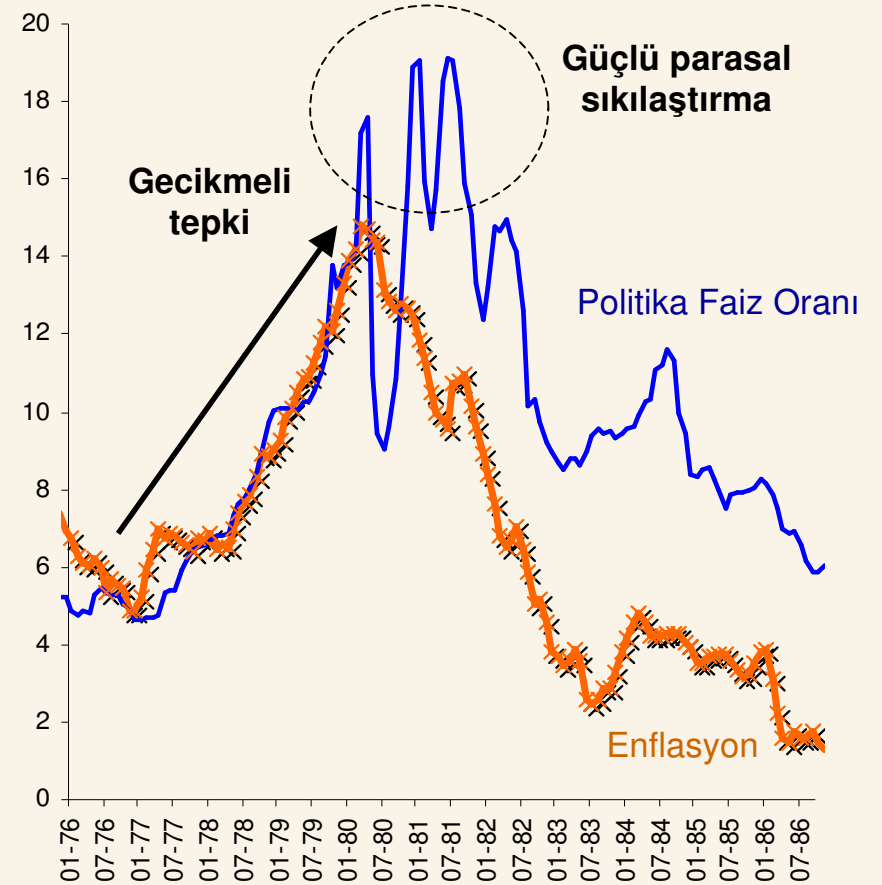


Fiyat İstikrarına Odaklı Para Politikası

Örnek 1: ABD, 1976 – 1982

- ✓ 1976 yılının sonlarında hızlanan enflasyona karşı para otoritesinin güçlü bir tepki vermemesi, 1980'li yılların başında enflasyonun %14 seviyesine çıkmasına neden olmuştur.
- ✓ 1980 yılında uygulamaya konulan güçlü parasal sıkılaştırma ile enflasyon kontrol altına alınarak fiyat istikrarı yeniden tesis edilmiştir.
- ✓ Bu dönemde parasal sıkılaştırmanın boyutunun çok şiddetli olmasının temel nedeni, 1976-1980 arasında enflasyonu kontrol altına alacak bir para politikası izlenmemesi ve faiz artırım kararlarının enflasyon gelişmelerinin gerisinde kalmasıdır.
- ✓ Sonuçta, fiyat istikrarının yeniden sağlanmasının ABD ekonomisi üzerinde maliyeti çok daha fazla olmuştur.

ABD'de Politika Faiz Oranları (basit faiz) ve Enflasyon (1976 – 1986, yüzde)



Kaynak: ABD Merkez Bankası

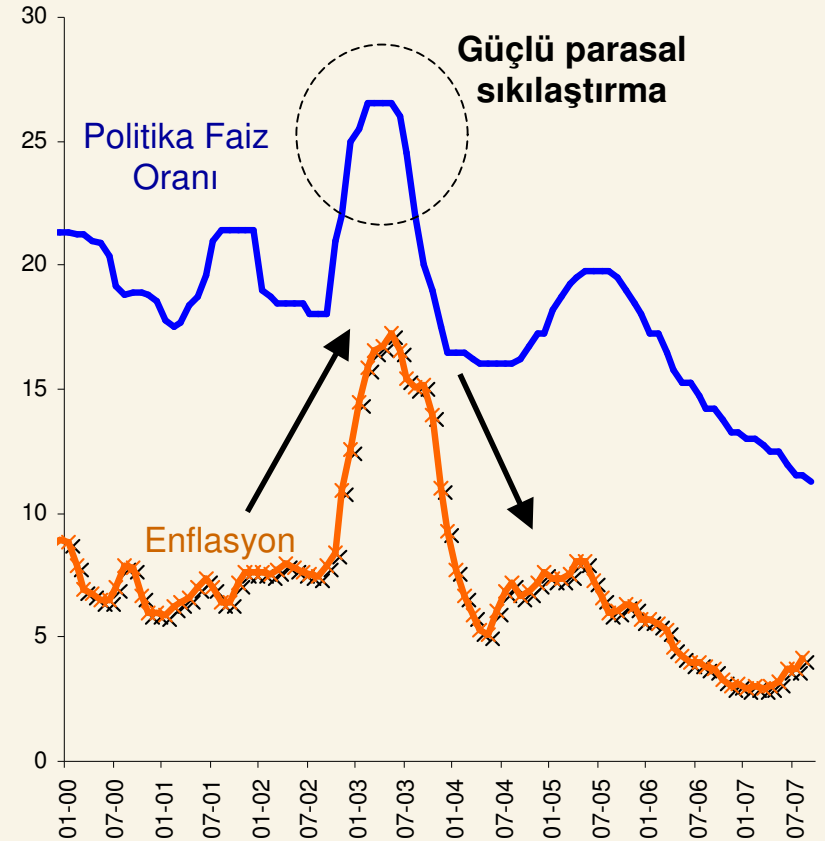


Fiyat İstikrarına Odaklı Para Politikası

Örnek 2: Brezilya, 2002 – 2003

- ✓ Brezilya'da, sermaye akımlarının aniden kesilmesi ve Brezilya para biriminin ABD doları karşısında değer yitirmesi nedeniyle enflasyon 2001-2003 döneminde hedeflerin üzerinde gerçekleşmiştir.
- ✓ Uygulanan güçlü parasal sıkılaştırma ve disiplinli maliye politikası sayesinde takip eden dönemlerde fiyat artışları kontrol altına alınarak enflasyonun tekrar hedefe doğru yakınsaması sağlanmıştır.

Brezilya'da Politika Faiz Oranları (basit faiz) ve Enflasyon (2000 – 2007, yüzde)

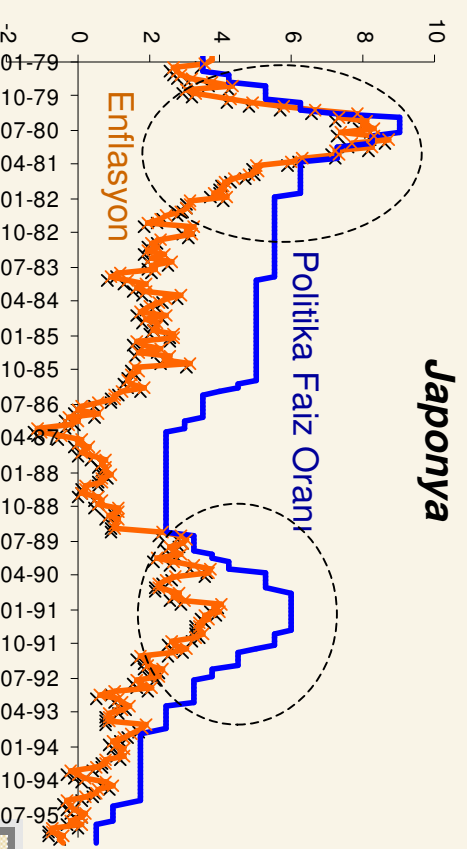
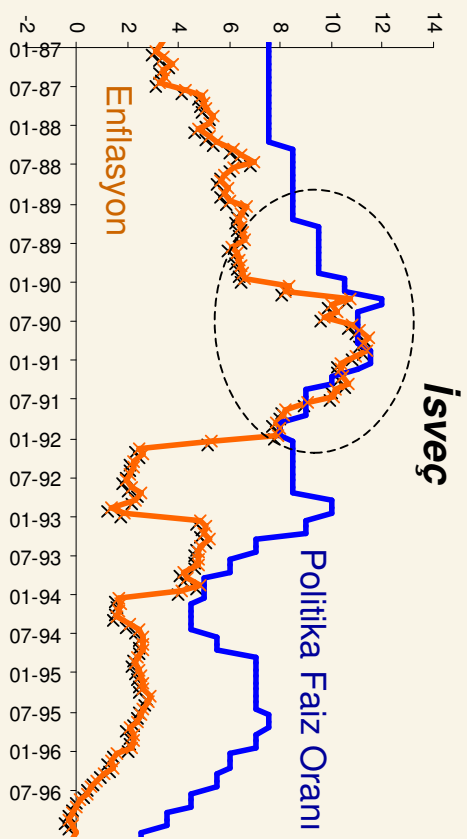
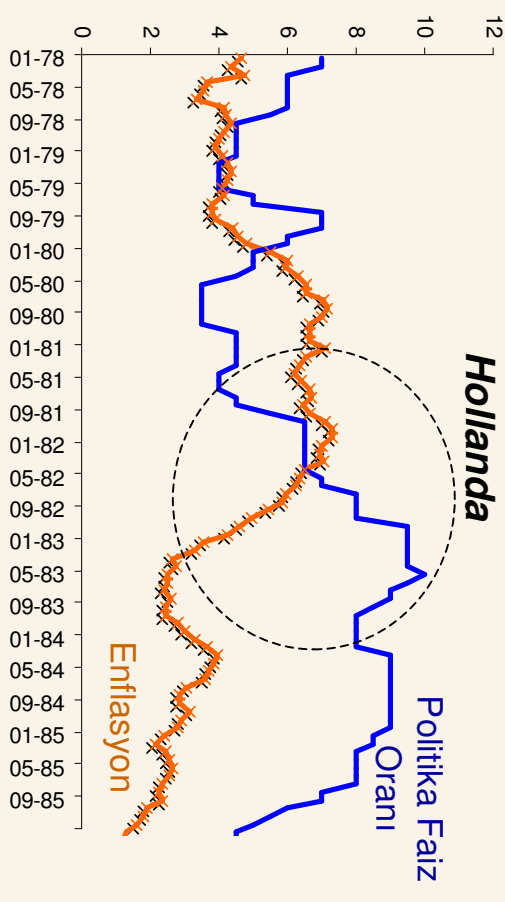
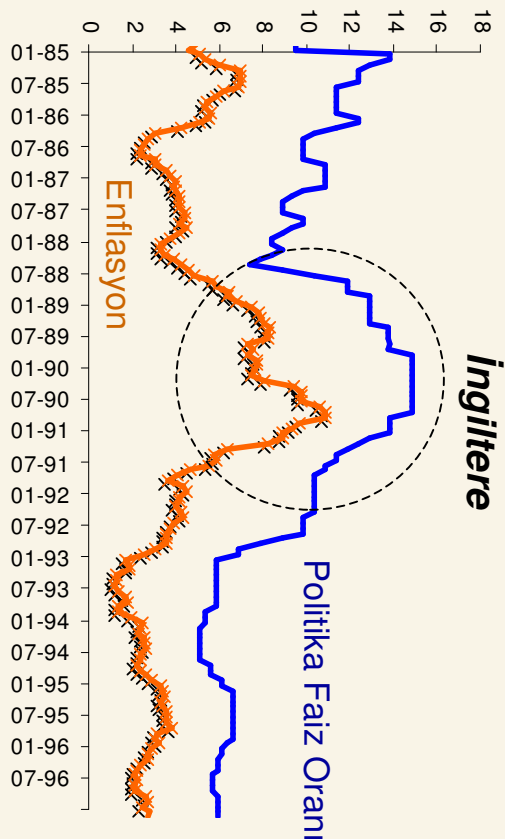


Kaynak: Brezilya Merkez Bankası



Fiyat İstikrarına Odaklı Para Politikası

Yüksek enflasyona karşı parasal sıkılaştırma örnekleri





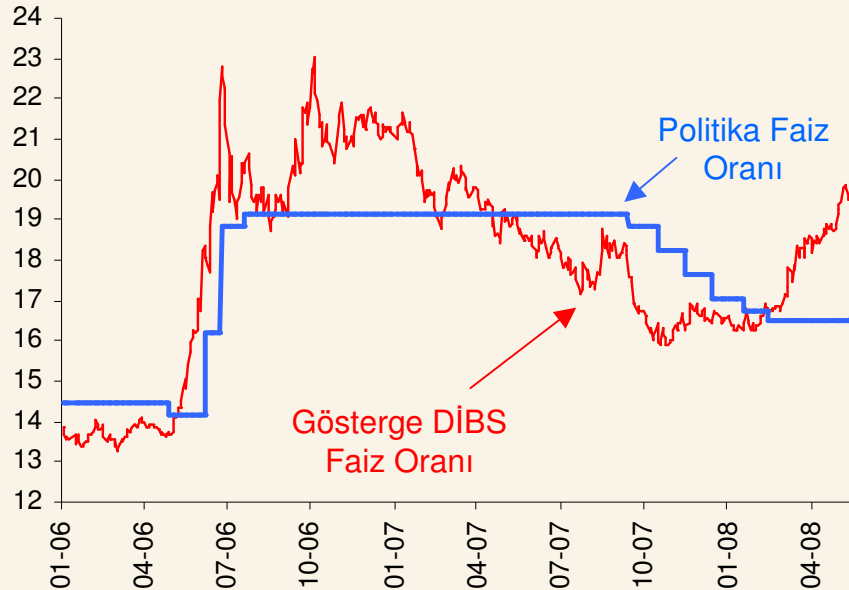
VII. Piyasalar



Faiz Gelişmeleri

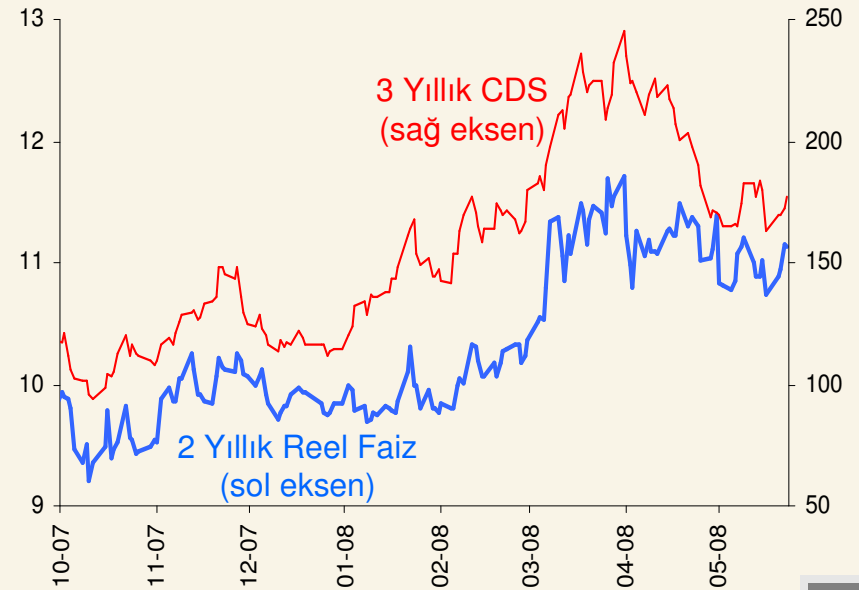
- ✓ Son dönemde piyasa faizlerinde gözlenen yukarı yönlü hareket büyük ölçüde küresel risklerin yurt içine yansımalarından kaynaklanmaktadır.
- ✓ Artan risklere paralel olarak özellikle Şubat ayının sonundan itibaren piyasa faizleri yükseliş eğilimine girerek politika faiz oranlarının üzerinde gerçekleşmiştir.
- ✓ Mevcut durumda politika faiz oranları ile gösterge DİBS faiz oranı arasında 280 baz puana yakın bir fark bulunmaktadır.

TCMB Politika Faiz Oranları ve Gösterge DİBS Faiz Oranı
(1 Ocak 2006 – 22 Mayıs 2008, bileşik, yüzde)



Kaynak: TCMB

2 Yıllık Devlet Tahvillerinin Reel Faizi ve 3 Yıllık CDS Oranı
(1 Ekim 2007 – 23 Mayıs 2008, bileşik, yüzde)



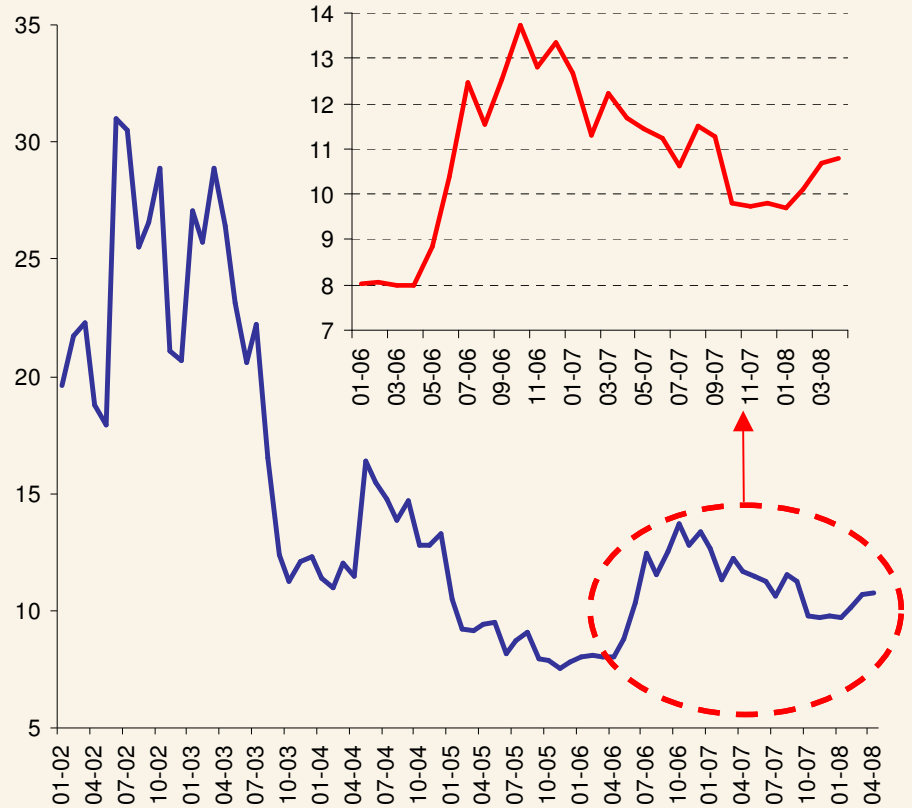
Kaynak: Bloomberg, TCMB



Faiz Gelişmeleri

- ✓ 2002 yılından bu yana istikrarda alınan mesafeye bağlı olarak nominal ve reel faizlerin önemli ölçüde düştüğü görülmektedir.
- ✓ 2002 yılı başında %20 - 30 aralığında seyreden reel faizler, 2007 yılı sonunda %9,8 olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ 2008 yılının ilk aylarında, finansal dalgalanmanın etkisiyle reel faizler %10,8 seviyesine yükselmiştir.

Reel Borçlanma Faiz Oranı
(Ocak 2002 – Nisan 2008, bileşik, yüzde)



* Devlet iç borçlanma ihalelerinde belirlenen borçlanma faizleri ile Beklenti Anketi'nde tahmin edilen 12 aylık enflasyon oranları kullanılarak hesaplanmıştır.
Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı



Faiz Gelişmeleri

- ✓ Nominal faiz oranları üç değişken tarafından belirlenmektedir:

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

- ✓ **Reel faiz**, sermayenin marjinal verimliliği ve tasarruf eğilimi gibi reel değişkenler tarafından belirlenir.
- ✓ **Enflasyon beklentileri** ile **enflasyon risk priminin** toplamından oluşan enflasyon telafisi ise fiyat istikrarının sağlandığı ortamlarda daha düşük gerçekleşecektir.
- ✓ Enflasyon bekleyişlerinin azalması ve risk priminin düşmesi nominal faizlerin düşmesini sağlar.

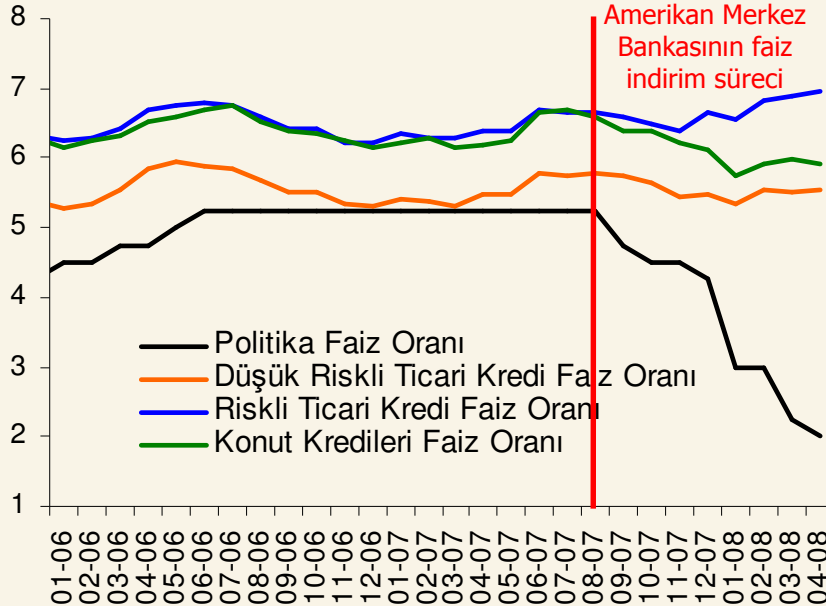
- ✓ Politika faiz oranını mevcut ekonomik şartların enflasyonla mücadele için gerekli kıldığı seviyenin altına yapay olarak indirerek, faizler genel düzeyini arzu edilen seviyelere düşürmek mümkün değildir.
- ✓ Böyle bir davranış, gerek enflasyon beklentilerini gerekse geleceğe yönelik risk algılamasını bozacağından, orta ve uzun vadeli faizlerin yükselmesine neden olacaktır.



Politika Faizleri ve Piyasa Faizleri İlişkisi

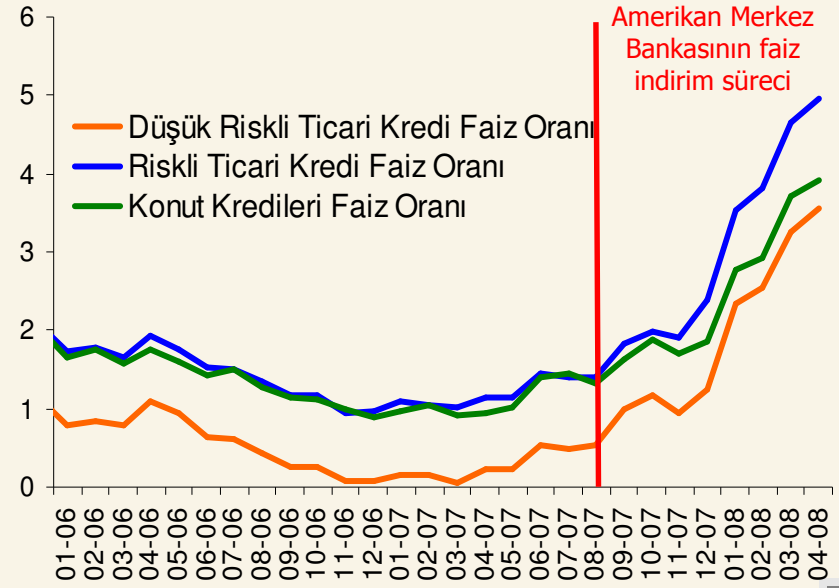
- ✓ Politika faiz oranlarının indirilmesi, serbest piyasa ortamında belirlenen ve ticari işletmeler ile tüketicilere uygulanan kredi faizlerinin aşağı çekilmesi için yeterli değildir.
- ✓ Örneğin, Amerikan Merkez Bankasının Eylül 2007'den bu yana uyguladığı parasal gevşemeye rağmen özellikle risk algılamalarındaki bozulmanın etkisiyle konut ve ticari kredilere uygulanan faiz oranları, politika faizlerindeki indirimle rağmen yüksek seviyesini korumuştur.

ABD Ekonomisinde Faiz Oranları
(Ocak 2006 – Nisan 2008, yüzde)



Kaynak: Amerikan Merkez Bankası

ABD Ekonomisinde Faizler Genel Düzeyi ile Politika Faiz Oranı Arasındaki Fark
(Ocak 2006 – Nisan 2008, yüzde)



Kaynak: Amerikan Merkez Bankası



Döviz Kuru ve Faiz İlişkisi

Dalgalı Kur Rejimi

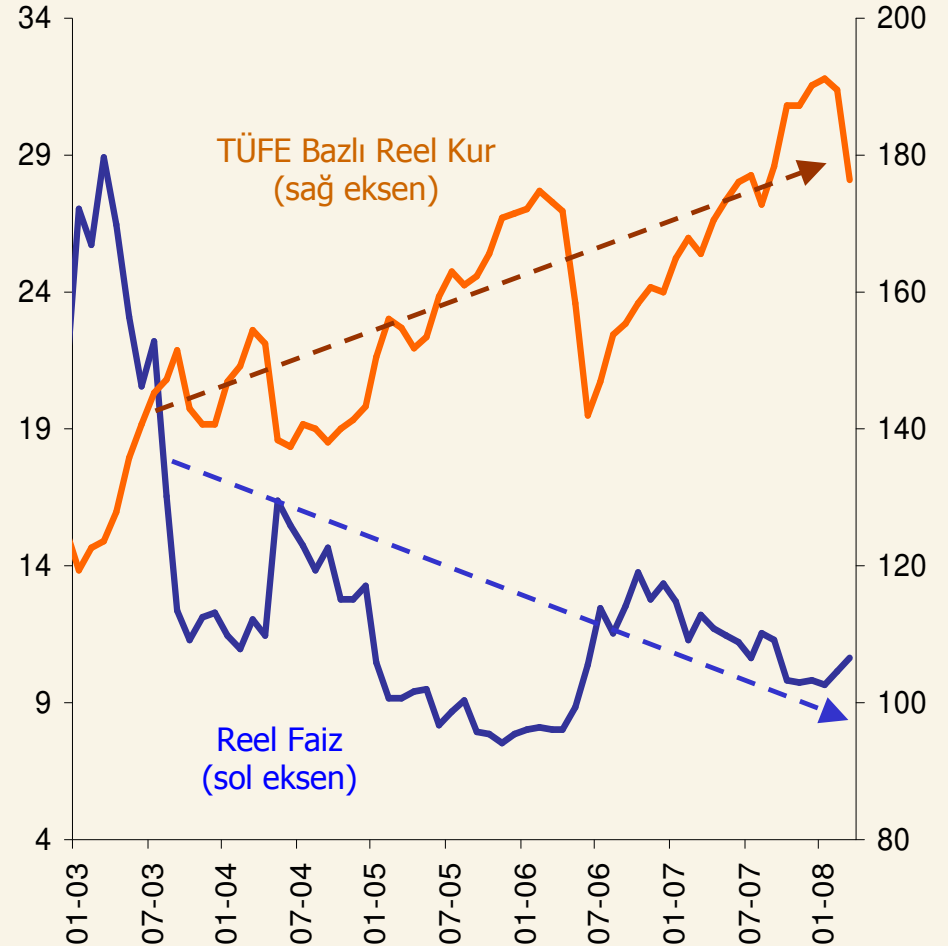
✓ Kurun değeri, piyasa koşulları altında belirlenmekte, ekonomik ve siyasi tüm politika uygulamalarının sonuçlarını ve beklentileri yansıtmaktadır.

✓ “Yüksek faiz, düşük kur” şeklinde bir politika uygulaması yoktur. Türk parasının değeri amaç değil, sonuçtur.

✓ Nitekim, 2001 yılı sonrası dönem incelendiğinde reel faizlerin ve Türk parasının değerinin ters yönde hareket ettiği görülmektedir.

✓ Uygulanan politika “düşük enflasyon için gereken faiz politikası”dır.

Reel Borçlanma Faizi (yüzde) ve Reel Kur
(TÜFE bazlı, Ocak 2003 – Nisan 2008)



* Devlet iç borçlanma ihalelerinde belirlenen borçlanma faizleri ile Beklenti Anketi'nde tahmin edilen 12 aylık enflasyon oranları kullanılarak hesaplanmıştır.
Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı



Döviz Kuru ve Faiz İlişkisi

Merkez Bankası faizleri ile döviz kuru arasında çok yönlü ve karmaşık bir ilişki vardır.

- ✓ Politika faiz oranları düşürüldüğünde birbiriyle çatışan iki faktör döviz kuru üzerinde etkileşimde bulunur:
 1. **Birincil Etki:** Türk parası cinsinden varlıkların getirisi düşer, döviz talebi artar, Türk parası üzerinde değer kaybetme baskısı oluşur.
 2. **Beklenti Kanalı:** Ekonomik gidişatla ilgili olumlu sinyal verilmiş olur, güven artar, ters para ikamesi güçlenir, Türk parası üzerinde değer kazanma baskısı oluşur.
- ✓ Bunlara ek olarak döviz ve YTL likiditesi, yatırımcı davranışları, farklı beklentiler gibi nedenlere bağlı olarak döviz kuru ekonomik temellerden ve politika faizlerinden kopuk hareket edebilir.
- ✓ Bu kanallardan hangisinin ne derecede baskın olacağını o anki konjonktür belirlemektedir.

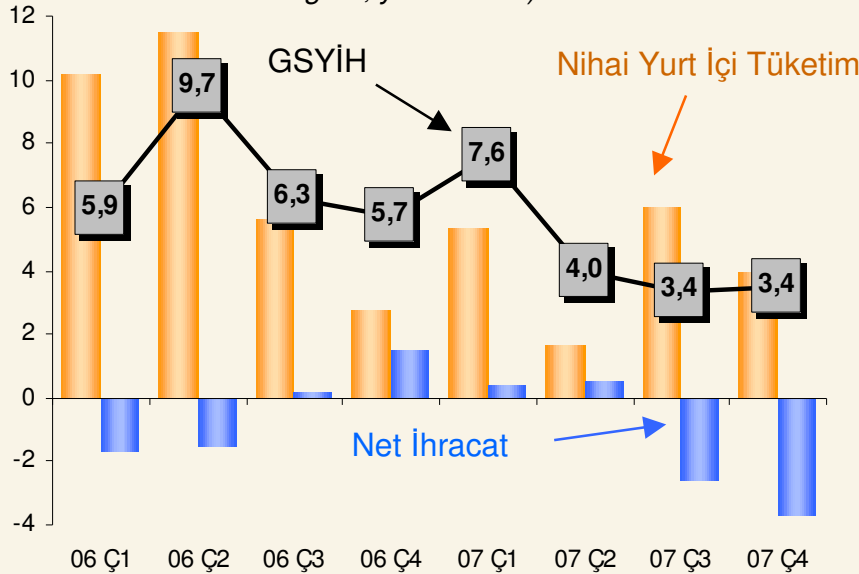


VIII. Ekonomik Görünüm

- ✓ 2007 yılının ikinci yarısında özel tüketim talebindeki toparlanmaya bağlı olarak yurt içi talebin büyümeye katkısı artarken, net dış talebin katkısının belirgin olarak eksi yönde gerçekleştiği görülmektedir.
- ✓ Tarım sektöründen kaynaklanan arz yönlü şok ve küresel kredi piyasalarındaki olumsuz gelişmelerin etkileri, 2007 yılının ikinci yarısında ekonomik büyümeyi yavaşlatan temel unsurlar olmuştur.

Büyümenin Bileşenleri

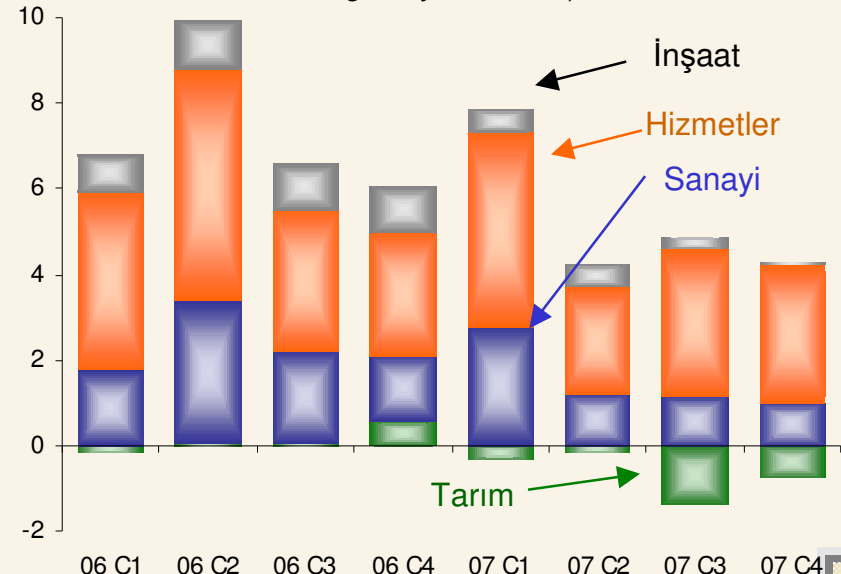
(2006 1.Ç – 2007 4.Ç, bir önceki yılın aynı dönemine göre, yüzde katkı)



Kaynak: TÜİK

Büyümenin Bileşenleri

(2006 1.Ç – 2007 4.Ç, bir önceki yılın aynı dönemine göre, yüzde katkı)



Kaynak: TÜİK

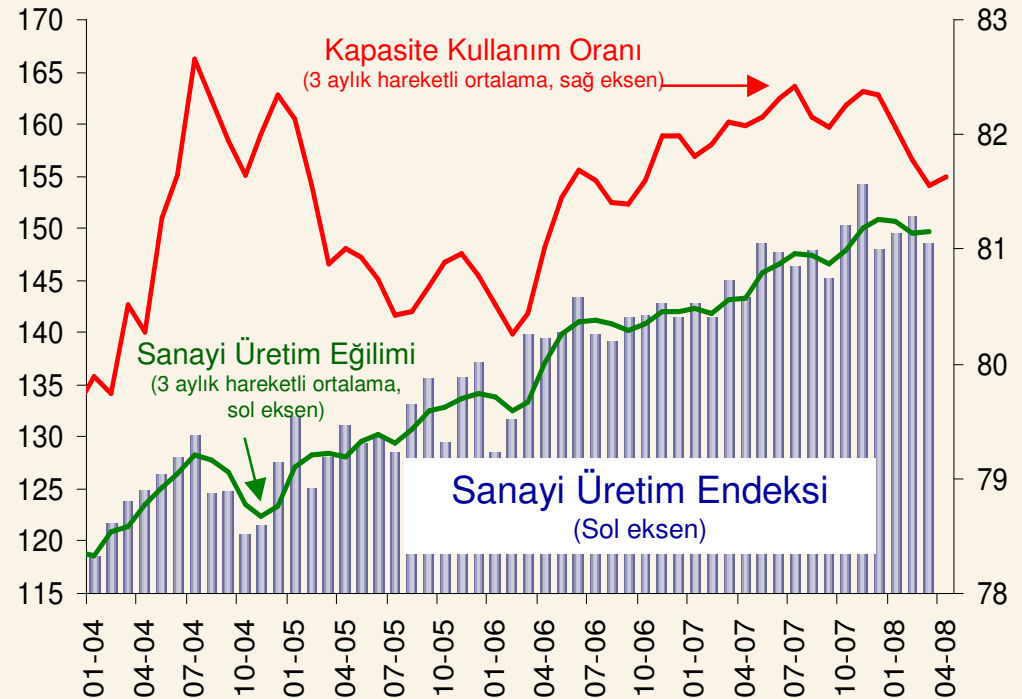


Üretim Gelişmeleri

- ✓ 2008 yılının ilk aylarına dair veriler ekonomideki ılımlı büyümenin yavaşlamakla birlikte sürdüğünü göstermektedir.
- ✓ Ancak, uluslararası kredi piyasalarındaki sorunların belirginleşmesiyle önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyete ilişkin aşağı yönlü riskler artmıştır.

- ✓ Mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretimi endeksi, 2008 yılının ilk çeyreğinde durağan bir eğilim sergilemiştir.
- ✓ Kapasite kullanım oranı son dönemde gerilemekle birlikte yüksek seviyesini korumaktadır.

Sanayi Üretim Endeksi* ve Kapasite Kullanım Oranı*
(Ocak 2004 – Nisan 2008, yüzde)



* Mevsimsellikten arındırılmış
Kaynak: TÜİK, TCMB

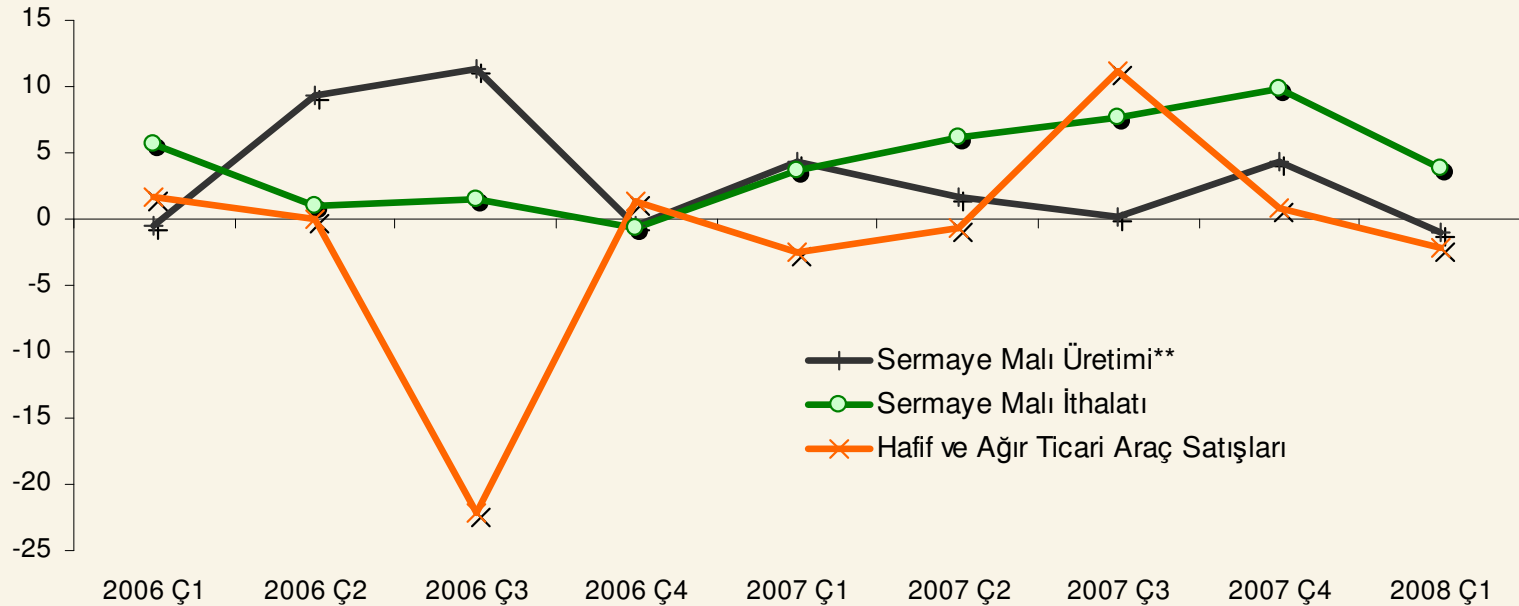


Yatırım Talebi Gelişmeleri

- ✓ Yatırım malları üretim ve ithalatı, hafif ve ağır ticari araç satışları gibi yatırım talebine ilişkin göstergeler makine-teçhizat yatırımlarında 2008 yılının ilk çeyreğinde bir ivmelenmeye işaret etmemektedir.

Yatırım Talebi Göstergeleri*

(2006 1.Ç – 2008 1.Ç, bir önceki yılın aynı dönemine göre, yüzde değişim)



* Mevsimsellikten arındırılmış

** Makine-Teçhizat üretimi ile Elektrikli Makine ve Cihazlar üretiminin ortalaması

Kaynak: TÜİK, OSD, TCMB



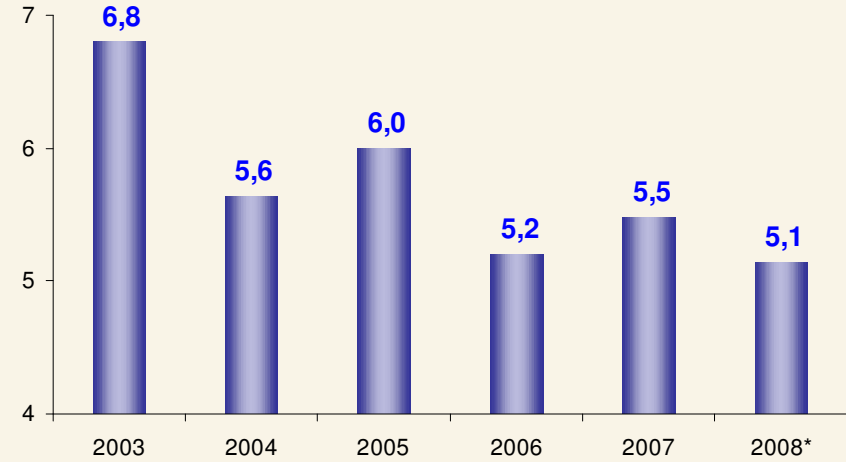
Ticari Faaliyetler

✓ 2002-2007 arasında hızlanan ekonomik faaliyetlerle birlikte gerek kullanılan banka çekleri sayısında, gerekse karşılıksız çıkan çek miktarında birbirine paralel bir artış gerçekleşmiştir.

✓ Karşılıksız banka çek adedinin takas odasına ibraz edilen toplam çek adedine oranı 2003 yılında %6,8 iken 2007 yılında %5,5'e gerilemiştir. 2008 yılının ilk dört ayında %5,1 düzeyindedir.

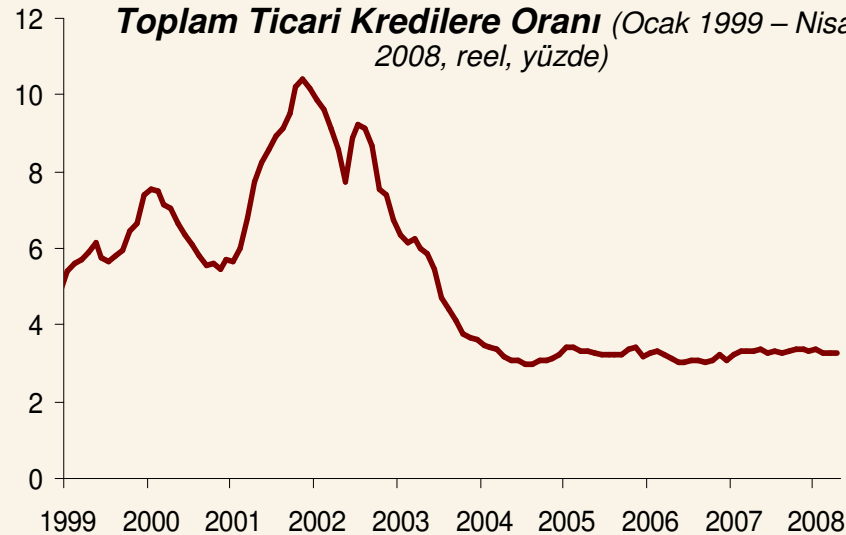
✓ Benzer bir şekilde, protestolu senet tutarlarının, ticari faaliyetlerin göstergesi olan ticari kredilere oranı, 2002 yılındaki %11 seviyesinden 2008 yılı Nisan ayında %3,3 seviyesine gerilemiştir.

Karşılıksız Banka Çek Adedinin Takas Odasına İbraz Edilen Toplam Çek Adedine Oranı (2003-2008*, yüzde)



* Ocak-Nisan ortalaması
Kaynak: TCMB, BTOM

Protestolu Senet Tutarlarının (12 aylık birikimli, reel) Toplam Ticari Kredilere Oranı (Ocak 1999 – Nisan 2008, reel, yüzde)



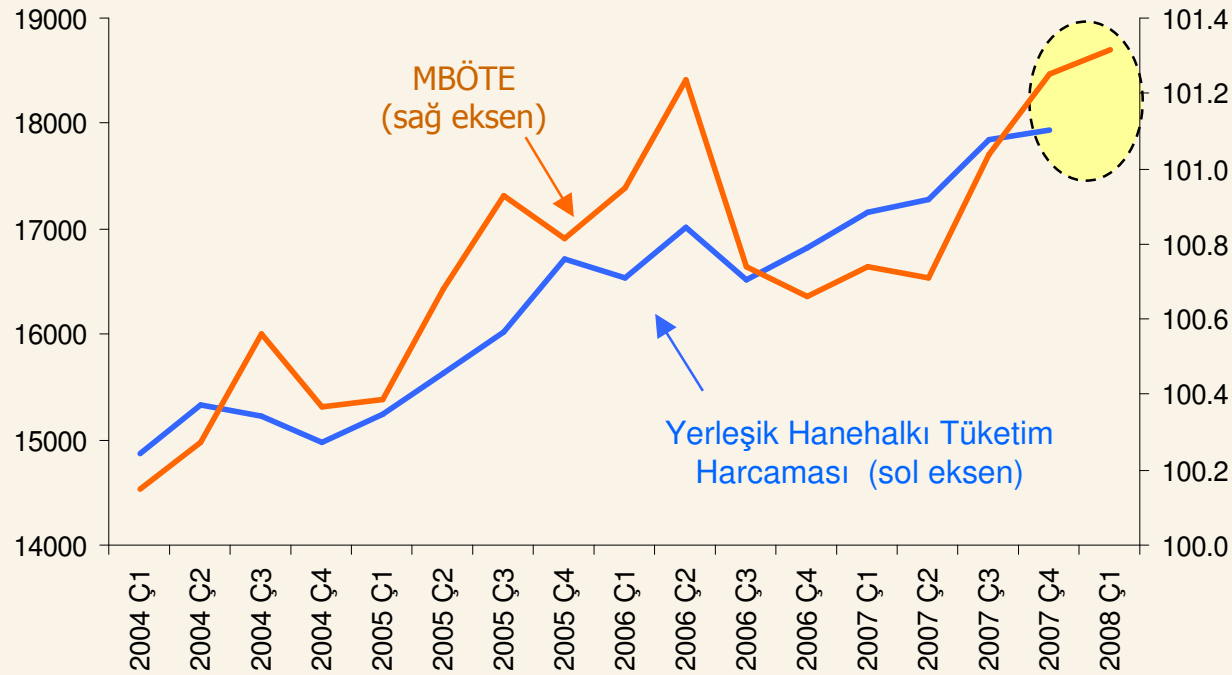
Kaynak: TCMB



Özel Tüketim

- ✓ Tüketim harcamalarında 2006 yılının son çeyreğinde başlayan toparlanma eğilimi devam etmektedir.
- ✓ Merkez Bankası özel tüketim endeksi (MBÖTE), 2008 yılının ilk çeyreğinde özel nihai tüketim harcamalarında ılımlı bir artışa işaret etmektedir.

MBÖTE (2004 1.Ç –2008 1.Ç) ve Yerleşik Hanehalkı Tüketim Harcaması (2004 1.Ç– 2007 4.Ç, sabit fiyatlar, mevsimsellikten arındırılmış)



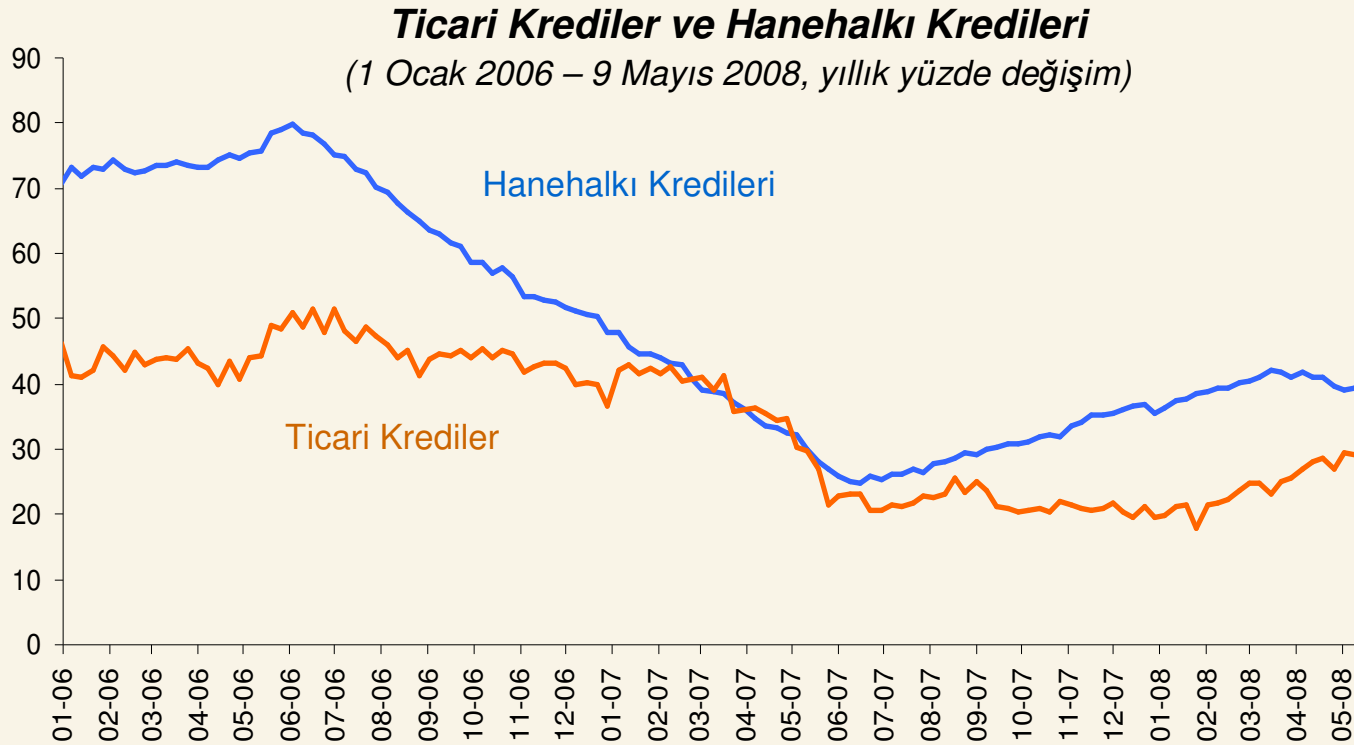
MBÖTE'yi oluşturan seriler: Mevsimsellikten arındırılmış tüketim malları ithalatı, mevsimsellikten arındırılmış reel dahilde alınan mal ve hizmet vergileri, mevsimsellikten arındırılmış toplam beyaz eşya iç piyasa satışları, mevsimsellikten arındırılmış iç piyasa otomobil satışları

Kaynak: TÜİK , TCMB



Banka Kredileri

- ✓ Ticari kredi genişlemesinde ve tüketici kredileri kullanımında artış devam etmekle birlikte, önümüzdeki dönemde uluslararası likidite koşullarında ve küresel risk iştahında yaşanan bozulma nedeniyle bankaların kredi verme eğiliminde bir yavaşlama beklenmektedir.



Kaynak: TCMB

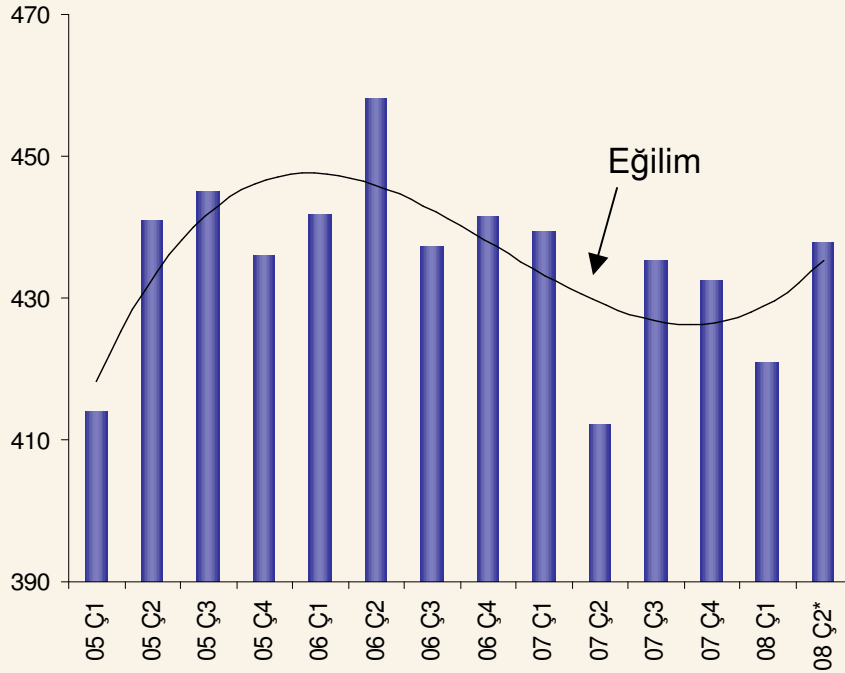


İç Talep Gelişmeleri

- ✓ İç piyasaya ilişkin göstergelerden beyaz eşya satışları ve yurt içine yapılan otomobil satışları mevcut seviyelerini korumaktadır.

Yurt İçine Yapılan Beyaz Eşya Satışları

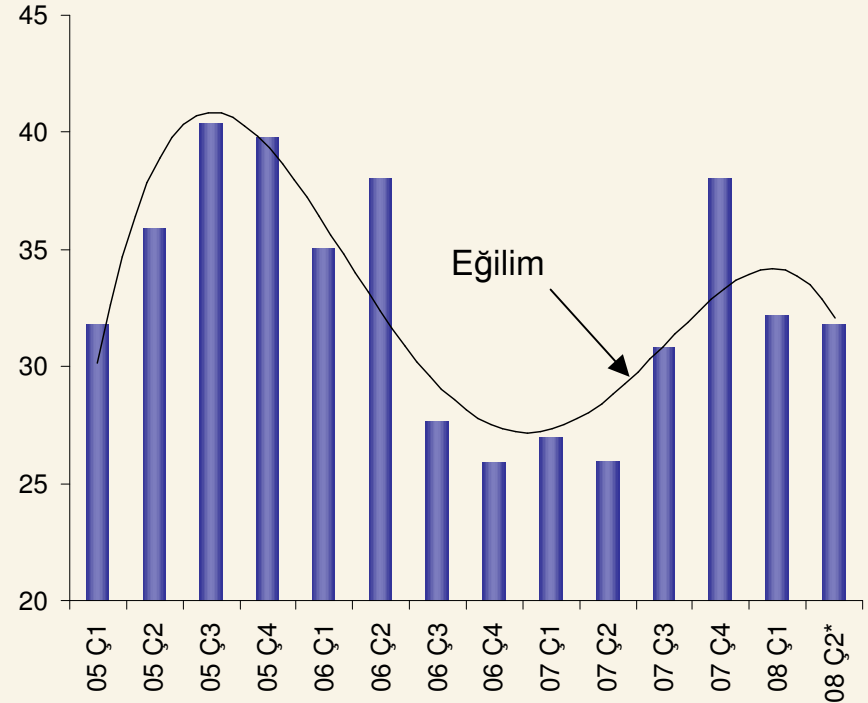
(2005 1.Ç – 2008 2.Ç*, mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık ortalama, bin adet)



* Nisan 2008
Kaynak: BESD, TCMB

Yurt İçine Yapılan Otomobil Satışları

(2005 1.Ç – 2008 2.Ç*, mevsimsellikten arındırılmış, 3 aylık ortalama, bin adet)



* Nisan 2008
Kaynak: OSD, TCMB



İç Talep Gelişmeleri

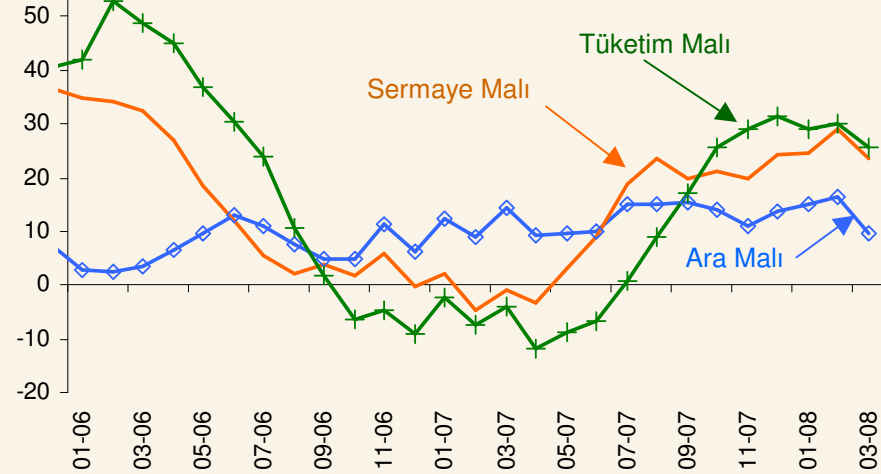
İthalatın Artış Hızı



- ✓ Zayıflayan iç talebe bağlı olarak, 2006 yılı ortalarından itibaren ithalatın artış hızı yavaşlamış, 2007 yılının üçüncü çeyreğinde ise tekrar yükselişe geçmiştir.
- ✓ Artış hızı özellikle yatırım ve tüketim malları ithalatında daha belirgin olarak görülmektedir.
- ✓ Ancak son dönemde kredi koşullarında sıkılaştırma ve döviz kurlarında oynaklığın artması, ithalatta yavaşlama ihtimalini güçlendirmektedir.

İthalat Alt Kalemleri

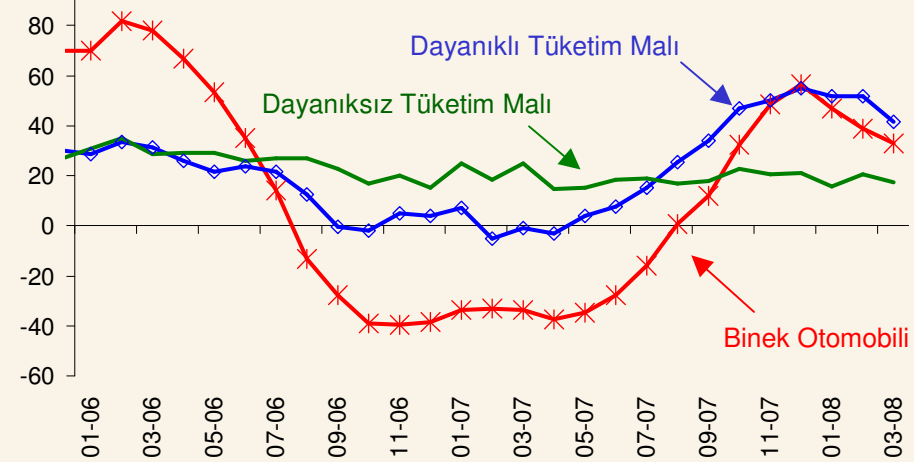
(Ocak 2006 – Mart 2008, sabit fiyatlarla bir önceki yılın aynı dönemine göre 3 aylık birikimli yüzde değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB

Tüketim İthalatı Alt Kalemleri

(Ocak 2006 – Mart 2008, sabit fiyatlarla bir önceki yılın aynı dönemine göre 3 aylık birikimli yüzde değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB



Kamu Maliyesi

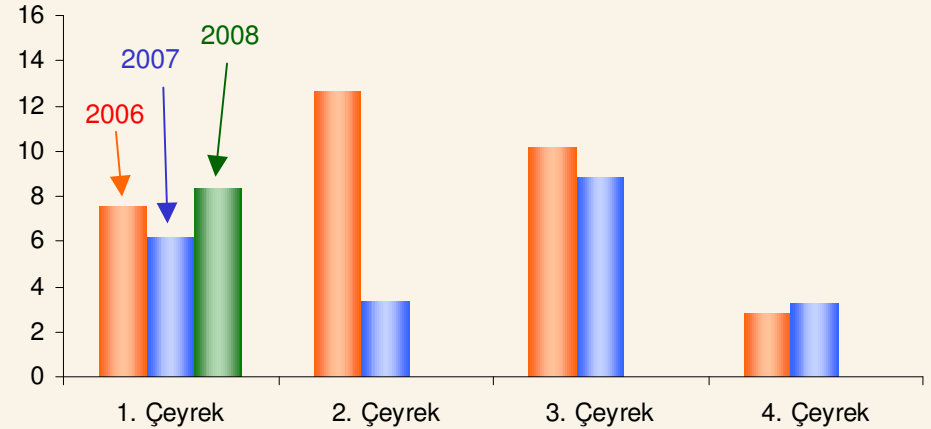
2008 yılının ilk üç ayında bütçe gerçekleştirmeleri, bir önceki yıla göre daha olumlu bir seyir izlemiştir.



✓ Program tanımlı Merkezi Yönetim bütçesi hesaplarına göre, 2008 yılının ilk çeyreğinde faiz dışı fazla, bir önceki yılın aynı dönemine göre %34 artarak 8,3 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

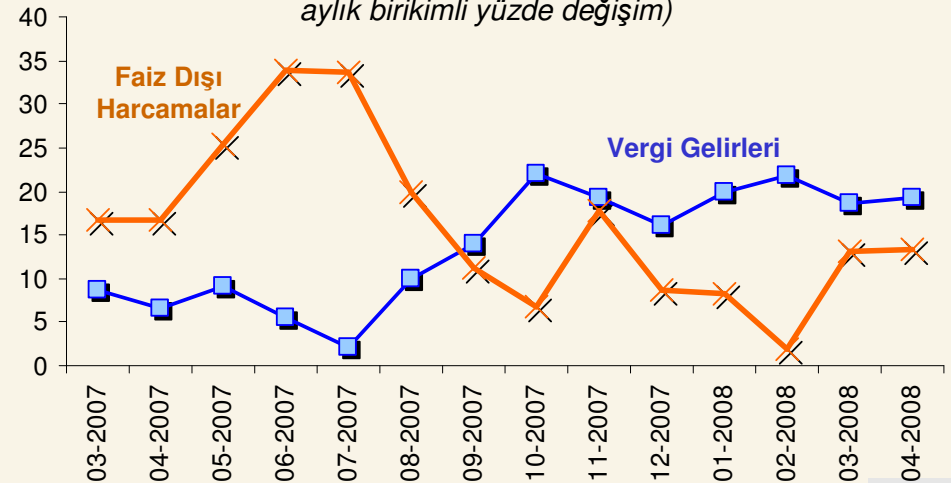
✓ Vergi gelirlerinde gerçekleşen 3 aylık birikimli artış oranı, 2007 yılının son çeyreğinden itibaren, faiz dışı harcamaların üzerinde seyretmektedir.

Merkezi Yönetim Faiz Dışı Dengesi (Program Tanımlı, Dönemlik toplam, 2006 1.Ç - 2008 1.Ç, milyar YTL)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Genel Bütçe Faiz Dışı Harcamaları ve Vergi Gelirleri (Mart 2007 – Nisan 2008, bir önceki yılın aynı dönemine göre 3 aylık birikimli yüzde değişim)



Kaynak: Maliye Bakanlığı



Verimlilik ve Ücretler

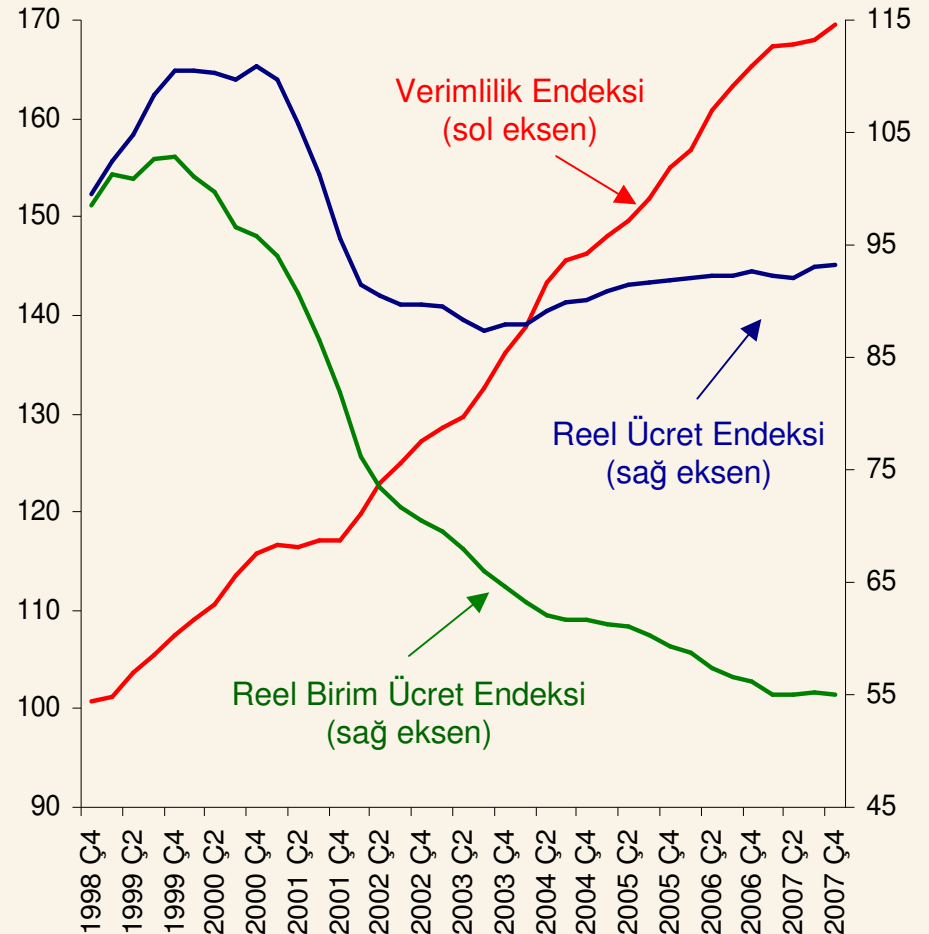
Verimlilik ve Ücretler

✓ İmalat sanayiinde;

- Verimlilik artış hızı, 2007 yılının ikinci çeyreğinde yavaşlamakla beraber yüksek seviyesini korumaktadır.
- Reel ücretler 2001 krizi sonrası kaydettiği hızlı düşüşün ardından 2003 yılı ortalarından itibaren ılımlı bir büyüme içindedir.
- Verimlilik artışının reel ücretlerdeki artışların üzerinde seyretmesi sonucunda, reel ücretlerin verimlilik endeksine bölünmesi yoluyla hesaplanan reel birim ücret endeksi azalmaya devam etmektedir.

İmalat Sanayiinde Verimlilik, Reel Ücret ve Reel Birim Ücret Endeksi

(1998 4.Ç – 2007 4.Ç, çalışılan saat başına, yıllık hareketli ortalama)



Kaynak: TÜİK, TCMB



İstihdam

İşgücü piyasası

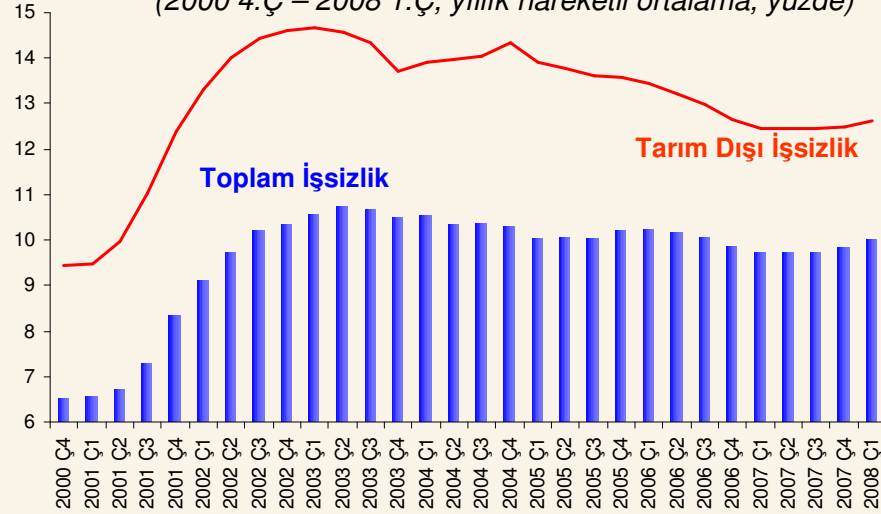


✓ 2008 yılının Şubat ayında işsizlik oranı 2007 yılının aynı dönemine göre 2 puan artarak %11,6 seviyesine çıkarken tarım dışı işsizlik oranı değişmeyerek %14,2 seviyesinde kalmıştır.

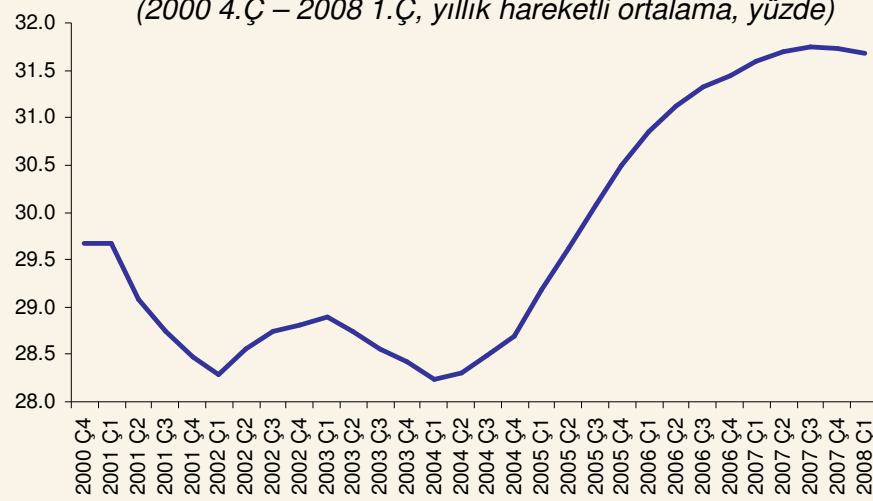
✓ Sanayi, inşaat ve hizmet sektörlerinin oluşturduğu tarım dışı ekonomik faaliyetlerde istihdam artışı 2007 yılının ikinci yarısında yavaşlamıştır.

✓ 2008 yılının Şubat ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre tarım dışı sektörlerde 355 bin yeni istihdam yaratılmıştır.

İşsizlik ve Tarım Dışı İşsizlik Oranları
(2000 4.Ç – 2008 1.Ç, yıllık hareketli ortalama, yüzde)



Tarım Dışı İstihdamın 15 Yaş ve Daha Yukarı Yaştaki Nüfusa Oranı
(2000 4.Ç – 2008 1.Ç, yıllık hareketli ortalama, yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB



Dış Ticaret Gelişmeleri

2001 yılından itibaren Türkiye ekonomisinin dışa açıklık oranı artmış, dış ticarete yüksek oranda artışlar meydana gelmiştir.



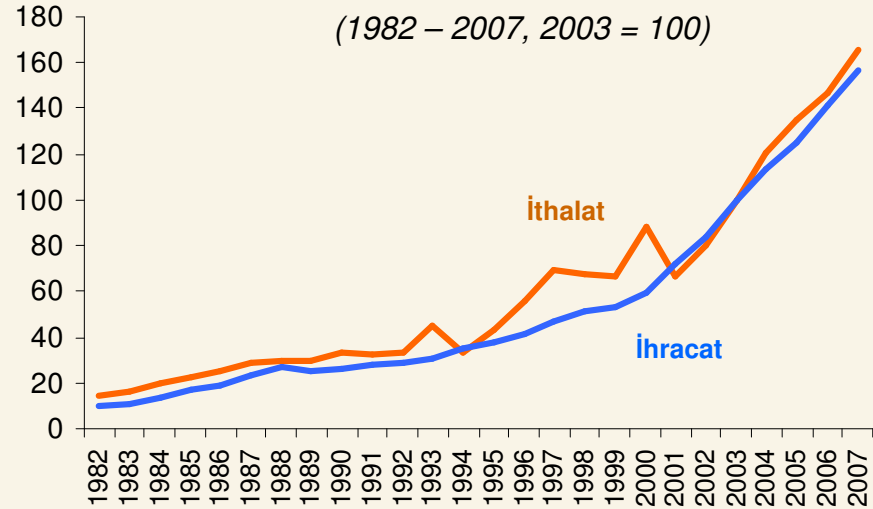
✓ Kur ve fiyat hareketlerinden arındırılmış miktar endeksleri incelendiğinde, 1995-2000 döneminin aksine, ithalat ve ihracatın birbirine paralel olarak arttığı görülmektedir.

✓ 2008 yılı Mart ayı itibarıyla son 12 ayda ihracat artış hızı %30,0 ve ithalat artış hızı %26,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.

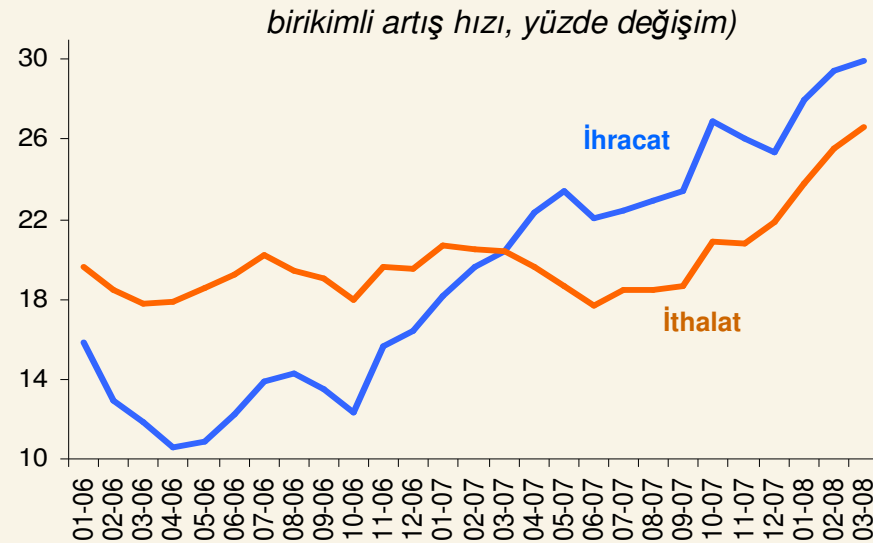
✓ Gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde yavaşlama beklentisi, önümüzdeki dönemde ihracat performansı açısından aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

İthalat ve İhracat Miktar Endeksleri

(1982 – 2007, 2003 = 100)



İthalat-İhracat (Ocak 2006 – Mart 2008, 12 aylık birikimli artış hızı, yüzde değişim)



Kaynak: TÜİK



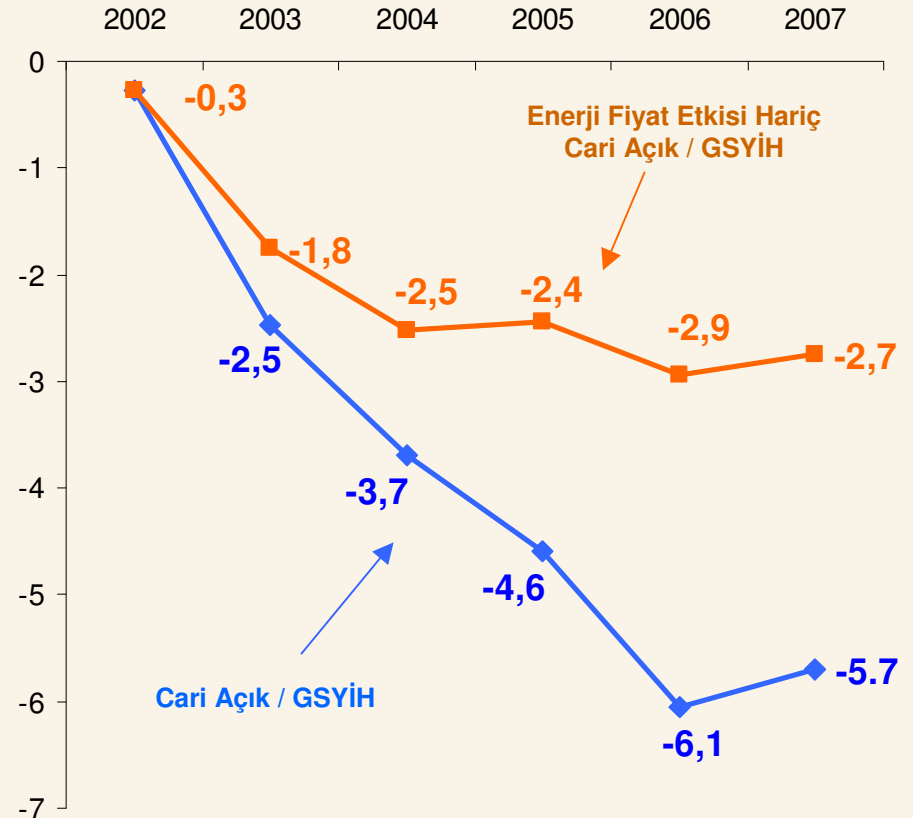
Ödemeler Dengesi Gelişmeleri – Cari Denge

- ✓ 2007 yılında cari açık, 2006 yılına göre %18 artarak 38 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir.
- ✓ Cari işlemler açığının GSYİH'ye oranı 2007 yılında 2006 yılına göre 0,4 puan azalarak %5,7 seviyesinde gerçekleşmiştir.

- ✓ Yüksek enerji fiyatlarının cari açık üzerinde olumsuz etkisi devam etmektedir.

- 2007 yılı itibarıyla etkisi yaklaşık 3 puandır.

Cari İşlemler Dengesi ve Enerji Fiyatlarının Cari Açığa Etkisi * (2002 – 2007, GSYİH'ye oranı, yüzde)



* 2003-2007 döneminde enerji fiyat artışlarının cari işlemler üzerine etkisi, 2002 yılı fiyatları sabit tutularak hesaplanmıştır. Enerji Alt Kalemleri: Madencilik ve taşocaklığı sektörü altında, maden kömürü ve linyit, ham petrol, doğal gaz ile imalat sanayii altında yer alan kok kömürü, rafine edilmiş petrol ürünleri ve nükleer yakıtlar

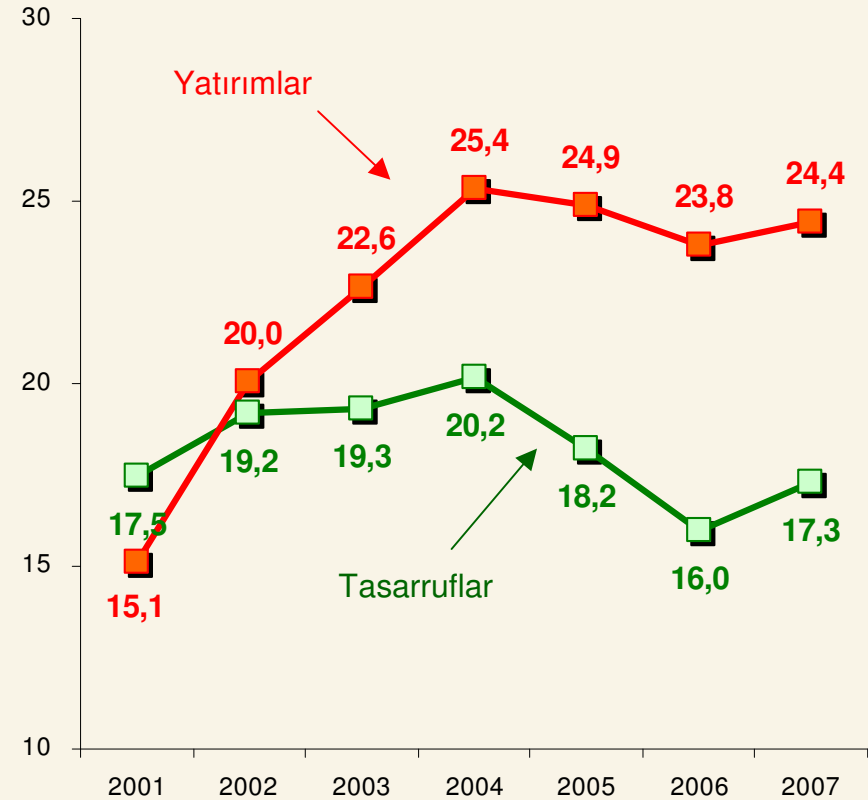
Kaynak: TÜİK, TCMB



Ödemeler Dengesi Gelişmeleri – Cari Denge

- ✓ Cari açık ile büyüme oranları arasında doğrudan ve güçlü bir ilişki vardır.
- ✓ Yüksek yatırım artışı cari açığın temel nedenidir.
- ✓ Cari açık yapısal bir sorundur. İstikrar ortamı ve düşen faizler, tüketim ve yatırım talebinde artışa yol açmakta, ekonominin yapısal özellikleri artan toplam talebin karşılanabilmesi için özellikle ara malı ithalatını zorunlu kılmaktadır.
- ✓ Cari açık, orta ve uzun vadeli bir bakış açısıyla, arz ve talep yönlü makro ve mikro politikalarla kontrol edilmelidir.

Yurt içi Tasarruflar ve Yatırımlar
(2001-2007, GSMH'ye oranı, yüzde)



*1987 bazlı seri

Kaynak: DPT 2008 Yılı Programı, TCMB



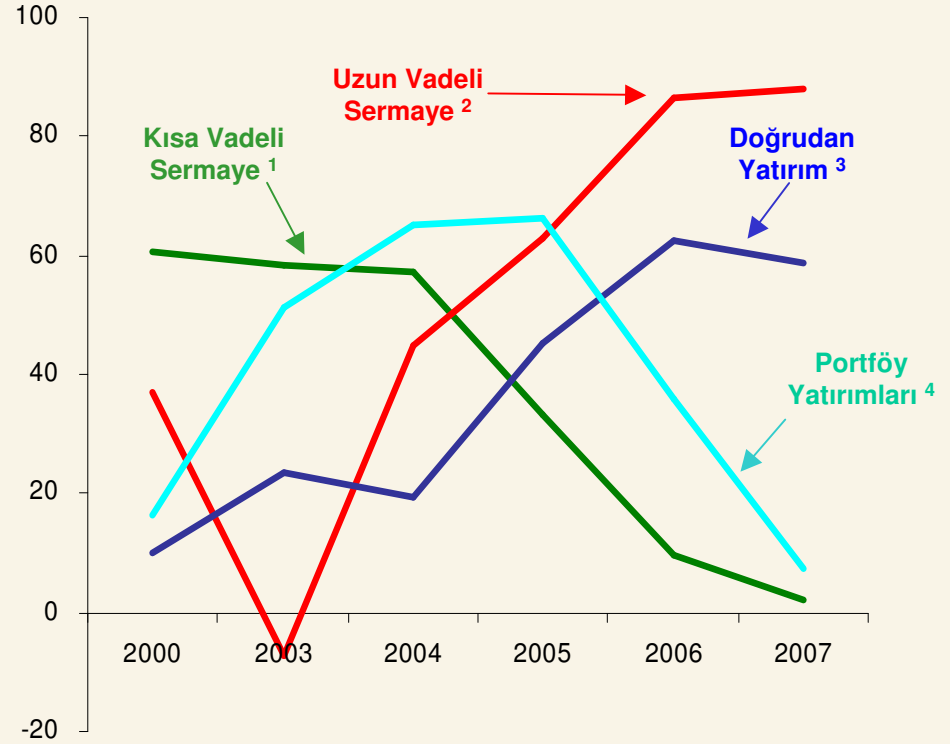
Sermaye Hareketleri

Sermaye Hareketleri



- ✓ Uzun vadeli kredi ve sermaye, doğrudan yatırım ile birlikte cari açığın finansman kalitesi açısından büyük önem taşımakta ve kırılganlığı azaltmaktadır.
- ✓ 2007 yılında portföy ve kısa vadeli sermaye girişleri önemli ölçüde azalmıştır.
- ✓ Bu dönemde cari açığın finansmanı uzun vadeli krediler ve doğrudan yatırım girişleri ile sağlanmıştır.

Cari Açığın Finansman Kalemlerinin Cari Açığa Oranı
(2000 – 2007, yüzde)



¹ **Kısa Vadeli Sermaye:** Yurt dışından bankaların, reel sektörün ve kamunun aldığı net kısa vadeli krediler ile yurtdışı yerleşiklerin bankalardaki mevduatı

² **Uzun Vadeli Sermaye:** Yurt dışından bankaların, reel sektörün ve kamunun aldığı net uzun vadeli krediler

³ **Doğrudan Yatırım:** Yurt içine doğrudan yatırım girişi

⁴ **Portföy Yatırımı:** Yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi ve borçlanma senedi alımı

Kaynak: TCMB



Sermaye Hareketleri

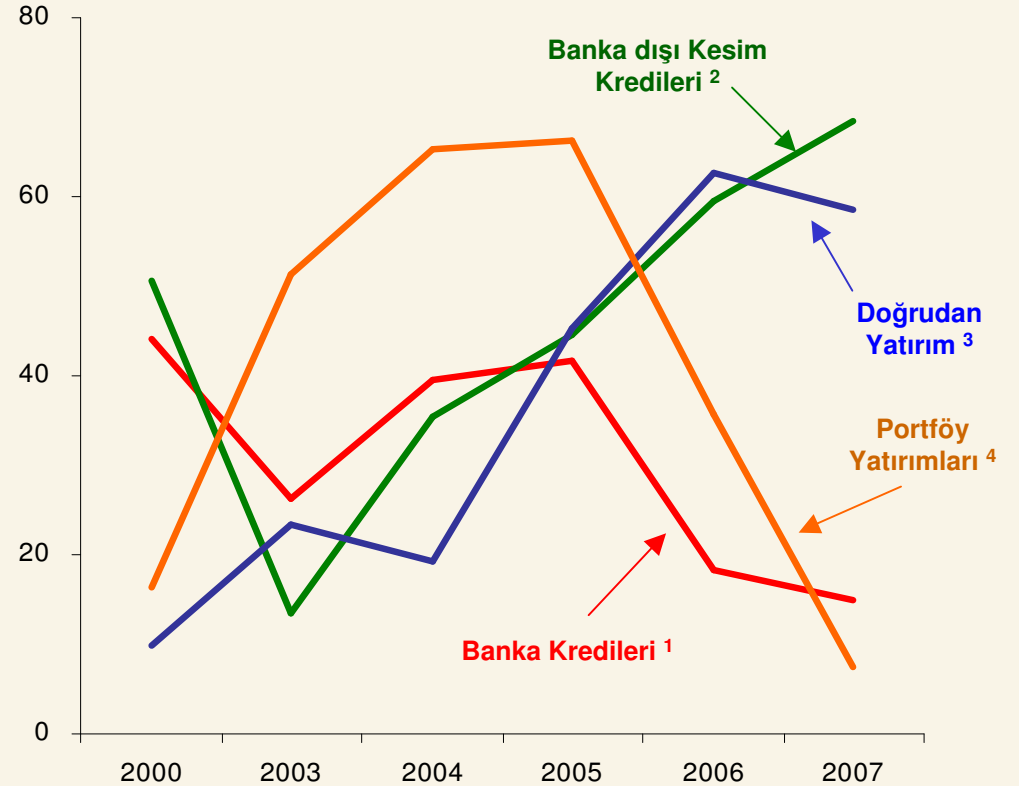
Sermaye Hareketleri



✓ 2006 yılı içerisinde %7,5 olan doğrudan yatırım ve uzun vadeli sermayenin GSYİH'ye oranı 2007 yılında %3,4'e gerilemiştir.

✓ Portföy yatırımları ve kısa vadeli sermayenin GSYİH'ye oranı da %3,3'den %1,3'e düşmüştür.

Cari Açığın Finansman Kalemlerinin Cari Açığa Oranı
(2000 –2007, yüzde)



¹ **Banka Kredileri:** Yurt dışından bankacılık sektörünün kısa ve uzun vadeli net kredi kullanımı

² **Banka dışı Kesim Kredileri :** Yurt dışından bankacılık dışı kesimin kısa ve uzun vadeli net kredi kullanımı

³ **Doğrudan Yatırım:** Yurt içine doğrudan yatırım girişi

⁴ **Portföy Yatırımı:** Yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi ve borçlanma senedi alımı

Kaynak: TCMB



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu

**Durmuş YILMAZ
Başkan**

28 Mayıs 2008