



EKONOMİK GÖRÜNÜM

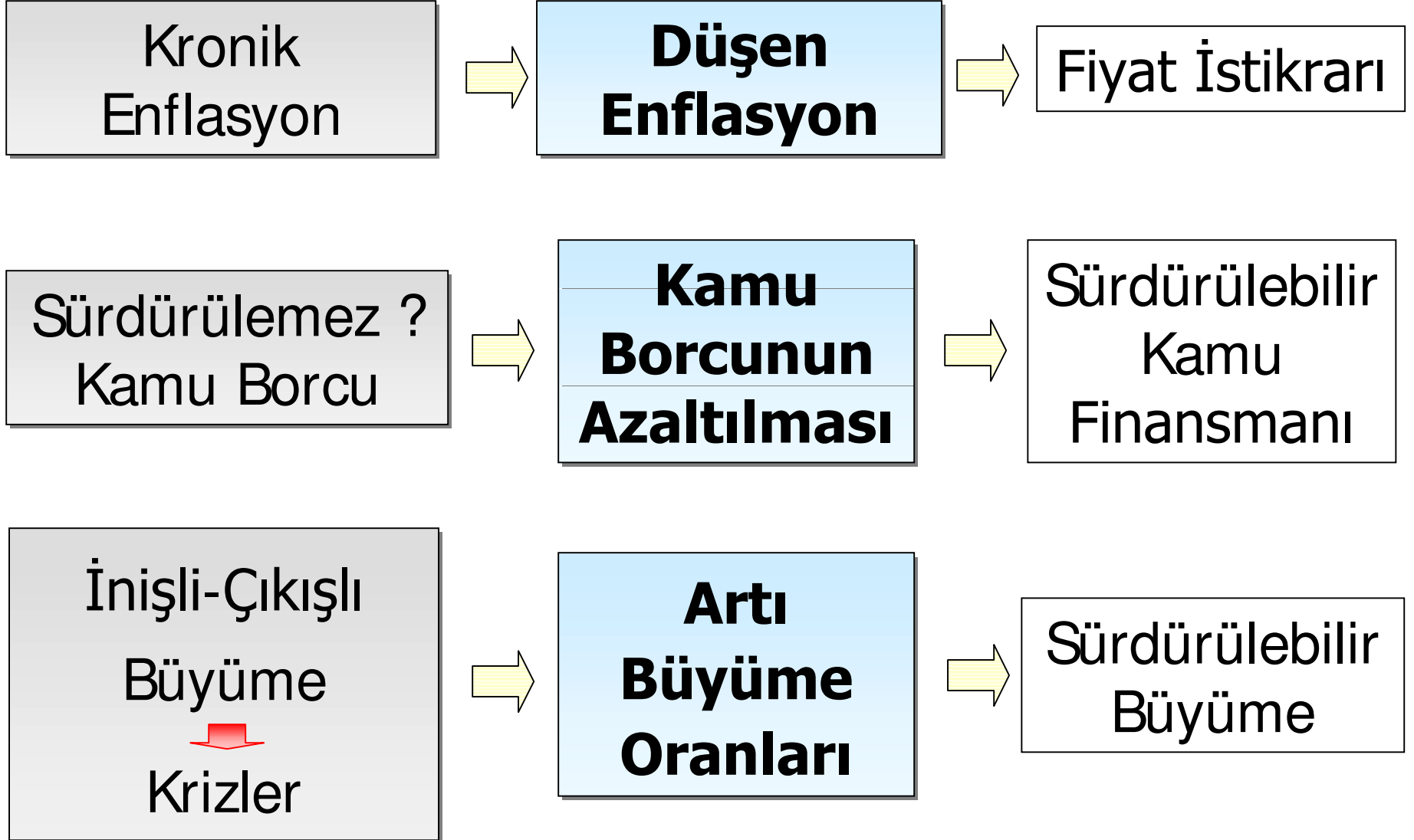
TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Ekim 2004

Geçmiş

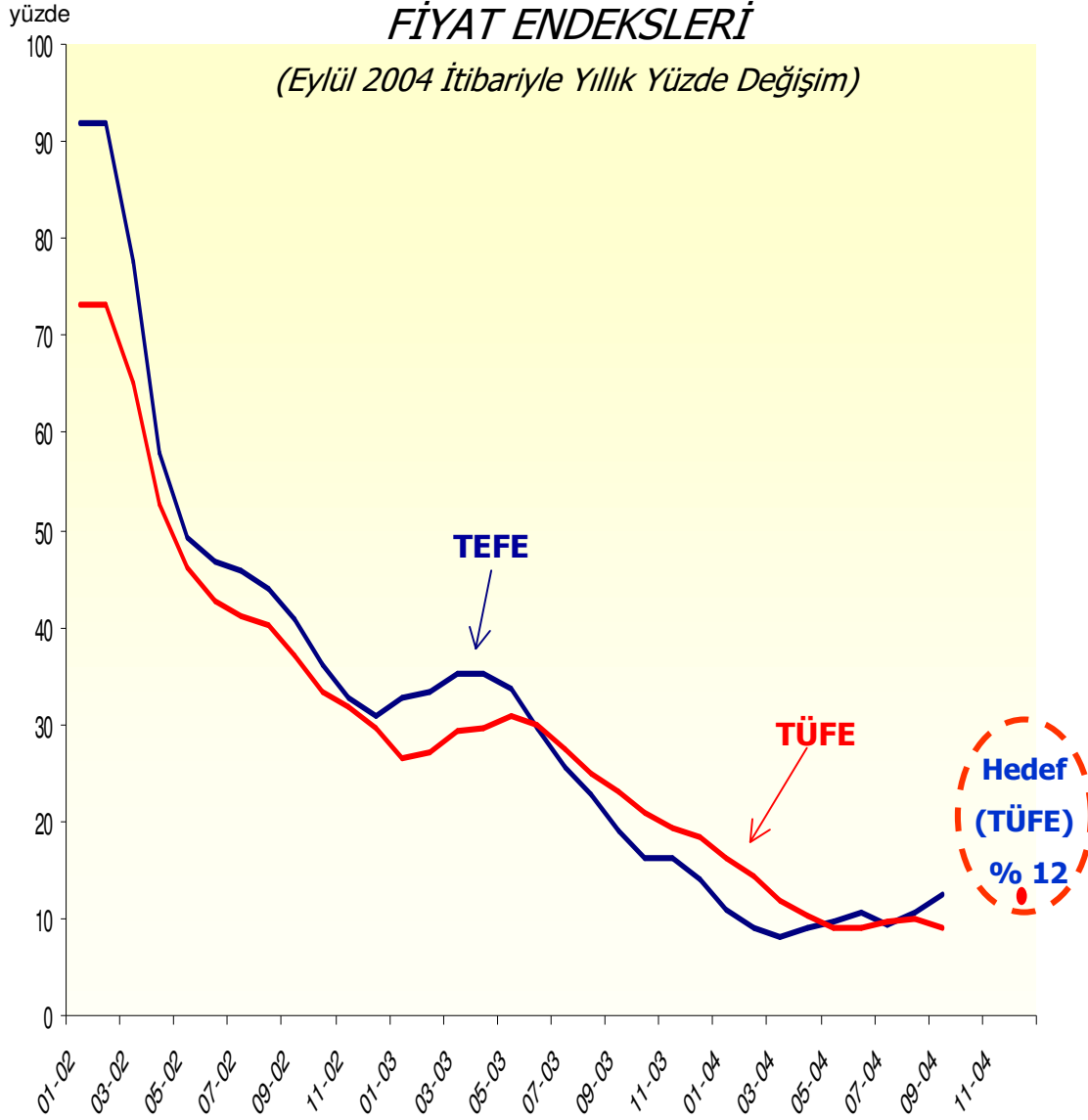
Bugün

Gelecek



ENFLASYON

Düşen Enflasyon



TÜFE: 2001 - 2004

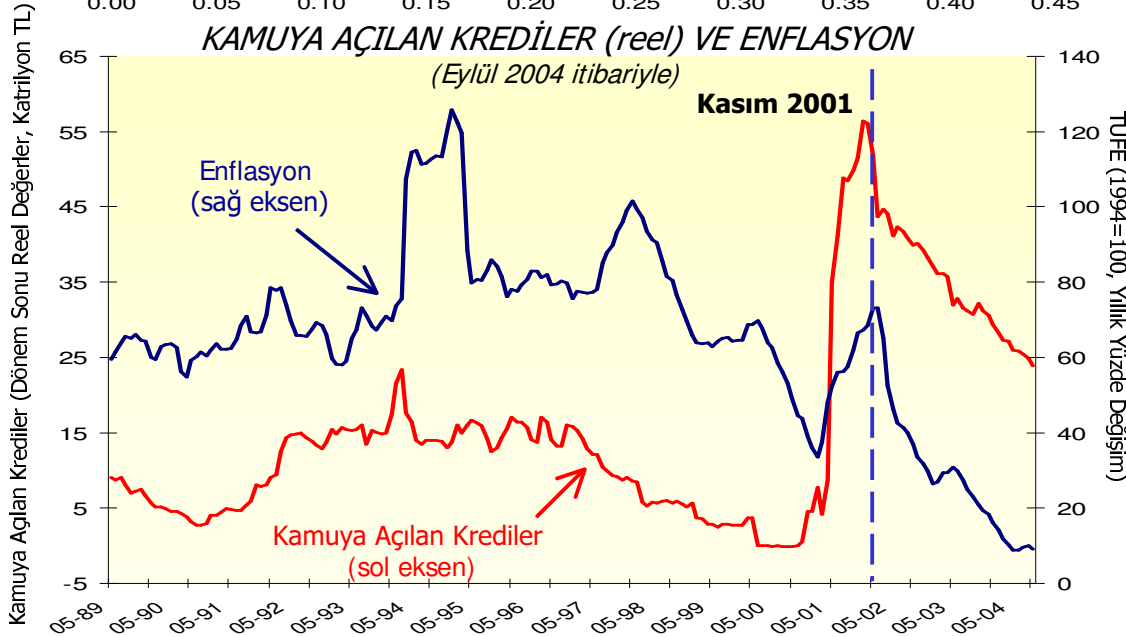
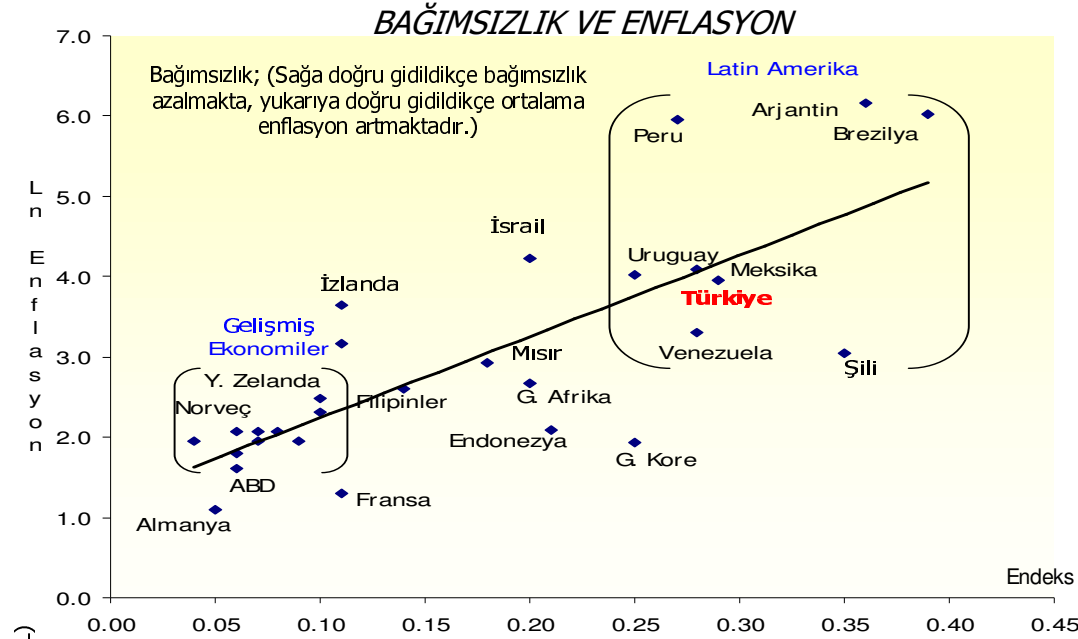
2001	% 68.5
Eylül 2004	% 9.0

60 puan düştü.

**TÜFE'nin düşmesini
sağlayan unsurlar
nelerdir ?**

Düşen Enflasyon

1- Merkez Bankası Bağımsızlığı



Merkez bankaları bağımsızlığı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki vardır: **Bağımsızlık arttıkça enflasyon düşmektedir.**

Bu anlamda, Ülkemizde de enflasyonla mücadelede 2001 yılı Mayıs ve Kasım ayları birer dönüm noktalarıdır.

2001 Mayıs: Yeni TCMB Yasası, fiyat

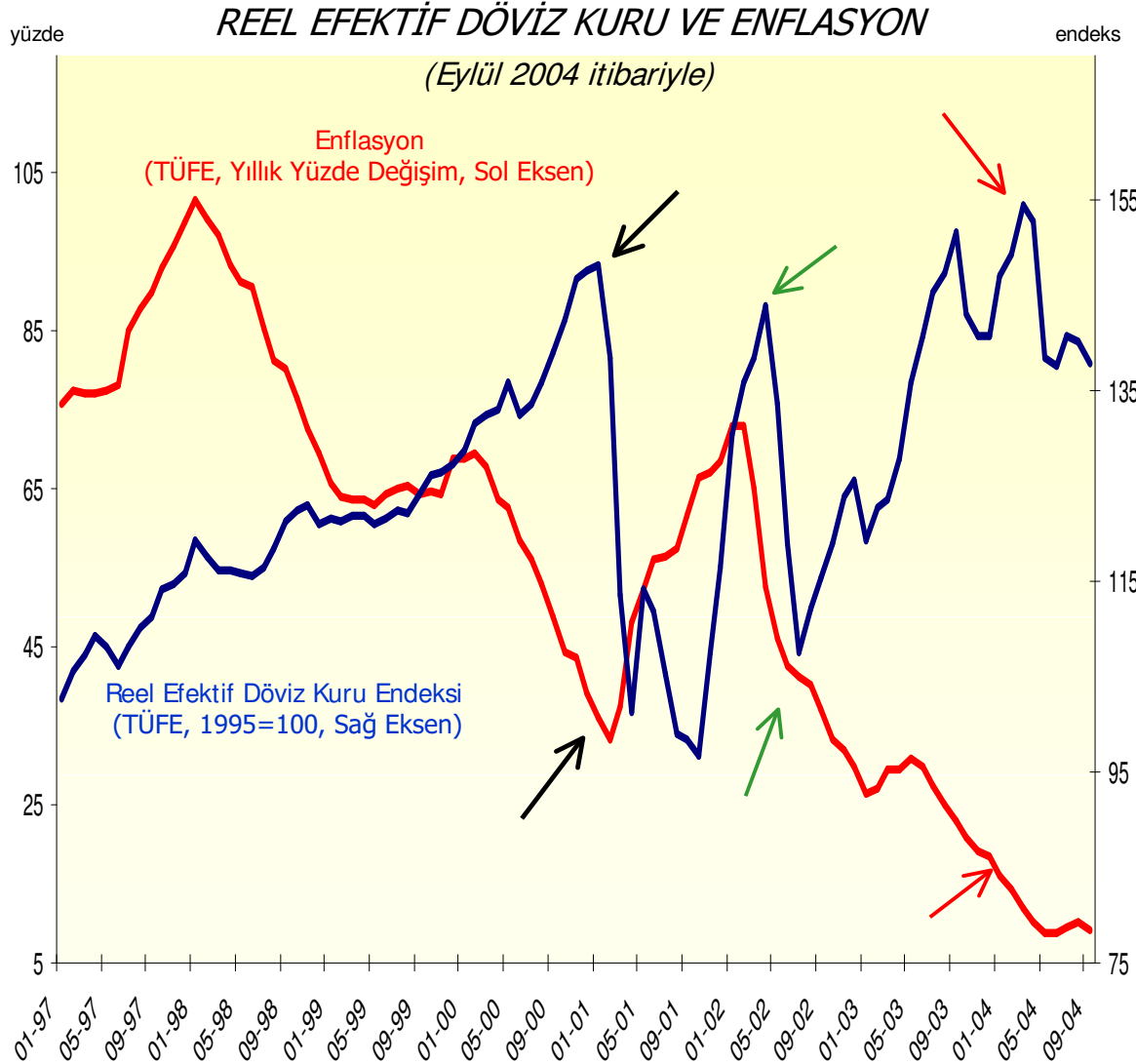
istikrarı tek ve öncelikli hedef;

- Amaç bağımsızlığı yoktur: Enflasyon hedefi; Hükümet + TCMB
- Araç bağımsızlığı vardır: Politikayı ve araçlarını TCMB tespit eder.

2001 Kasım: Kamuya krediye son

Düşen Enflasyon

2- Enflasyon Döviz Kuru İlişkisinin Zayıflaması



Geçmişte de Türk lirasının bugünkü değerine yaklaştığı, hatta geçtiği dönemler olmuştur. Ancak, bu dönemlerin hiçbirinde enflasyon bugünkü kadar düşmemiştir.

Düşen Enflasyon

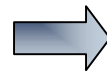
2- Enflasyon Döviz Kuru İlişkisinin Zayıflaması

✓ Bugün itibariyle, ekonomimizin değişen dinamikleri içinde döviz kurunun fiyatlar üzerindeki etkisi;



- Beklenenden daha az,
- Yüksek enflasyonlu dönemlere göre daha düşük,
- Daha gecikmelidir.

✓ Dünya örnekleri de göstermektedir ki güvenilirliği yüksek para politikaları neticesinde oluşan düşük enflasyon ortamında;



- Yerel para cinsinden fiyatlamanın yaygın olması,
- Düşük ve istikrarlı enflasyon ortamı nedeniyle döviz kurundaki değer kaybının geçici algılanması,
- Firmaların daha az sıklıkla fiyat ayarlaması yapması sonucu;

döviz kurundaki değişikliklerin fiyatlara geçiş etkisi zayıflamaktadır.

Düşen Enflasyon

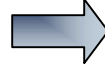
3- Tüketici ve Üretici Davranışlarının Değişmesi

Geçmişte:

Kronik enflasyonist ortam



- ✓ Fiyatlarda ve ücretlerde geçmiş enflasyona endeksleme alışkanlıkları

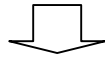


- ✓ Yatırım ve tüketim kararlarında fiyatlar sinyal görevi göremedi.
- ✓ Tüketiciler fiyat ve kalite kontrolü, üreticiler maliyet kontrolü yapmadılar.
- ✓ Verimlilik artışı önemsenmedi.

Böyle bir ortamda her mal ve hizmet istenildiği fiyata satılabildi.

Bugün

Düşen ve öngörülebilir enflasyon ortamında



- ✓ Artan rekabet ve
- ✓ Düşük iç talep ile birlikte

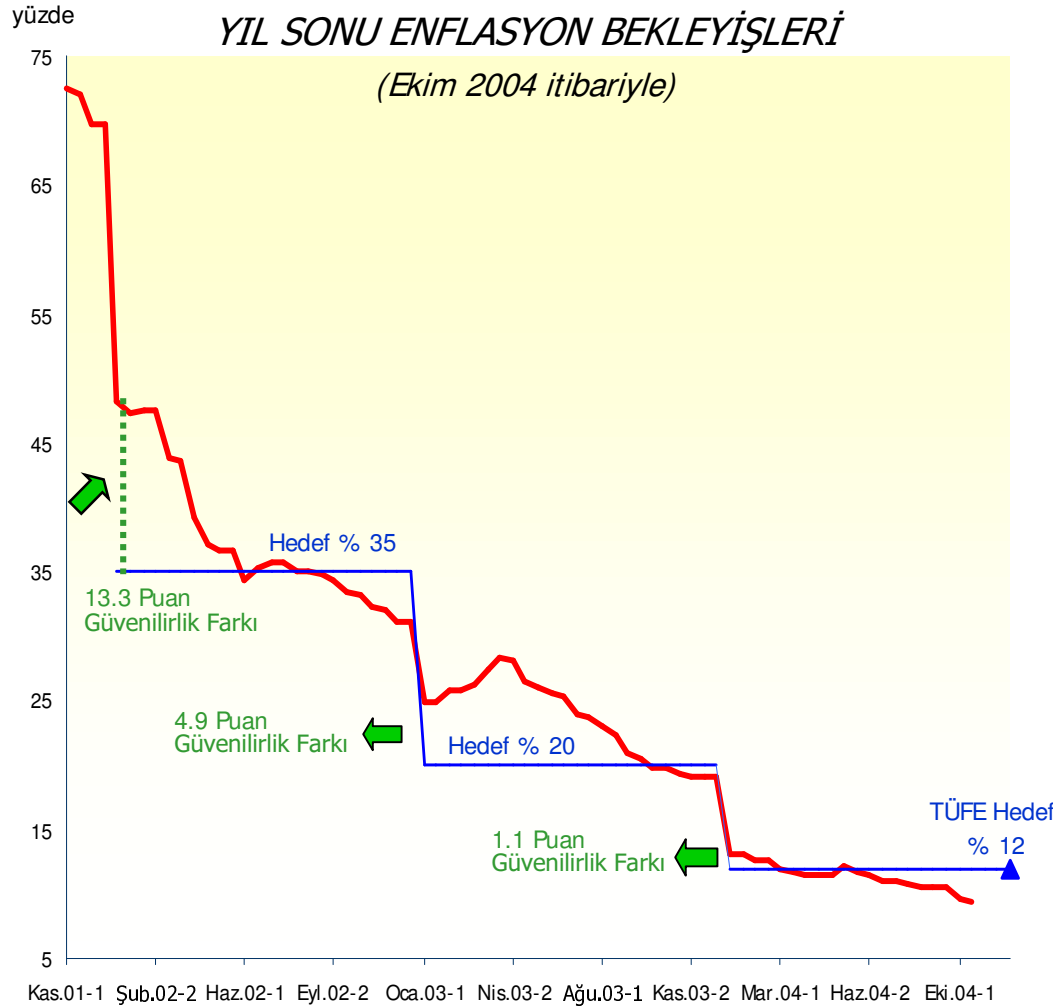


- ✓ Tüketiciler fiyat ve kalite kontrolü yapmaya başladılar.
- ✓ Kâr marjları düştü, üreticiler maliyet kontrolüne yöneldi. Verimlilik artışı rekabetin en önemli unsuru haline geldi.

- ✓ Fiyatlar sinyal görevi görmeye, yatırım ve tüketim kararlarında etkili olmaya başladı. Sağlıklı bir piyasa ekonomisinin temel unsuru olan fiyatların bilgi aktarma işlevi kuvvetlendi.

Düşen Enflasyon

4- Enflasyondaki ataletin azalması



Merkez Bankası beklendiğinin yönetimi çerçevesinde oluşturduğu iletişim stratejisini politikalarının merkezine koydu. **Şeffaflık, dürüstlük** ve **hesapverebilirlik** ilkeleri çerçevesinde bu politikasını sürdürdü; bilgi ve öngörülerini kamuoyu ile paylaştı.

Uygulanan politikaların sonucunun alınacağına ve enflasyon hedefinin tutturulacağına güven giderek arttı.

Güvenilirlik Farkı (Beklendiğiler – Hedef)

2002: 13.3 puan

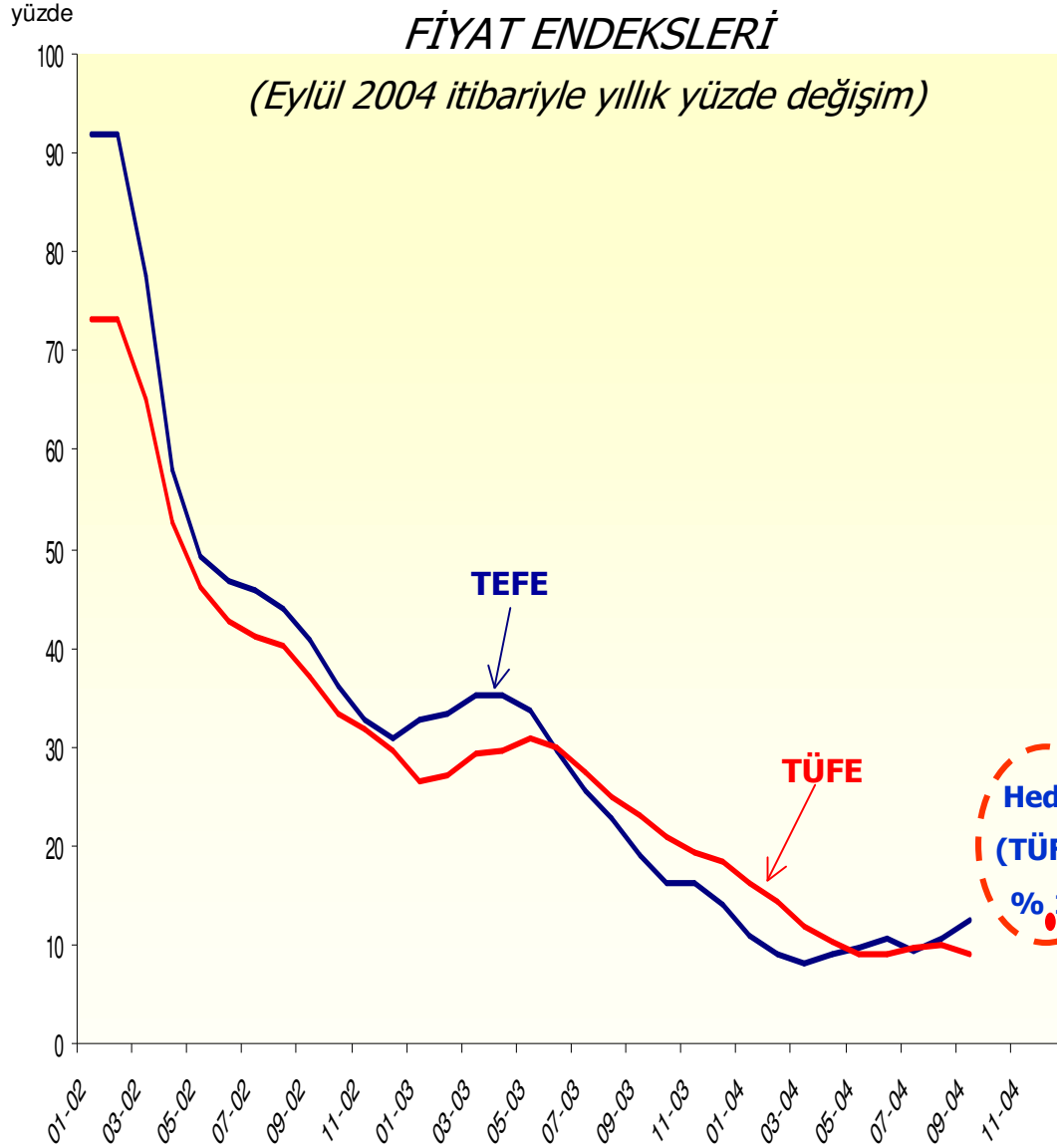
2003: 4.9 puan

2004: 1.1 puan

Bugün, Ekim 2004: - **2.5 Puan**

Enflasyondaki atalet azaldı.

Düşen Enflasyon



TÜFE: 2001 - 2004

- Merkez Bankası bağımsızlığı
- Enflasyon döviz kuru ilişkisinin zayıflaması
- Üretici ve tüketici davranışlarının değişmesi
- Enflasyondaki ataletin azalması
- **Sıkı para ve maliye politikaları,**
- **Hedefle büyük ölçüde uyumlu gelirler politikası,**
- **Reel ücretlerin seyri.**

TÜFE: Ocak – Eylül 2004

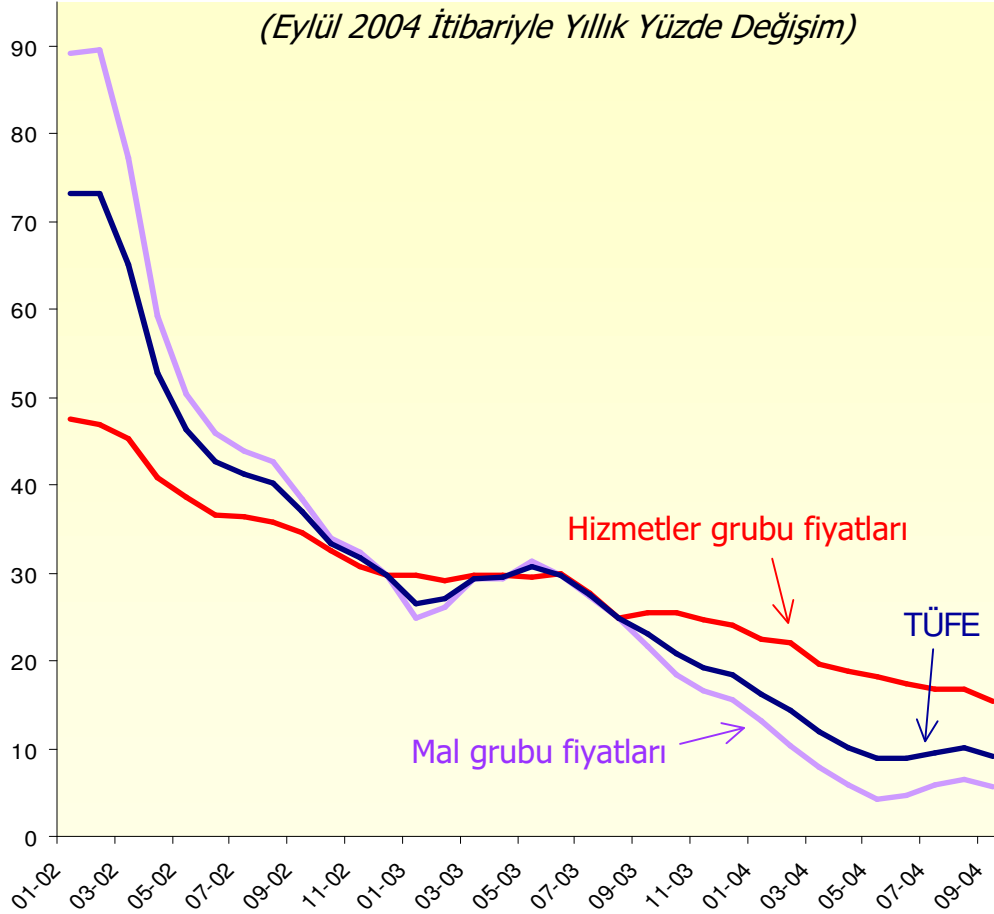
İlk dokuz ay birikimli; % 4.85

- ✓ Talepteki canlanma ve tüketici kredilerindeki artışın belirli sektörlerle sınırlı olması, fiyatlar üzerindeki baskıyı sınırlamıştır.
- ✓ TEFE'deki artışın etkisi sınırlı olmuştur.

Düşen Enflasyon

yüzde **TÜFE, MAL GRUBU VE HİZMETLER GRUBU FİYATLARI**

(Eylül 2004 İtibariyle Yıllık Yüzde Değişim)

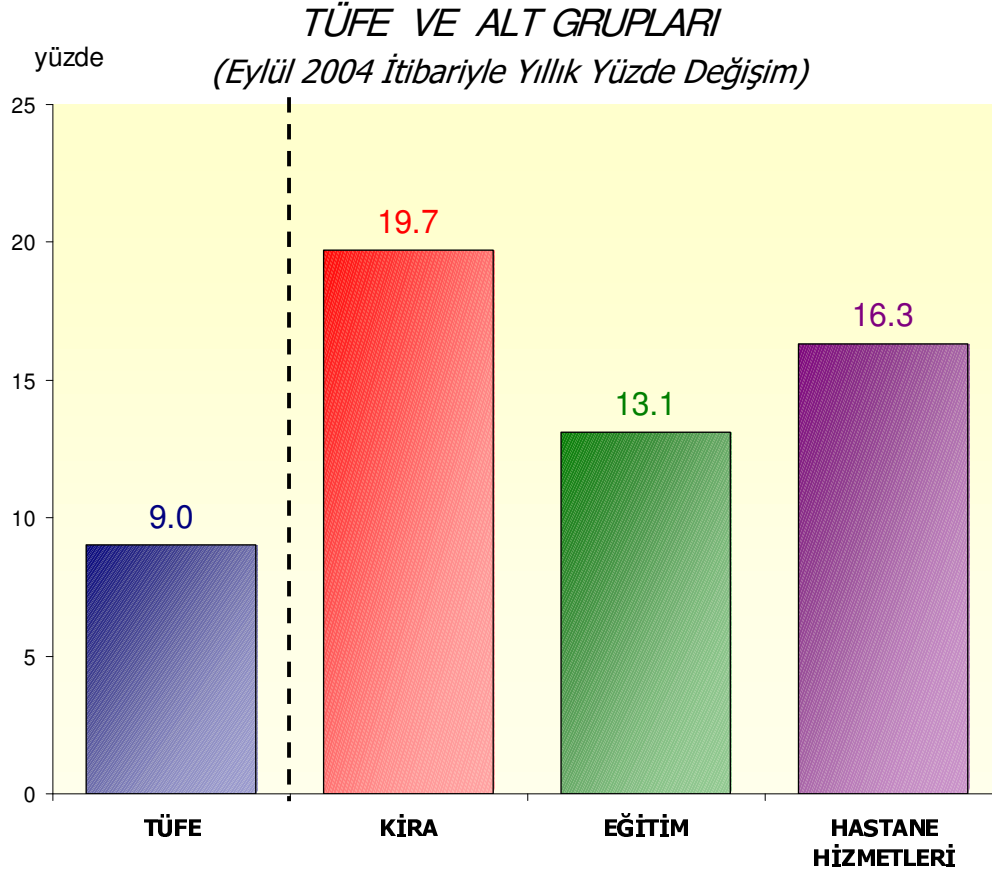


Hizmetler grubu ile mal grubu fiyat artışları arasındaki farklılaşma giderek belirginleşmektedir.

	Aylık	Yıllık
Mal Grubu	0.4	5.6
Hizmetler Grubu	1.8	15.3

Hizmetler grubunda fiyat katılıkları devam etmektedir.

Düşen Enflasyon



Kira, eğitim ve hastane hizmetleri fiyat artışları TÜFE artışının oldukça üzerindedir.

	Aylık	Yıllık
Kira	2.5	19.7
Eğitim	3.3	13.1
Has. Hiz.	0.4	16.3

Kira

- ✓ Geçmişe endeksli fiyatlama davranışları söz konusudur: Kira kontratları yıllık son TÜFE'ye endeksli düzenlenebilmektedir.
 - ✓ Geçmiş kayıpların telafisi de etkili olmaktadır.
 - ✓ Kira fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığı yüksektir; % 16
- ✓ Diğer ülke enflasyon sepetlerinde değişik uygulamalar mevcut

Eğitim

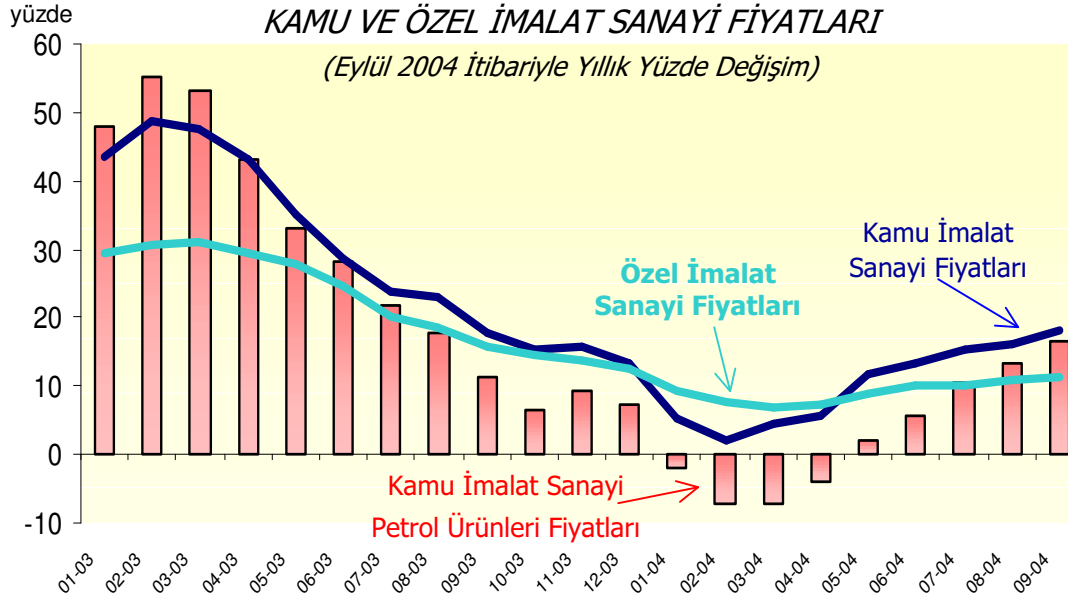
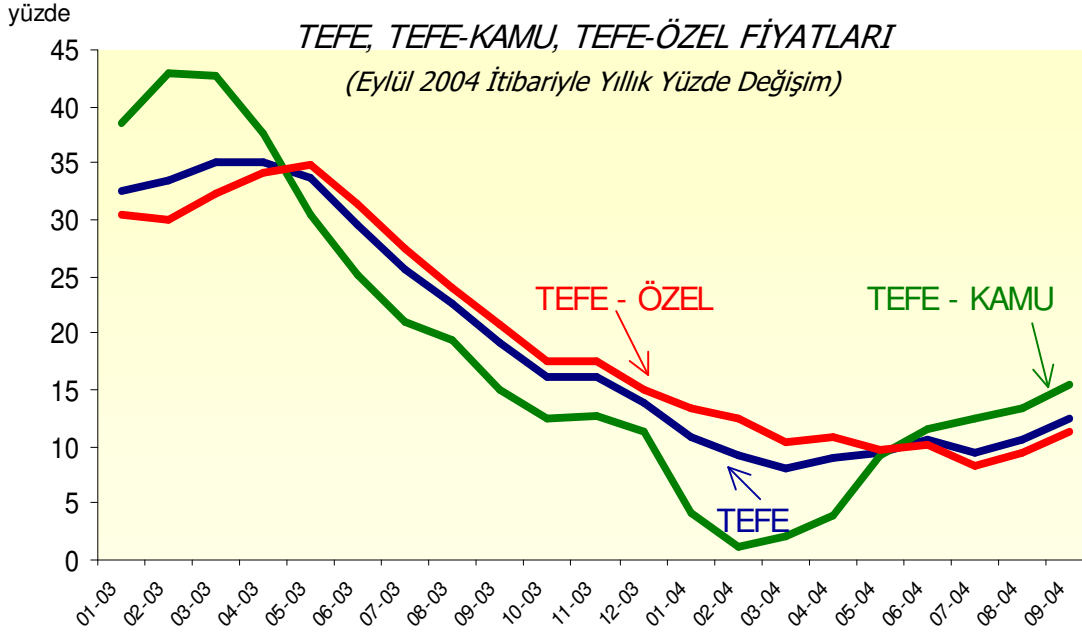
- ✓ Kâr marjlarını artırmaya yönelik fiyatlama davranışı gözlenmekte: Kurs, özel okul ücretleri.
- ✓ Milli Eğitim Bakanlığı'nın bu konudaki çabaları olumludur.

Hizmetler grubundaki fiyat katılıkları giderilmelidir.

Bu amaçla,

- Bu sektörde rekabeti ve arzı artırıcı önlemlerin üzerinde düşünülmesi gerekir.

Düşen Enflasyon



TEFE: Ocak - Eylül 2004

✓ İlk dokuz ay birikimli % 9.31;

Yıllık % 12.5

	Aylık	Yıllık
Tarım	5.5	11.8

Kamu İmalat	1.1	18.1
Özel İmalat	0.6	11.2

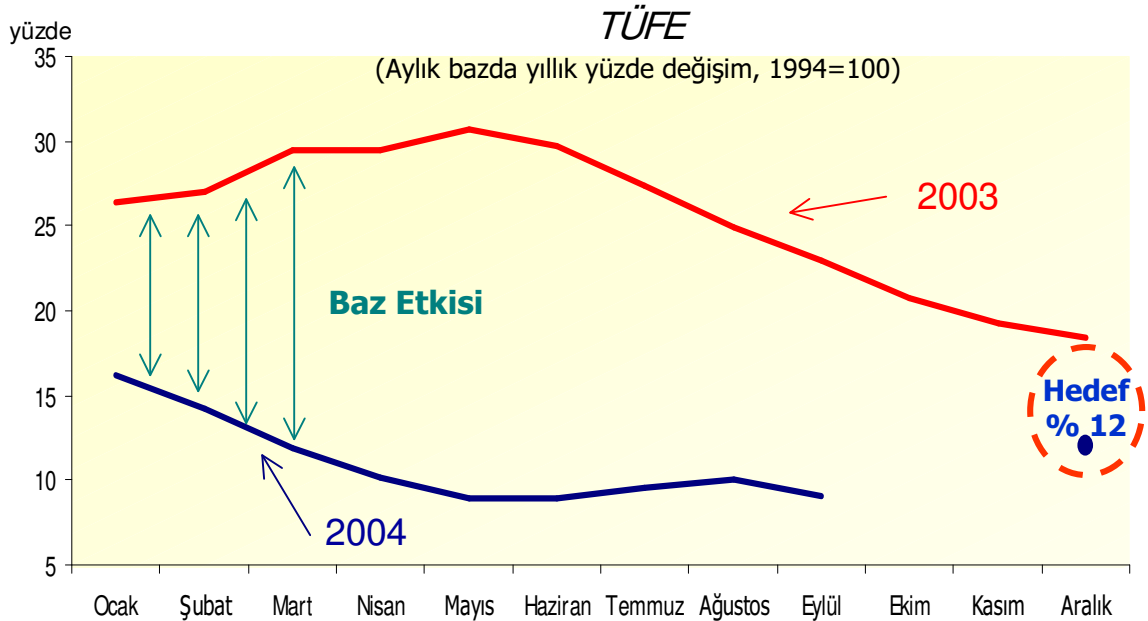
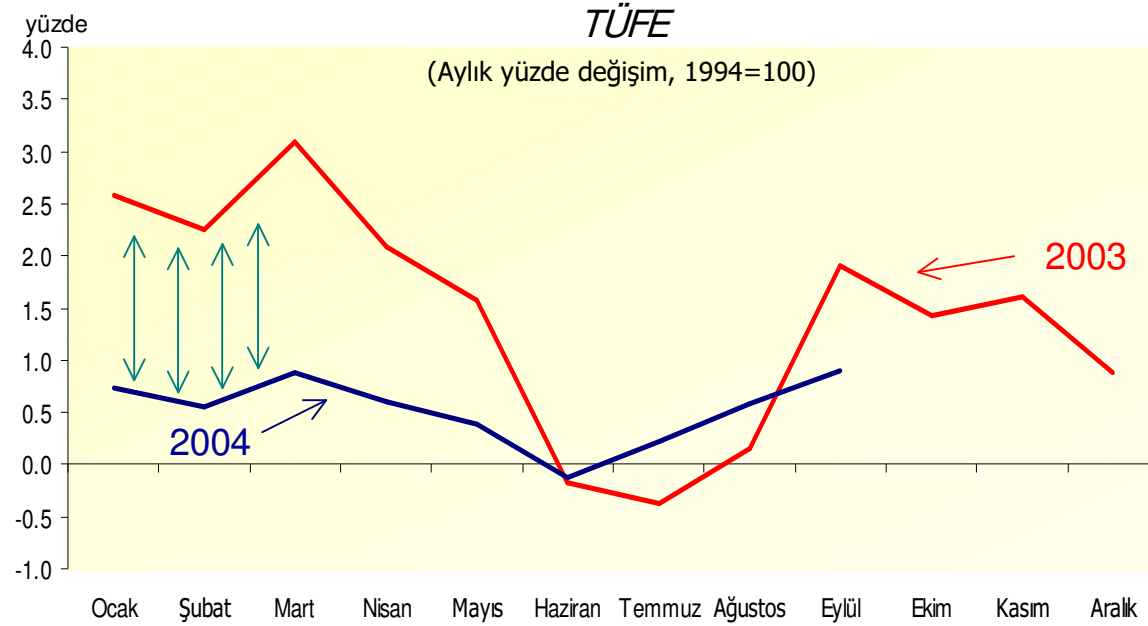
✓ Altıncı aydan itibaren kamu fiyatları belirleyici olmuştur.

✓ Ana metal ve petrol fiyatlarındaki gelişmeler baskı yapmıştır.

Önümüzdeki dönemde verimlilik artışı ve reel ücretlerin seyrinin katkısı sınırlı olabilecektir.

TEFE hedef değildir.

Düşen Enflasyon - Görünüm



- ✓ 2004 yılındaki yıllık enflasyon oranlarının yıl içindeki seyri geçen yılın aynı dönemindeki enflasyon rakamlarından etkilenmektedir.
- ✓ Baz etkisi olarak adlandırılan bu etki nedeni ile enflasyonda, 2004 yılının ilk yarısında hızlı bir düşüş görülmüş, ikinci yarısının ilk aylarında bir miktar yükselme gerçekleşmiş bugün ise baz etkisinin ortadan kalkmasıyla tekrar düşüş sürecine girilmiştir.
- ✓ **Enflasyonun yıl içindeki bu seyri hedef enflasyonla uyumlu olup yıl sonu % 12 TÜFE hedefi tutacaktır. 2005 yılının ilk aylarında baz etkisi nedeni ile tekrar bir yükseliş görülmesi mümkündür.**

Düşen Enflasyon – Görünüm

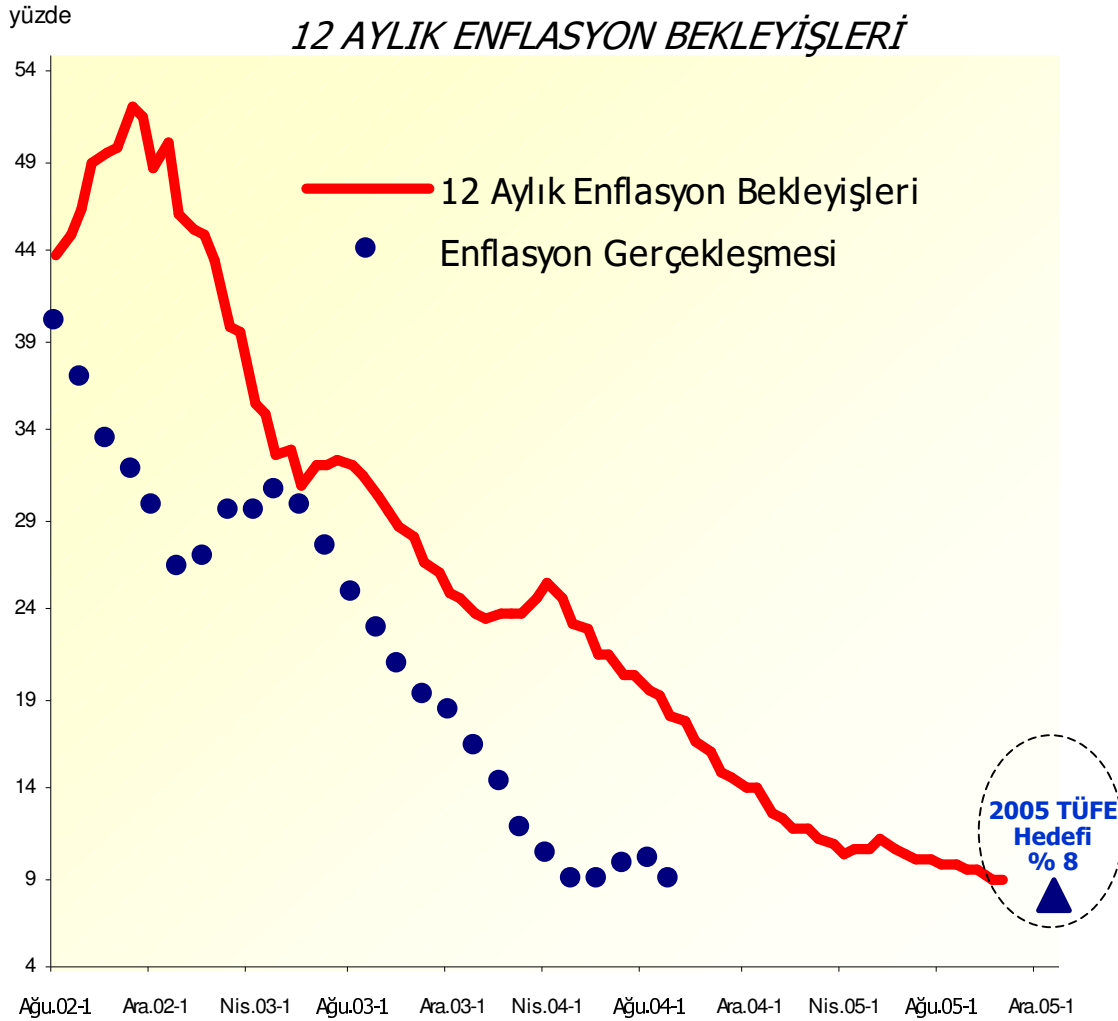
2004 EYLÜL İTİBARI İLE YILLIK ENFLASYON (TÜFE) ORANLARI (yüzde)

1. İsrail	0.80
2. Güney Afrika*	1.00
3. Şili	1.50
4. Malezya	1.60
4. Singapur*	1.60
6. Çek Cum.	3.00
7. Slovenya	3.30
8. Tayland	3.57
9. Kore	3.85
10. Peru	4.00
11. Polonya	4.40
12. Hindistan*	4.61
13. Meksika	5.06
14. Çin	5.20
15. Arjantin	5.90
16. Kolombiya	6.00
17. Endonezya	6.27
18. Bulgaristan	6.30
19. Macaristan	6.60
19. Slovak Cum.	6.60
21. Brezilya	6.70
22. Filipinler	6.90
23. Ukrayna**	7.38
24. TÜRKİYE	9.00
25. Uruguay	9.59
26. Romanya	11.10
27. Rusya	11.40
28. Belarus	15.48
29. Venezuela	20.81

* Ağustos 2004, ** Şubat 2004 itibarıyla

- ✓ Bugün gelinen noktada son 30 yılın en düşük enflasyon rakamına ulaşılmıştır.
- ✓ Ancak, **fiyat istikrarı** henüz **sağlanmış değildir.**
- ✓ Halen dünyadaki benzer ülkeler arasında en yüksek enflasyona sahip ülkelerden biriyiz.

Düşen Enflasyon – Görünüm



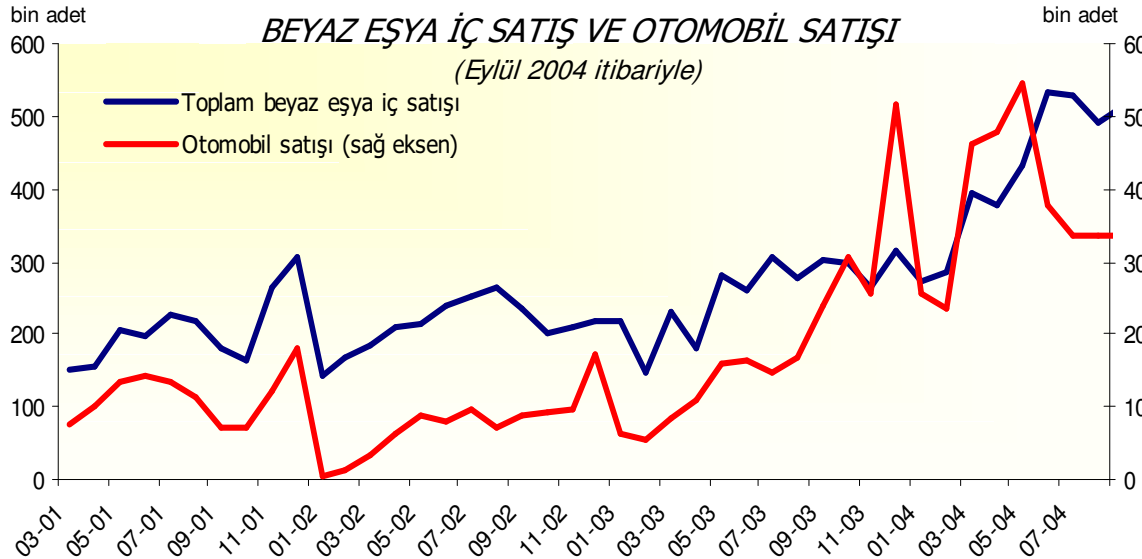
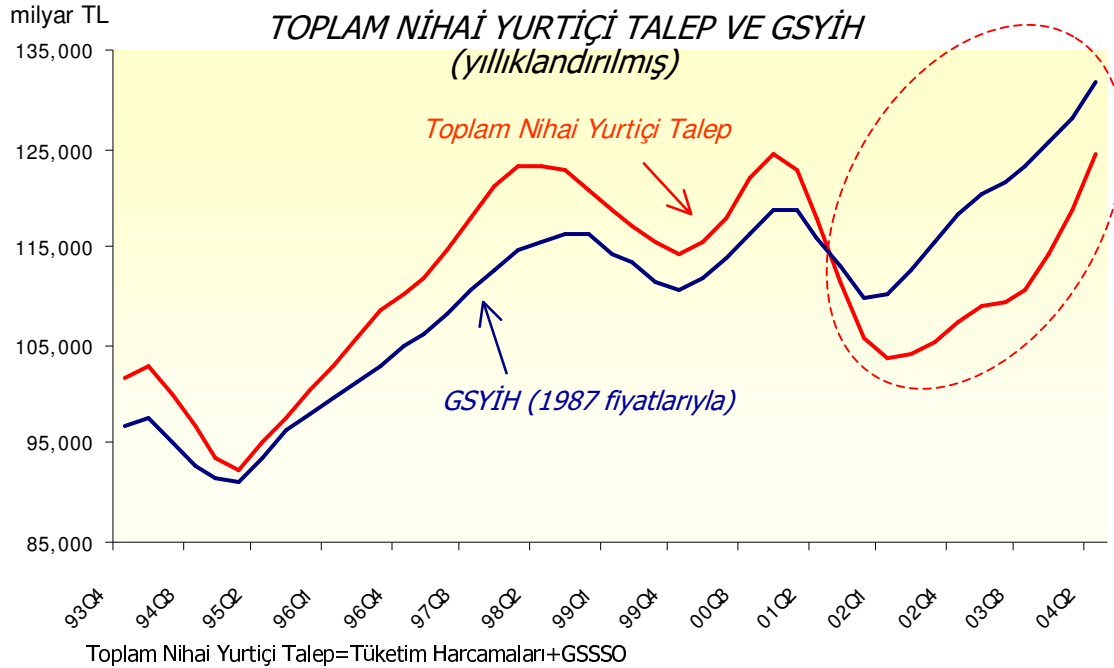
2005 yılı hedefimiz ➡ TÜFE % 8

- ✓ **2005'in ilk yarısında baz etkisi; bir miktar yükseliş**
- ✓ **İkinci yarısında ve sonraki yıllarda kalıcı tek hane**

Gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri politikalarımız doğrultusunda düşük enflasyon süreci ile bugün için uyumlu seyretmektedir.

Enflasyon hedefi güvenilir bir nominal çapa haline gelmektedir.

Fiyat İstikrarının Sağlanması İçin Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar

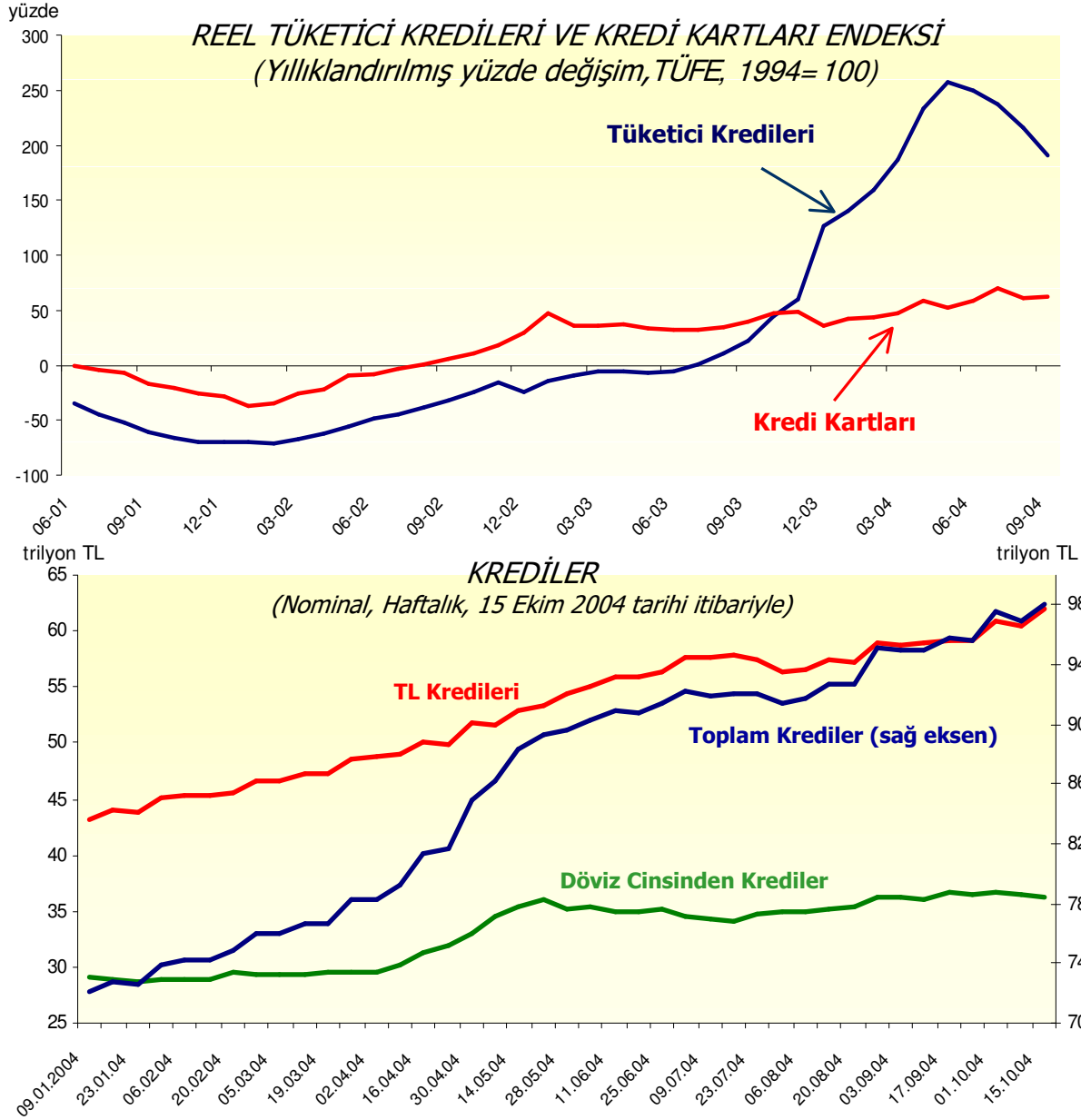


1- İç talep artışına dikkat edilmeli, tüketimdeki canlanma kontrollü olmalıdır.

Bugünkü durumda:

- ✓ Toplam nihai yurtiçi talep artışı GSYİH artışının altındadır.
- ✓ Tüketimdeki artış belirli sektörlerle sınırlıdır. Canlanma ertelenmiş talep kaynaklıdır.
- ✓ Beyaz eşya ve otomobil satışında görülen artış eğilimi verimlilik artışı nedeniyle henüz enflasyonist baskı yaratmamaktadır.
- ✓ Dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim mallarına olan talep de yakından izlenmektedir.

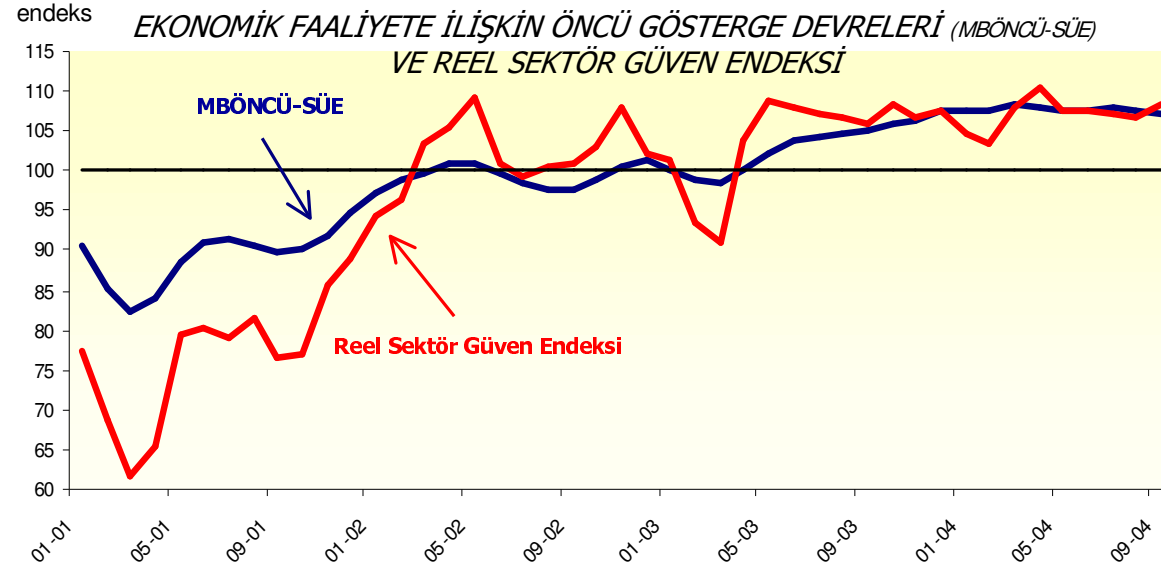
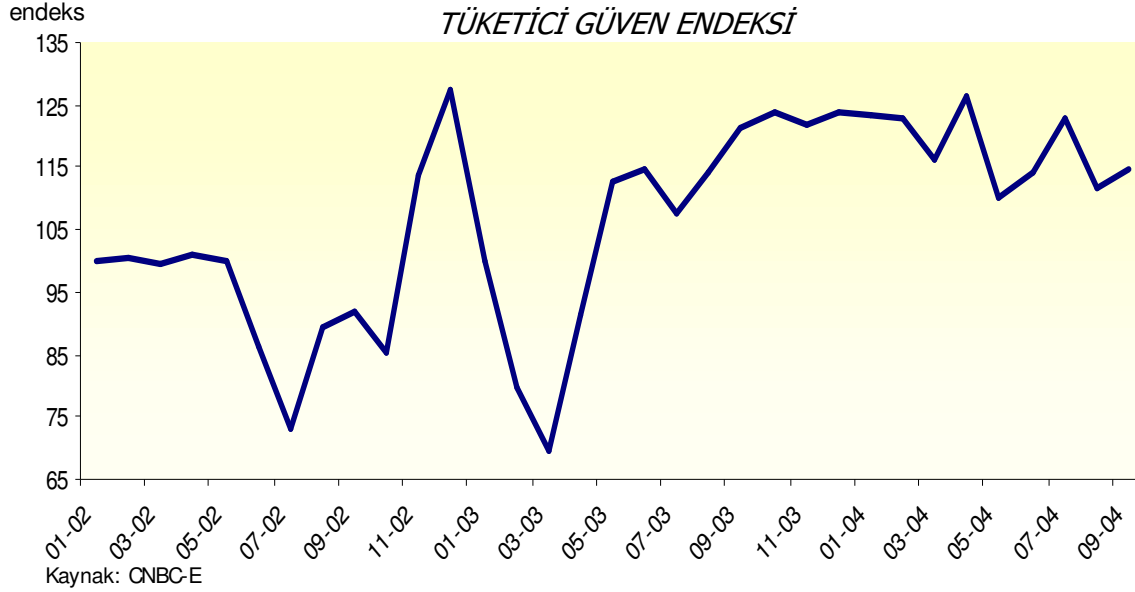
Fiyat İstikrarının Sağlanması İçin Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar



Bugünkü durumda:

- ✓ Tüketici kredileri ve kredi kartlarının reel artış oranlarının son dönemde yavaşladığı görülmektedir.
- ✓ Toplam kredilerin artışında ise son üç aydır yavaşlama gözlenmektedir.
- ✓ Para talebinde nispi yavaşlama ve piyasalarda fazla likiditenin azaldığı gözlenmektedir.

Fiyat İstikrarının Sağlanması İçin Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar



MBÖNCÜ-SÜE= Hazine ihalesi ağırlıklandırılmış basit faiz oranı, ara malı ithalatı, elektrik üretimi, ihracat bekleyişi, mamul mal stok miktarı, toplam istihdam bekleyişi, iç piyasa sipariş bekleyişi.

Reel Kesim Endeksi: 100'ün üstü ekonomik faaliyetlere ilişkin güvenin arttığını ifade etmektedir.

Bugünkü durumda:

Gidişat ile ilgili beklentiler istikrarlı ve olumludur;

✓ Anket sonuçlarına göre tüketici güveni istikrarlı seyretmektedir.

Öncü Göstergeler Endeksi;

✓ 2003 yılı Mart ayından itibaren yükseliş eğilimine girmiş ve bu seviyelerde istikrar kazanmıştır

Reel Kesim Güven Endeksi;

✓ Nisan 2003'den itibaren yüksek seviyelerdedir.

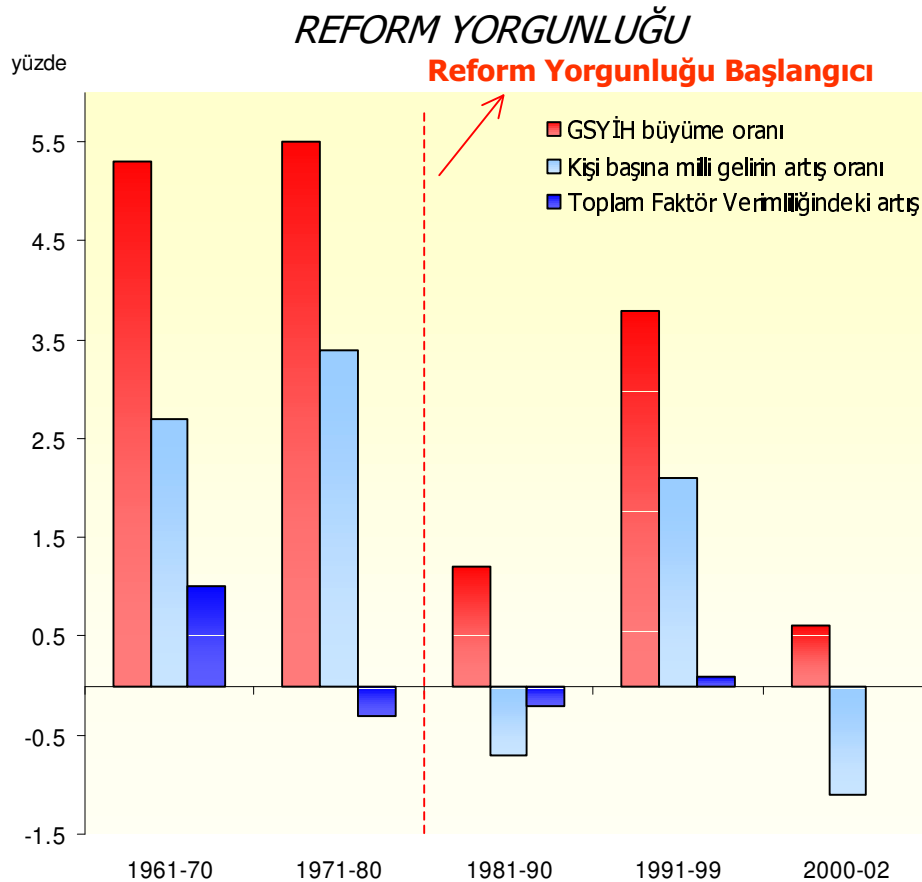
✓ Geçmişe göre bugün daha istikrarlı seyrettiğini görmekteyiz.

Görünüm aşırı bir talep artışına işaret etmemektedir. Yakından izlenmeye devam edilmektedir.

Fiyat İstikrarının Sağlanması İçin Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar

2- Reform yorgunluğu oluşmasına fırsat verilmemelidir:

Yapısal reformlar kararlılıkla sürdürülmelidir.



Kaynak: Lora, E., Panizza, U. ve Quispe-Agnoli, M., "Reform Fatigue: Symptoms, Reasons, and Implications", FRBA, Economic Review, Second Quarter 2004, 1-28.

* Merlevede, B., "Reform Reversals and Output Growth in Transition Economies", Economics of Transition, Volume 11 (4) 2003, 649-669 adlı çalışmada yer almaktadır.

✓ Latin Amerika'da reformların başlangıcından yaklaşık on yılın üzerinde bir süre geçtikten sonra

görülen



Reform Yorgunluğu,

- Reformlarda geriye dönüş sinyallerinin verilmesi,
- Reformları sürdürme isteğinin kaybedilmesi ve
- Reform sürecinin duraklama dönemine girmesi

şeklinde gözlenmiştir.

✓ Reform yorgunluğu Latin Amerika'da büyüme oranında, verimlilikte ve toplam faktör verimliliğinde kayıplara yol açmıştır.

✓ Geçiş ekonomilerinde* de, bir defalık dahi olsa ve sonrasında reformlara devam edilse bile, reformlarda geriye dönüşün enflasyonda elde edilen kazanımların kaybına ve neticesinde ekonominin sürdürülebilir yüksek büyüme patikasına ulaşmasında 4-5 yıllık gecikmeye neden olduğu tespit edilmiştir.



Yapılan reformların sonuçlarının alınması sadece mevcut reformların korunmasına değil, sürecin devamına ve daha ileriye götürülmesine bağlıdır.

Fiyat İstikrarının Sağlanması İçin Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar

3- Dış Şoklar

Bu şoklara karşı yapılması gereken, ekonomik programı kararlılıkla uygulamaktır. Ekonomik istikrarda mesafe alındıkça şokların etkisi azalacaktır.

Dış şokların ekonomiye etkisi üç kanal üzerinden olur:

- 1- Yurtiçi finansal araçların fiyatlarını etkiler;** sermaye çıkışına neden olur.
- 2- Yurtdışı kredi imkanlarını etkiler;** yeni faiz oranları ve miktarlar üzerinden işlem yapılmak zorunda kalınır.
- 3- Doğrudan reel ekonomiyi etkiler;** ihracatı, dolayısıyla döviz kazanma kapasitesini; neticesinde de ithalatı ve dış yükümlülükleri yerine getirebilme gücünü etkiler.

Bu üç etkinin şiddeti, ekonominin içinde bulunduğu durumla ilgilidir:

Eskiden doğrudan krizle sonuçlanabilecek dış şokların etkisi, bugün artık sınırlı olmakta ve daha kısa sürmektedir. Şoklar Ülkemizi, **programda alınan mesafeye bağlı olarak dünyayı etkilediği ölçüde** etkilemektedir.

Bugünkü görece ekonomik istikrar yeterli değildir: Daha fazla mesafe alınmalıdır. Böylece güçlenen ekonomik temeller, şokların etkisini daha da azaltacak ve geçici kılacaktır.

Fiyat İstikrarının Sağlanması İçin Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar

1- İç talep artışına dikkat edilmesi, tüketimdeki canlanmanın kontrollü olması

2- Reform yorgunluğu oluşmasına fırsat verilmemesi

3- Dış Şoklar

4- Bekleyişlerin iyi yönetilmesi

Bugüne kadarki uygulamalar ile önemli bir güvenilirlik kazanılmıştır. Ancak, Ülkemizde bekleyişler çok çabuk değişebilmekte, özellikle mali piyasalarda bir anda aşırı iyimserlik veya kötümserlik hakim olabilmektedir.

Dolayısı ile uygulanan programda en küçük bir hata yapılmamalıdır.

5- Kamu fiyat ayarlamalarının hedef enflasyon ile uyumu

6- Ekonomideki iyileşme sonucu ortaya çıkacak canlanmanın kâr marjlarını artırma fırsatı olarak görülmemesi

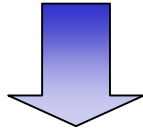
7- Enflasyonla mücadelede tarım ve enerji fiyatları tüm dünyada olduğu gibi bizde de her zaman dikkat edilmesi gereken önemli risk unsurlarıdır.

% 8 hedefini gözden geçirmeye gerek var mıdır? Hayır.

FAİZ ORANLARI

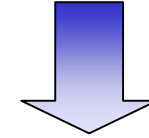
İmkansız Üçlü

S e r m a y e H a r e k e t l e r i



Kısıtlı

1- Hem faiz oranları hem de döviz kurları kontrol edilebilir.



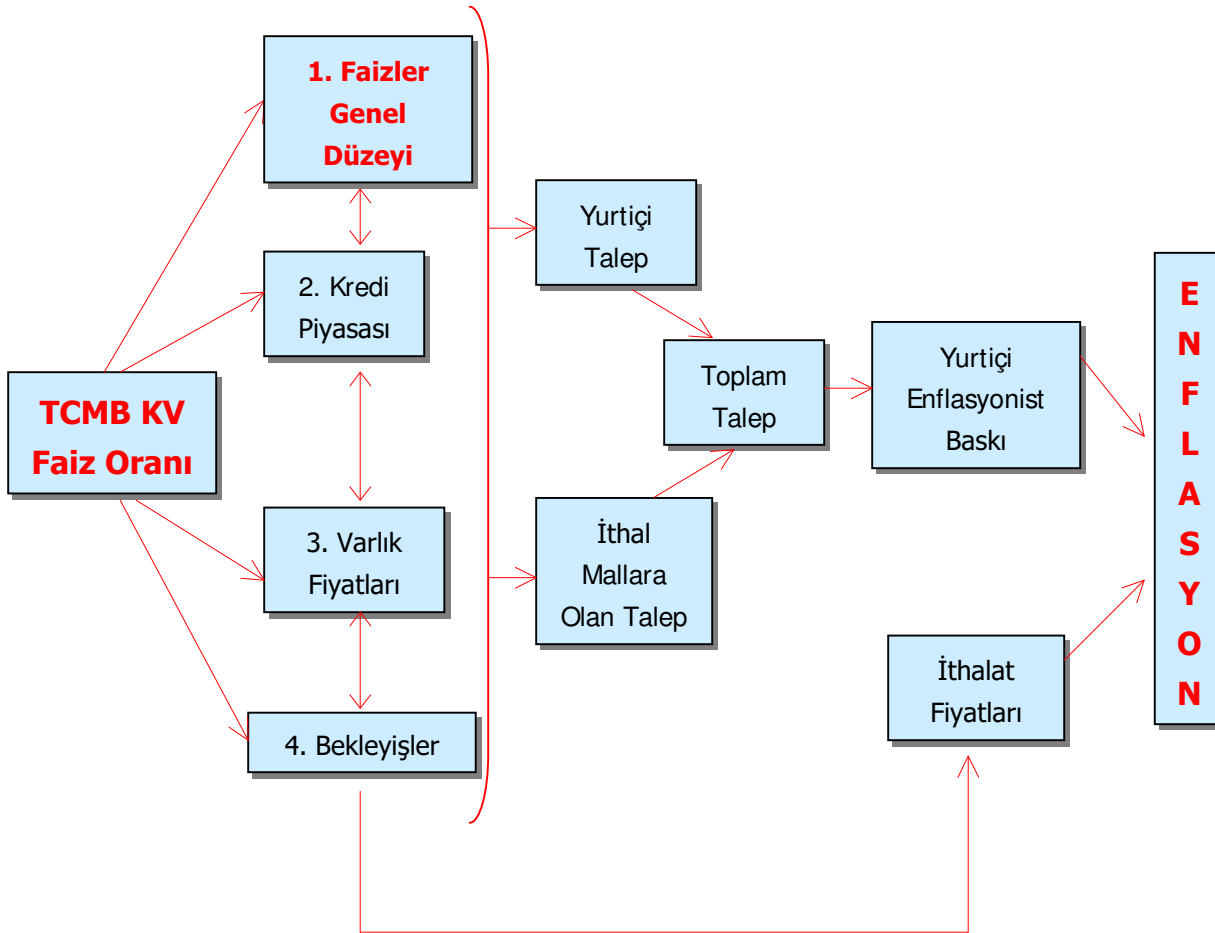
Serbest

- 2- Döviz kurları kontrol edilirken faiz oranları serbest bırakılır: Pasif para politikası.
- 3- Faiz oranları kontrol edilirken döviz kurları serbest bırakılır: Aktif para politikası.

Sonuç: Sermaye hareketleri serbest iken hem faiz oranları hem de döviz kuru kontrol edilemez.

Faiz Oranları

BASİTLEŞTİRİLMİŞ BİR AKTARIM MEKANİZMASI



Kısa Vadeli Faiz Oranları

✓ Temel politika aracımız kısa vadeli faiz oranlarıdır ve sadece enflasyon hedefi ile enflasyon tahmininin izlediği seyre yönelik olarak kullanılmaktadır.

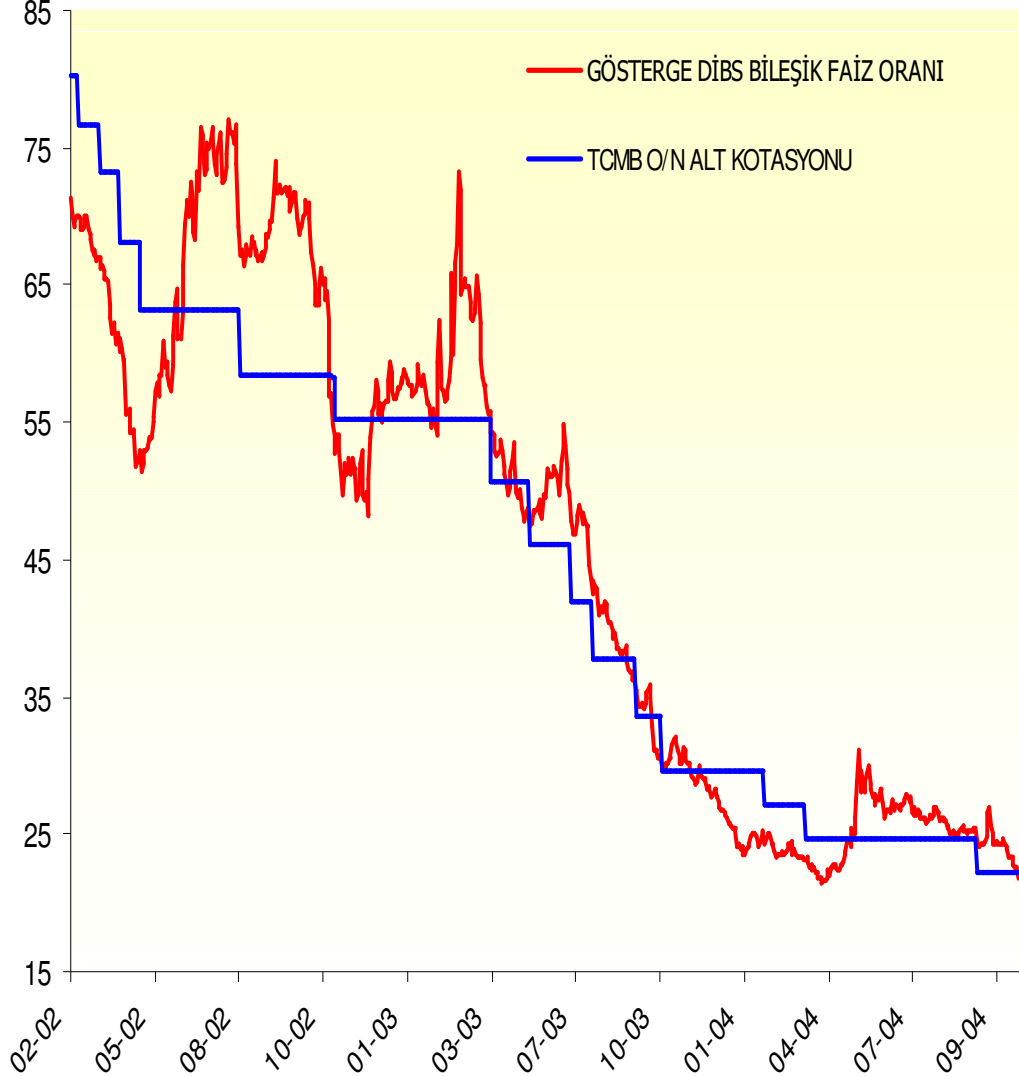
✓ TCMB kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak **aktarım mekanizması** yoluyla çeşitli kanallardan enflasyonun gidişatını etkilemeyi hedeflemektedir.

1 - TCMB Faizleri – Faizler Genel Düzeyi

✓ Aktarım mekanizması kanallarından birisi faizler genel düzeyidir. TCMB kendi faizlerini değiştirerek faizler genel düzeyini aynı yönde hareket ettirmeyi amaçlar.

Faiz Oranları

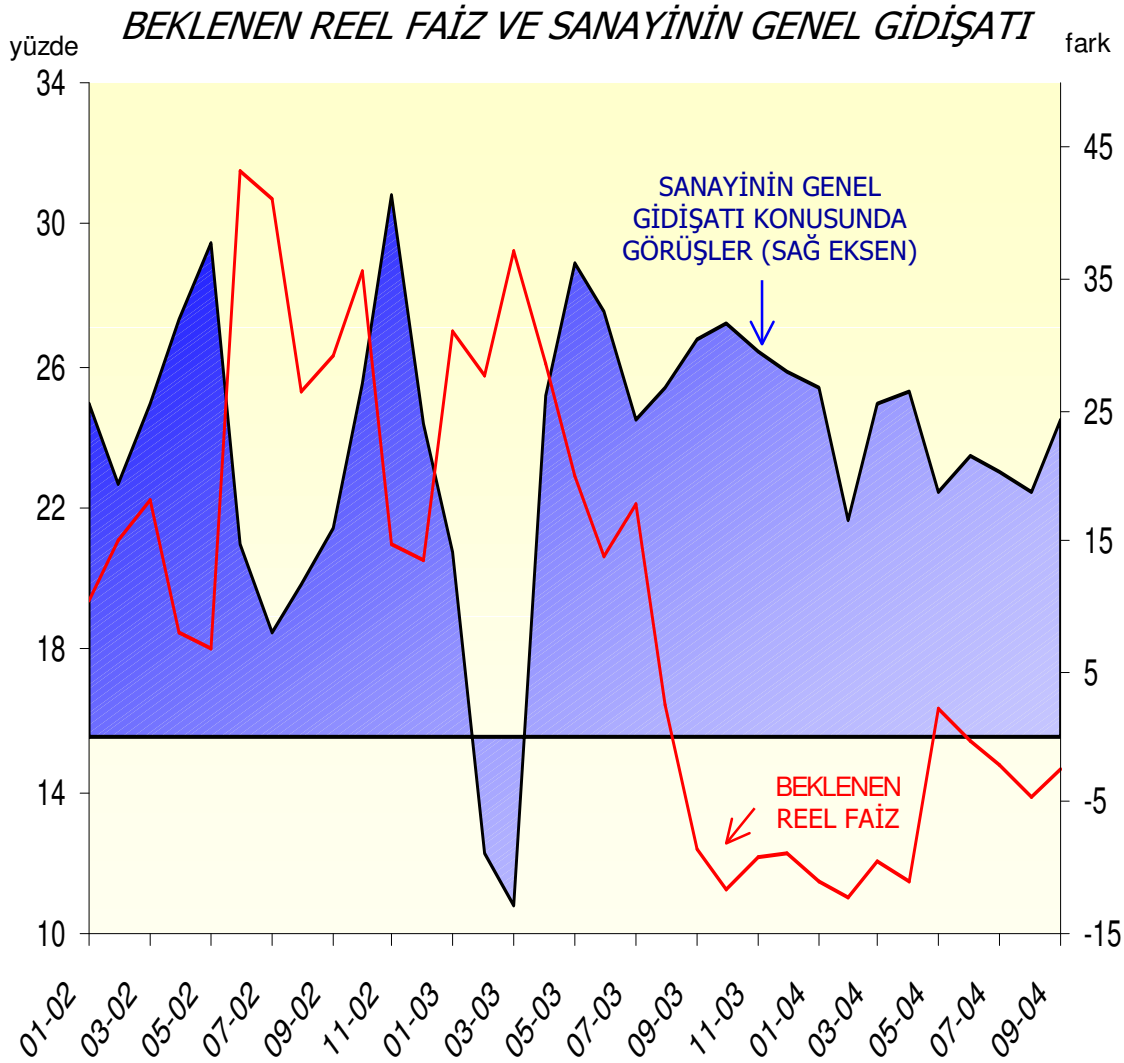
yüzde TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranı ve Gösterge Niteliğindeki DİBS Faizi



1 - TCMB Faizleri – Faizler Genel Düzeyi

- ✓ Bu doğrultuda TCMB, enflasyon hedefi ve tahminlerine uygun olarak faiz oranlarını **düşürebilir, yükseltebilir** veya **değiştirebilir**.
- ✓ **Ancak** bugün için TCMB faizleri ile faizler genel düzeyi arasında olması gereken aynı yönlü ilişki, giderek güçlenmesine rağmen, henüz arzu edilen biçimde tesis edilebilmiş değildir. Bu nedenle, TCMB faiz oranlarını düşürürken faizler genel düzeyinin yükseldiği veya değişmediği dönemler olmuş; yine bazı dönemlerde faizler genel düzeyi TCMB faiz oranlarının altında seyretmiştir.
- ✓ Dolayısıyla mevcut konjunktürde kısa vadeli faiz oranlarını düşürerek faizler genel düzeyini ve reel faiz oranlarını henüz **kalıcı olarak** düşürmek mümkün değildir.

Faiz Oranları



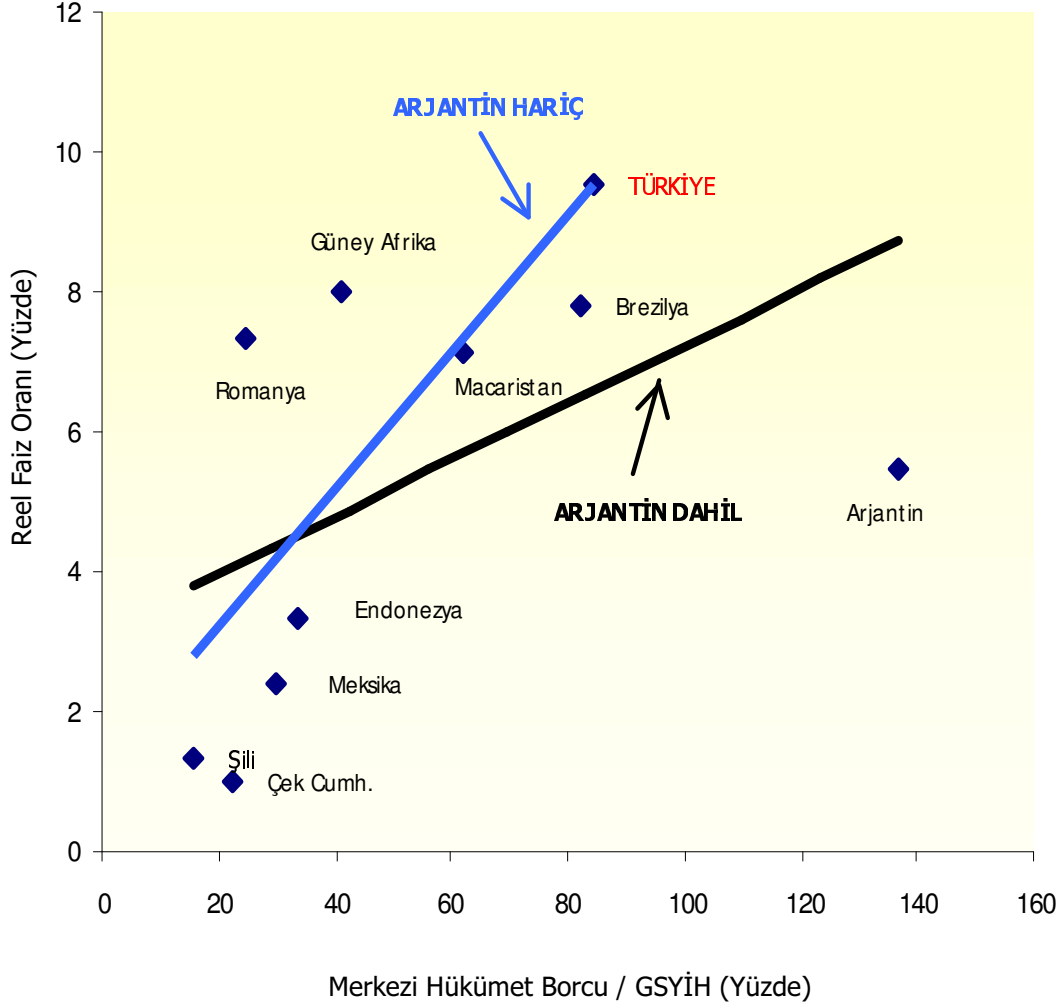
* TCMB İktisadi Yönelim Anketi, sanayinin genel gidişat eğilimi konusunda görüşler: İyimser - Kötümser

2- Faizler Genel Düzeyi ve Reel Faiz Oranları

- ✓ Nominal faiz oranları iki değişkenin toplamından oluşmaktadır: Bunların **birincisi** mevcut koşullar altında büyük ölçüde **risk priminin belirlediği reel faiz oranı**, ikincisi ise **enflasyon beklentileridir**. Enflasyon beklentilerinin azalması ve risk priminin düşmesi reel faizlerin, dolayısı ile nominal faizlerin düşmesini sağlar.
- ✓ Son iki yıl içinde genel gidişattaki iyileşme sonucunda risk priminde ve enflasyon beklentilerinde alınan mesafenin göstergeleri, reel faizlerde 15 puanın üzerindeki, nominal faizlerde ise 45 puanlık düşüşlerdir.
- ✓ Fakat, faiz oranları halen yüksek seviyelerdedir.

Faiz Oranları

BORÇ STOKU / GSYİH VE GERÇEKLEŞEN REEL FAİZ ORANI



Bu kapsamda enflasyon beklentileri ve risk primindeki gelişmeleri değerlendirdiğimizde:

- ✓ Son bir yıldır **enflasyon beklentileri**, siyasi ve ekonomik güncel tartışmalara rağmen bozulma göstermemiş, hedefle uyumlu seyretmiştir.
- ✓ **Ancak** kamunun yüksek borç stoku, **risk priminin** daha da düşmesini engellemektedir.

- ✓ Dünya genelinde gelişmekte olan ülkelere bakıldığında da:

Kamunun iç borç stoku ile risk primine bağlı olarak reel faiz oranları arasında,

- Aynı yönlü kuvvetli bir ilişki olduğu,
- Kamu borç stoku yükseldiğinde reel faiz oranlarının da yükseldiği,
- Düştüğünde ise reel faiz oranlarının da düştüğü, görülmektedir.

- ✓ **Sonuç olarak**, reel faiz oranlarının düşmesi kamu borç stokunun azaltılmasına, kamu finansmanının sürdürülebilir bir yapıya kavuşmasına ve ekonomideki kırılganlıkları azaltacak olan reformların hayata geçirilmesine bağlıdır.

Faiz Oranları

3- TCMB Faizleri – Döviz Kuru

Aktarım mekanizmasının bir diğer kanalı varlık fiyatları - döviz kurudur.

Ancak mevcut konjunktürde kısa vadeli faiz oranları düşürüldüğünde,

üç tür gelişme olabilir:

1

Türk lirası cinsinden varlıkların getirisi düşer.



Döviz talebi artar.



TL üzerinde **değer kaybetme** baskısı oluşur.

2

Gidişatla ilgili olumlu sinyal



Güven artar.

Ters para ikamesi güçlenir.



TL üzerinde **değer kazanma** baskısı oluşur.

3

Döviz kuru,

ekonomik

temellerden kopuk

hareket edebilir: Döviz

likiditesi, yatırımcı

davranışları, farklı

bekleyişler.

Kur Politikası

Kur Rejimi – Kur Politikası

Döviz kuru rejiminin seçimi

Hükümet ile birlikte
yapılmaktadır.



Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kuru politikasının

uygulanması ise Merkez

Bankası'na aittir.

Merkez Bankası Kur Politikasını Nasıl Uyguluyor ?

I - Aşırı Oynaklığa
Karşı Müdahaleler



- ✓ Her iki yöndeki aşırı oynaklığı önlemek için
- ✓ Oynaklığın nedenlerine bakılarak
- ✓ Duyuru ve uyarılarla da olabilir

II - Rezerv Biriktirme
Amaçlı Müdahaleler

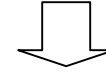


- ✓ Döviz arz fazlasının sterilize edilmesi amacı ile
- ✓ Seviyeyi etkilemeden, dalgalı kur rejimi ile tutarlı
- ✓ Şeffaf yöntemlerle

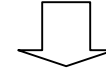
Merkez Bankası Kur Politikasını Nasıl Uyguluyor ?

**Merkez Bankası'nın
Türk lirasını değerli
tutmak gibi bir
politikası yoktur.**

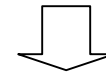
Dalgalı kura geçiş, Telekom krizi, 11 Eylül olayları,
2002 yazı siyasi gerginlik, Irak Krizi, Ekim 2003,
Nisan-Mayıs 2004
7 defa TL'de ani değer kaybı yaşanmıştır.



2003 yılı başından 11 Mayıs 2004 tarihine kadar
yaklaşık 16 ay boyunca piyasalara hiç döviz satışı
yapılmamıştır.



Merkez Bankası, döviz arz fazlası oluştuğunda döviz
alım ihaleleri düzenlemiştir.



2003 ve 2004'de 15 milyar ABD dolarının üzerinde
döviz alınmıştır.

Dalgalı Kur Rejiminde Döviz Kurunun Seviyesini Ne Belirliyor?

Kısa vadede



- ✓ İstikrar Programındaki gelişmeler
- ✓ Kamu borç stoku ve risk primi
- ✓ Bekleyişler; özellikle **ödemeler dengesi bekleyişleri**
- ✓ Dış gelişmeler
- ✓ Piyasadaki oyuncuların davranışları

Uzun vadede

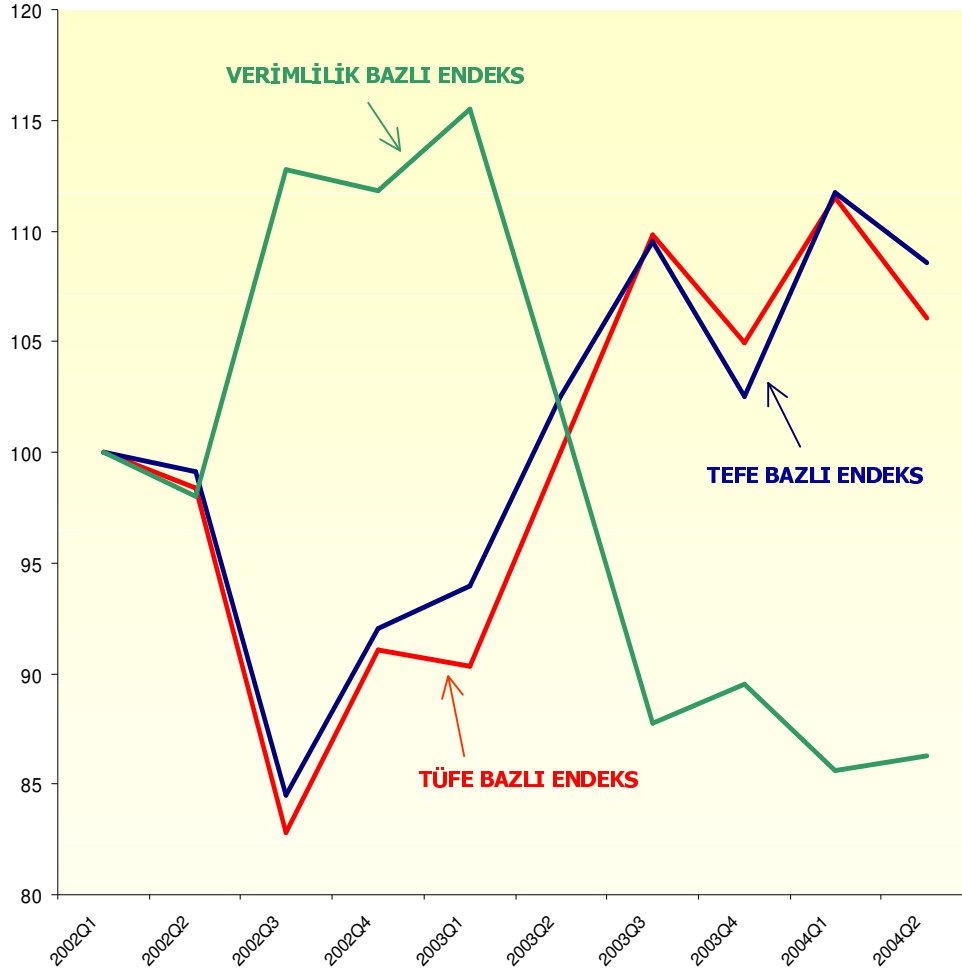


- ✓ Yapısal reformlar ve verimlilik üzerine etkileri
- ✓ Ekonomideki devresel hareketler
- ✓ Ekonomik temeller; enflasyon, büyüme

Türk Lirası Aşırı Değerli mi Değil mi?

Döviz kurlarının seviyesi ile ilgili önemli bir nokta **reel kur** endeksi ve kullanım biçimidir.

endeks *REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU ENDEKSLERİ (2002 Q1=100)*



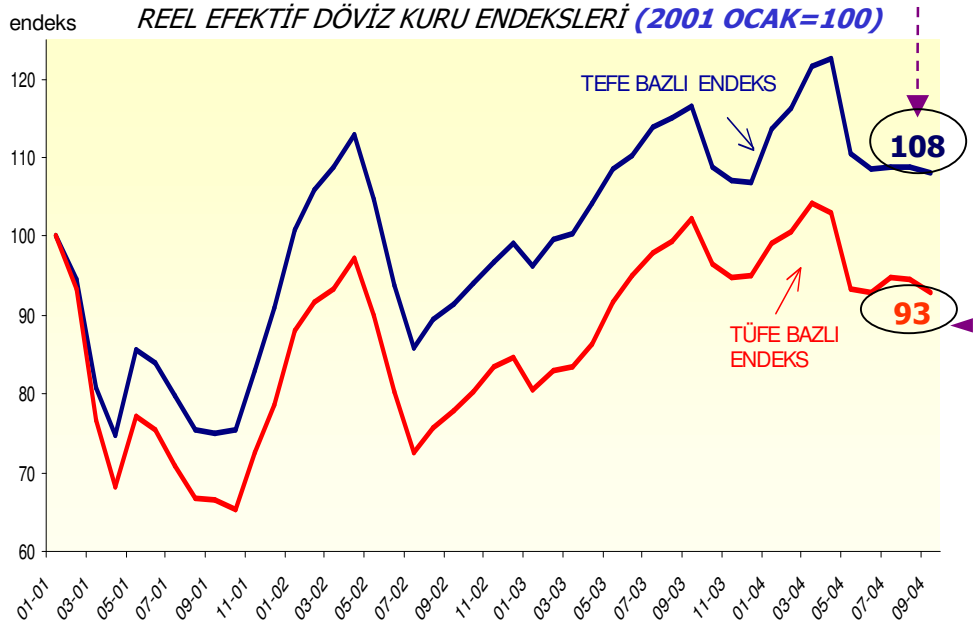
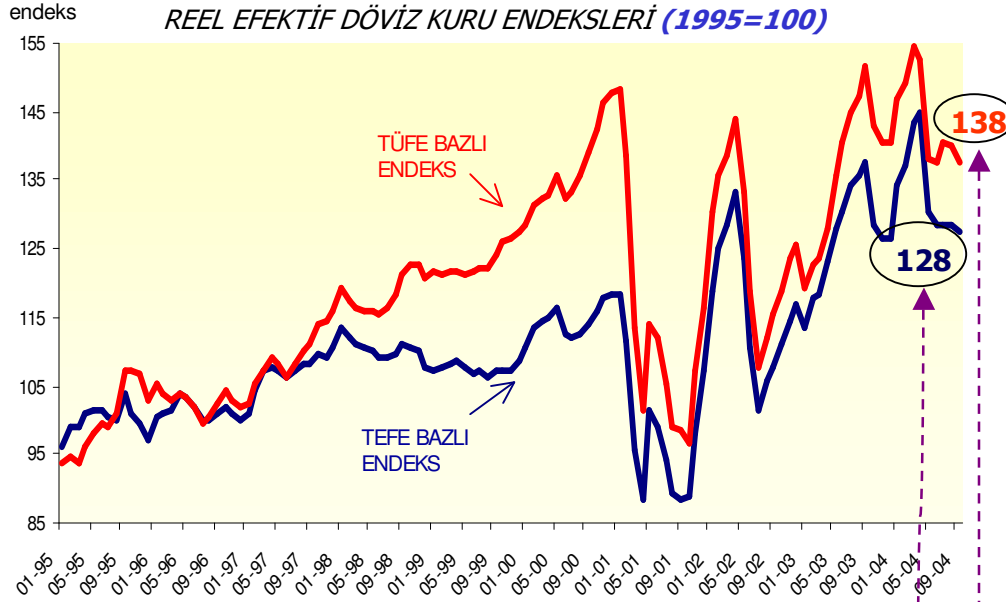
✓ Reel kur endeksi, yabancı ülkelerde üretilen malların yurtiçinde üretilen mallar cinsinden görelî durumunu yansıtan ve uluslararası rekabeti ölçmek için yaygın şekilde kullanılan göstergelerden birisidir.

Ancak,

1. Farklı Endeksler

Reel kur endeksi genel olarak tüketici ya da toptan eşya fiyat endeksleri kullanılarak hesaplanmaktadır. Ancak endeks, verimlilik ya da birim işgücü maliyeti gibi endeksler kullanılarak hesaplandığında farklı sonuçlar verebilmekte, fiyat değişimlerine göre elde edilenlerin tam tersi sonuçlar çıkabilmektedir.

Türk Lirası Aşırı Değerli mi Değil mi?



2. Baz Yılı

Reel kur endeksi, ancak ve ancak **baz yılı doğru seçildiği zaman** ekonomik olarak doğru yorumlanabilmekte, seçilen baz yılına bağlı olarak endeks değerleri büyük farklılıklar gösterebilmektedir. Bu kapsamda seçilecek baz yılında hem iç hem de dış dengenin sağlanmış olması koşulu aranmaktadır. Ülkemiz ekonomik koşulları bu çerçevede değerlendirildiğinde ise böyle bir dönemin tespitinin çok zor olduğu açıkça görülmektedir.

3. Uzun Vade

Hesaplanmasında ülkelerarası görelî değişimler esas alındığından ve ancak uzun dönemde söz konusu görelî değişimler kura yansıtacağından, **kısa dönemde görülen hareketlerin** kurun seviyesi ile ilgili olarak gösterge amaçlı **kullanımının doğru olmadığı düşünülmektedir.**

TL'nin Değer Kazanması ya da Kaybetmesi Bir Sonuçtur.

Olumlu Süreç

1. Ekonomide iyileşme:

- ✓ Kamu borç stokunun azaltılması
- ✓ Enflasyonda düşüş
- ✓ Büyümede artış
- ✓ Verimlilik artışı
- ✓ Yatırım ortamında iyileşme, v.b.

2. Olumlu dışsal şoklar:

- ✓ AB'den tarih alınması
- ✓ IMF ile anlaşma yapılması, v.b.

3. Olumlu beklentiler:

- ✓ Programa ve uygulanan politikalara güvenin artması, v.b.

Portföy tercihleri
değişir, TL'ye
geçiş yaşanır.

+

Sermaye girişi
ya da giriş
bekleyişi artar.

- ✓ Risk primi düşer.
- ✓ Faizler düşer.
- ✓ Yatırımlar artar.
- ✓ Büyüme artar.
- ✓ İstihdam artar.

Döviz arz fazlası



TL üzerinde değerlendirme baskısı



Merkez Bankası Ne Yapabilir ?

- Kısa vadeli faiz oranları sadece enflasyona yönelik.
- Döviz arz fazlası dalgalı kur rejimi ile tutarlı, şeffaf politikalarla sterilize edilir: Döviz Alım İhaleleri.
- Aşırı oynaklık halinde doğrudan alım müdahalesi yapılır.

TL'nin Değer Kazanması ya da Kaybetmesi Bir Sonuçtur.

Olumsuz Süreç

1. Ekonomide kötüleşme:

- ✓ Kamu borç stokunun artması
- ✓ Enflasyonda yükseliş
- ✓ Büyümede düşüş
- ✓ Verimlilik azalışı
- ✓ Yatırım ortamında kötüleşme, v.b.

2. Olumsuz dışsal şoklar:

- ✓ AB'den tarih alınmaması
- ✓ IMF ile anlaşma yapılamaması, v.b.

3. Olumsuz bekleyişler:

- ✓ Programa ve uygulanan politikalara güvenin azalması, v.b.

Portföy tercihleri
değişir, yabancı
paraya geçiş
yaşanır.

+

Sermaye çıkışı
ya da çıkış
bekleyişi artar.

- ✓ Risk primi artar.
- ✓ Faizler artar.
- ✓ Yatırımlar azalır.
- ✓ Büyüme düşer.
- ✓ İşsizlik artar.

Döviz talep fazlası

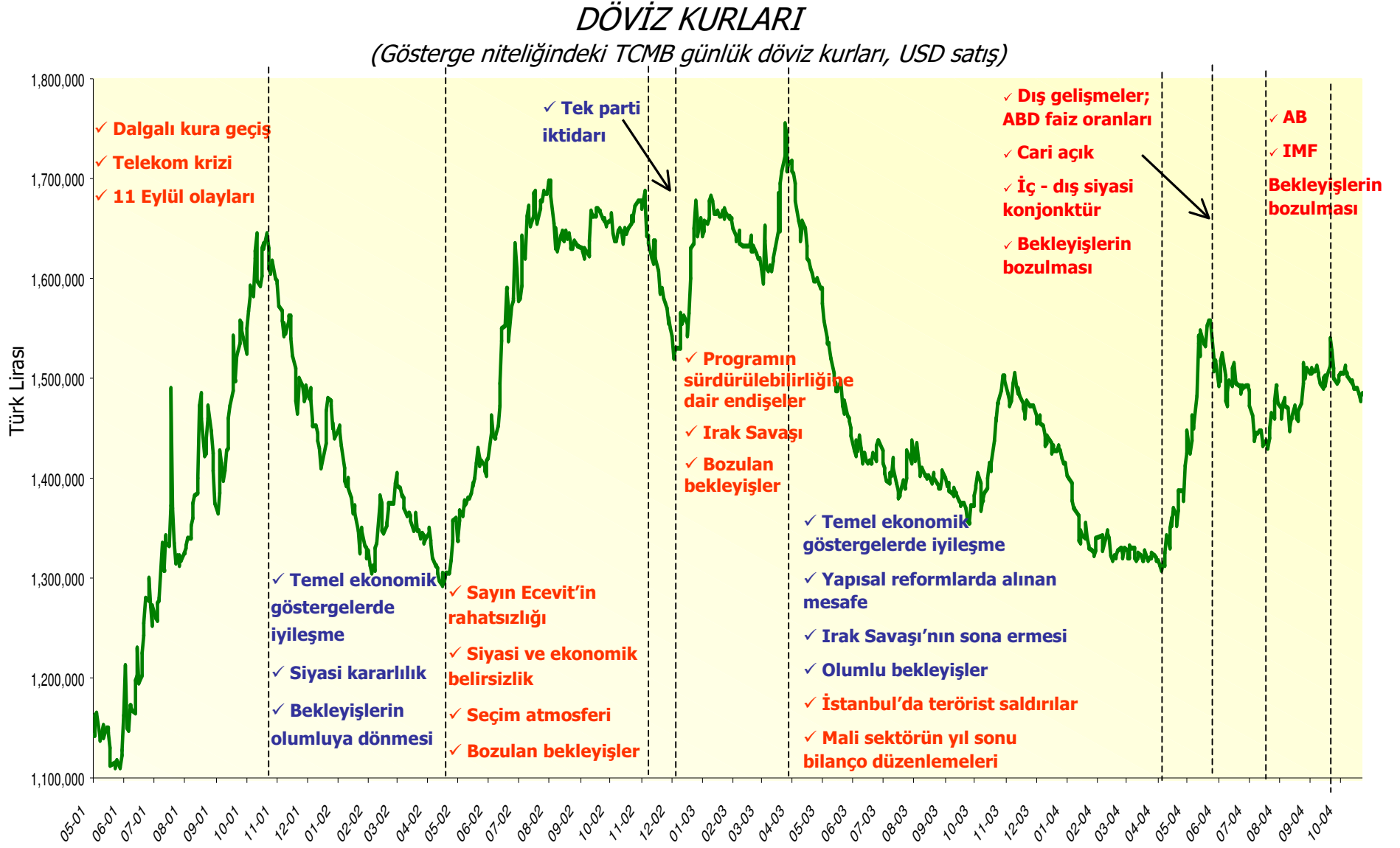
TL üzerinde değer kaybetme baskısı

Merkez Bankası Ne Yapabilir ?

- Kısa vadeli faiz oranları sadece enflasyona yönelik.
- Duyuru ve açıklamalarla ekonomik birimlerin uyarılması.
- Aşırı oynaklık halinde doğrudan satım müdahalesi yapılır.

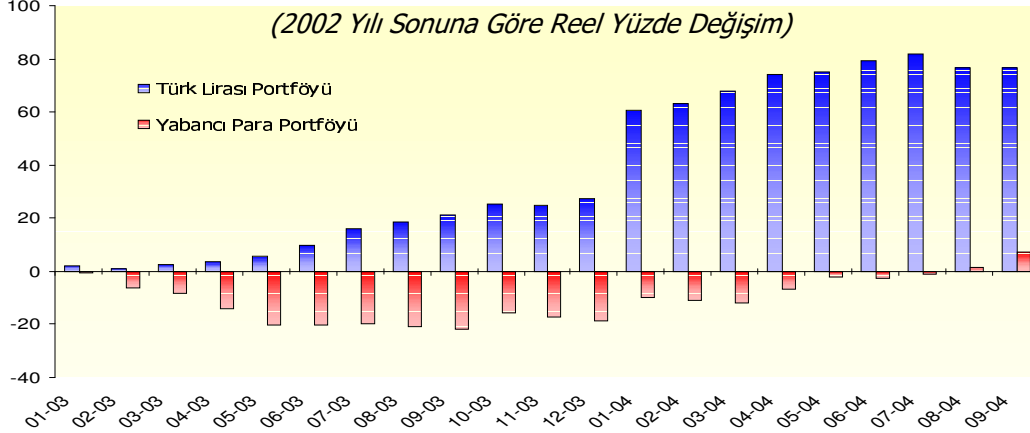
Bu çerçevede bizdeki son üç yıla baktığımızda; Yansı: Kur Grafiği

TL'nin Değer Kazanması ya da Kaybetmesi Bir Sonuçtur.



Para İkamesi, Ters Para İkamesi

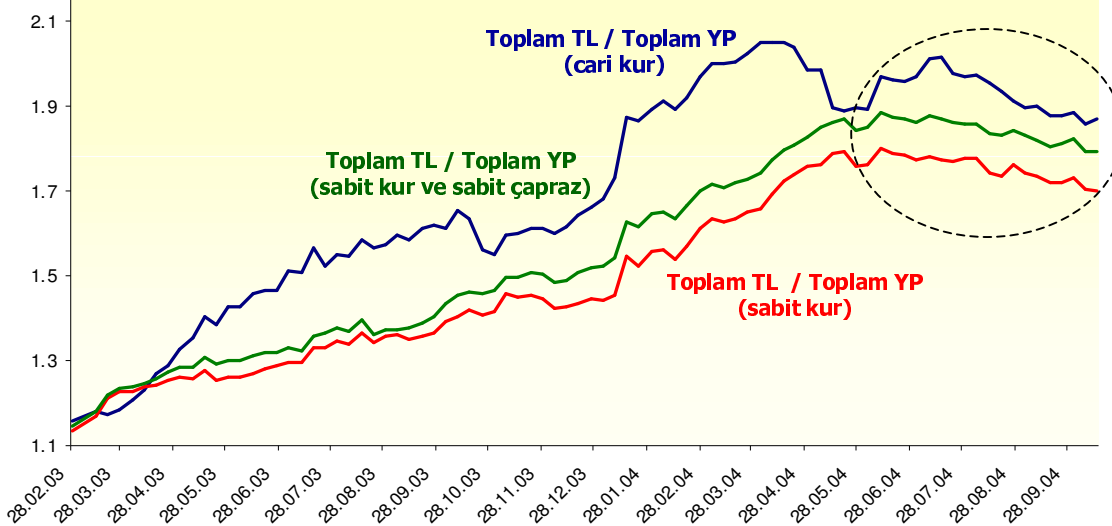
YERLEŞİKLERİN PORTFÖY TERCİHLERİ (BANKACILIK DIŞI) *



* İmar Bankası ödemeleri nedeniyle mevduat rakamında ani artış görülmektedir.

Yabancı Para Portföyü = Mevduat + DİBS + Eurobond + Diğer
Türk Lirası Portföyü = Mevduat + DİBS + REPO + Yatırım Fonları + Diğer

TÜRK LİRASI YATIRIM ARAÇLARI / YABANCI PARA YATIRIM ARAÇLARI*



* İmar Bankası ödemeleri nedeniyle mevduat rakamında ani artış görülmektedir.

Türk Lirası Cinsinden Araçlar = Mevduat + DİBS (gerçek kişi) + Yatırım Fonları + Repo
Yabancı Para Cinsinden Araçlar = Mevduat + DİBS (gerçek kişi) + Eurobond (gerçek kişi)

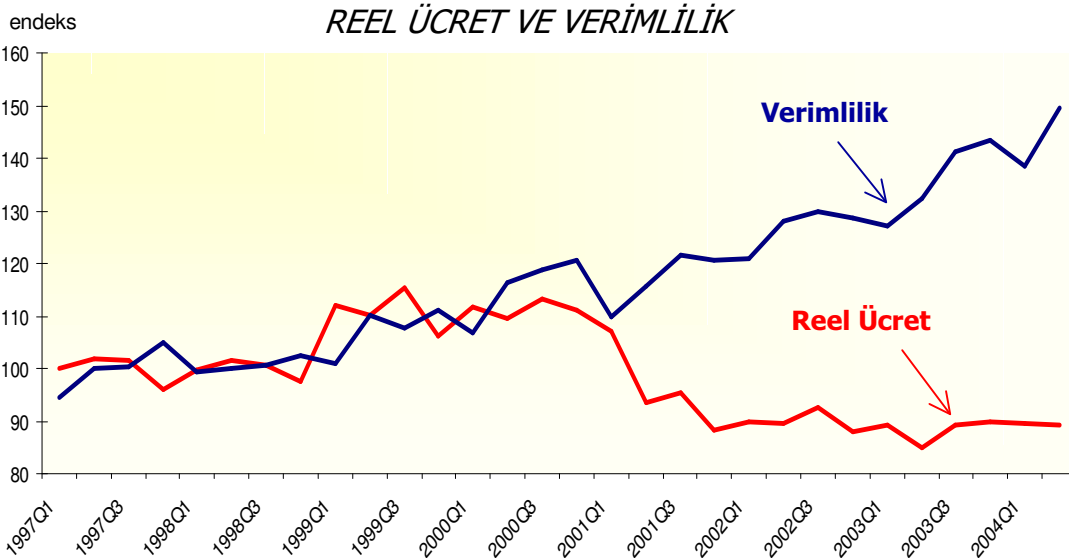
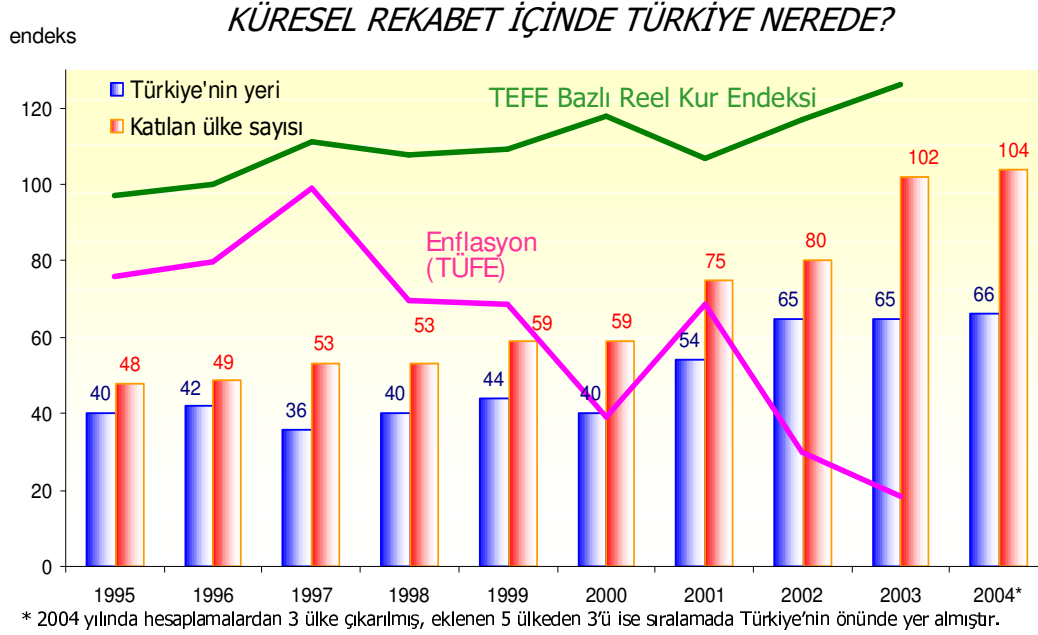
¹ Conference on Financial Dedollarization: Policy Options, IADB, Washington, D.C., Aralık 1-2, 2003.

Ters para ikamesi **kendiliğinden oluşan bir süreç değildir**. Dünya örneklerine- İsrail, Şili, Meksika, Peru¹ - bakıldığında **ters para ikamesinin enflasyonla mücadele** ve bu kapsamda elde edilen ekonomik **istikrarın bir yan etkisi** olarak ortaya çıktığı görülmektedir.

- ✓ Bizde de son üç yıldır uygulanmakta olan programın sonuçlarının alınmaya başlanması ile ters para ikamesi süreci başlamış; 2003 yılından itibaren yatırımcıların portföy tercihlerinde TL araçların payı artmıştır.
- ✓ Son dönemde gözlenen duraklamada ise; IMF-faiz dışı fazla ve AB sürecine ilişkin tartışmalar etkili olmuştur.

Fiyat istikrarı başta olmak üzere makro ekonomik istikrar tesisi ve güven artışı ters para ikamesi sürecini hızlandıracaktır.

Döviz Kuru ve Rekabet Gücü



Döviz kuru rekabetin tek ve en önemli unsuru değildir.

Sürdürülebilir rekabet gücünü belirleyen unsurlar:

- Fiyat Rekabeti: Reel kurlar, nispi pozisyon, birim ücretler
- Niteliksel Unsurlar: Satış sonrası hizmet, üründe standartlaşma
- Yapısal Unsurlar: Makro ekonomik performans, ekonomik ve sosyal gelişmişlik düzeyi, verimlilik, nitelikli işgücü, ar-ge çalışmaları

Diğer bir ifadeyle bir ülke devalüasyonlar ile rekabet gücü kazanamaz.

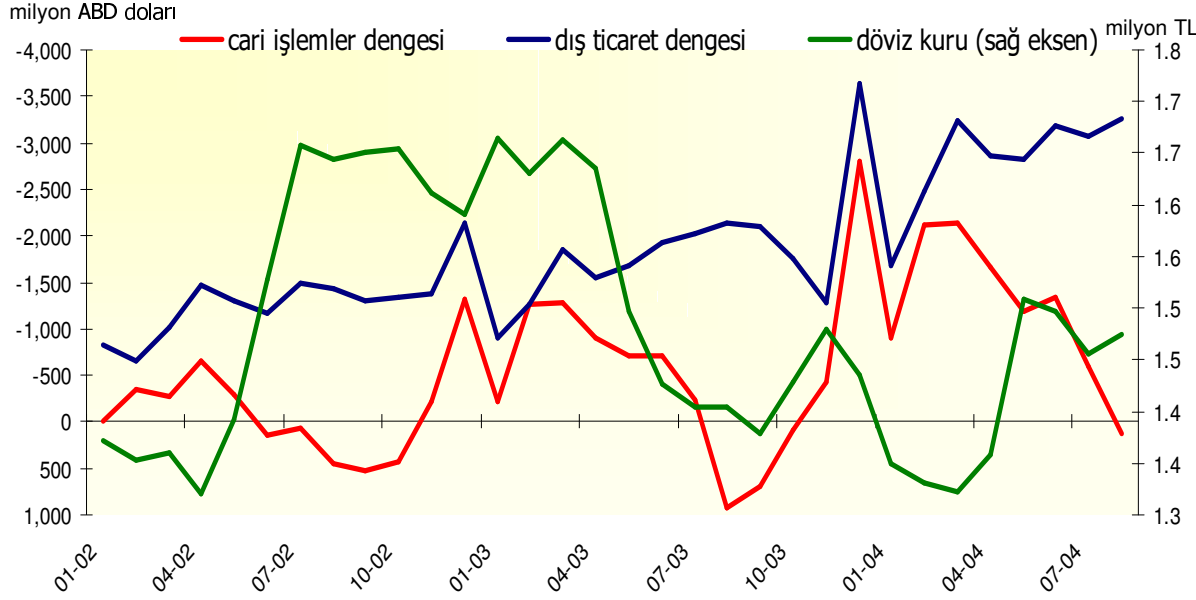
Bu çerçevede Ülkemizde son dönemde sürdürülebilir rekabete katkıda bulunan unsurların başında;

- **Giderek kuvvetlenen ekonomik istikrar**
- **Verimlilik artışı**
- **Reel ücretlerin seyri gelmektedir.**

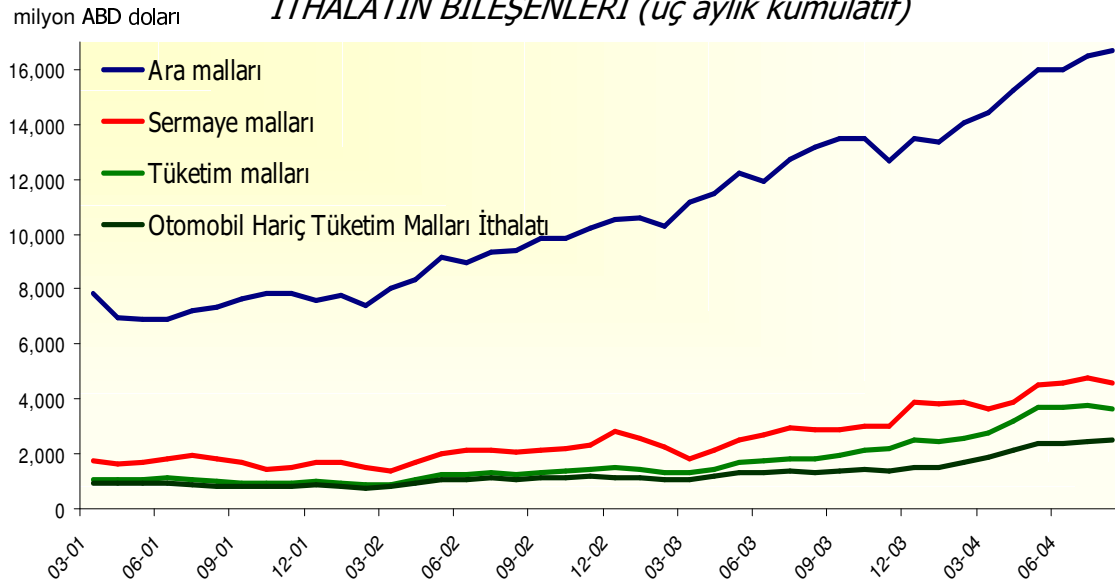
✓ TL'nin reel olarak değer kazanmasının ticarete konu olan sektörlerdeki verimlilik artışından kaynaklanması da, literatürde de yer aldığı üzere, ihracata yönelik büyümeyi ayrıca desteklemiştir.

Döviz Kuru ve Dış Ticaret

DIŞ TİCARET DENGESİ, CARİ İŞLEMLER DENGESİ VE DÖVİZ KURLARI



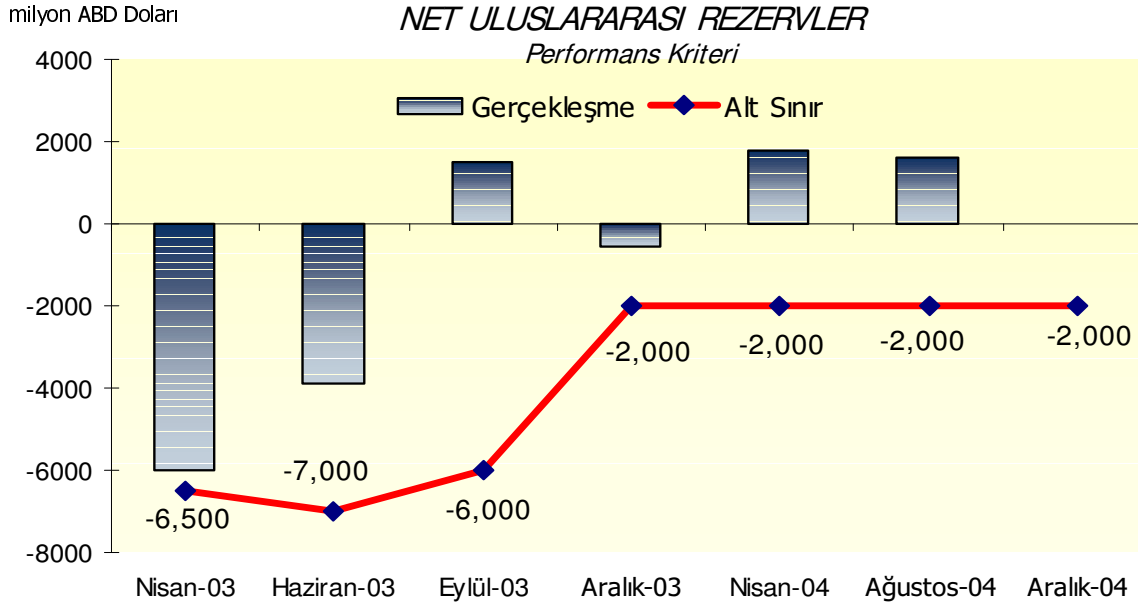
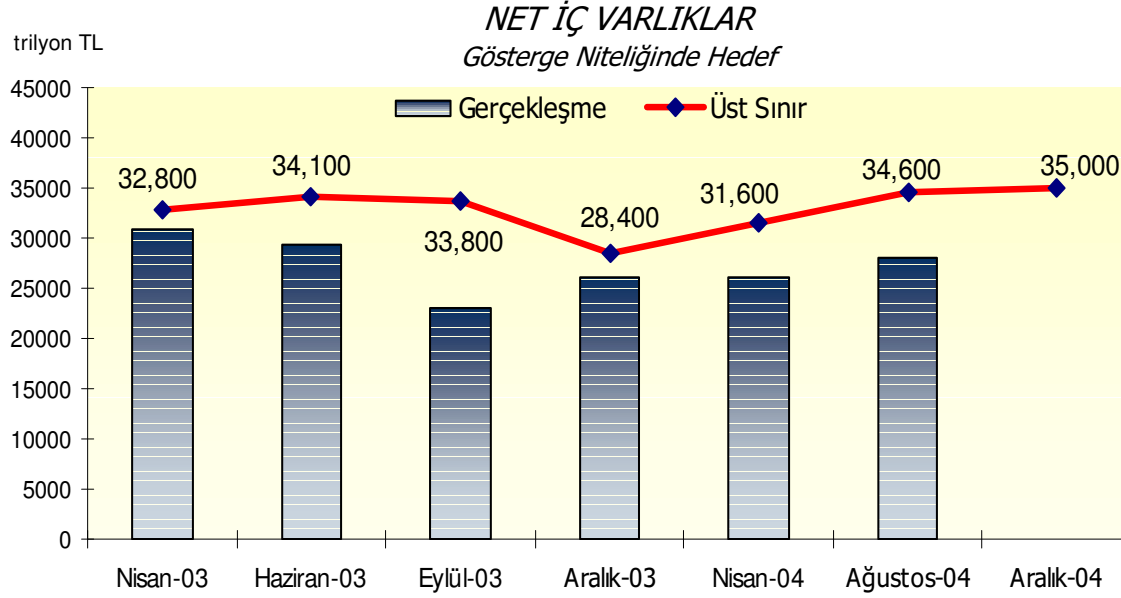
İTHALATIN BİLEŞENLERİ (üç aylık kümülatif)



- ✓ Dış ticaret, döviz kurunun tepki vereceği tek değişken değildir.
- ✓ **Döviz kuru** sadece dış ticarete değil, **ödemeler dengesinin bütününe**, diğer ekonomik gelişmelere, uygulanan programa ve beklentilere tepki vermektedir.
- ✓ Dış ticarete unutulmaması gereken önemli nokta, ihracat ve ithalatın döviz kurundan ziyade yurt dışı ve yurt içi talebe duyarlı olduğudur.
- ✓ İthalat içinde döviz kuruna en duyarlı kalem tüketim malları ithalatıdır ki, bu kalemin toplam ithalat içindeki payı % 15, otomobil ithalatı hariç hesaplandığında ise % 10 civarındadır.
- ✓ Dolayısı ile politika uygulamalarının bu doğrultuda düşünülmesi gerekir.

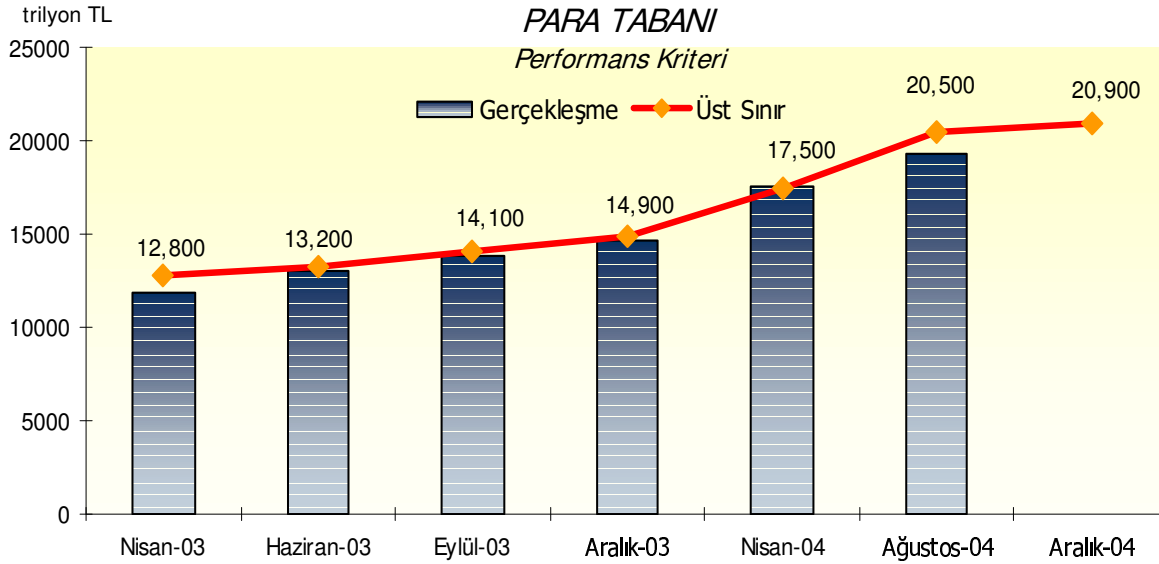
PARA PROGRAMI VE PİYASALAR

Para Programı Gerçekleşmeleri



- ✓ Sıkı para politikası uygulaması programda öngörüldüğü şekilde devam etmektedir.
- ✓ Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervlere ilişkin hedeflere ulaşılmıştır.

Para Programı Gerçekleşmeleri



- ✓ Para tabanının ilk hedeflerden bir miktar yüksek gerçekleşmesi ve revizyonu para talebindeki artıştan kaynaklanmaktadır.
- ✓ Para tabanındaki artış enflasyonist değildir.

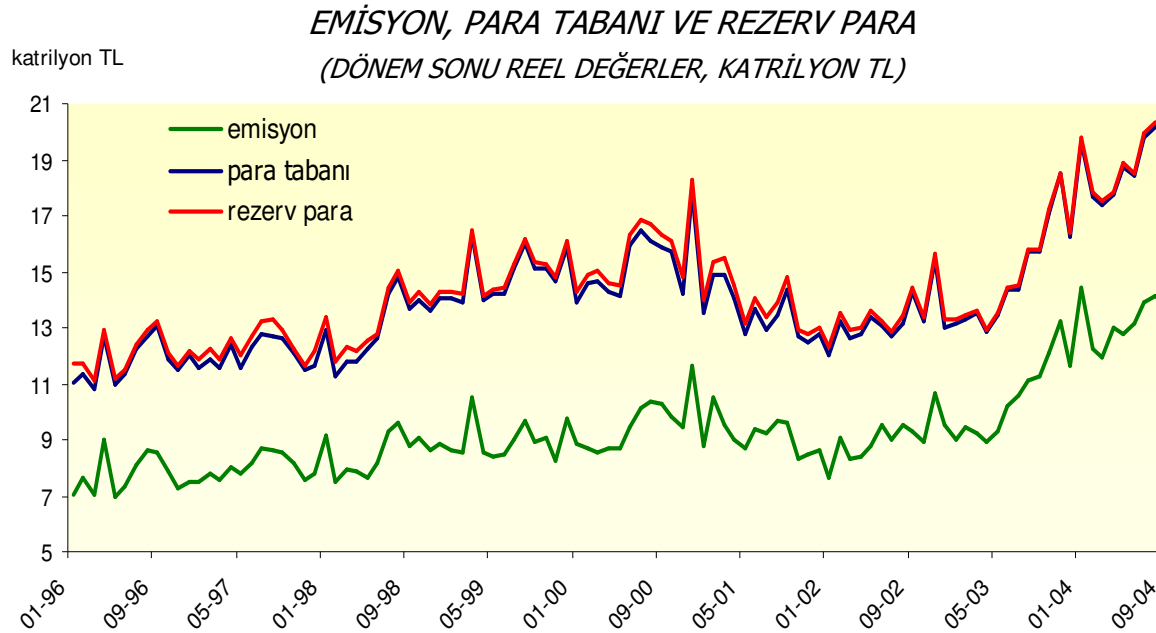


Enflasyondaki düşüş ve güven artışı ile birlikte enflasyon beklentileri ve risk priminin düşmesiyle,

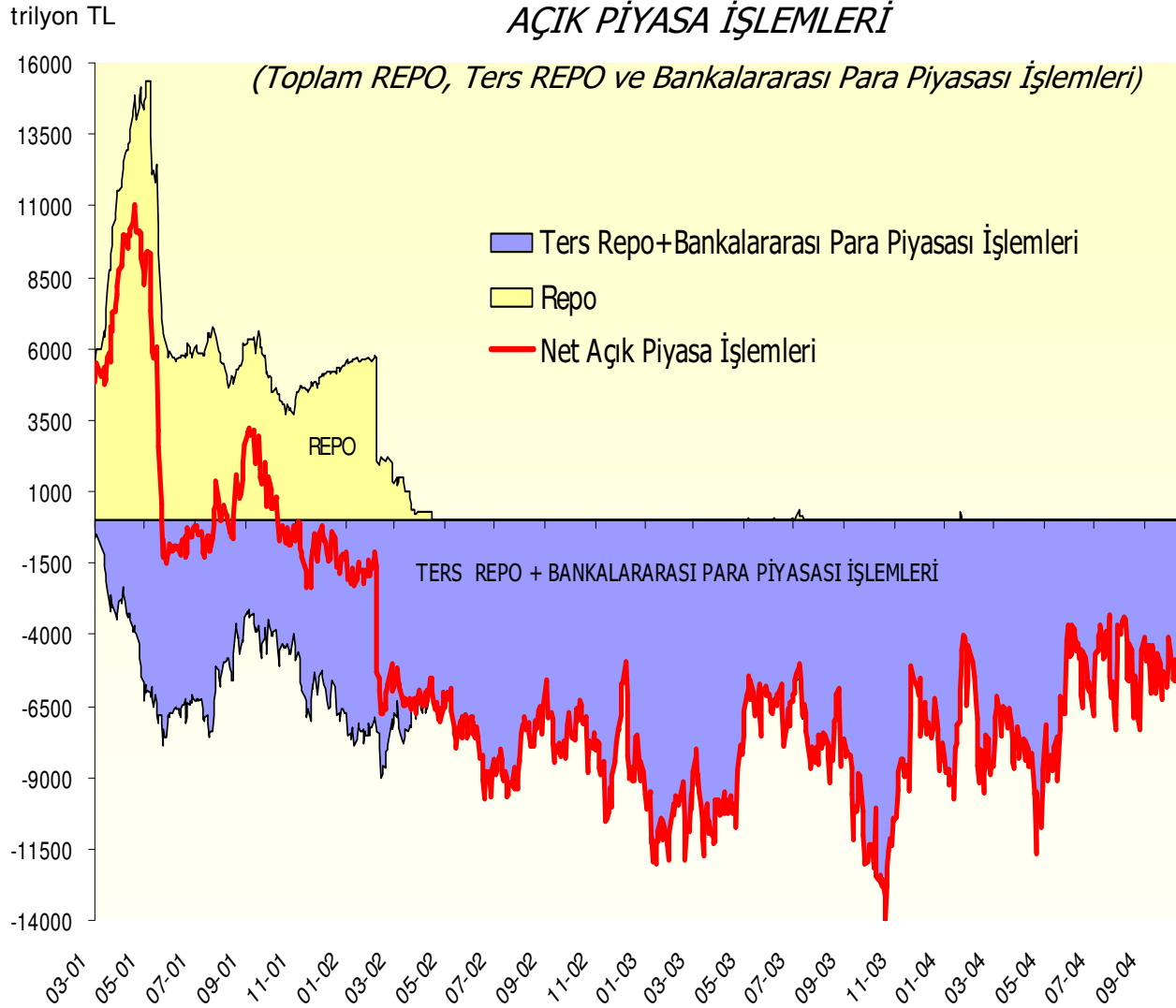


Para talebi, özellikle nakit talebi artmaktadır.

Buna paralel olarak emisyonda artış görülmektedir.



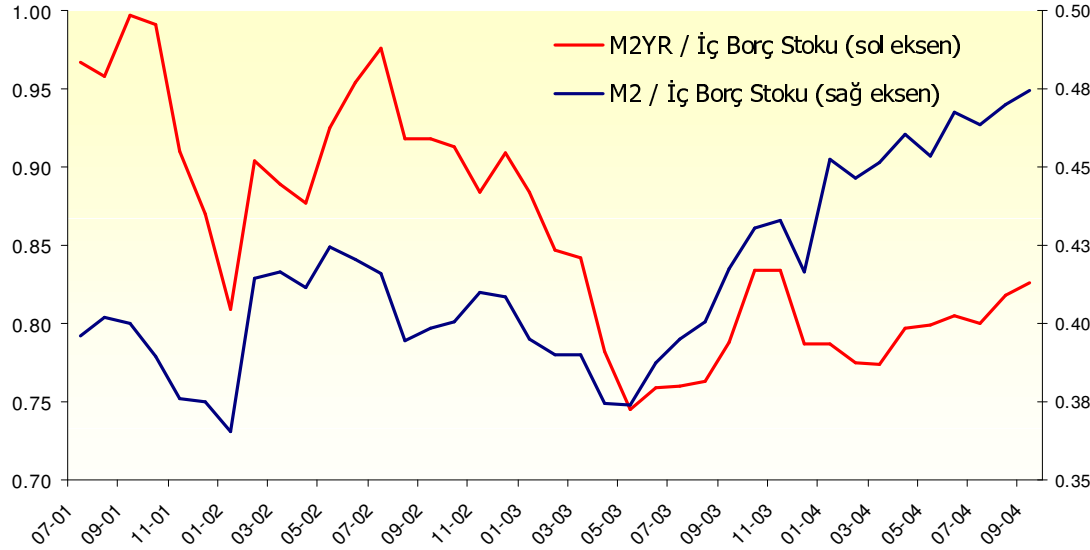
Piyasalar



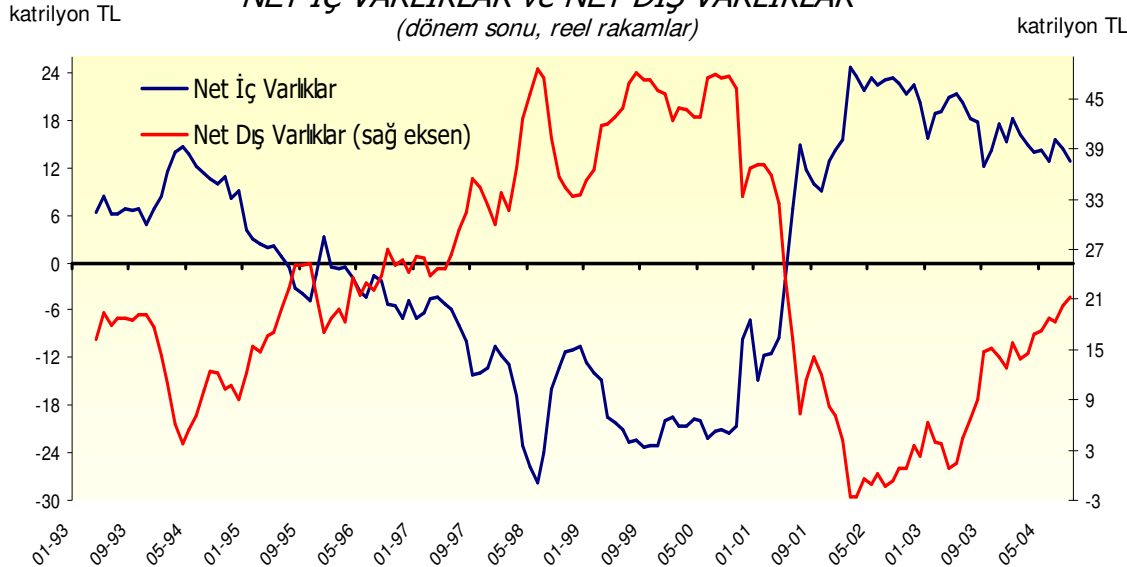
- ✓ Artan nakit talebi
 - ✓ Döviz alım ihalelerinin askıya alınması
- ↓
- Piyasadaki fazla likidite miktarı azalmaktadır:
- TCMB borç verme faiz oranı görece olarak daha hızlı bir şekilde düşürülmüştür.

Piyasalar – TCMB Bilançosu

M2 ve M2YR'nin İÇ BORÇ STOKUNA ORANI



NET İÇ VARLIKLAR ve NET DIŞ VARLIKLAR
(dönem sonu, reel rakamlar)



Mali piyasalar derinleşmektedir.



✓ İç borç stokunun piyasalar üzerindeki baskısı azalmaktadır.

✓ Net İç Varlıklar kalemi

program hedefleri

doğrultusunda kontrol

altındadır.

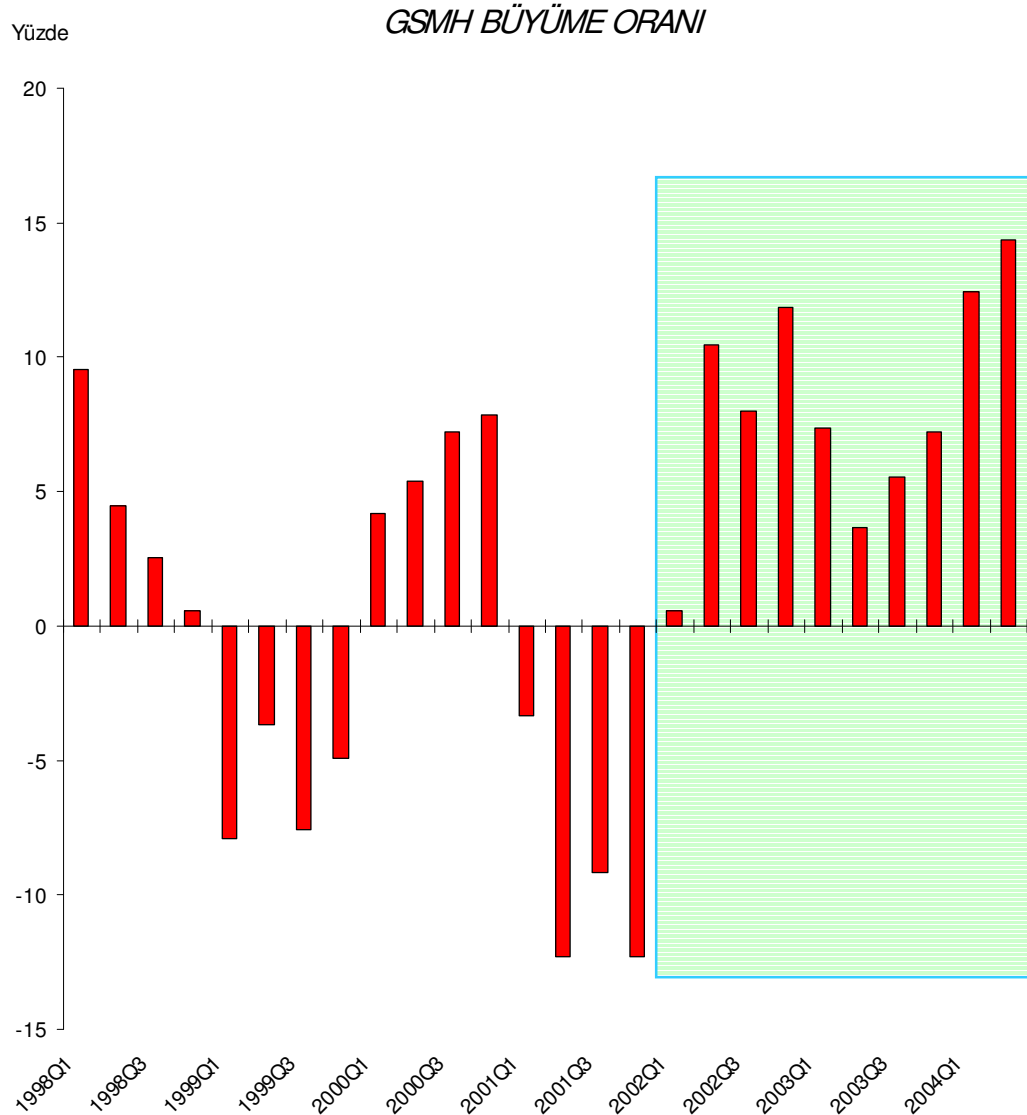
✓ Net Dış Varlıklar kalemi

kademeli olarak artmaktadır.

* Net İç Varlıklar = Stand-by Program tanımlı Net İç Varlıklar – Bankaların TL ve Döviz Mevduatları + Karşılıklar

BÜYÜME

Artı Büyüme Oranları



Türkiye ekonomisi mevcut program ile 2002 yılında artı büyüme rakamına geçmiş ve son 3 yıldır yüksek hızda büyümektedir.



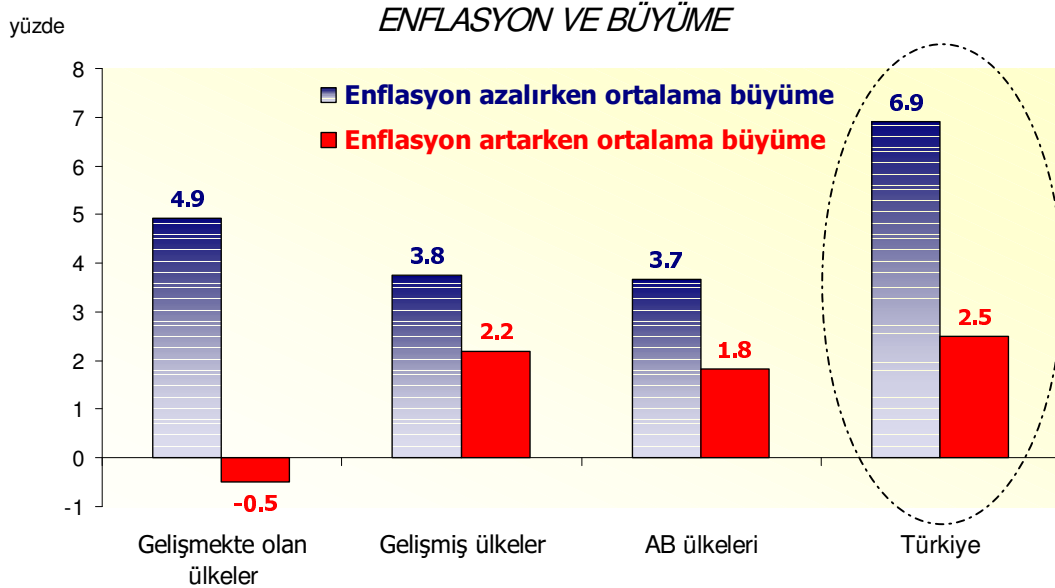
- ✓ 2001 yılı ile karşılaştırıldığında bugün ekonomimiz reel olarak **% 20.8** büyümüştür.
- ✓ Güçlü büyüme performansının 2004 yılında da devam edeceği öngörülmektedir.
- ✓ 2005 yılı büyüme tahmini ise % 5'dir.

2004 YILI

	İl. Çeyrek	İlk Altı Ay
GSMH	14.4	13.5
GSYİH	13.4	11.9

- ✓ 2004 yılı ikinci çeyrek büyümesi son **14 yıldır** ulaşılan en yüksek büyüme oranıdır.

Artı Büyüme Oranları – Değişen Dinamikler



Bugün büyümenin dinamikleri geçmişten farklıdır.



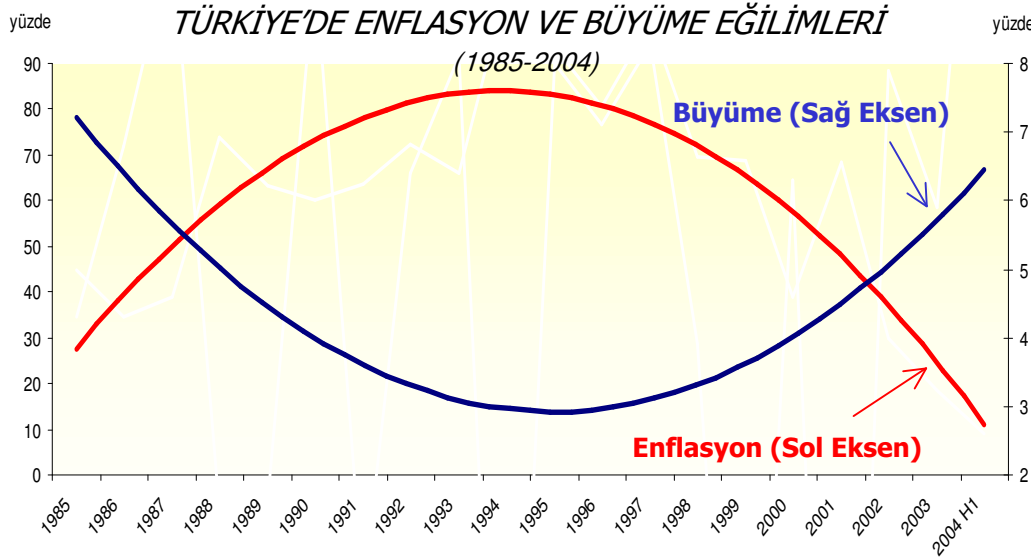
1. Enflasyon düşerken yüksek büyüme hızlarına ulaşılmıştır.

✓ Enflasyon ile büyüme arasında ters yönlü ve güçlü bir ilişki vardır:

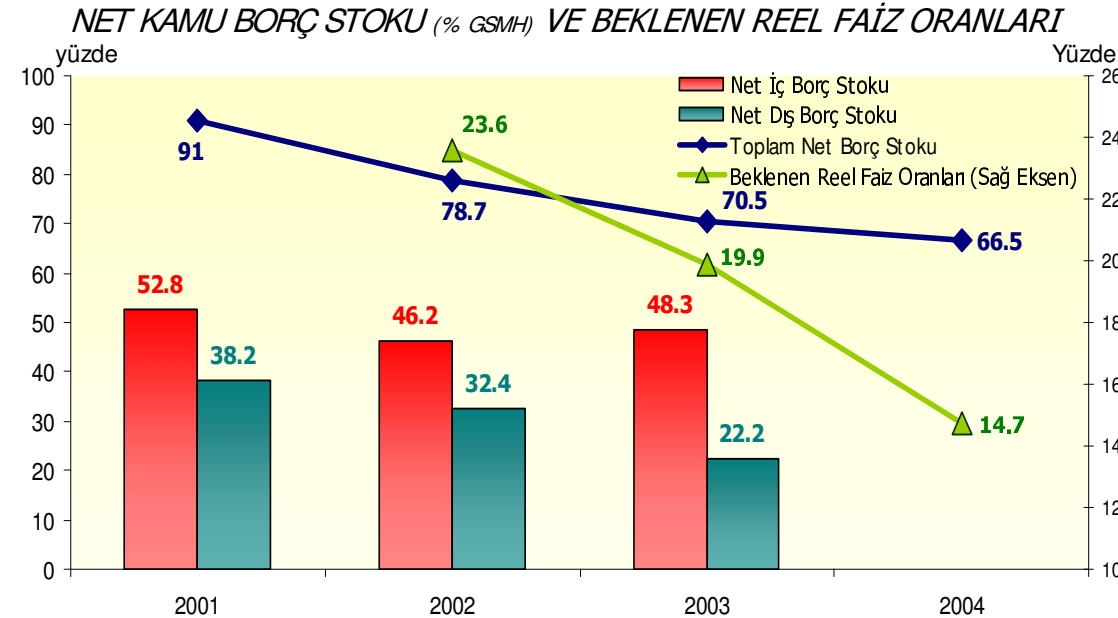
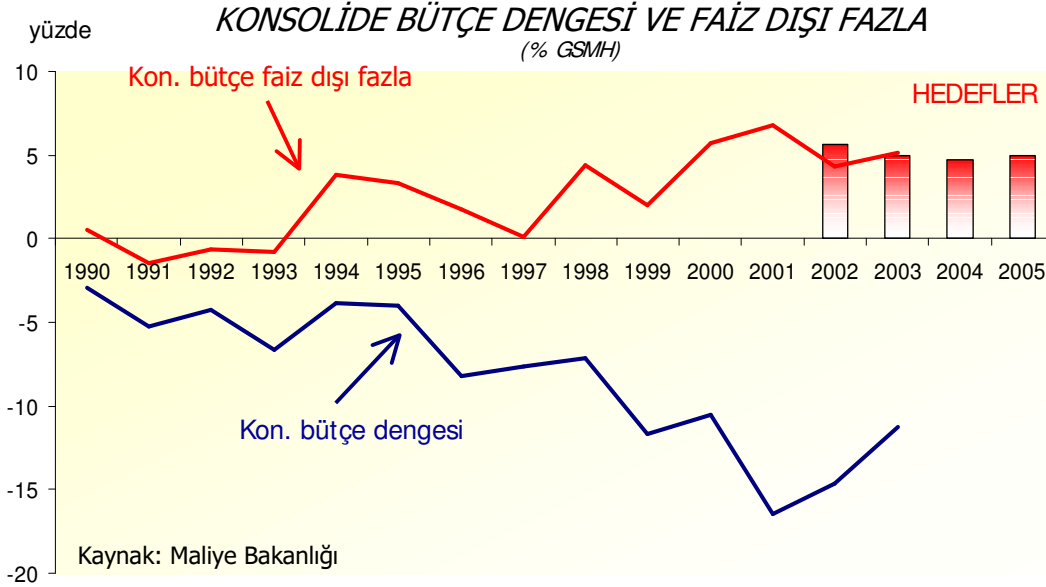
- İster gelişmiş ister gelişmekte olsun tüm ülkelerde enflasyon düştükçe ortalama büyüme artmakta, enflasyon yükseldikçe ortalama büyüme düşmektedir.

- Yüksek ve sürdürülebilir büyüme oranlarına ve istihdam artışına ulaşmak ancak fiyat istikrarının sağlanması ile mümkündür.

Bu nedenle, TCMB'nin önceliği fiyat istikrarını sağlamaktır ki, büyümeye ve istihdam artışına en büyük destek de buradan gelmektedir.



Artı Büyüme Oranları – Değişen Dinamikler

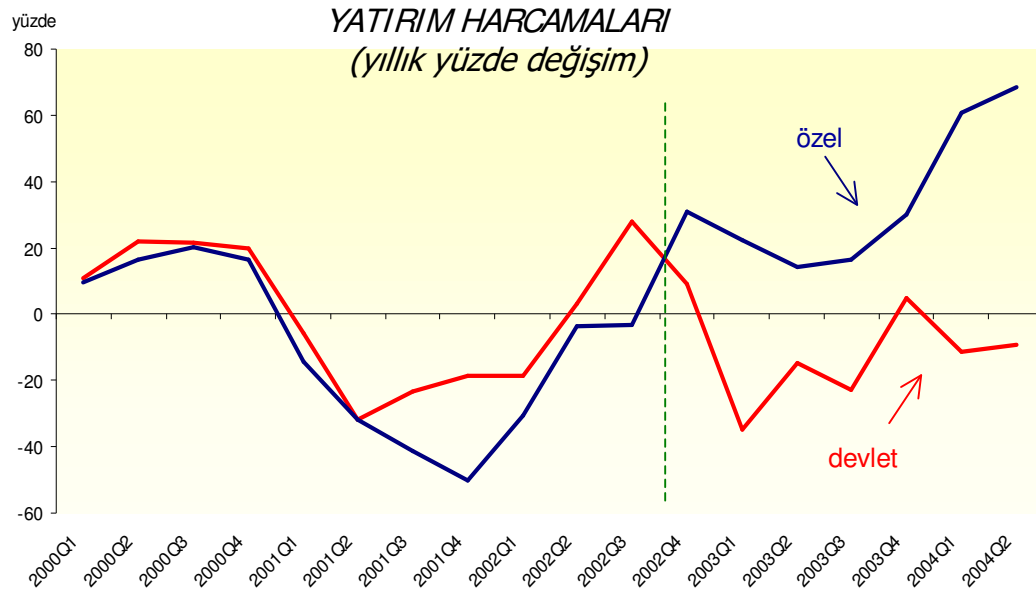
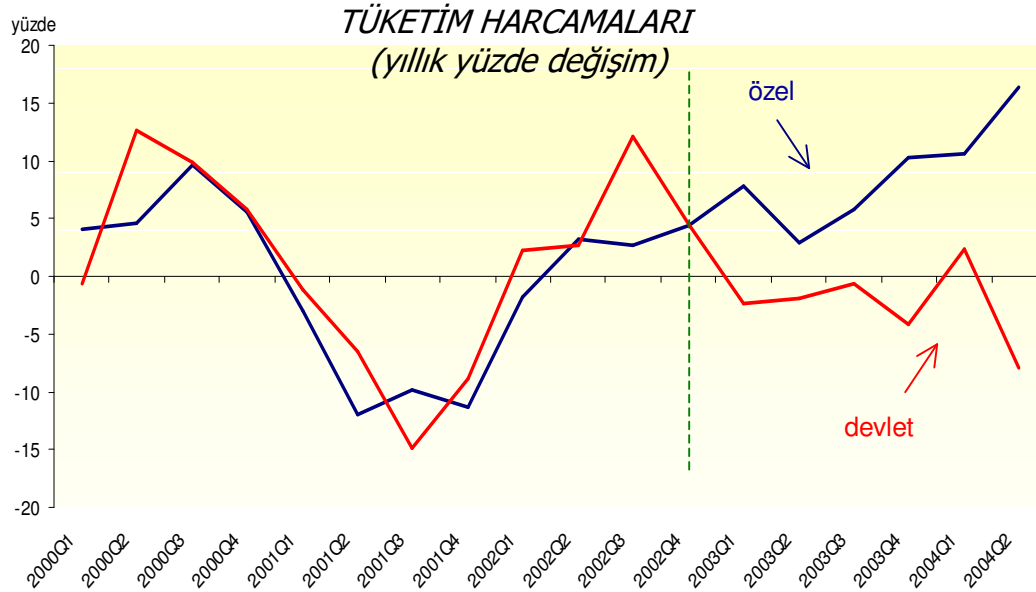


Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, IMF Türkiye Raporu (2004 Toplam Net Borç Stoku Tahmini); 2004 Yılı Beklenen Reel Faiz Oranı Eylül Ayına aittir.

2. Uygulanan sıkı maliye politikası büyümeyi artırmıştır;

- ✓ Ekonomide kamunun ağırlığının azalmasını sağlayarak kamu kaynaklı büyüme sürecinin değişmesinde rol oynamıştır.
- ✓ Bekleyişler üzerindeki olumlu etkisi neticesinde büyümeye destek olmuştur.
- ✓ Bu çerçevede faiz dışı fazla, sıkı maliye politikasının en önemli değişkenidir.

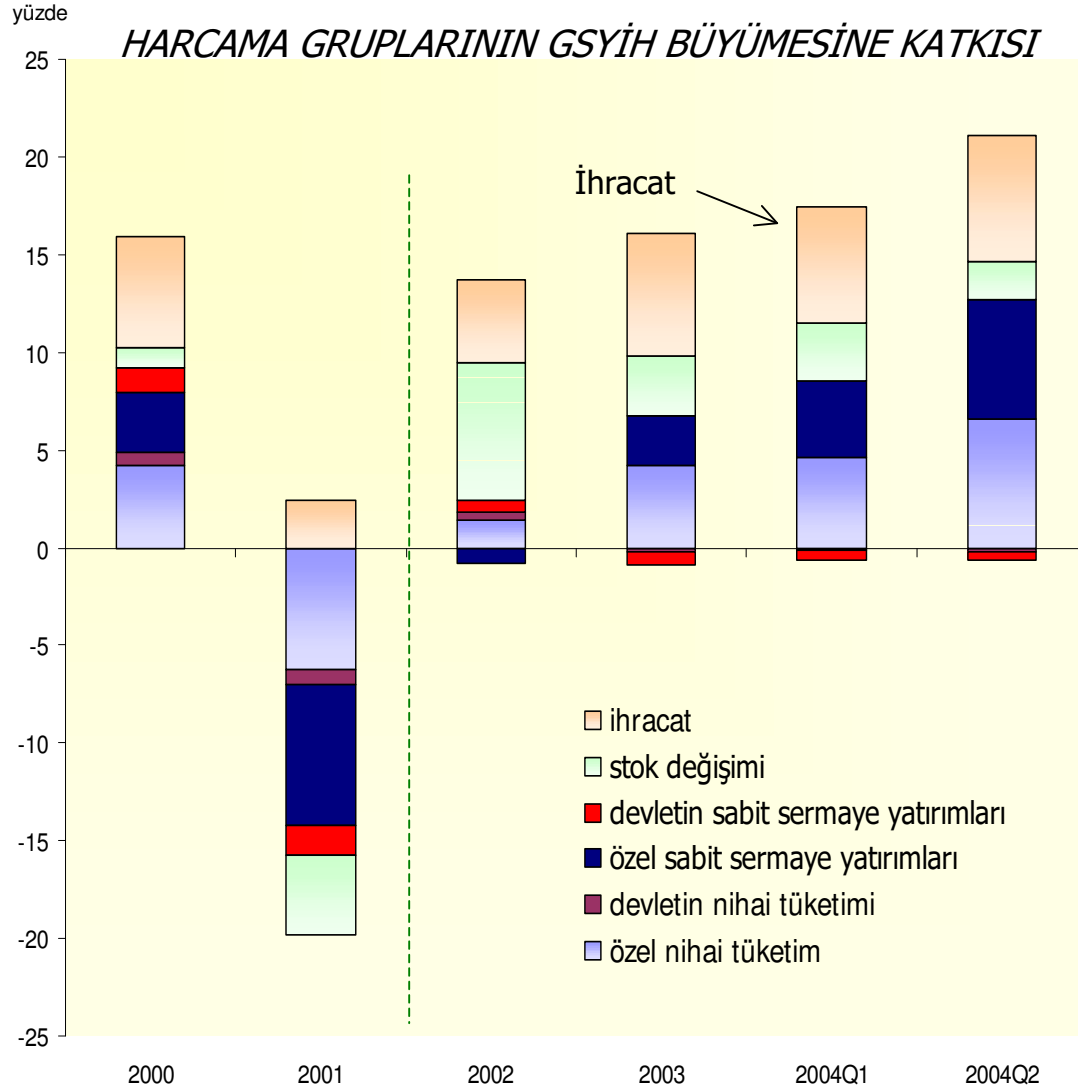
Artı Büyüme Oranları – Değişen Dinamikler



3. Özel kesime dayalı bir büyüme süreci söz konusudur.

- ✓ Devletin nihai tüketiminin ve yatırım harcamalarının GSYİH büyümesine katkısı 2002 yılı son çeyreğinden itibaren azalırken, özel sektörün katkısı giderek artmaktadır.
- ✓ 2004 yılı II. çeyreğinde özel kesim yatırımları % 69 oranında artmıştır.
- ✓ Bu süreçte kamunun yapacakları yatırımcı ve düzenleyici olarak, **iyi yönetim ilkeleri çerçevesinde**, Ülkenin büyüme potansiyelini artıracak alanlara yönelik olmalıdır.

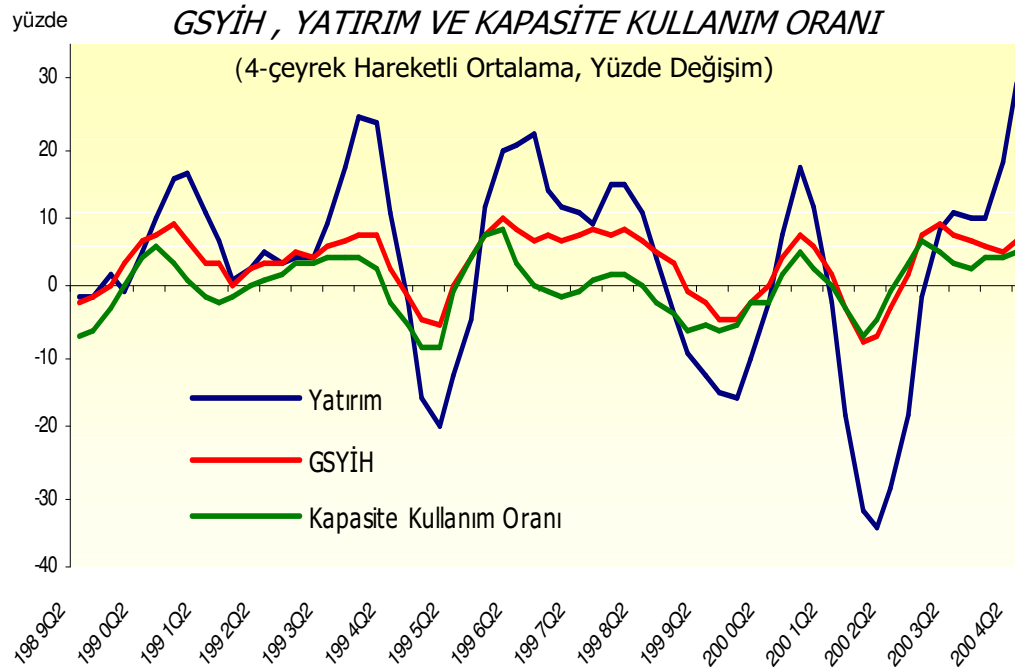
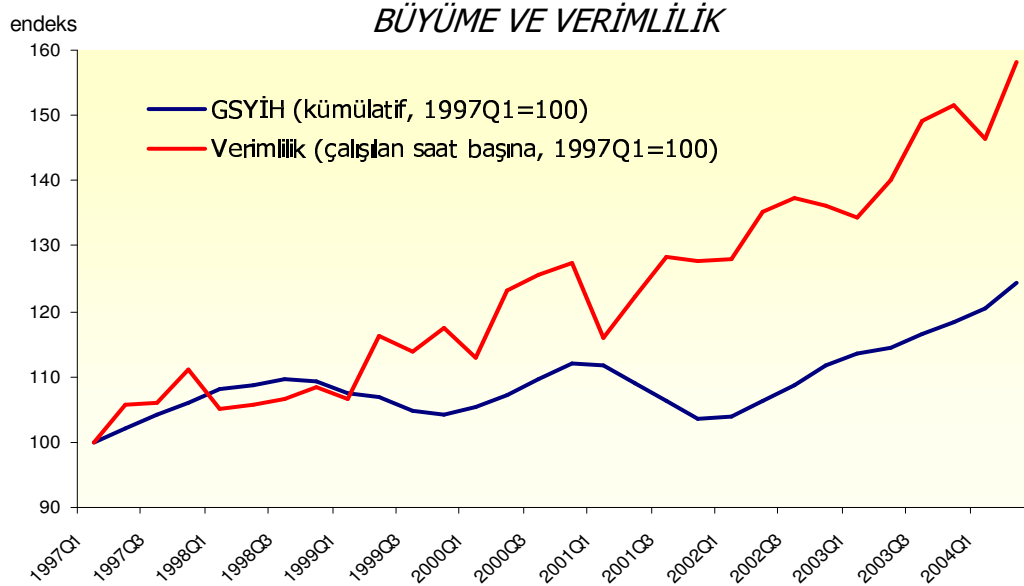
Artı Büyüme Oranları – Değişen Dinamikler



4. İhracat büyümeye giderek artan oranlarda katkıda bulunmaktadır.

- ✓ Toplam dış ticaret hacmimizin 2004 yılında 150 milyar ABD doları civarında gerçekleşmesi beklenmektedir.
- ✓ Dünya ile bütünleşme artmakta, daha rekabetçi bir ekonomi oluşmaktadır.

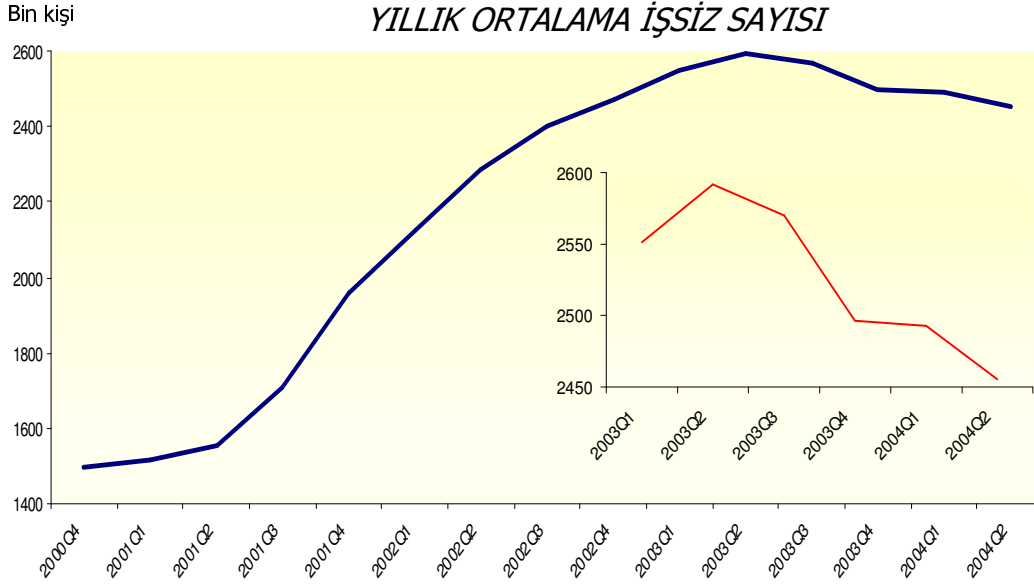
Artı Büyüme Oranları – Değişen Dinamikler



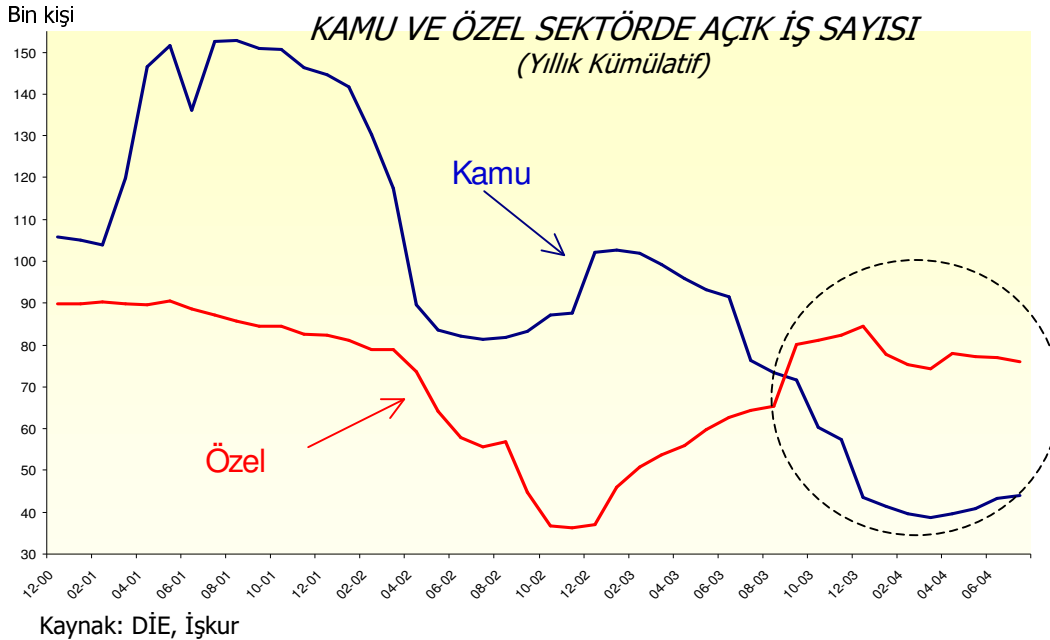
5. Verimlilik – Yatırım - İstihdam

- ✓ Ülkemiz gibi, kriz sonrasında güçlü büyüme performansı yakalayan pek çok ülkede ilk aşamada büyümeye en çok katkı **verimlilik artışından** gelmektedir. Son üç yıldaki verimlilik artışı kümülatif olarak yüzde 26 seviyesindedir.
- ✓ **Yatırım artışı ise daha sonra** başlamaktadır.
 - ✓ Diğer bir deyişle, ilk aşamada **büyüme yatırımları değil, yatırımlar büyümeyi** takip etmektedir.
- ✓ Bu yapının temel nedeni, yatırımcıların ve reel sektörün;
 - **Ekonomide elde edilen kazanımların,**
 - **Enflasyondaki düşüşün**kalıcı olup olmadığını görmek istemeleridir.
- ✓ Bu süreçte artan verimlilik, bir yandan da sermayenin getirisini yükseltmekte, yatırımları teşvik etmektedir.
 - ✓ Bizde de gözlenen budur. Önümüzdeki dönemlerde güven artışı devam ettirebildiği, mevcut kazanımlar korunabildiği sürece **yatırımlar ve istihdam artacaktır.**

Artı Büyüme Oranları – Sürdürülebilir İstihdam



- ✓ Krizin yol açtığı ekonomik daralma ve sonrasında yaşanan iyileşmenin verimlilik artışına dayalı olması, 2001'den itibaren işsiz kişi sayısında ciddi artışlara yol açmıştır.
- ✓ Bu **artış eğilimi 2003 II. çeyreğinden** itibaren **durmuş**, işsiz kişi sayısında azalma eğilimi görülmeye başlanmış ve **işsizlik oranı 2004 II. çeyreği** itibariyle **% 9.4'e düşmüştür**.
- ✓ Bu süreçte, Türkiye ekonomisindeki değişen dinamiklere paralel olarak **kamu sektörünün yeni iş yaratma potansiyeli azalmış**, **özel sektörün** ise, özellikle son dönemde, **önemli ölçüde artmış** ve **ilk defa özel** sektördeki açık iş sayısı **kamu** sektörünün **üzerinde seyretmeye başlamıştır**.
 - ✓ **Dinamiklerdeki tüm değişim süreci ve yatırımlardaki artış, yeni iş olanaklarının artışı hızlandıracak ve istihdamdaki artışı kalıcı kılacaktır.**
- ✓ İstihdam artışı, makro ekonomik politikaların yanında sosyal politikalar ve istihdam politikaları ile de desteklenmelidir.
- ✓ Bu sürece doğrudan yabancı yatırımların, yapısal reformların ve emek piyasasına yönelik mikro düzenlemelerin katkısı olacaktır.



Artı Büyüme Oranları– Sürdürülebilir Büyüme

Tüm bu yapı, büyümenin sağlam temeller üzerinde şekillendiğini göstermektedir. Ancak **sürdürülebilir büyüme diyebilir miyiz?**

- ✓ **Tanım olarak sürdürülebilir büyüme;** fiyat istikrarının bozulmadığı, cari açık/GSMH, toplam talep gibi **ekonomik göstergelerin makro ekonomik dengeler ile uyumunun** korunduğu bir ortamda istikrarlı bir şekilde **potansiyel büyüme** seviyesine yakın oranlarda sağlanan **5 yıl ve üzeri** büyüme dönemleri olarak adlandırılmaktadır.

Büyümeyi **başlatan** stratejiler ile büyümeyi **sürdürülebilir** kılacak stratejilerin birbirinden farklı olduğu, kısa vadedeki büyümenin **uzun vadeli büyümenin garantisi olmadığı** unutulmamalıdır.



Sürdürülebilir büyümeyi sağlamak, büyümeyi başlatan reformlardan çok daha geniş kapsamlı ve zor reformları gerektirmektedir: Bankacılık, vergi reformu, kayıtdışının önlenmesi, iyi yönetim. *(Bkz. Ek Yansılar)*

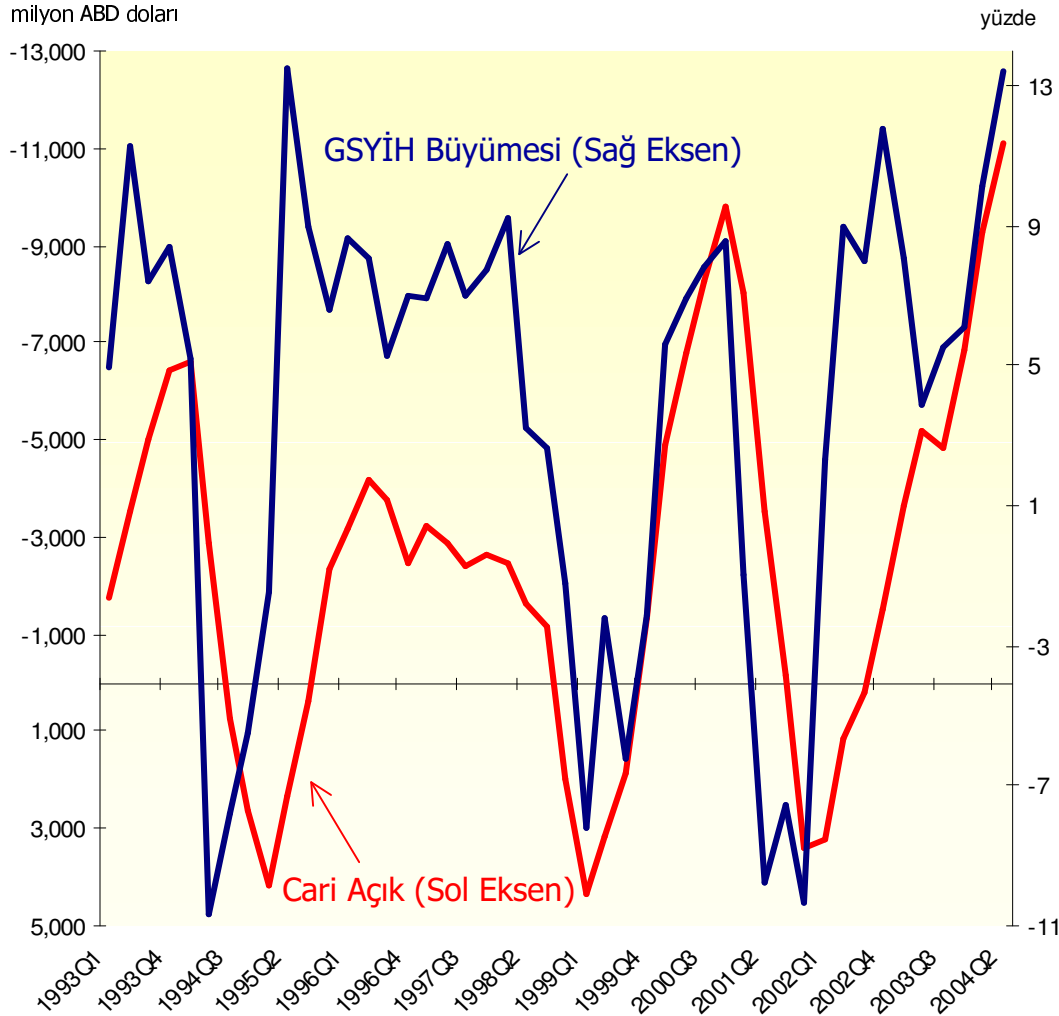


Bu reformların temelinde ise **verimlilik ile iç ve dış şoklara karşı esnekliği artıracak** bir yapının oluşturulması, korunması ve geliştirilmesi vardır.

- ✓ **Ülkemizin ihtiyacının da, yüksek hızlarda dengesiz bir büyüme değil,** makro ekonomik hedefler ile uyumlu, **sürdürülebilir bir büyüme dinamiği olduğu unutulmamalıdır.**

Büyüme – Cari Açık

BÜYÜME VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ (1993-2004 Q2)



✓ Cari açık, % 5 büyüme öngörüsü çerçevesinde tespit edilen oranın üzerindedir. **% 5' in üzerinde gerçekleşen bir büyümenin cari açığı artırması doğal bir sonuçtur.**

✓ Ancak, artan açıkla birlikte tartışmalar; mevcut program çerçevesinde alınması gereken tedbirler yerine, geçmiş alışkanlıklar çerçevesinde yapılmaktadır.

Büyüme – Cari Açık

Kırılganlıkların azalmakla birlikte hala mevcut olmasına, yapılacak ve atılacak pek çok adım olmasına rağmen yapısal olarak Türkiye ekonomisi geçmişteki görüntüsünden uzaktır: Koşullar farklıdır.

OYSA BUGÜN;

1. Dalgalı kur rejimi:

- Geçmişe baktığımızda "ödemeler dengesi krizi" ile karşılaşan, tüm makro ekonomik dengeleri bozulan ve büyük üretim kayıpları ile karşılaşan hemen hemen bütün ülkelerde sabit veya öngörülebilir kur rejimleri uygulandığını görmekteyiz.

Yansı: Ödemeler dengesi krizleri ve döviz kuru rejimleri

Ödemeler Dengesi Krizleri ve Döviz Kuru Rejimleri

KRİZLER		Kriz girildiğinde uygulanan kur rejimi	Kriz sonrası kur rejimi	KRİZLER		Kriz girildiğinde uygulanan kur rejimi	Kriz sonrası kur rejimi
Arjantin	1981	Yönetilen kur rejimi ¹	Yönetilen kur rejimi	Meksika	1982	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
	1982	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi		1994	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi
	1986	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi	Peru	1987	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
	1989	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi		Tayland	1981	Yönetilen kur rejimi
	1990	Dalgali Kur Rejimi	Dalgali Kur Rejimi	1984		Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
	2000	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi	1997		Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi
	2001	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi ²	Endonezya	1983	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi ²
Brezilya	1983	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi		1986	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
	1986	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi		1997	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi
	1989	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi	Malezya	1997	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
	1990	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi		Danimarka	1993	Yönetilen kur rejimi
	1991	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi	Finlandiya ³		1982	Yönetilen kur rejimi
	1999	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi		1991	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
Şili	1982	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi		1992	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi
	1984	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi	Norveç ³	1986	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
	1999'de serbest dalgalanan kur rejimine geçmiştir.				1992	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi
Venezuela	1984	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi	İsveç ³	1981	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
	1986	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi		1982	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
	1989	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi		1992	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi
	1994	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi	İspanya ⁴	1982	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
	1995	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi		1992	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
2002'de serbest dalgalanan kur rejimine geçmiştir.				1993	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi	
Kolombiya	1983	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi	Türkiye	1980	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi ²
	1985	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi		1994	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi
1999'de serbest dalgalanan kur rejimine geçmiştir.					2001	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi
Uruguay	1982	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi	Rusya	1998	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi ²
Bolıvy	1982	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi				
	1983	Yönetilen kur rejimi	Yönetilen kur rejimi				
	1985	Yönetilen kur rejimi	Dalgali Kur Rejimi				

1 Sabit Kur, Sabit Parite ve Öngörülebilir Kur Rejimleri, Yönetilen Kur Rejimi olarak adlandırılmıştır.

2 Kriz sonrasında yönetilen kur rejimi ile devam edilmesine rağmen daha serbest bir rejim uygulanmıştır.

3 ERM krizi sonrasında dalgalanan kura geçmişlerdir.

4 Euroya geçişle beraber dalgali kur rejimi uygulanmaya başlanmıştır.

Kaynak: Kaminsky G. and C. Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", The American Economic Review, Vol.89(3), pg.473-500.

IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 1980-2002.

Tablodaki veriler değerlendirildiğinde;

1980-2001 yılları arasında biz dahil 19 ülkede 52 adet ödemeler dengesi krizi* olmuştur.



Bu krizlerden:

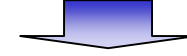
Yönetilen kur rejiminde olan
kriz sayısı = 51

Dalgalı kur rejiminde olan
kriz sayısı; Arjantin = 1



Arjantin 1989 yılında yönetilen kur rejimi uygularken bir krizle dalgalı döviz kuru rejimine geçmiş, ancak kriz süreci devam ettiği için 1990 yılında dalgalı kur rejimi altında tekrar kriz yaşamış, sonrasında ise yönetilen kur sistemine geri dönmüş ve iki kriz daha yaşamıştır.

Yönetilen kur rejiminde gerçekleşen krizlerden **12 tanesinde kur rejimi değişmiştir.**

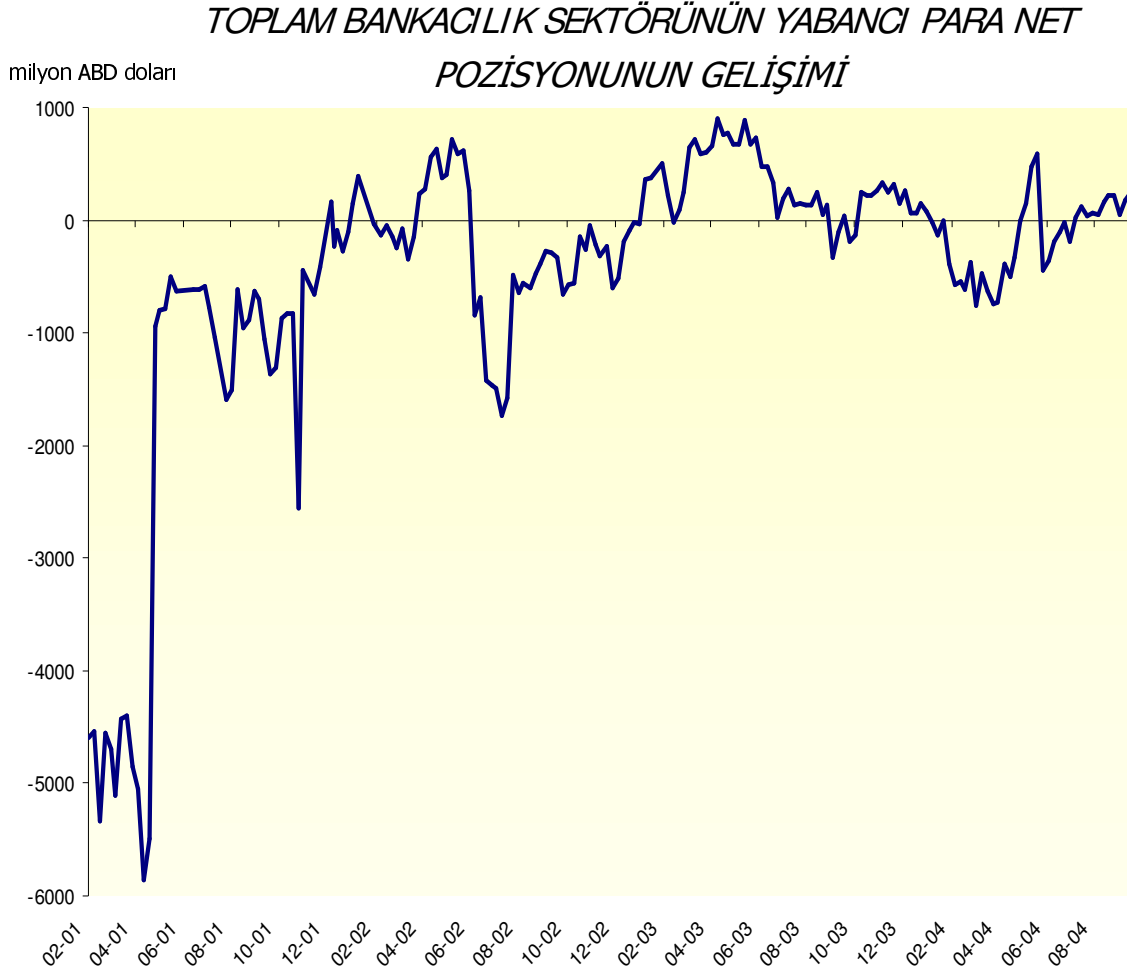


- ✓ **Dalgalı kur** rejimine geçilmiştir.
- ✓ Dalgalı kur rejimine geçildikten sonra **tekrar ödemeler dengesi krizi olmamıştır.** Dalgalı kurun ise şok emici özelliği vardır.
- ✓ Rejim değişikliği öngörmeyip / yapmayıp, **yönetilen kur rejimine devam edenlerde**** ise muhtelif nedenlerle **ekonomik kırılmalık artmış** ve **peşpeşe krizler** yaşanmıştır.

* Kaminsky ve Reinhart (1999:492-494) makalesinde yer alan krizler ve ek olarak Brezilya 1999, Arjantin 2000, 2001 ve Türkiye 2001 krizleri değerlendirilmeye alınmıştır.

** Venezuela bir krizle serbest dalgalı kur rejimine geçmiş ancak tekrar yönetilen kur rejimine geçtikten sonra yeniden krizler yaşamıştır.

Büyüme – Cari Açık



2. Daha güçlü bankacılık sistemi

- ✓ Gerçekleştirilen bankacılık reformu ve uygulanan politikalar sonucunda bankacılık sektörünün açık pozisyonu azalmıştır.
- ✓ Ancak, reel sektörün açık pozisyonlarına dikkat edilmelidir.
 - ✓ Geçmiş eğilimlere dönmek risktir.
- ✓ Bankacılık sektöründe modern anlamda risk yönetiminin gelişmesi, şirketlerin mali yapılarının da daha sağlıklı olmasını sağlayacaktır.
 - ✓ Dolayısıyla çözüm, bankacılık sektörünün denetiminden geçmektedir.
- ✓ Bu çerçevede kurumlar gerekli uyarıyı ve denetimi yapmalıdır.

Büyüme – Cari Açık

OYSA BUGÜN;

Kırılganlıkların sürmesine, yapılacak ve atılacak pek çok adım olmasına rağmen yapısal olarak Türkiye ekonomisi geçmişteki görüntüsünden uzaktır: Koşullar farklıdır.

1. Dalgalı kur rejimi:

- Geçmişe baktığımızda "ödemeler dengesi krizi" ile karşılaşan, tüm makro ekonomik dengeleri bozulan ve büyük üretim kayıpları ile karşılaşan hemen hemen bütün ülkelerde sabit veya öngörülebilir kur rejimleri uygulandığını görmekteyiz. Dalgalı kurun ise şok emici özelliği vardır.

2. Daha güçlü bankacılık sistemi.

3. TL suni olarak değerli tutulmamaktadır.

- Merkez Bankası'nın 15 milyar ABD dolarlık döviz alımı
- Döviz rezervi yüksek seviyelerde

4. Kısa vadeli sermaye teşvik edilmemektedir.

- Döviz kuru riskinin piyasada olduğu unutulmamalıdır.

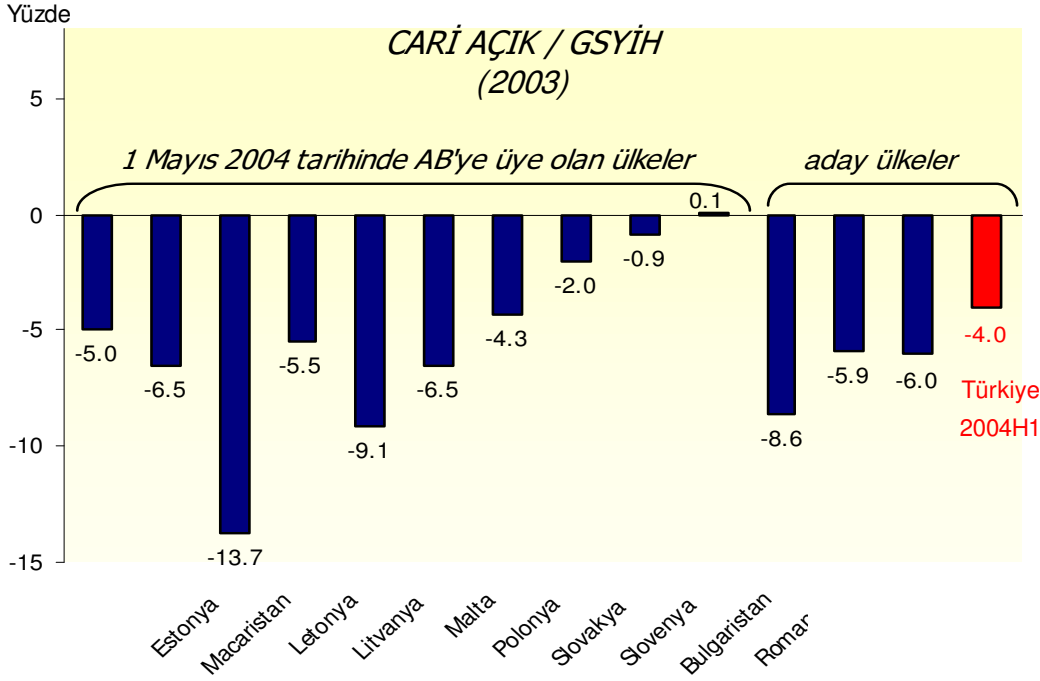
5. Sıkı para ve maliye politikaları uygulanmaktadır.

6. Düşük enflasyon:

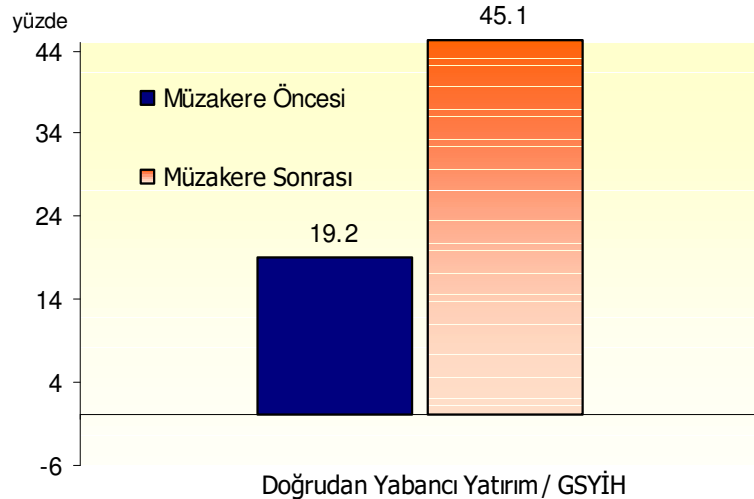
- Yirmi yıldır ilk defa bir program tamamlanmaktadır; yeni bir program uygulanmaya başlanacaktır. Ekonomik birimler daha uzun vadeyi görme olanağı buldukça ve politikalara güven arttıkça enflasyon hedefi gelecek için güvenilir bir çapa haline gelmektedir.

Sonuç olarak, mevcut koşullar altında gerektiğinde cari açığın azalması yönünde selektif ek mali önlemlerin alınması, açığın sadece faiz oranları ve döviz kurundaki değişikliklerle düzelmesinden daha az maliyetli olacaktır.

Büyüme – Cari Açık



AB'YE ÜYELİK SÜRECİNDE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMDA DEĞİŞİM



Değerlendirmeye alınan ülkeler: Macaristan, Polonya, Estonya, Çek Cumhuriyeti, Slovenya, Kıbrıs, Romanya, Slovakya, Letonya, Litvanya, Bulgaristan, Malta.

Bugün; Ayrıca

Türkiye ekonomisinde son 3 yılda gerçekleştirilenlerin, gerek enflasyon gerek büyüme olsun, ekonomik dengeleri bir üst düzeye taşıdığı gözlenmektedir.



- ✓ Dünyada derinleşen ticari ve finansal entegrasyon, eskisine oranla daha yüksek cari açıkların sürdürülebilirliğini sağlamaktadır.
- ✓ Bu kapsamda, Türkiye benzeri gelişmekte olan birçok ülkede Cari Açık / GSYİH oranı çok daha üst seviyelerdedir.
- ✓ Yapılması gerekenler yapıldığı, kazanımlar korunduğu ve ileriye taşınabildiği sürece ortaya çıkan sorunlar bir kriz ortamı ile karşılaşmadan ve ekonomik dengeleri sarsmadan çözülebilecektir.
- ✓ İleriye doğru atılan ve atılacak olumlu adımlar, IMF destekli ulusal program, AB üyelik perspektifi gibi hususlar ve bunlarla beraber artacak olan doğrudan yabancı sermaye girişi bu dengeleri kalıcı kılacaktır.

YENİ TÜRK LİRASI

Yeni Türk Lirası (YTL)

Türk lirasından altı sıfır atma süreci başlamıştır.



1 Ocak 2005'den itibaren paramızdan altı sıfır atılarak Yeni Türk Lirasına geçilecektir.

✓ Türk lirasından 6 sıfır atılması ağırlıklı olarak teknik nitelikli bir işlem olup bu özelliği nedeniyle **döviz kurları, faiz oranları gibi değişkenler** ile ekonomik büyüklükler, dolayısıyla Türk lirasının değeri üzerinde bir etki yaratması söz konusu değildir.

ENFLASYONİST ETKİSİ OLACAK MIDIR?

- ✓ Türk lirasından 6 sıfır atılmasıyla oluşabilecek **fiyat yuvarlamalarının**, enflasyon üzerinde **kalıcı bir etki yapması beklenmemektedir.**
- ✓ Ülkemizde hem geçmişteki yüksek enflasyon hem de bunun sonucu olarak madeni para kullanma alışkanlığının yitilmesi nedeniyle yaygın bir şekilde küsuratlı fiyatlandırma yapılmadığı, dolayısı ile fiyatların **zaten yuvarlanmış** olduğu unutulmamalıdır.
- ✓ Yine de düşük düzeyde de olsa belirli sektörlerde yuvarlama etkisi olması halinde bu etki süreklilik göstermeyecek, dolayısı ile enflasyon üzerinde kalıcı bir etkisi olmayacaktır.

- ✓ Banknotların ve Kuruşların basımına başlanmıştır.
- ✓ Kapsamlı bir tanıtım kampanyası yapılmaktadır.

Türk lirasından altı sıfır atılması, enflasyonun tek haneli rakamlara indirilmesindeki kararlılığın bir göstergesidir.

IMF VE AB İLE İLİŞKİLER

Önümüzdeki Dönemde IMF ile İlişkiler

IMF ile İlişkiler

Ülkemizde uygulanmakta olan, mevcut program **ulusal bir programdır.**

- ✓ Bu programın 2005 yılı başında sona ermesi ile yine ulusal nitelikte bir program uygulanmaya başlanacaktır.
- ✓ Bu programlar kapsamında uygulanan politikalar uzun vadelidir.
- ✓ Bu uzun vadeli programların kararlılıkla sürdürülmesi ve bu kararlılığa ekonomik birimlerin inanması gerekmektedir.

Çünkü:

Politikalarda kararlılık ve güven sağlanması + risk priminin düşmesi için



İç ve dış piyasaların kabul ettiği **güçlü ve inandırıcı bir desteğe gerek duyulmaktadır.**

Program uygulamalarımızda, IMF'in rolü işte budur.

IMF ile anlaşma yapılması uygulanacak olan politikaların maliyetini düşürecektir.

Diğer ülke örneklerine de baktığımızda aday 3 ülke AB'ye üyelik süreci ile birlikte IMF programlarını sürdürmektedirler:

Romanya, Bulgaristan, Hırvatistan.

Yansı: Tablo

Önümüzdeki Dönemde IMF ile İlişkiler

2003 YILI İTİBARIYLA TEMEL MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELER* (yüzde)

	Büyüme	Enflasyon	Kamu Borcu/ GSYİH
Bulgaristan	4.3	5.6	48.3
Romanya	4.9	14.1	26.6
Hırvatistan	4.3	1.6	41.5
TÜRKİYE	5.8	18.4	70.5¹

* Büyüme: GSYİH büyüme hızı, Enflasyon: Tüketici fiyatları, yıl sonu

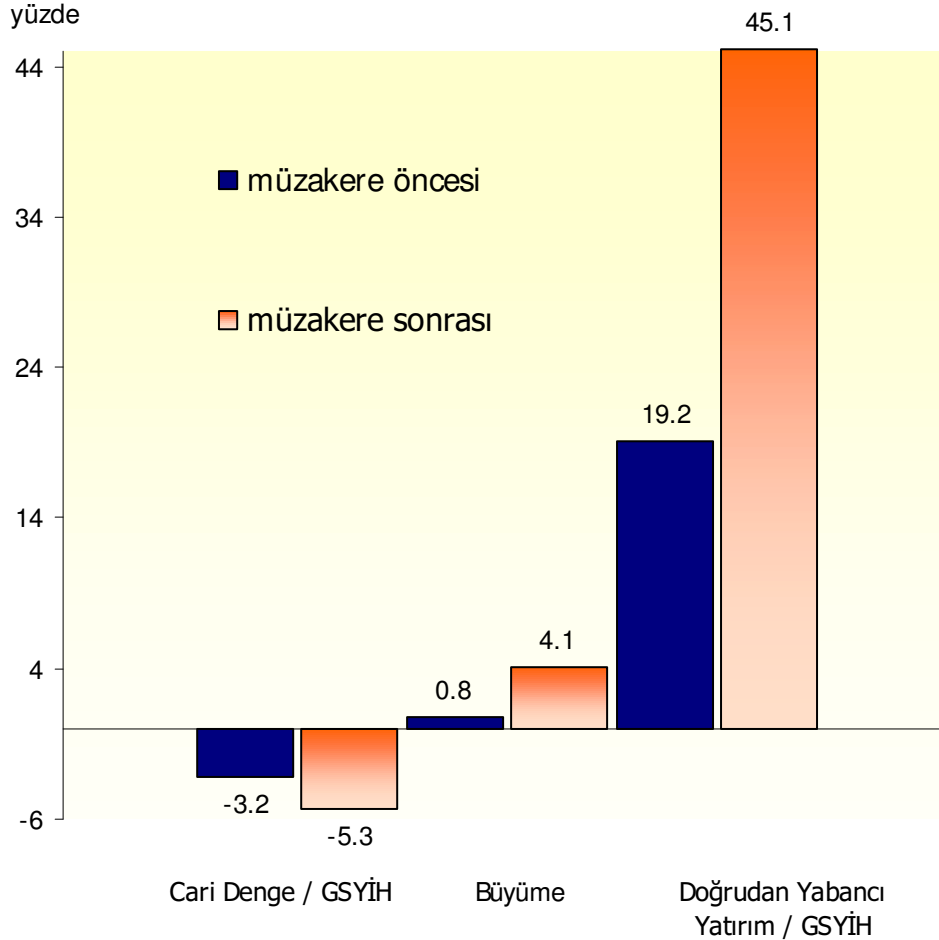
¹ Türkiye'nin kamu borcu GSMH'ye oranıdır.

Avrupa Birliği'ne aday ülkeler arasında yer alan;

- ✓ Bulgaristan, 6 Ağustos 2004 tarihinde 25 aylık bir stand-by anlaşması yapmıştır.
- ✓ Romanya, Temmuz 2006 itibariyle bitmesi öngörülen programı bir stand-by anlaşması ile birlikte 7 Temmuz 2004 tarihinde uygulamaya başlamıştır.
- ✓ Hırvatistan ise, 4 Ağustos 2004 tarihinde onaylanan bir stand-by anlaşması çerçevesinde IMF ile birlikte 20 aylık bir program uygulamaktadır.

AB ile İlişkiler

AB'YE ÜYELİK SÜRECİNDE MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERDEKİ DEĞİŞİM



AB üyeliği ulusal bir politika amacıdır ve bu süreç tüm toplum tarafından geniş bir destekle sürdürülmektedir.

- ✓ Son üç yıldır uygulanmakta olan ekonomik program ile birlikte Türkiye AB ile üyelik sürecinde ekonomik kriterleri sağlamada oldukça önemli bir noktaya gelmiştir.
- ✓ Ülkemiz ekonomisinin son dönemde gösterdiği ilerlemenin yanı sıra, AB ile üyelik sürecinde gerek yapısal reformlar gerekse uygulanacak politikalar Türkiye ekonomisinin uluslararası güvenilirliğinin artmasına ve makro ekonomik ortamın güçlenmesine destek olacaktır.
- ✓ Ayrıca, AB ile üyelik sürecinde önemli bir ilerleme sağlanmasının Ülkemiz ekonomisine katkı sağlayacağı benzer süreci izlemiş ülke örneklerinden de gözlenmektedir.
- ✓ Unutulmamalıdır ki, AB üyeliği gerçekleşsin ya da gerçekleşmesin bu süreç içinde Türkiye'nin atacağı adımlar bizim gelişmiş ülkeler seviyesine ulaşmamız için gerekli adımlardır.

EK:
SÜRDÜRÜLEBİLİR BÜYÜME

Sürdürülebilir Büyüme

Yüksek ve sürdürülebilir büyümeyi sağlayacak sağlıklı bir makro ekonomik ortamın oluşması için ne yapmak gerekmektedir?

1- Bankacılık Sektörü Reformu

2- Vergi Reformu

- Vergi tabanının genişletilmesi

- Kayıtdışı ekonomi \Rightarrow Kayıtlı Ekonomi

3- İyi yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi

1. Bankacılık Sektörü Reformu

Bankacılık Sektörü Neden Önemli?

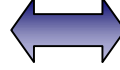
- ✓ Özel sektörün sermaye birikim sürecini destekler,
- ✓ Reel sektöre kaynak yaratır, rekabet ortamını iyileştirir,
- ✓ Tasarrufların yatırımlara dönüşümünü hızlandırır,
 - ✓ Yatırımların kalitesini yükseltir,
- ✓ Aktarım mekanizmasının etkin çalışmasını sağlayarak finansal istikrarı destekler.

1. Bankacılık Sektörü Reformu

Ancak, Türk bankacılık sektörü geçmişte aracılık işlevini etkin bir şekilde gerçekleştirememiştir. Neden?

Çünkü gelişmesi gereken

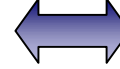
Reel Sektör



Bankacılık Sektörü

ilişkisi iken, gelişen

Kamu Sektörü



Bankacılık Sektörü

ilişkisi olmuştur.

Reel Sektör – Bankacılık Sektörü ilişkisi nasıl güçlendirilir?

- Kamu borç stokunun azaltılması
- Fiyat istikrarının sağlanması
- **Bankacılık sektörü reformu**

1. Bankacılık Sektörü Reformu

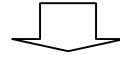
Bugün ilerlemeler kaydedilmiştir;

- ✓ Kamu borç stoku / GSMH oranı düşmektedir. Zamanla daha da düşürülerek, Maastricht kriterine uygun olarak % 60 seviyesine inmesi beklenmektedir.

Özel sektör için mali piyasalarda kamunun ağırlığının azalması ile ciddi bir kaynak açığa çıkacaktır.

- ✓ Enflasyonun yarattığı belirsizliğin azalması ve ortadan kalkması uzun vadeli kredi ve türev piyasalarının gelişmesine uygun bir ortam hazırlayacaktır.

Reformların tamamlanmasıyla sektör, daha sağlıklı bir yapıya kavuşacak, rekabet artacaktır.



Bankacılık Sektörü - Reel Sektör ilişkisi gelişecektir.

1. Bankacılık Sektörü Reformu

Sektöre ilişkin reformların ana unsurları:



Bankalar Kanunu'nun kapsamlı gözden geçirilmesi, **yeni Kredi Kuruluşları Kanun Taslağı**: Yasal çerçevenin AB standartları ile daha uyumlu hale getirilmesi,



Kamu bankalarının yeniden yapılandırma işleminin tamamlanması ve piyasa koşulları elverdiğinde özelleştirilmesi,



Banka-dışı mali kuruluşların düzenleme ve denetim sorumluluğunun Hazine'den BDDK'ya aktarılması,



Kredilendirmede modern anlamda risk yönetiminin yapılması,



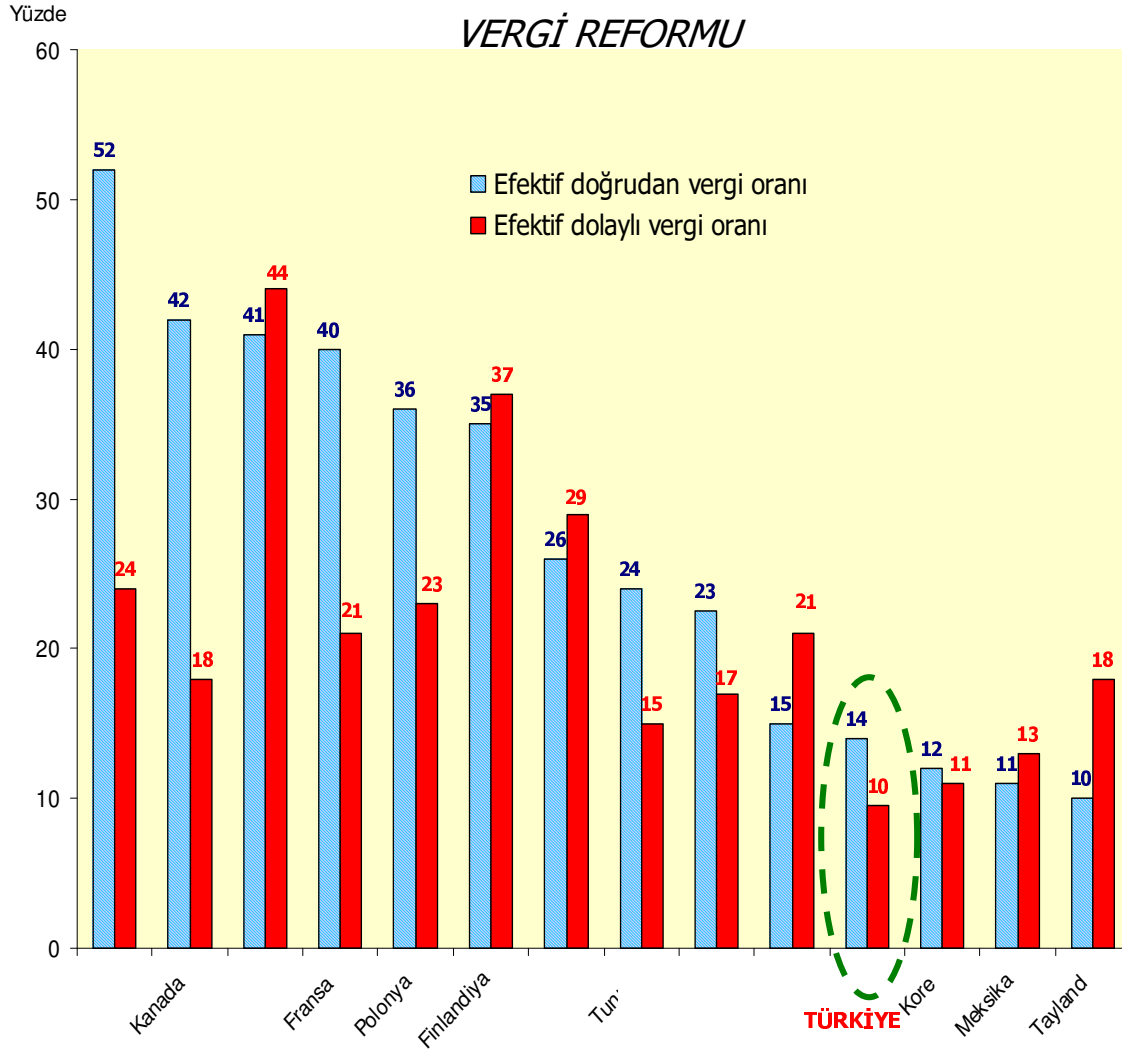
Bankacılık-reel sektör ilişkisinin sadece kredi kullanımına değil, risk yönetimine de yönelik olması,



Şirketlerin mali yapılarının daha sağlıklı olmasını getirecektir.

Şirketlerin de modern yönetim tarzlarını benimsemeleri, daha şeffaf mali tablolar oluşturmaları bu sürece yardımcı olacaktır.

2. Vergi Reformu- Kayıtdışının Kayıt Altına Alınması



Efektif Doğrudan Vergi Oranı = Bir ülkede yaratılan bir birim gelirden alınan vergi oranıdır.

Efektif Dolaylı Vergi Oranı = Bir ülkede yapılan bir birim harcamadan alınan vergi oranıdır.

Türkiye’de gerek dolaylı gerekse doğrudan efektif vergi oranları son derece düşüktür.

- ✓ Belirli bir gelir yaratılmaktadır.
- ✓ Ancak, bu gelir etkin bir şekilde vergilendirilememektedir.

Bu yapı nedeniyle kayıtlı ekonominin vergi yükü çok ağırdır.

Düşük **efektif vergi oranlarının** nedenleri;

- ✓ Vergi sistemindeki aksaklıklar,
- ✓ Vergi tabanının sınırlı olması,
- ✓ Büyük boyuttaki kayıtdışı ekonomidir.

2. Vergi Reformu- Kayıtdışıının Kayıt Altına Alınması

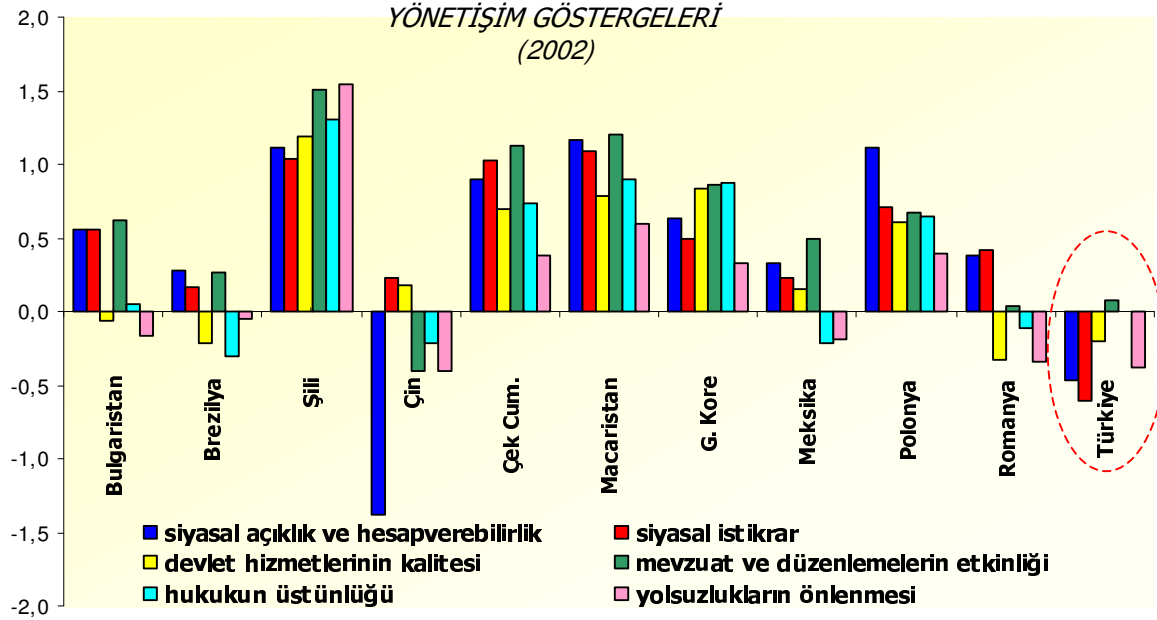
- ✓ Kayıtdışı ekonominin büyüklüğü varsayımlara bağlı olarak % 16 ile % 50 arasında değişmektedir.
- ✓ Toplam istihdamın % 52'si, tarım-dışı özel sektör istihdamının ise % 37'sinin kayıtdışı olduğu ifade edilmektedir*.

Uzun vadede, kayıtdışı ekonomi:

- ✓ Devlet gelirlerinde azalmaya,
- ✓ Ülkenin kaynaklarının verimsiz kullanılmasına,
- ✓ Ülkenin sürdürülebilir büyüme seviyesinin düşük kalmasına neden olur.
- ✓ İstihdamın kalıcı bir şekilde artışını engeller.

**Bu sebeple, vergi reformu mutlaka yapılmalı,
kayıtdışı kayıt altına alınmalıdır.**

3. İyi Yönetişim

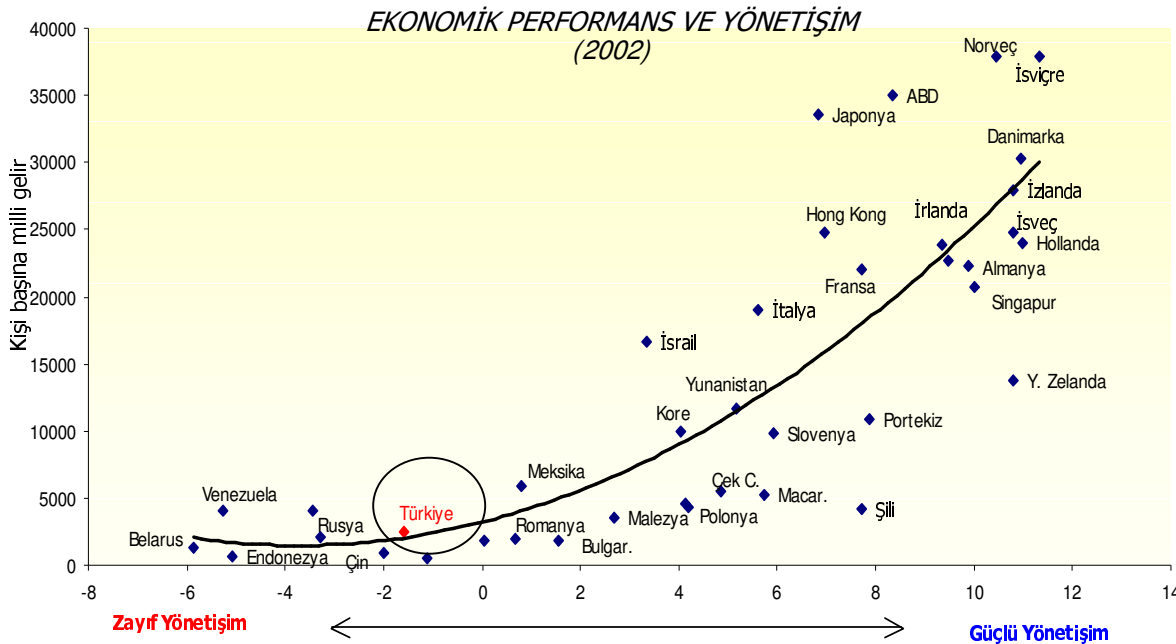


- ✓ Piyasa ekonomisinin hakim olduğu demokratik ülke ekonomilerinde kişi başına **milli gelir ile yönetim arasında aynı yönlü güçlü bir ilişki** vardır.



Büyüme destekleyecek yatırım ortamının iyileşmesi ve gerek yerli gerekse yabancı yatırımların artırılmasında anahtar unsur, yönetim göstergelerinde iyileşmedir.

- ✓ Dolayısıyla iyi yönetim güçlü ve kalıcı bir ekonomik performansa ulaşmak için hayati bir unsurdur.





EKONOMİK GÖRÜNÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Ekim 2004