



# EKONOMİK GÖRÜNÜM

**TÜRKİYE**  
**CUMHURİYET MERKEZ BANKASI**

**Ekim 2005**

# Genel Çerçeve

## Enflasyonla mücadele neden önemlidir?

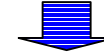
1- Ekonomi politikalarının nihai amacı ekonomik refahı artırmaktır.

*Refah ise ancak;*



2- Sürdürülebilir büyüme  
*sağlanabilirse artar.*

ve



Sürdürülebilir istihdam artışı

*Sürdürülebilirlik için ise:*



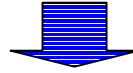
3- Ekonomik istikrar şarttır.



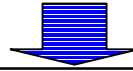
Ekonomik istikrarın önkoşulu ise;  
**Fiyat İstikrarıdır.**

# Türkiye Ekonomisi

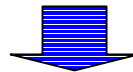
## Uygulanan kararlı ekonomi politikaları



- 35 yıl sonra tek haneli enflasyon, para reformu.
- Beklenenin çok üzerinde ekonomik büyüme.
- Kamu borcunun milli gelire oranında azalma.



- Ekonomide belirsizliklerin azalması, öngörülebilirliğin artması.
- Makroekonomik temellerin kuvvetlenmesi, şoklara dayanıklılığın artması.
- Ekonominin değişen dinamikleri: Özel sektör ön planda; verimlilik artışı, davranış değişiklikleri, artan rekabet.



**Türkiye ekonomisi yapısal değişim içindedir.**



# Enflasyon

# Enflasyon

## TÜFE; Ocak – Eylül 2005:

**İlk 9 ay kümülatif : % 3.93**

**Yıllık : % 7.99**

### - Hizmet sektörü katılıkları;

- ✓ Geçmişe endeksleme alışkanlıkları.
- ✓ Dış rekabete açık değil; oligopolistik yapı.

### - Petrol ve akaryakıt;

- ✓ Ulaştırma ve konut üzerinde etkili.
- ✓ Dolaylı etkileri henüz daha tam ortaya çıkmamıştır.

### - Lokanta ve oteller; turizm etkili.

### - Tütün; özel tüketim vergisi etkili.

## ÜFE; Ocak – Eylül 2005:

**İlk 9 ay kümülatif : % 2.98**

**Yıllık : % 4.38**

### - Döviz kuru ve hammadde fiyatlarına

**duyarlı:** İki değişkenin eş zamanlı hareketleri belirleyici olacak.

- **Tarım; yöntem değişikliği** nedeniyle geçmişe göre daha az dalgalı bir seyir izleyebilir.

- **ÜFE hedef değildir.**

## Eylül TÜFE - bazı kalemlerde yıllık % değişim

TÜFE Genel	7.99
Sağlık	0.34
Giyim ve Ayakkabı	1.77
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	4.38
Eğitim	7.36
Konut	10.11
Lokanta ve Oteller	14.13
Ulaştırma	18.17
Alkollü İçecekler ve Tütün	22.36

## Eylül ÜFE – yıllık % değişim

ÜFE Genel	4.38
Tarım	1.58
Sanayi	5.14
- Madencilik	11.82
- İmalat	6.15
- Enerji	-11.53

# Enflasyon

## - Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri:

- ✓ Dönemler itibarı ile fiyatları düzenli dalgalanmalar gösteren mevsimsel ürünlerin,
- ✓ Uluslararası piyasalarda belirlenen enerji fiyatlarının,
- ✓ Arz - talep dengesi ile doğrudan ilgisi olmayan ve fiyatları etkileyen vergi düzenlemelerinin, fiyatları yönetilen ürünlerin,

Yıllık % değişim

A	9.10
F	6.73
G	6.86

**hariç tutulduğu endeksler** enflasyondaki temel eğilimlerin saptanmasında son derece önemlidir.

**Eğilim aşağı yönlüdür.**



**Yıl sonu hedefi tutar, ancak;**

- Para politikasının etkisi gecikmelidir; alınan kararlar 2006 ve sonrasına yöneliktir.

*Program hedefleri:*

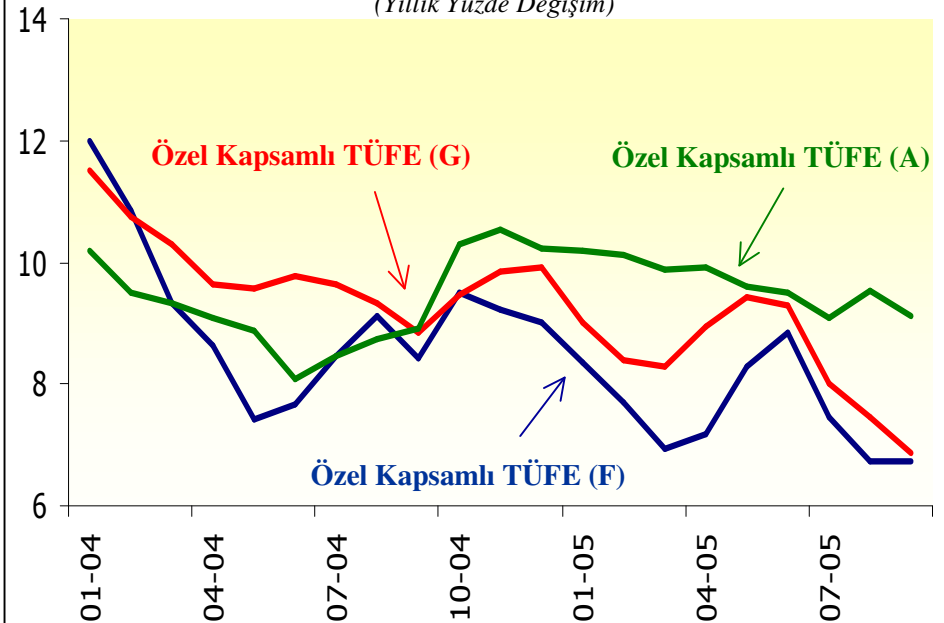
2006	2007	2008
% 5	% 4	% 4

**Özel kapsamlı TÜFE (A):** Mevsimlik ürünler hariç

**Özel kapsamlı TÜFE (F):** Enerji, alkollü içecekler ile tütün ürünleri, fiyatları yönetilen /yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç

**Özel kapsamlı TÜFE (G):** F ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç

*ÖZEL KAPSAMLI TÜFE ENDEKSLERİ  
(Yıllık Yüzde Değişim)*



Kaynak: DİE

# Enflasyon - Görünüm

## Görünüm nedir?



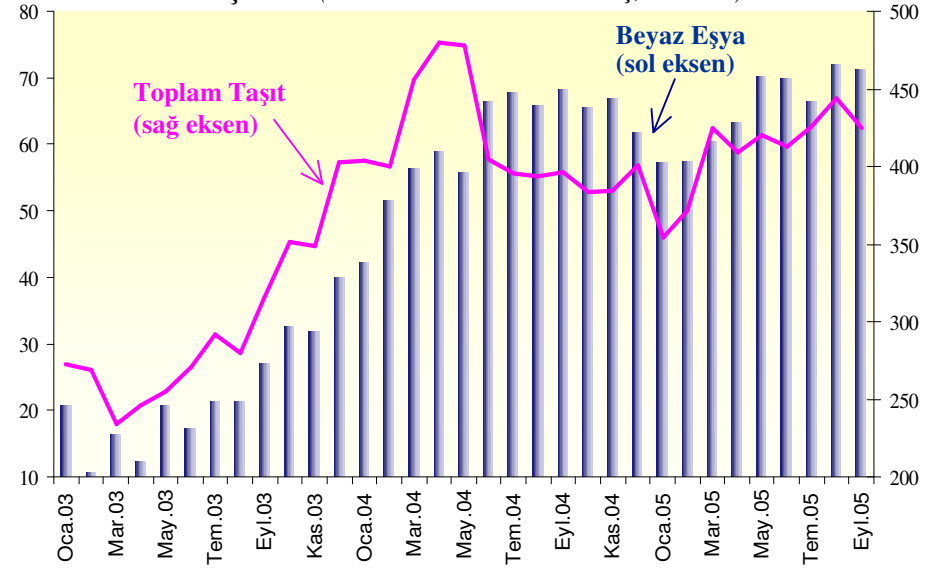
### Ekonominin normalleşme sürecinde;

- ✓ Talep gelişmelerinin,
  - ✓ Verimliliğin,
  - ✓ İstihdama ilişkin göstergelerin,
- kararlarda ağırlığı artmaktadır.

### İç talep gelişmeleri yakından takip edilmektedir.

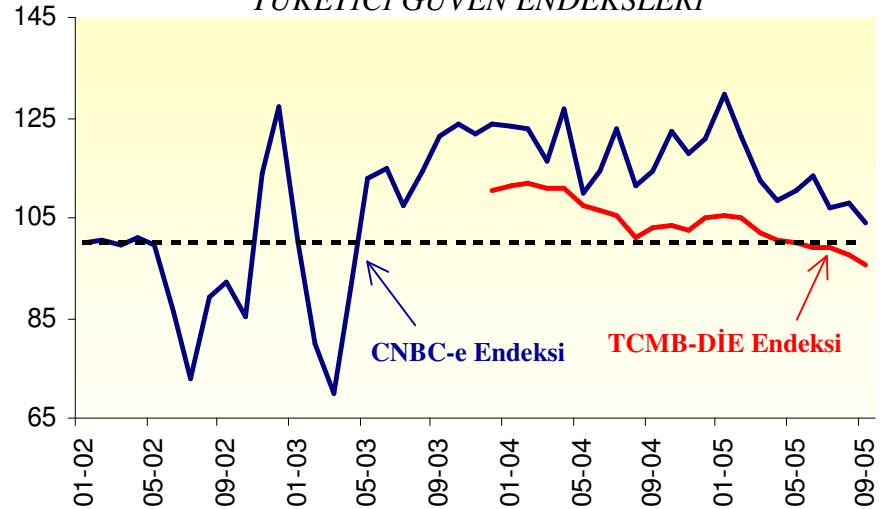
- ✓ Beyaz eşya ve toplam taşıt satışlarının 2005 yılı başındaki görece yavaşlaması sonrasında yüksek seyri devam etmektedir.
- ✓ Tüketici güven endekslerindeki düşüşler ile iç pazara satış beklentilerindeki gerilemeler, 2005 yılı kalan dönemde iç talebin kontrollü olacağını göstermektedir.
- ✓ Kapasite kullanım oranı geçen yılki seviyelerinin altındadır.
- ✓ Çıktı açığı sürmektedir; fiyatlar üzerindeki talep baskısını sınırlamaktadır. Ancak 2005 sonunda potansiyel düzeyine yakınsayabilir.

YURT İÇİNE YAPILAN BEYAZ EŞYA VE TOPLAM TAŞIT SATIŞLARI (Mevsimsellikten arındırılmış, bin adet)



Kaynak: OSD, BESD, TCMB

TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSLERİ



Kaynak: DİE, TCMB, CNBC-e

# Enflasyon - Görünüm

## Görünüm nedir?



- **Dış talep gelişmeleri**, toplam talebin bir unsuru olması açısından önemlidir. **AB'ye ilişkin büyüme tahminlerinin aşağı çekilmesi** toplam talebi azaltıcı bir unsur olabilecektir.

### - İstihdam gelişmeleri;

✓ İyileşme devam etmektedir. 2005 yılı ilk yarısında istihdam edilen kişi sayısında 2004 yılı aynı dönemine göre % 3.5 artış gerçekleşmiştir.

✓ Tarım dışı sektörlerde güçlü istihdam artışı: İnşaatta % 21.2, hizmetlerde % 7.7, sanayide % 5.3 artış; tarımda % 5.2 azalış.

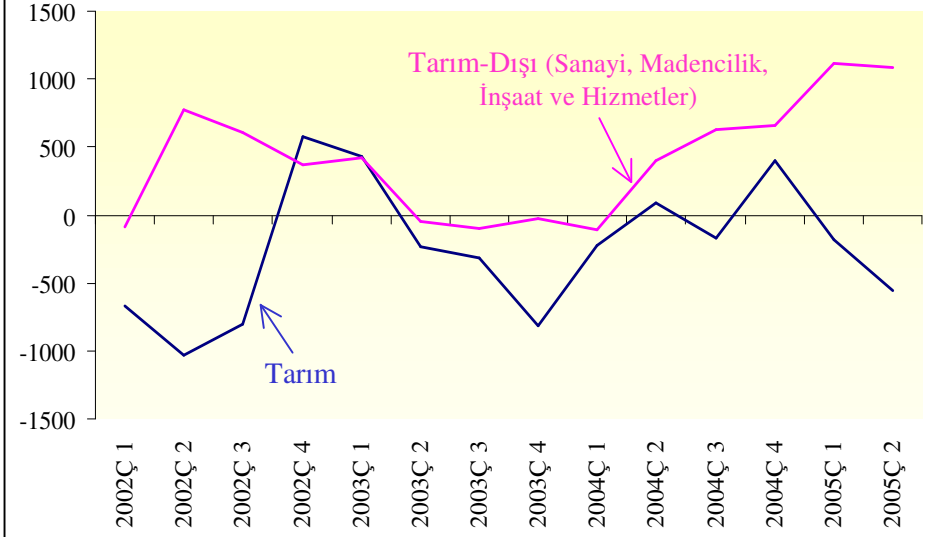
✓ TCMB İktisadi Yönelim Anketi verileri istihdamda artış eğiliminin sürebileceğini göstermektedir.



**Reel ücretler** üzerinde baskı yaratabilir.

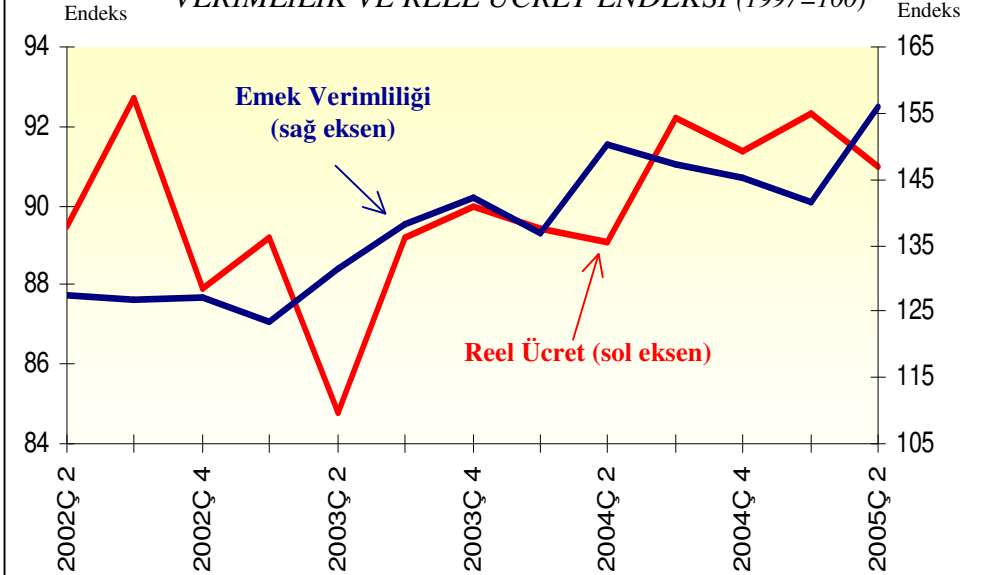
Ancak; verimlilik artışının devamı, artan yatırımlar ve işgücüne katılım oranlarının yükselmesi baskıyı sınırlayabilecektir.

YILLIK İSTİHDAM ARTIŞLARI (Yıllık artış, bin kişi)



Not: Temmuz ayı itibariyle toplam istihdam 23.27 milyon kişidir.

VERİMLİLİK VE REEL ÜCRET ENDEKSİ (1997=100)



Kaynak: DİE



# Enflasyon - Görünüm

## Görünüm nedir?



### - Bireysel kredilerde hızlı bir artış söz konusudur.

✓ Son dönemde **kredi kartlarının** yıllık reel artış hızında bir miktar yavaşlama görülmektedir.

✓ En yüksek artış **konut kredilerindedir**. Son üç ayda bir hızlanma söz konusudur.

- Konut kredilerinin tüketici kredileri içindeki payı;

2002; % 20.3 → Eylül 2005; %36.8

→ Kredi faiz oranlarında gerileme.

→ Vadelerin uzaması; 20 yıla kadar vadeler.

→ Konut alımının yatırım tercihi olarak yaygınlaşması etkili olmuştur.

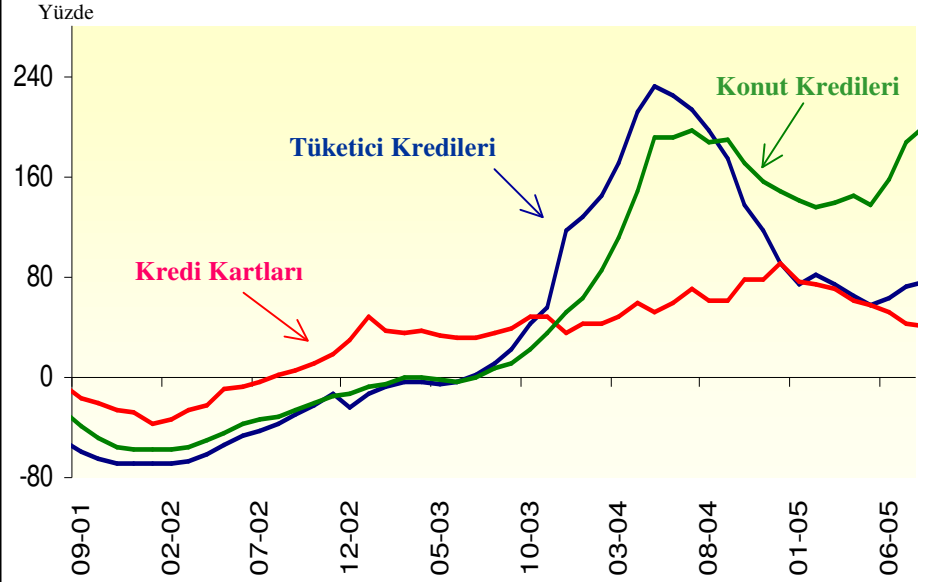
- GSMH'ye oran olarak bakıldığında **Ülkemizde konut kredisi hacmi diğer ülkelere göre son derece düşüktür.**

- Yeni finansman imkanları (mortgage), mevcut talep ve AB süreci artışın önümüzdeki dönemlerde de süreceğini göstermektedir.



**Konut talebi, konut fiyatları ve kiralarda baskı yaratmaktadır.** Orta vadedeki etkisi yakından takip edilmektedir. Bankaların mevduat vadeleri ortalama üç ay olduğu için ciddi bir **vade uyumsuzluğu riski** söz konusudur.

REEL TÜKETİCİ KREDİLERİ, KONUT KREDİLERİ VE KREDİ KARTLARI ENDEKSİ (Yıllık yüzde değişim, TÜFE, 1994=100)



Kaynak: TCMB

KONUT KREDİLERİ / GSMH ORANLARI (yüzde)

Latin Amerika Ülkeleri	4 – 12
Orta Doğu Ülkeleri	1 – 22
Doğu ve Güney Doğu Asya Ülkeleri	2 – 59
ABD	53
AB (Ortalama)	43
Türkiye (Eylül 2005)	1.3

Kaynak: SPK

# Enflasyon - Görünüm

## Görünüm nedir?



### - Hizmet sektörü katılıkları;

✓ Son bir yılda enflasyondaki düşüş sürecinin yavaşlamasında etkili olmuştur.

- Son iki ayda hizmet fiyatlarının artış hızında bir miktar düşüş gözlenmesine rağmen mal grubuna kıyasla hala çok yüksek seviyelerdedir.

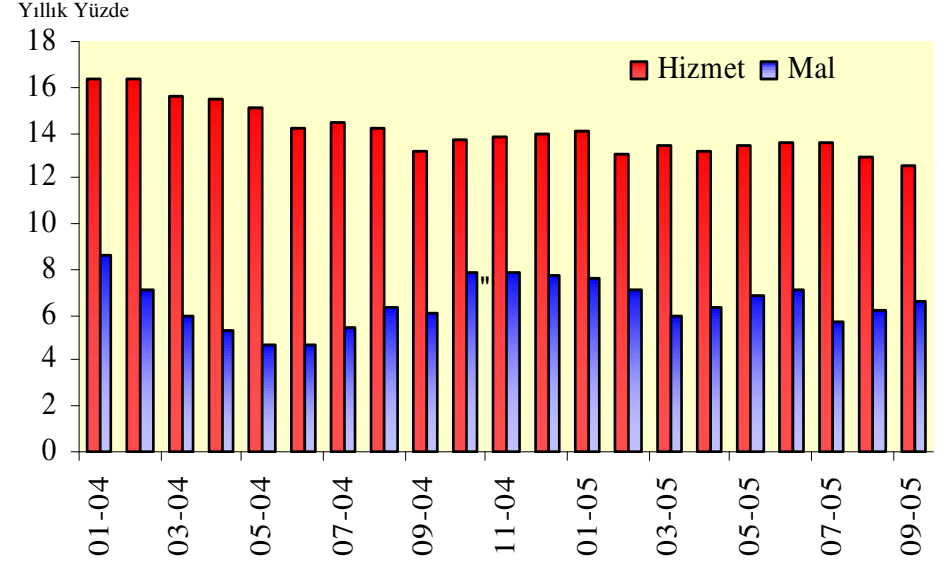
✓ **Petrol fiyatındaki artışlardan önemli ölçüde etkilenmektedir.** Sektörün özellikle petrole duyarlı olan ve olmayan kısımları arasında belirgin bir farklılaşma görülmektedir.

✓ Son iki ayda kira artışları geçen yılın üzerinde seyretmektedir.

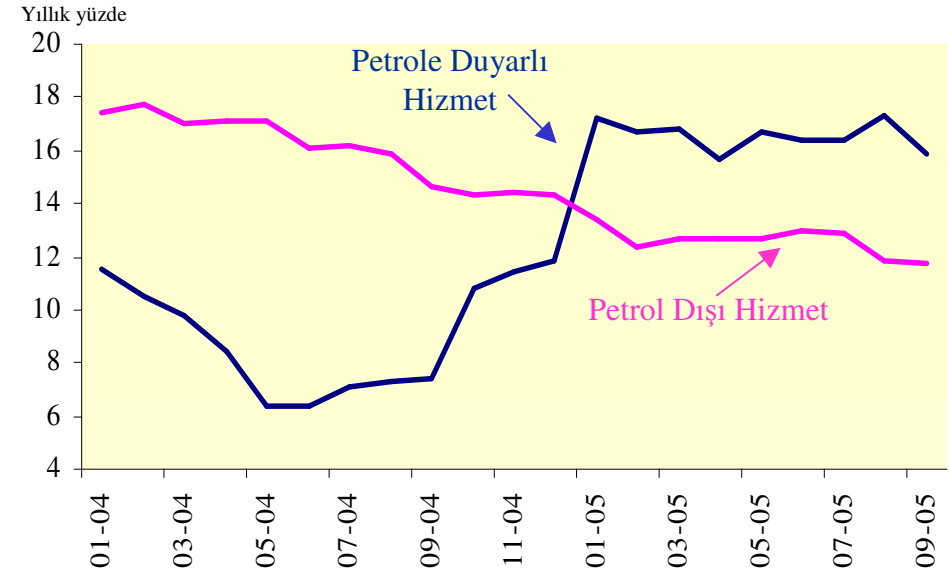


Bu eğilimlerin sürmesi halinde **hizmetler sektörünün 2006 yılı enflasyonu üzerindeki olumsuz etkisi çok kuvvetli bir biçimde hissedilecektir.**

HİZMET VE MAL GRUBU ENFLASYONU



PETROLE DUYARLI VE PETROL DIŞI HİZMET ENFLASYONU



Kaynak: DİE

# Enflasyon - Görünüm

## Görünüm nedir?



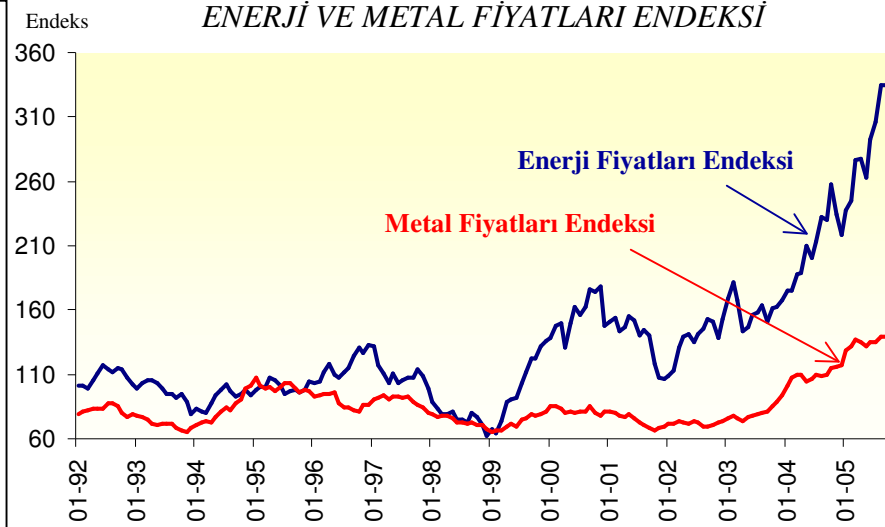
- Dünyada enerji ve metal fiyatlarındaki yüksek fiyat artışları devam etmektedir.

✓ Son bir yıl içinde petrol fiyatlarındaki artışın TÜFE üzerindeki birincil etkisi 1.5 puana ulaşmıştır. Birincil etkilerin bir bölümünün gecikmeli olarak 2006 yılı içinde ortaya çıkması beklenmektedir.

✓ Dışsal olan doğrudan ve birincil dolaylı etkilere para politikasının verebileceği bir tepki yoktur.

✓ Para politikası, bu tür etkilerin ancak bekleyişler ve fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı ikincil dolaylı etkiler yaratması halinde tepki vermek durumundadır.

- Öte yandan, 12 aylık enflasyon bekleyişleri 2006 hedefine giderek yakınsamaktadır.



Kaynak: IMF

**2006 yılında, enflasyonla mücadelenin kurumsal çerçevesini güçlendirmek amacı ile “açık enflasyon hedeflemesi rejimine” geçilecektir.**

- 2000 yılından bugüne üzerinde çalışılmaktadır.
- Önkoşulların sağlanmasında önemli mesafeler alınmıştır.
- TCMB bünyesinde teknik hazırlıklar devam etmektedir.
- Karar alma süreçlerinin daha da kurumsallaştırılması ve şeffaflığın artırılması esastır.

# Riskler

- **Sıkı maliye politikası, hedefle uyumlu gelirler ve fiyatlama politikası** sürdürülmelidir.
- **Reform sürecinin hız kaybetmemesi** gerekmektedir.
- AB ve IMF birbirine alternatif olmayan önemli çapalardır.
- **Bekleyişlerin bozulmaması** son derece önemlidir.
- **Özelleştirme gelirlerinin kullanım biçimi** önemlidir.
- **İç talep artışına** dikkat edilmeli, tüketimdeki canlanma kontrollü olmalıdır.
- **Uluslararası konjonktür yardım etti mi?**
  - ✓ Olumlu: Küresel likidite
  - ✓ Olumsuz: AB'de düşük büyüme,  
Petrol / enerji fiyatlarında artış,  
EUR / USD paritesi,  
ABD faiz oranları.
- **Tarım ve hammadde fiyatları**

Her zaman risk  
unsurlarıdır.



# Büyüme

# Büyüme

## Büyüme



- **2002 yılından bugüne reel büyüme % 27.9'dur.**

✓ Çin ve bazı küçük ülkeler hariç en yüksek büyüme oranıdır.

- Ekonomimizin **1953'den bugüne** 4 yıllık bir süreçte bu oranda büyüdüğü hiçbir dönem olmamıştır.

- Büyüme **özel sektöre** dayalıdır, en çok katkı **verimlilik artışından** gelmiştir. İhracatın çok önemli katkısı olmuş; **dışa açıklık** artmıştır.

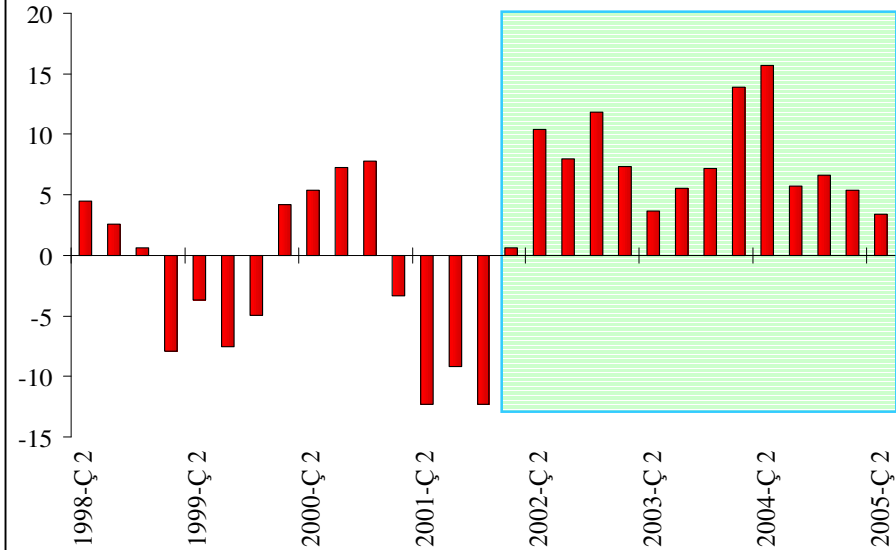
- 2005 yılı ilk yarısında da büyüme süreci devam etmiştir; % 4.3.

✓ **Arz tarafında**; ticaret (% 5) ve sanayi sektörleri (% 4.6) büyümesinde görece yavaşlama vardır, inşaat sektöründe (% 19.7) hızlı büyüme devam etmiştir.

✓ **Talep tarafında**; özel tüketim harcamalarındaki (% 4.2) yüksek seyir devam etmiş, kamu tüketim harcamalarında da (% 4.2) artış söz konusu olmuştur.

✓ Yüksek baz etkisine rağmen inşaat sektörü etkisiyle yatırım harcamalarında (% 13.1) yüksek oranlı artış yaşanmıştır. Ekonomik büyümenin yatırım kaynaklı tabanı genişlemektedir.

GSMH BÜYÜME ORANI (Yüzde)



Kaynak: DİE

BÜYÜMENİN KAYNAKLARI (Yüzde)

	1990-2000	2002-2004
<b>GSYİH Artışı</b>	<b>4.1</b>	<b>7.5</b>
<b>İstihdam Artışının Katkısı</b>	<b>23.5</b>	<b>2.4</b>
<b>Sermaye Stokundaki Artışın Katkısı</b>	<b>73.2</b>	<b>46.2</b>
<b>Toplam Faktör Verimliliğinin Katkısı</b>	<b>3.3</b>	<b>51.3</b>

Kaynak: DPT

# Büyüme

## 2001Ç4-2005Ç2 DÖNEMİ % DEĞİŞİM

( Verimliliğe göre sıralanmıştır.Toplam ihracat içindeki payı % 2.5'un üzerinde olan sektörler alınmıştır.)

En hızlı büyüyen  
ve ihracatını en  
çok artıran  
sektörler  
verimliliğini en  
fazla artıran  
sektörler  
olmuştur.

SEKTÖRLER	VERİMLİLİK (Çalışılan Saat Kısmı Verimlilik Endeksine Göre)	BÜYÜME	İHRACAT (Yıllıklandırıl. 12 Aylık Kümülatif)	TOPLAM İHRACAT İÇİNDEKİ PAYI (Ağustos 2005 itibariyle)
<b>İMALAT</b>	<b>30.0</b>	<b>36.3</b>	<b>126.6</b>	<b>94.1</b>
Motorlu Kara Taşıtları	106.0	203.1	283.9	14.5
Metal Eşya Sanayii	56.7	35.1	233.3	3.6
Kimyasal Madde ve Ürünler	54.6	48.0	85.2	3.9
Plastik ve Kauçuk Ürünleri	50.9	59.5	137.2	3.3
Radyo,TV, Haberleşme Teç.	46.3	142.0	200.0	4.3
Elektrikli Mak. ve Cihazlar	41.4	20.7	70.2	2.6
Makine ve Teçhizat	31.9	93.2	176.0	6.4
Metalik Olm. Mineral Ürünler	28.0	41.6	104.7	3.7
Ana Metal Sanayi	17.5	40.4	147.3	10.1
Gıda Ürünleri ve İçecek	14.1	12.7	90.7	5.6
Kok Kömürü, Rafine Petrol Ürün ve Nükleer Yakıtlar	11.6	4.3	341.0	2.8
Tekstil Ürünleri	5.6	6.4	70.1	12.1
Giyim Eşyası	-5.3	4.1	81.0	14.0
Mobilya	-37.9	-10.6	182.1	3.0

# Büyüme

## Büyüme



**Büyüme analizlerinde dikkat edilmesi gereken iki önemli unsur:**

**- 1) Baz etkisi;**

✓ 2004 yılı ilk yarısında çok hızlı büyüme, 2005 yılı ilk yarısında baz etkisini kuvvetli hissettirmiştir.

**- 2) Mevsimsellik** gözetilerek bakılmalıdır.

Mevsimsel etkilerden arındırıldığında, büyüme eğilimi güçlüdür.

2005 yılı ilk yarısında;

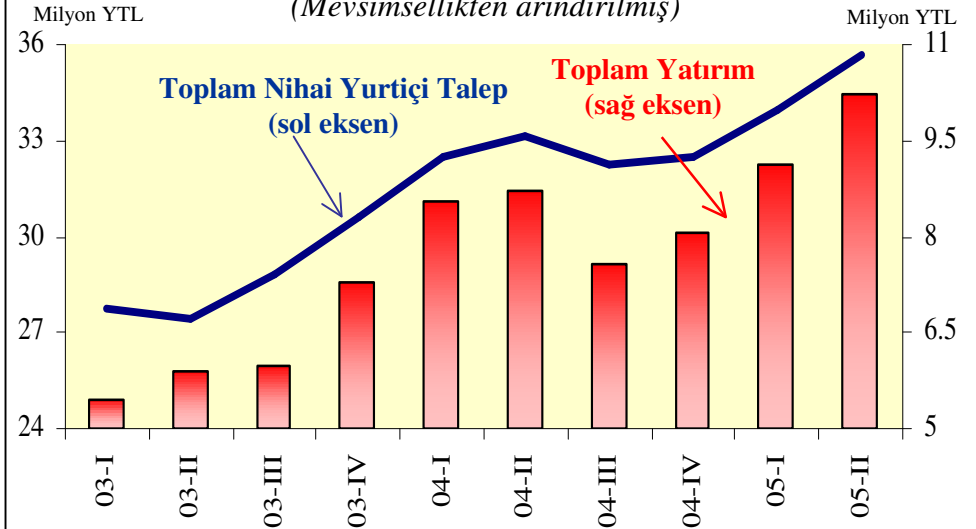
✓ Özel nihai tüketim harcamalarında ve özel sektör yatırım harcamalarında bir önceki döneme göre artış,

✓ Devletin yatırım harcamalarında hızlanan bir artış,

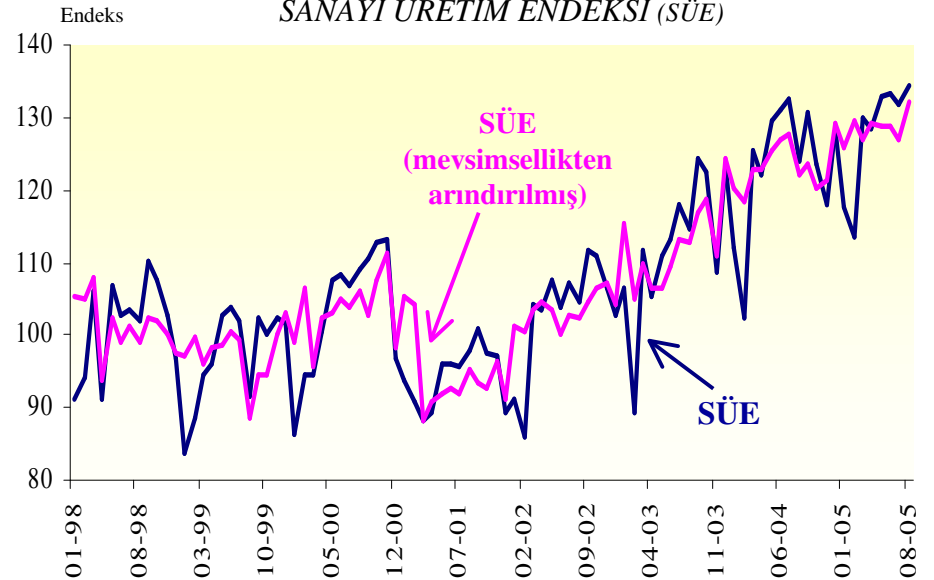
✓ Makine teçhizat üretiminde bir önceki çeyreğe göre artış, istihdam yaratan bina ve konut yatırımlarında, özellikle sınai yapı ruhsatlarında artış.

**- 2005 Ağustos ayı itibariyle, sanayi üretiminde artış eğilimi hızlanarak devam etmekte; ara malı ve yatırım malları üreten sektörlerde kuvvetli.**

**TOPLAM YATIRIM VE TOPLAM NİHAİ YURTİÇİ TALEP**  
(Mevsimsellikten arındırılmış)



**SANAYİ ÜRETİM ENDEKSİ (SÜE)**



Kaynak: TCMB, DİE



# Büyüme

## Büyüme – Görünüm



- Baz etkisinin ortadan kalkmaya başlamasıyla **2005** yılı **üçüncü çeyreğiyle birlikte yıllık büyüme oranları kuvvetli seyrini sürdürecektir.** Ancak;

✓ Krizden çıkış sürecinin büyümeye yaptığı büyük katkı 2004 yılının sonuna doğru sona ermeye başlamıştır.



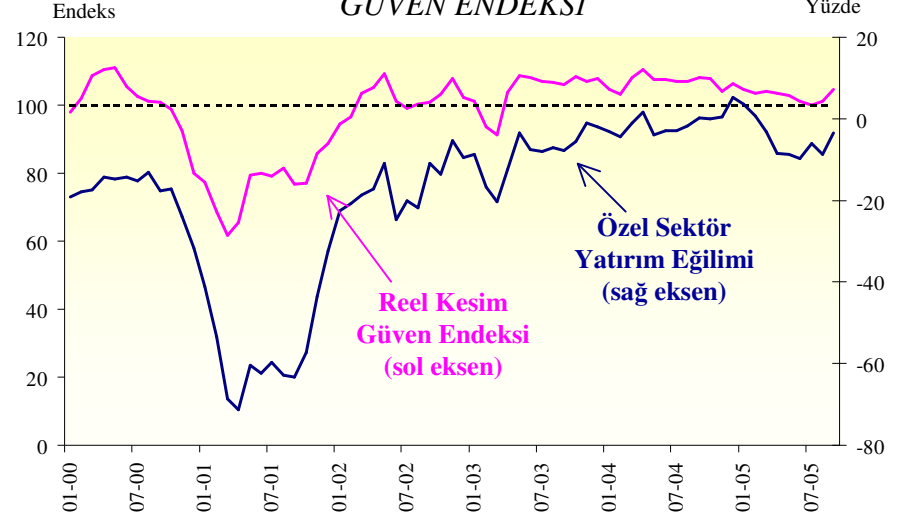
- 2005 yılı itibariyle büyüme oranının program tahminlerine yakın gerçekleşmesi beklenmektedir: **% 5**

### Potansiyel büyüme:

- Gerçekleştirilen reformların sonuçlarına ve içinde bulunulan ekonomik koşullara bağlı olarak zaman içinde değişen bir orandır.

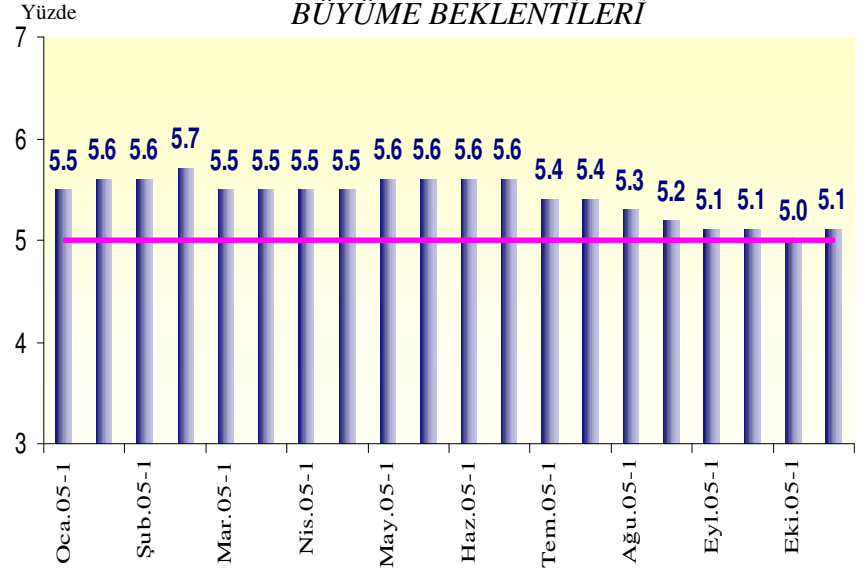
- Yapısal değişim süreciyle amaçlanan da, ekonomimizin yüksek potansiyel büyüme oranlarına yakın oranlarda sürdürülebilir büyüme sürecine girmesini sağlamaktır.

## ÖZEL SEKTÖR YATIRIM EĞİLİMİ VE REEL KESİM GÜVEN ENDEKSİ



Kaynak: TCMB  
100'ün üstü güven artışı göstermektedir.

## BÜYÜME BEKLENTİLERİ



Kaynak: TCMB



# Para Politikası Stratejileri

# Para Politikası Stratejileri

Para politikası tasarımlarında  
temel kısıt:  
İmkansız üçlü



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

Bugün Merkez Bankası aktif bir para politikası stratejisi – örtük enflasyon hedeflemesi - uygulamaktadır.

- ✓ *Politika aracı* → Kısa vadeli faiz oranları
- ✓ *Kararlar nasıl alınır?* → **Sadece gelecekte enflasyonun izleyeceği seyir**
- ✓ *Nelere Bakılır?*



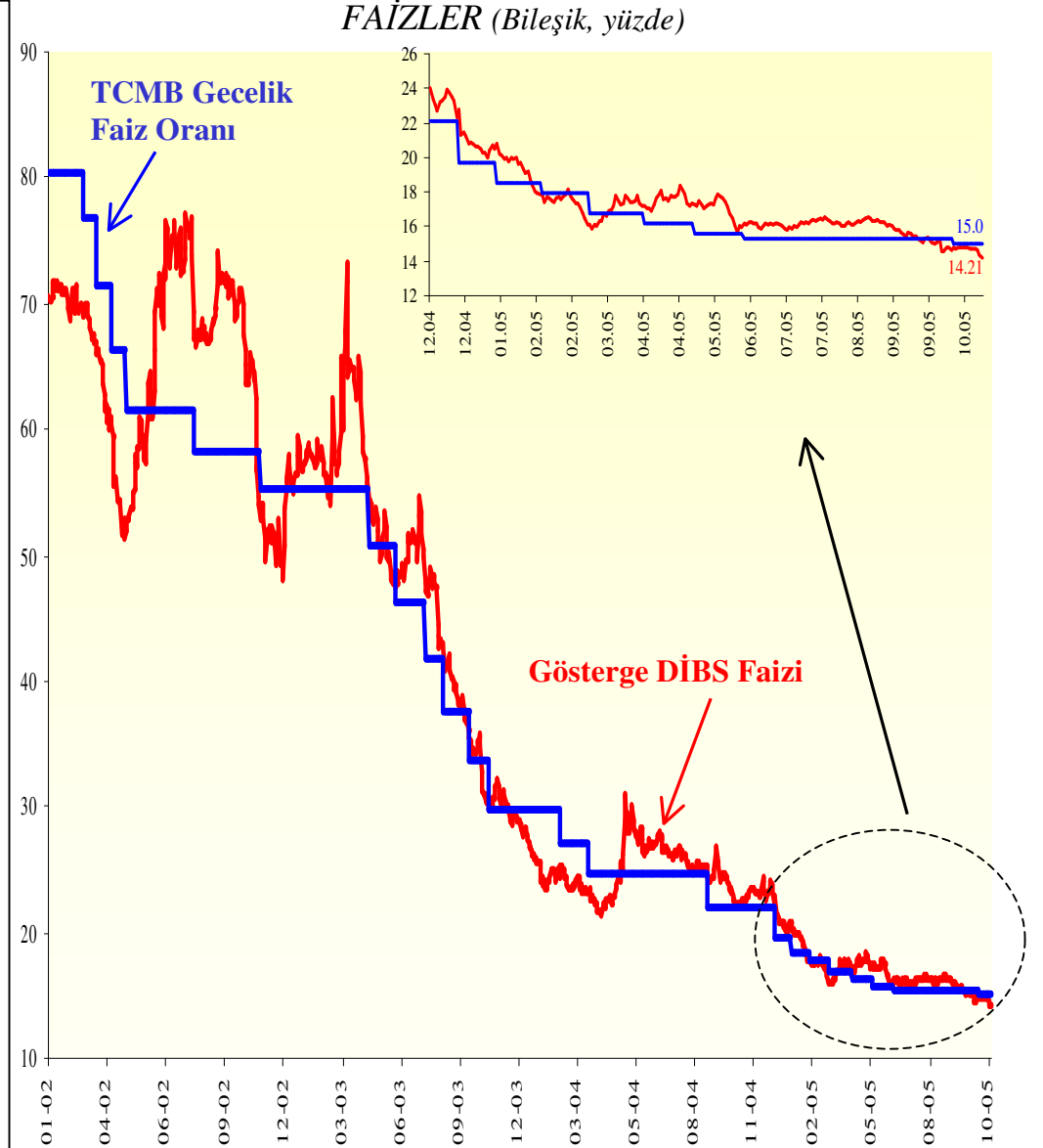
# Kısa Vadeli Faiz Oranları

## İki önemli saptama:

**1- Faiz kararlarının enflasyon üzerindeki etkisi farklı kanallar aracılığıyla ve belli bir gecikme ile gerçekleşir:**

**A- Beklentiler:** Faiz kararları ile gidişata ilişkin verilen sinyaller, yatırım ve tüketim kararlarını etkilemekte, fiyatlama davranışlarını belirlemektedir. **Bugüne kadar en etkili kanal olmuştur.** Faizler henüz istediğimiz seviyelerde olmamasına rağmen, beklenti yönetimi /olumlu beklentiler, son üç yılda özel sektörün üretim-yatırım ve tüketiminin tarihi seviyelerine ulaşmasını sağlamıştır.

**B- Faizler Genel Düzeyi:** Giderek güçlenmesine rağmen, kısa vadeli faizler ile uzun vadeli faizler arasında kuvvetli ve kalıcı bir ilişki henüz istenildiği ölçüde tesis edilememiştir. Risk algılamalarına bağlı olarak ilişkinin yönü ve kuvveti değişebilmektedir.



# Kısa Vadeli Faiz Oranları

**1- Faiz kararlarının enflasyon üzerindeki etkisi farklı kanallar aracılığıyla ve belli bir gecikme ile gerçekleşmektedir:**

**C- Varlık Fiyatları:** Bugün için döviz kuru, hisse senedi gibi varlık fiyatları üzerinde kısa vadeli faizler değil; ekonomik ve politik genel gidişata ilişkin beklentiler ile uluslararası likidite koşulları baskındır.

**D- Kredi Kanalı:** Ekonomideki normalleşme eğilimine bağlı olarak giderek güçlenmektedir. İleride en etkili kanallardan biri olması beklenmektedir.

**2- İstikrarda alınan mesafeye bağlı olarak aktarım mekanizması giderek belirginleşmeye başlamıştır:**

**A-** Faiz kararlarının ekonomik aktivite ve enflasyon üzerindeki etkisi, olması gerektiği gibi daha gecikmeli bir biçimde ortaya çıkmaktadır.

**B-** Bu sürecin bugün ekonomik aktivite için 3-9 ay, enflasyon için 9-18 ay arasında olduğu tahmin edilmektedir (Gelişmiş ülkelerde bu süre 24 aya kadar çıkmaktadır).

**Dolayısı ile bugün alınan faiz kararları gelecek yılın enflasyonuna ve orta vadeye yönelik olmaktadır.**

*TCMB GECELİK FAİZİ VE VARLIK FİYATLARI*



Kaynak: İMKB, TCMB

# Faizler Nereye Doğru? Kısa Vadeli Faiz Oranları

Son üç yılda istikrarda alınan mesafelere bağlı olarak nominal ve reel faiz oranlarında önemli düşüşler gerçekleşmiştir.

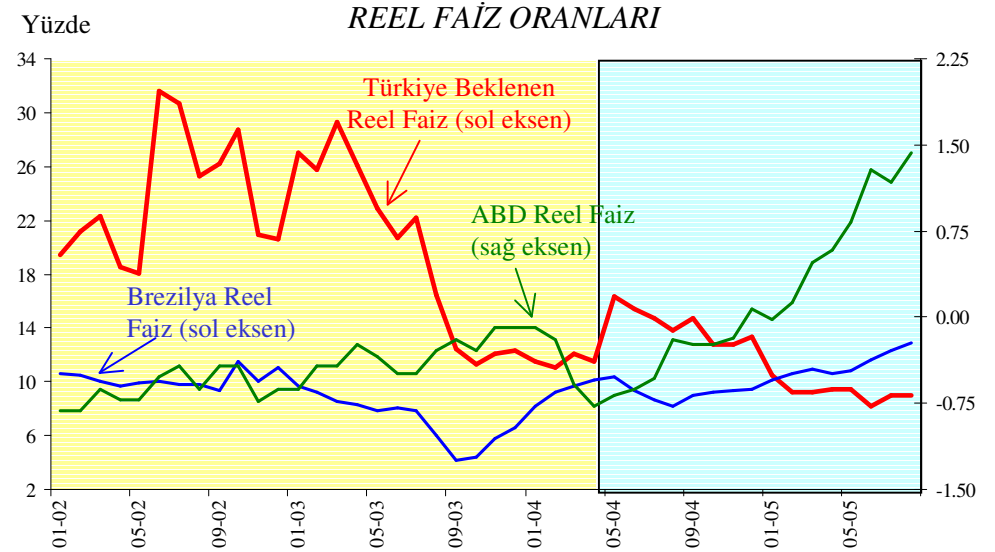


	Haziran 2002	Ekim 2005
Nominal Faizler	% 72.2	% 14.6
Beklenen Reel Faizler <sup>1</sup>	% 31.6	% 7.9

– Özellikle son dönemlerde nominal ve reel faizlerdeki düşüşler;

✓ **ABD’de** (küresel faizleri doğrudan etkileme gücü vardır) ve **Brezilya’da** (bizim gibi istikrar programı uygulamaktadır) nominal ve reel faizlerin sürekli yükseldiği,

bir dönemde gerçekleşmiştir.



TÜRKİYE - BREZİLYA TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER		
	Brezilya	Türkiye
Enflasyon*	6.1	8.0
Cari Denge / GSYİH (%)**	1.9	-5.2
Hükümet Brüt Borç Stoku / GSYİH (%)**	51.8	77.1
<b>Merkez Bankası Kısa Vadeli Faizleri (Bileşik)*</b>	<b>19.5</b>	<b>15.3</b>
<b>Reel Faizler*</b>	<b>12.7</b>	<b>7.9</b>

<sup>1</sup> Beklenti anketi, 12 aylık TÜFE beklentisi ve Hazine ihale ortalama faizi kullanılmıştır.

\* Eylül 2005 itibarıyla

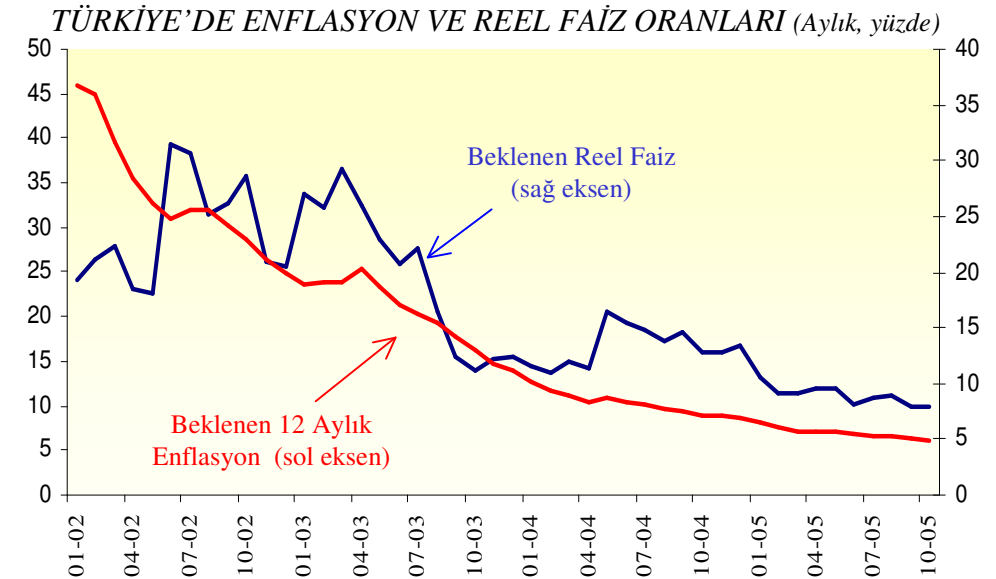
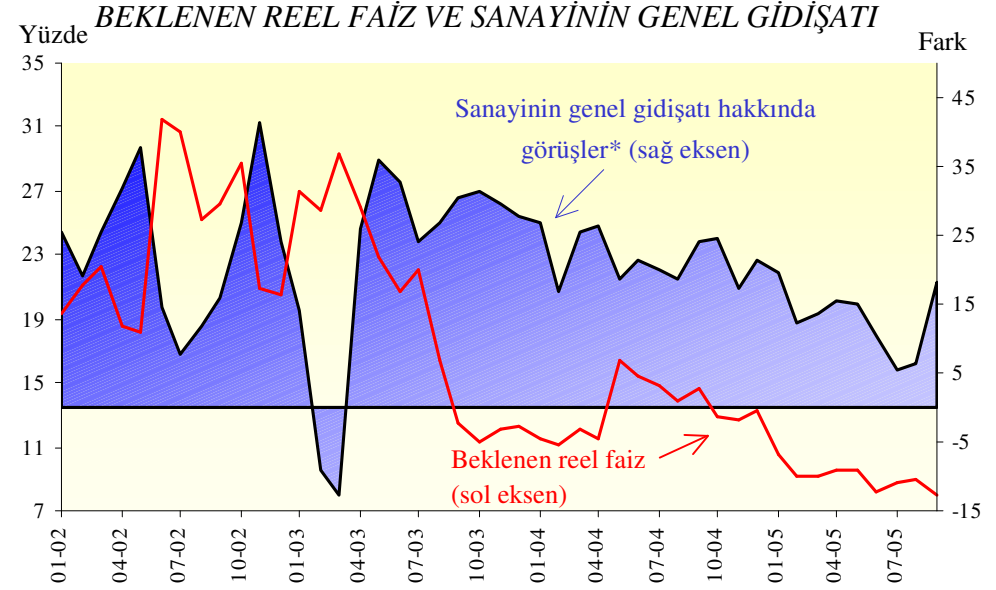
\*\* 2004 Yılı sonu

# Kısa Vadeli Faiz Oranları

– **Ancak faizler genel düzeyi henüz arzu edilen seviyelerde değildir.**

– Nominal ve reel faizlerin kalıcı bir biçimde daha da düşmesi, geçmiş tecrübelerin çok net bir biçimde gösterdiği gibi, **TCMB'nin suni bir biçimde kısa vadeli politika faiz oranını düşürmesi ile değil;**

- ✓ **Yapısal reformlar** ile ekonomimiz iç ve dış şoklara daha dayanıklı hale geldikçe,
- ✓ **Makroekonomik dengeler** daha kuvvetli bir biçimde tesis edildikçe,
- ✓ **Beklentiler** iyileştikçe, güven arttıkça,
- ✓ **Kamu borç stoku** ile ilgili endişeler azaldıkça, finansmanı giderek daha da sürdürülebilir hale geldikçe, **gerçekleşecektir.**



Kaynak: TCMB

\* TCMB İktisadi Yönelim Anketi, sanayinin genel gidişat eğilimi konusunda görüşler: İyimser - Kötümser 23

# Beklenen Reel Faiz ve Sıcak Para

## Reel Faiz – Sıcak Para İlişkisi Nedir?

1-

Reel faizler ile sıcak para arasında ters yönlü ilişki vardır.

- Reel faizler düştükçe sıcak para girişi artmakta,
- Reel faizler yükseldikçe sıcak para girişi azalmaktadır.

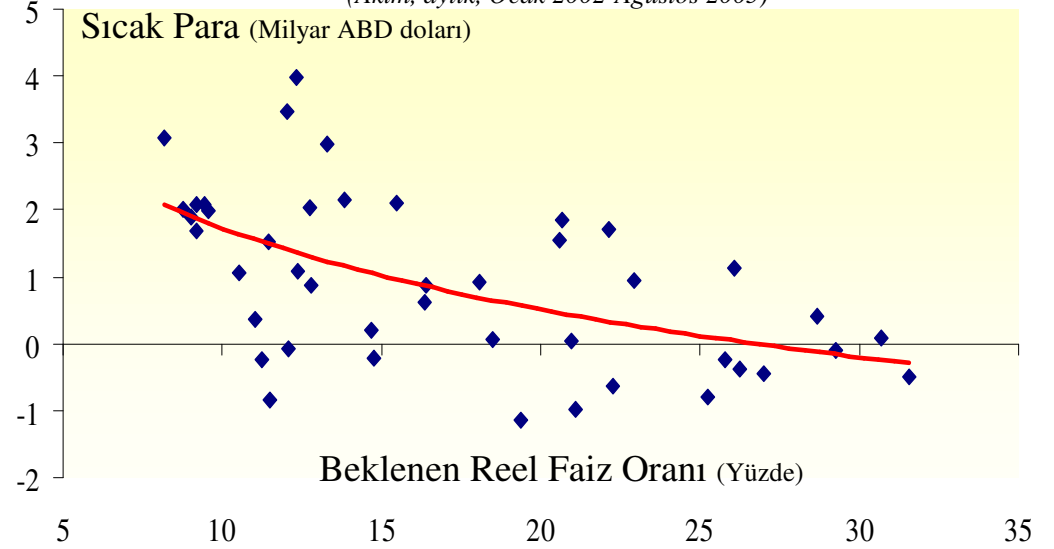
2-

Beklentiler ile sıcak para arasında aynı yönlü ilişki vardır.

- Beklentiler iyileştikçe sıcak para girişi artmakta,
- Beklentiler kötüleştikçe sıcak para girişi azalmaktadır.

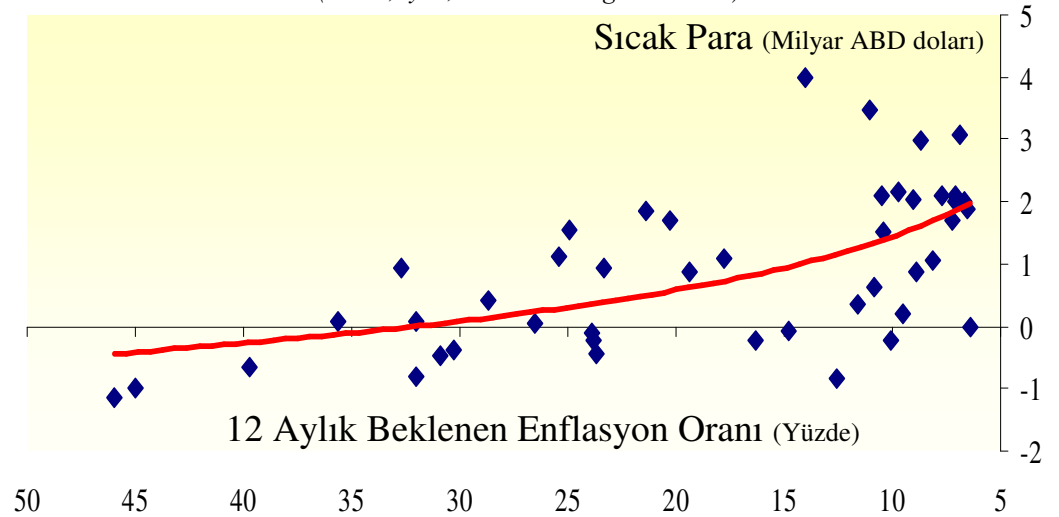
SICAK PARA - BEKLENEN REEL FAİZ ORANI

(Akım, aylık, Ocak 2002-Ağustos 2005)



SICAK PARA - 12 AYLIK ENFLASYON BEKLENTİSİ

(Akım, aylık, Ocak 2002-Ağustos 2005)





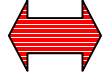
# Beklenen Reel Faiz ve Sıcak Para

## 1- Olumsuz Döngü

Geleceğe İlişkin  
Beklentiler Kötüleſir.



Sermaye Giriſi  
Azalır,  
Çıkıſ Yaſanmaya  
Baſlar.



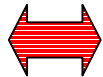
Nominal ve  
Reel Faizler  
Yükselir.

## 2- Olumlu Döngü

Geleceğe İlişkin  
Beklentiler İyileſir.



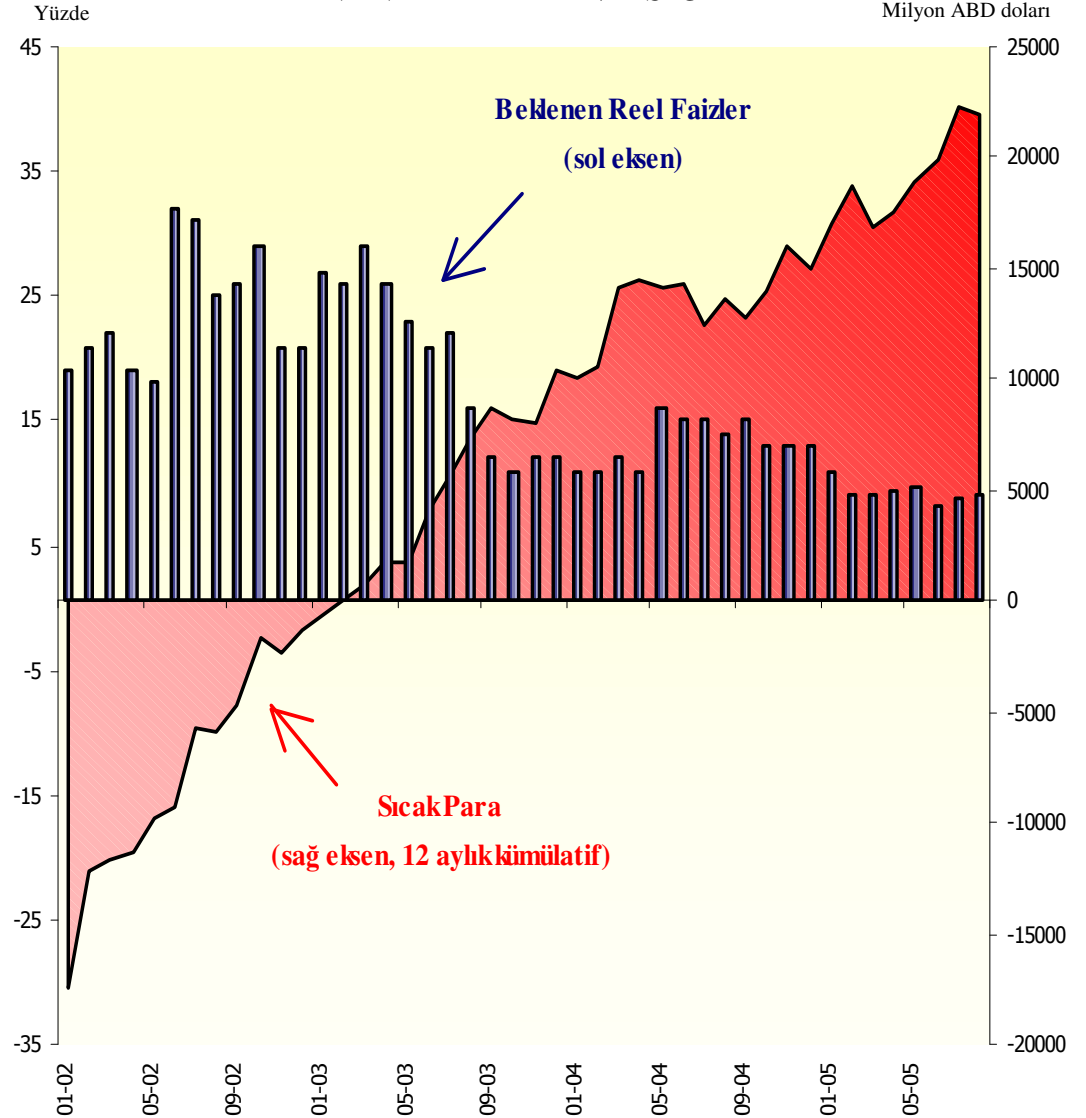
Sermaye Giriſi  
Yaſanır.



Nominal ve  
Reel Faizler  
Düşer.

Sıcak paranın yönünü ve hacmini reel faizlerin seviyesinden ziyade, beklentiler belirlemektedir.

## BEKLENEN REEL FAİZ VE SICAK PARA





# **Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası**

# Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

## Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası



- Dalgalı kur rejimi çerçevesinde ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değeri piyasa koşulları altında, **arz ve talep gelişmelerine bağlı** olarak oluşmaktadır. Bu rejimde ne Hükümetin ne de Merkez Bankası'nın kurun seviyesi ile ilgili bir hedefi yoktur.
- **Ancak**, dalgalı kur rejimi; döviz kurunun **ekonomik temellerden kopuk** bir biçimde aşağı veya yukarı yönlü, kontrolsüz bir biçimde hareket etmesi demek değildir.
- Döviz kuru, taşıdığı önem itibarı ile **finansal istikrarın bir parçası** olarak Merkez Bankası'nın her zaman dikkatle izlediği bir değişkendir.

**TCMB, dalgalı kur politikası kapsamında piyasalarda iki tür işlem yapmaktadır.**

### **1. Aşırı Oynaklığa Müdahale:**

- Her iki yönde,
- Nedenlerini ve potansiyel gelişmeleri dikkate alarak,
- Doğrudan veya duyuru ve uyarılar şeklinde yapılmaktadır.

### **2. Rezerv Biriktirme Amaçlı Döviz**

#### **Alımları:**

- TCMB'nin 21.10.2005 itibarı ile döviz rezervleri 44.2 milyar ABD doları seviyesindedir.

# Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

**Ancak,**

- **Kamu kesiminin dış borç ödemeleri:**

✓ 2005Ç3-2008 arası 51.1 milyar ABD doları borç ödemesi,

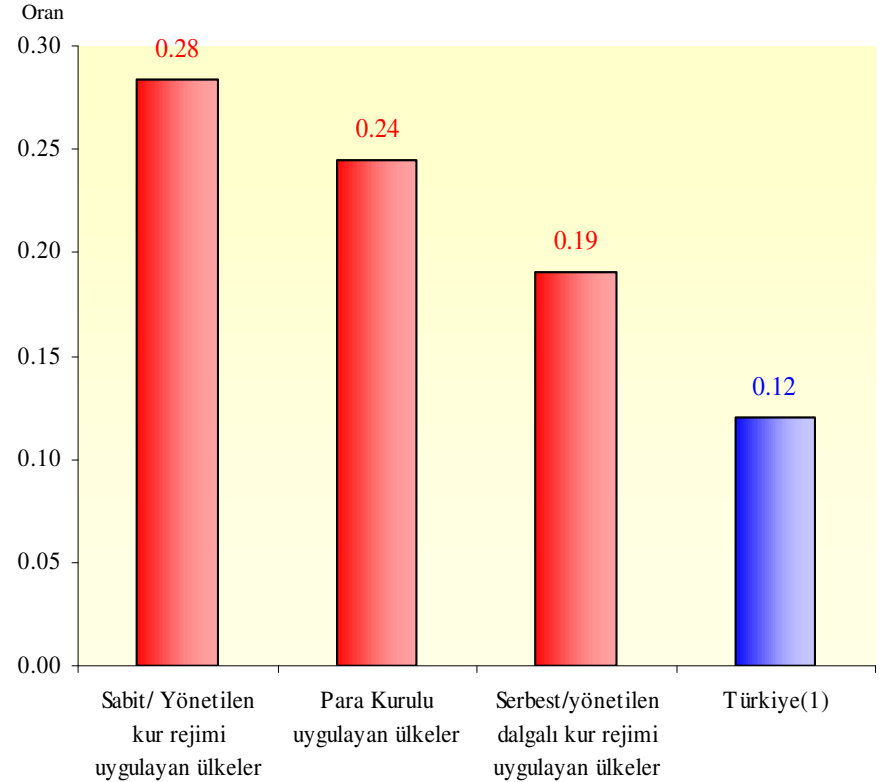
- **TCMB bilançosundaki maliyeti yüksek döviz yükümlülüklerini** kademeli olarak azaltmak,

- **Güven tesisi**

amaçları ile uluslararası rezerv pozisyonunu güçlendirmeye yönelik şeffaf, önceden açıklanan bir program çerçevesinde döviz alımları **yapılmaktadır ve yapılmaya devam edilecektir.**

- Dünya örnekleri de, dalgalı kur rejimi olsa bile, **ülkelerin yüksek döviz rezervlerine sahip olmayı tercih ettiklerini** göstermektedir.

*ÜLKELERİN KUR REJİMİNE GÖRE  
ORTALAMA REZERV / GSMH ORANLARI*



Kaynak: IMF  
(1) 2005 ikinci çeyrek itibariyle

# Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

## Kurun Seviyesini ve Reel Değerini Ne Belirler ?

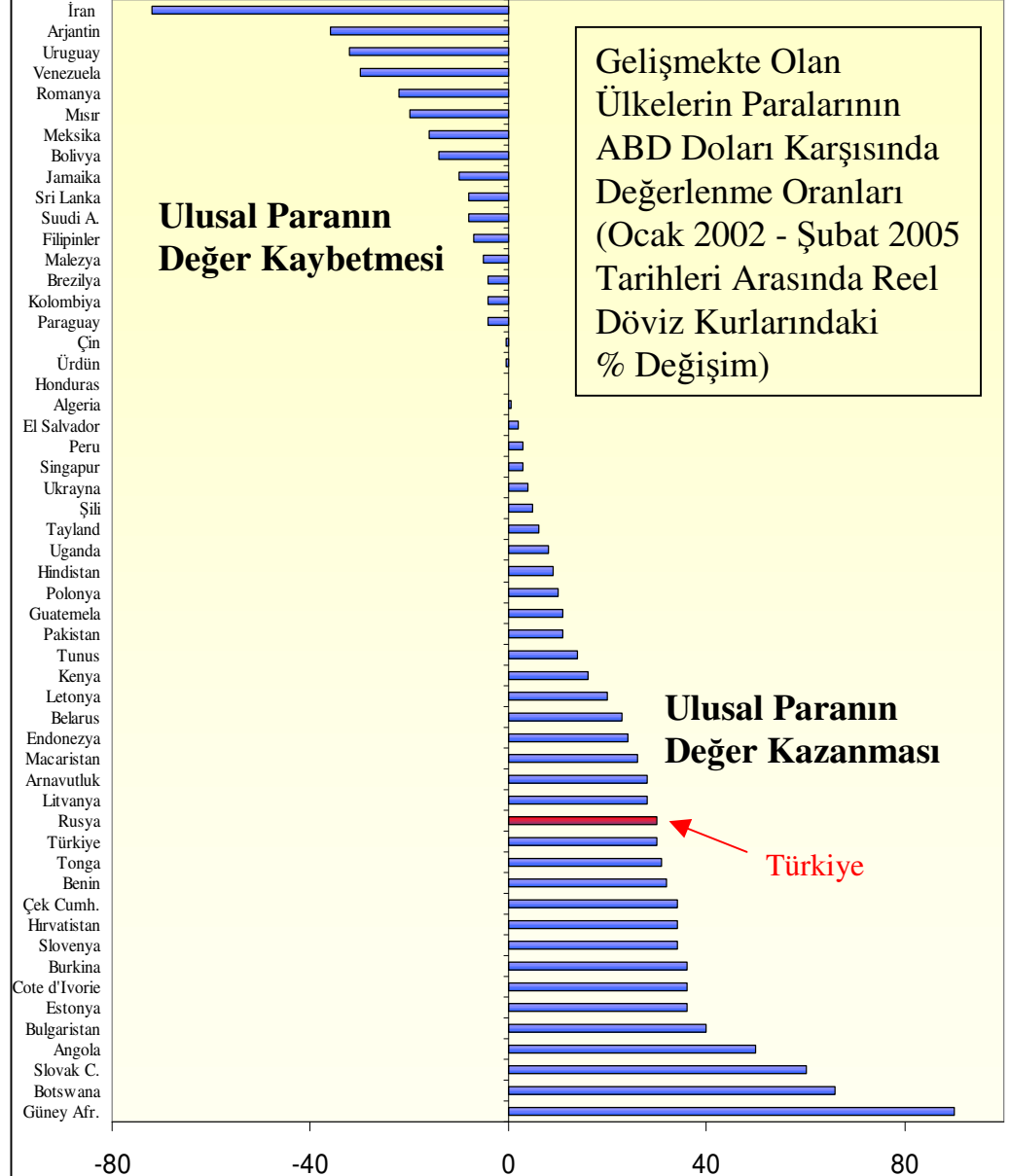


### Ülkelerin ulusal paraları, kısa ve uzun vadede:

- Seçilen kur rejimlerine ve uygulanan kur politikalarına,
  - Sermaye hareketlerinin ne ölçüde serbest bırakıldığına,
  - Devresel hareketlere, büyümeye ve verimlilik artışına,
  - Uygulanan ekonomi politikaları ve bunun başarı düzeyine,
  - Ekonominin temellerindeki gelişmeye,
  - İstikrarda alınan mesafeye, beklentilere ve taşınan risk primine,
  - İç ve dış ekonomik birimlere verilen güven ve perspektife bağlı olarak,
- uluslararası likidite koşullarının da etkisi ile **değer kazanabilmekte veya kaybedebilmektedir.**



2002 Ocak – 2005 Şubat döneminde sadece Türk parasında değil, gelişmekte olan pek çok ülkenin parasında da değerlenme söz konusudur.



# Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

## Türk Parası Neden Değer Kazanmaktadır?



- Uygulanan ekonomi politikalarının başarılı olması: Enflasyonsuz büyüme,
- Ekonominin temellerindeki düzelmeye,
- İstikrarda alınan mesafe.



- İç ve dış ekonomik birimlere verilen güven ve perspektif,



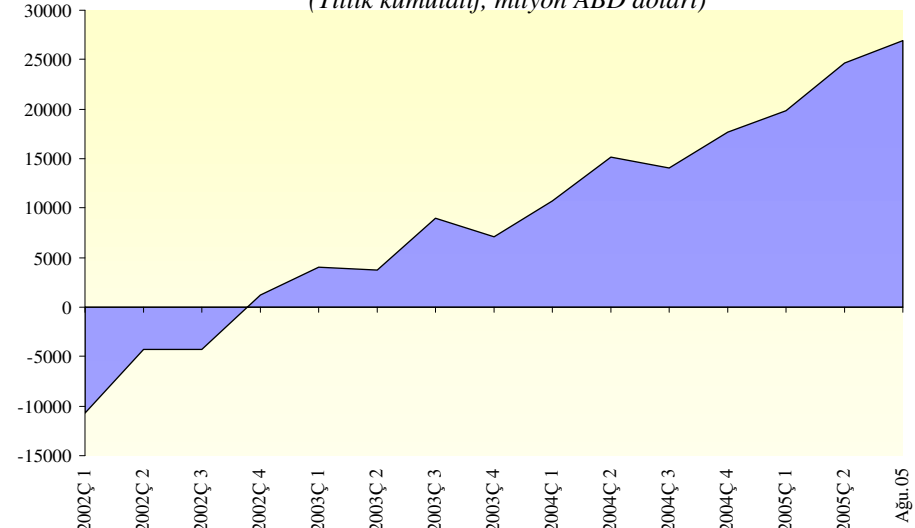
- Beklentilerde düzelmeye,
- Risk priminin düşmesi.

## Türk Parasının İtibarı Artmaktadır:

- Emisyon hacmi / GSYİH ↗
- Banknot devir hızı ↘
- Kişi başına düşen banknot miktarı ↗
- Yabancılar YTL borç enstrümanı ihraç etmektedir.

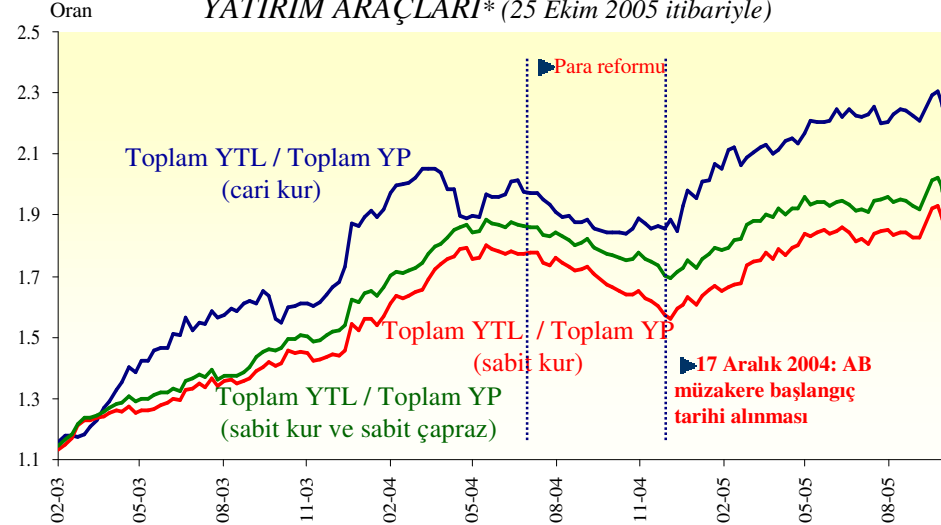
## TOPLAM NET SERMAYE GİRİŞLERİ

(Yıllık kümülatif, milyon ABD doları)



Kaynak: TCMB

## YENİ TÜRK LİRASI YATIRIM ARAÇLARI / YABANCI PARA YATIRIM ARAÇLARI\* (25 Ekim 2005 itibariyle)



Yabancı Para Portföyü = Mevduat + DİBS + Eurobond+ Diğer

Yeni Türk Lirası Portföyü = Mevduat + DİBS + REPO + Yatırım Fonları + Diğer

Kaynak: TCMB

# Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

## Merkez Bankası'nın Yeni Türk Lirasını değerli tutmak yönünde bir politikası yoktur.



- Dalgalı kura geçiş, Telekom krizi, 11 Eylül olayları, 2002 yazı siyasi gerginlik, Irak Krizi, Ekim 2003, Nisan-Mayıs 2004'de **7 defa Türk parasında ani değer kaybı yaşanmıştır. Ekonominin temelleri bozular; istikrar programı aksar; bekleyişler kötüleşirse, pekala tekrar olabilir.**

- 2003 yılı başından bugüne kadar, 11 Mayıs 2004 tarihi haricinde piyasalara **hiç döviz satışı yapılmamıştır.**

- 2002 - 2005 döneminde **33.9 milyar**, 22 Aralık 2004'ten beri ise **17.9 milyar** ABD doları döviz alınmıştır. Alımlar devam etmektedir.

- **Dalgalı kur rejimi altında döviz kurlarının seviyesinin bir sonuç olduğu, TCMB'nin müdahalelerinin seviyeye değil oynaklığa müdahale olduğu unutulmamalıdır.**

## DÖVİZ KURLARI

(Gösterge niteliğindeki TCMB günlük döviz kurları, ABD doları satış)



Not: Kırmızı ile yazılmış tarihler, TCMB'nin döviz piyasalarına alım yönlü müdahale yaptığı tarihleri göstermektedir.

Kaynak: TCMB



# Cari Açık



# Cari Açık

## Cari Açık - Kriz



- 1980'lerden sonra dünyada sermaye hareketlerinin serbestleşmesine ve artmasına paralel olarak;

✓ Ödemeler dengesi krizleri sıklaşmış, cari açık / GSMH oranları yakından takip edilmeye başlanmıştır.

✓ Türkiye'nin geçmiş tecrübeleri de bu yöndedir.

## Geçmişte neler oldu?

Gevşek maliye

ve buna

uyumlu para

politikaları



Sabit /

öngörülebilir

kur rejimi

- ✓ Aşırı iç talep artışı,
- ✓ Vadelerin kısalması,
- ✓ Yüksek enflasyon,
- ✓ Oynak ve dengesiz büyüme dönemleri,
- ✓ Ekonomik belirsizliklerin artması,
- ✓ Cari açık, geciken tedbirler

Bekleyişlerin bozulması



İç veya dış şokların tetikleyici etkisi



Döviz talebinde artış



Rezervler üzerinde baskı



**Kriz ve Devalüasyon**

# Cari Açık

## Cari Açık - Kriz

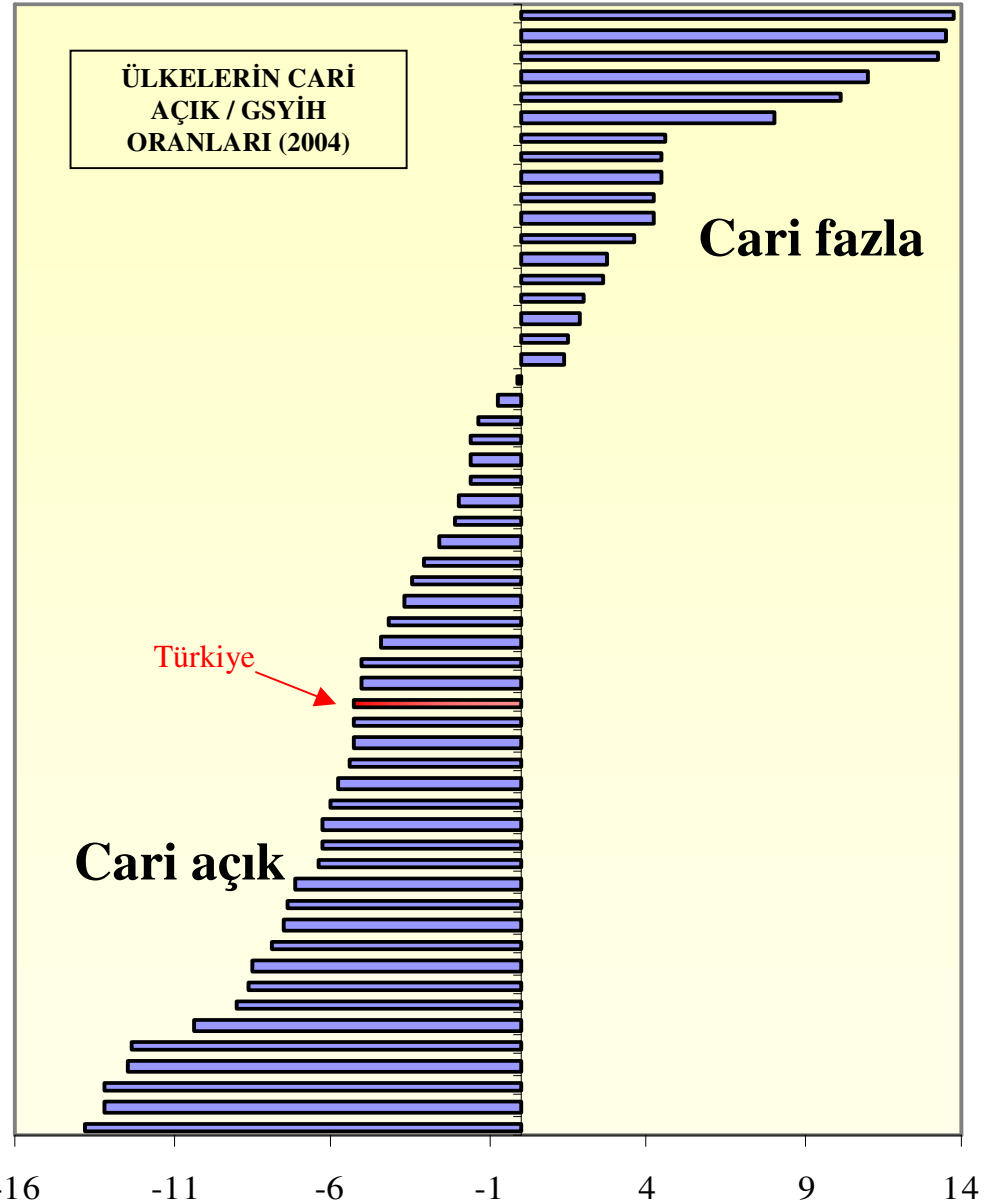


- Son yıllarda ise dünyada artan finansal ve ekonomik bütünleşme, makroekonomik istikrarın güçlendiği ülkelerde **daha yüksek açıkların sürdürülebilmesine imkan tanımaktadır.**

- Üstelik cari açık tek başına bir kriz göstergesi değildir: **1997'de Asya'da kriz yaşayan ülkelerde cari denge fazla vermekteydi.**

- Bugün **Türkiye ekonomisinin koşulları geçmişten önemli ölçüde farklıdır; bu yüzden cari açığıdaki artışın, bugünkü koşullarda ve mevcut program uygulaması çerçevesinde krizle sonuçlanması beklenmemelidir.**

Norveç  
Venezüela  
Malezya  
Ukrayna  
Rusya  
İsveç  
Filipinler  
Tayland  
Finlandiya  
Çin  
Belçika  
Almanya  
Endonezya  
Kanada  
Arjantin  
Brezilya  
Şili  
Danimarka  
Peru  
Avusturya  
Meksika  
Polonya  
İtalya  
İrlanda  
Uganda  
Tunus  
Güney  
Belarus  
Slovak  
Kenya  
Yunanistan  
Guatemala  
İspanya  
Arnavutluk  
Türkiye  
İzlanda  
Çek Cumh.  
Hrvatistan  
ABD  
Makedonya  
Senegal  
Yeni Zelanda  
Avustralya  
Moldova  
Bulgaristan  
Romanya  
Portekiz  
Benin  
Litvanya  
Macaristan  
Malta  
Letonya  
Mozambik  
Sırbistan  
Jamaika  
Estonya



# Cari Açık – Değişen Koşullar

## Geçmişten farklı olan koşullar nelerdir ?

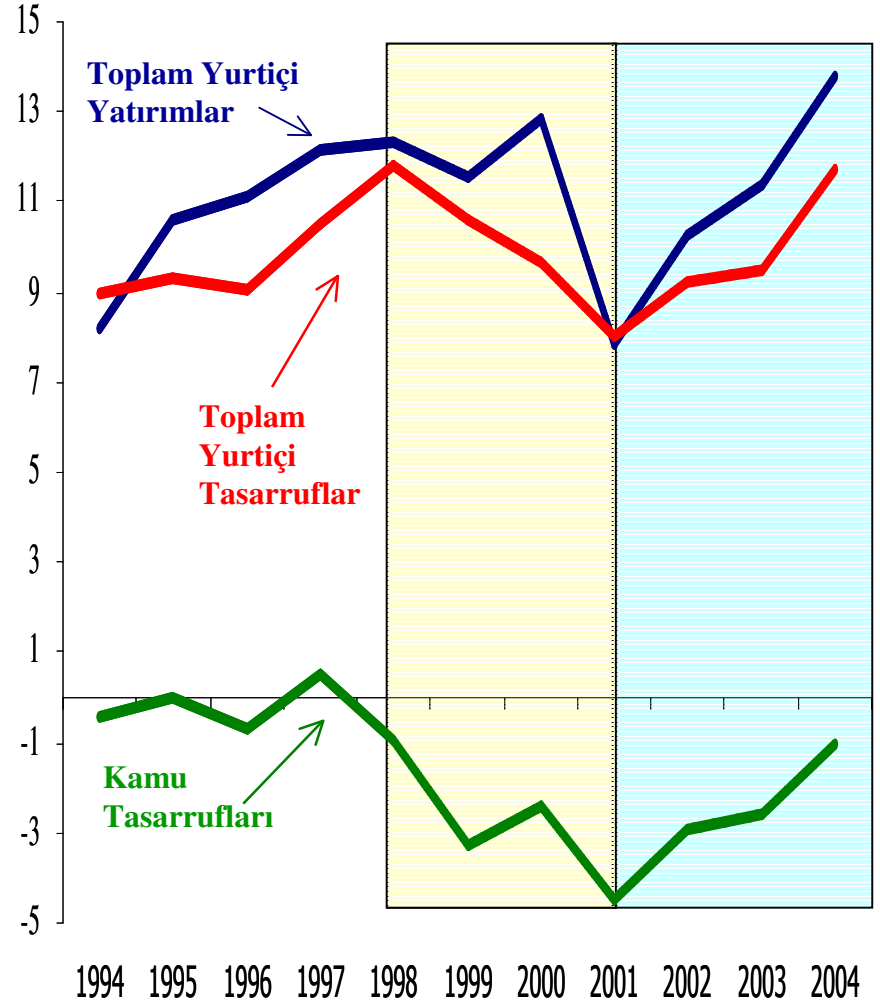


### 1. Açığın nedenleri farklıdır.

A-  $Cari Denge = T.Yurtiçi Tas. - T. Yurtiçi Yat.$

- 2001 krizinden önce, hem yatırımlar hem de gevşek maliye politikası ve artan bütçe açıkları nedeni ile yurtiçi tasarruflar azalmıştır.
- Oysa bugün hem toplam yurtiçi yatırımlar, hem de sıkı maliye politikası sayesinde kamu tasarrufları artmaktadır.
- Dolayısıyla bugün cari açık, geçmişten farklı olarak, yatırımların tasarruflardan daha hızlı artması nedeni ile oluşmuştur.

TOPLAM YURTIÇİ YATIRIMLAR VE  
TOPLAM YURTIÇİ TASARRUFLAR  
(Reel değerler, trilyon YTL)



Kaynak: DİE

# Cari Açık – Değişen Koşullar

**B- 2000 yılından beri sürekli olarak artış gösteren petrol fiyatları cari açığımızı olumsuz etkilemiştir.**

✓ Giderek artan bu olumsuz etki 2005 yılı Temmuz ayı itibariyle GSMH'nın % 1'ini geçmiştir.

- Cari açığın petrolden kaynaklanan kısmı, cari açığa katkı yaratan bir rol oynamaktadır.

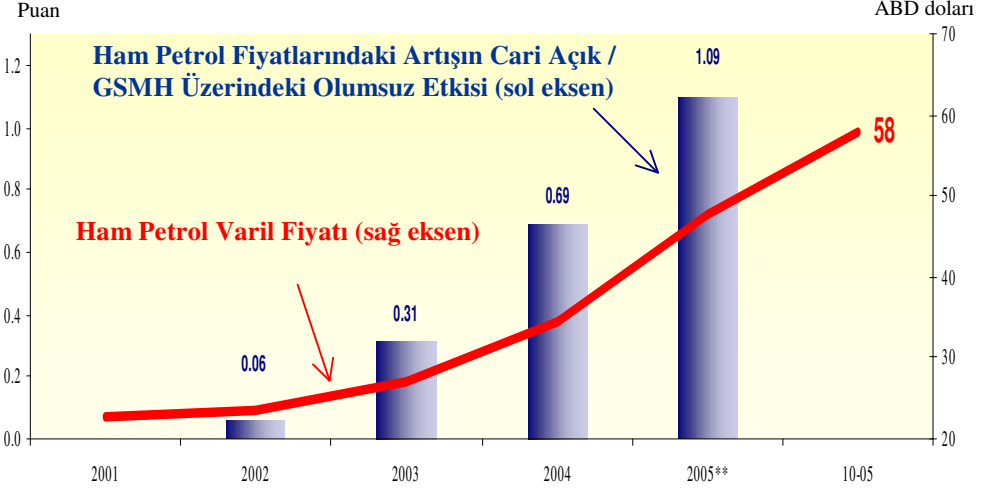
**- Ham petrol fiyatları neden artmaktadır?**

✓ Dünyada petrol sektörüne yeterli yatırım yapılmaması sonucu düşük arz esnekliği,

✓ Küresel faizlerin düşük seyretmesiyle birlikte orta vadede dolardaki düşüşün devam edeceği ve petrol fiyatlarının artacağı beklentisiyle yatırımcıların korunma amaçlı olarak petrol piyasalarına girmeleri,

✓ Büyüme oranlarının yüksek seyretmesi sonucu artan petrol talebi.

## HAM PETROL FİYATLARI VE CARİ AÇIK ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

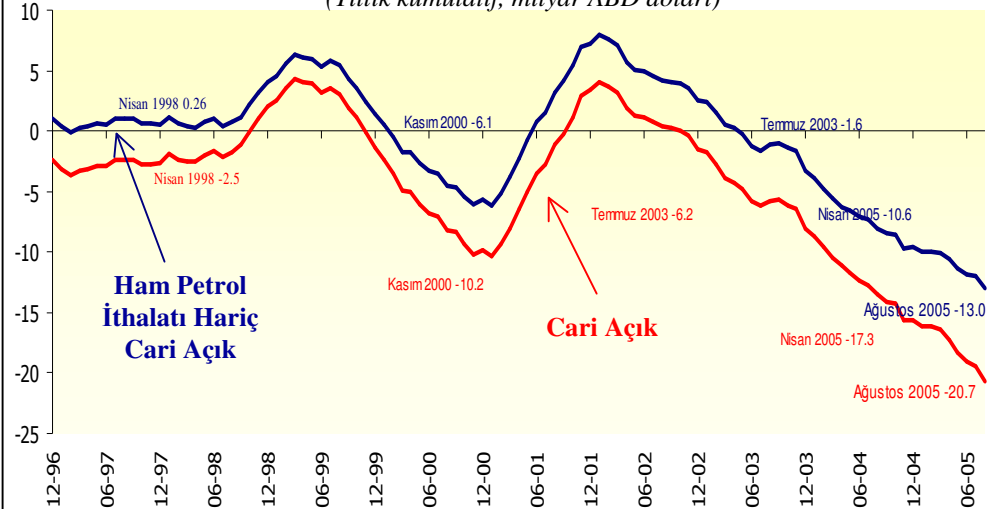


\* 2001 yılı ortalaması 22.7 kullanılmıştır.

\*\* Ham petrol ithalatı Temmuz ayı itibariyle 12 aylık kümülatif, GSMH ise Ç2 itibariyle yıllık kümülatifdir. 10-05, 28 Ekim 2005 tarihli Brent petrol fiyatıdır.

## CARİ AÇIK

(Yıllık kümülatif, milyar ABD doları)



# Cari Açık – Değişen Koşullar

## Geçmişten farklı olan koşullar nelerdir ?

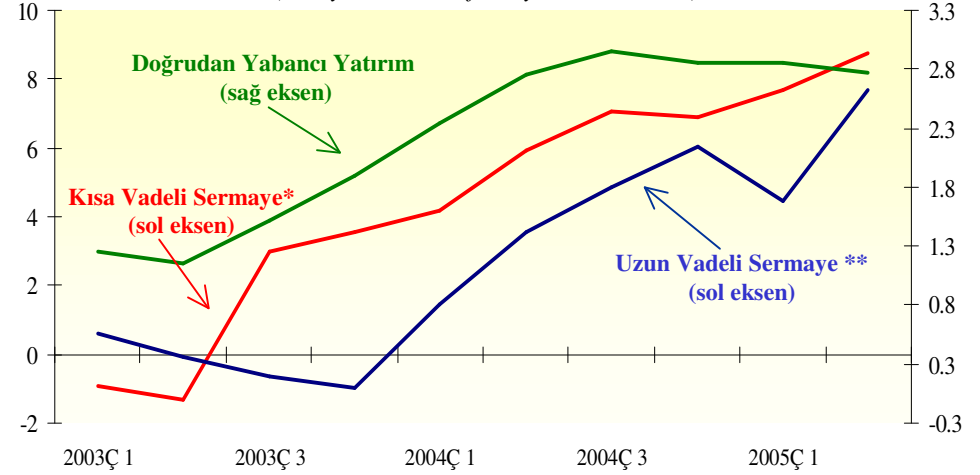


### 2. Açığı finanse eden sermaye hareketlerinin yapısı değişmektedir:

2005 yılı Ağustos ayı itibariyle IMF kredileri ve döviz rezervleri hariç yıllık kümülatif net sermaye girişi 26.9 milyar ABD doları olmuştur.

- A- Sermaye girişinin en önemli kaynağı bankacılık dışı özel sektörün kredi kullanımındaki yüksek artıştır: Toplam girişin yüzde 33'ünü oluşturmaktadır. Bu kalemin içinde;
- Ticari kredilerin payı : % 36
  - Uzun vadeli kredilerin payı : % 62
- Bu krediler sermaye malı ve ara malı ithalatında kullanılmaktadır, üretime yöneliktir.

SERMAYENİN VADE YAPISI  
(12 aylık kümülatif, milyar ABD doları)

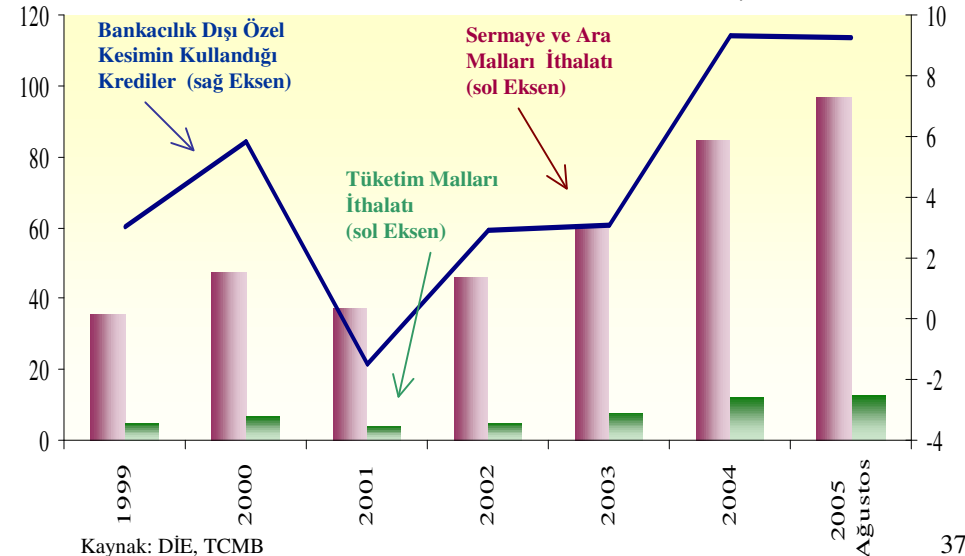


\* Kısa vadeli ticari krediler, kısa vadeli banka ve diğer sektör kredileri ve bankaların mevduatları.

\*\* Uzun vadeli ticari krediler, bankaların ve diğer sektörlerin uzun vadeli kredileri.

Kaynak: TCMB

BANKACILIK DIŞI ÖZEL SEKTÖRÜN KREDİ KULLANIMI  
VE SERMAYE VE ARA MALLARI İTHALATI (Milyar ABD doları)



Kaynak: DİE, TCMB

# Cari Açık – Değişen Koşullar

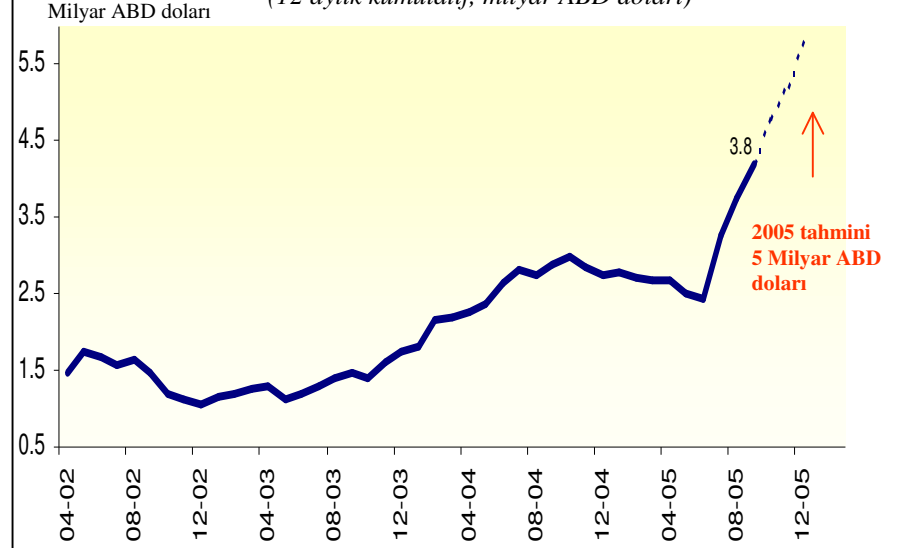
**B-** Toplam sermaye hareketleri içinde **uzun vadeli sermayenin ve doğrudan yabancı yatırımın payı hızla artmaktadır.** Yapısal reformlar devam ettiği, istikrar korunduğu sürece daha da artacaktır.



- 1980-2000 dönemini kapsayan 20 yıllık bir dönemde yabancı sermaye girişi **kademeli olarak artmasına rağmen yıllık ortalama 500 milyon dolar civarında olmuştur.**
- 2000-2004 dönemini kapsayan **son 5 yıllık dönemde ise bu rakam 2 milyar dolara** yükselmiştir.
- Yabancı yatırımlarda 2005 yılında ciddi bir artış görülmekte ve bu eğilimin takip eden yıllarda devamı öngörülmektedir.
- Özelleştirmede gösterilen performansın etkisi büyüktür
- **2005 yılında özelleştirme ve diğer uygulamalar kapsamında taahhüt edilen miktar 20 milyar doları bulmuştur.\*\* Bu rakam, Türkiye'nin son 20 yılda elde ettiği bütün özelleştirme gelirlerinin 2 katından fazladır.**

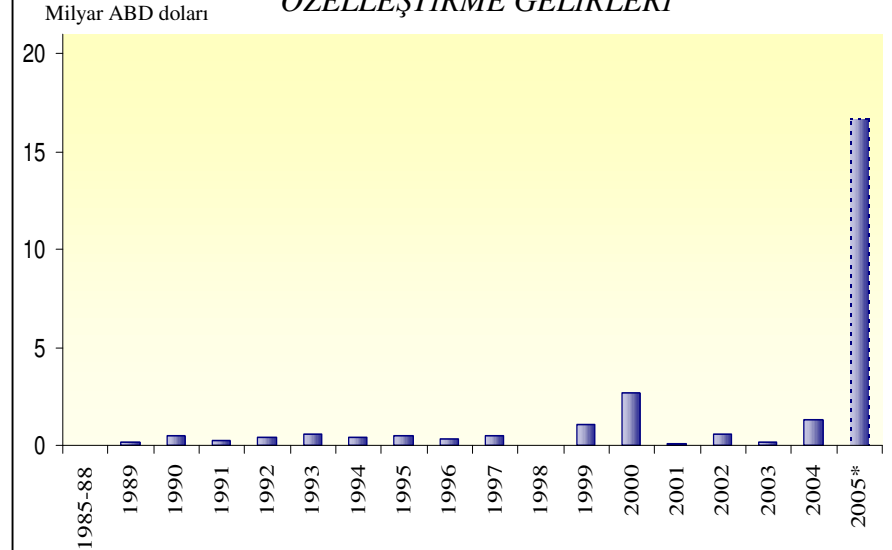
**C-** Kısa vadeli sermayenin toplam içindeki payı ise yüzde 53'tür. Kısa vadeli sermaye girişinin artışında temel etken bankaların kullandıkları kısa vadeli kredilerdeki artıştır. Bankacılık sektöründeki kırılganlıkların azalması ile riski de azalmaktadır.

**DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM**  
(12 aylık kümülatif, milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB

**ÖZELLEŞTİRME GELİRLERİ**



\* Kaynak: ÖİB, Ekim 2005 itibarıyla.

\*\* Galataport dahil.

# Cari Açık – Değişen Koşullar

**D-** Kısa vadeli sermaye akımlarının bir kısmı, portföy yatırımları ve net hata noksan ile birlikte sıcak para tanımını oluşturmaktadır.

- Sıcak para sadece yabancı kaynaklı değildir, Ülkemizde önemli **miktarda yerleşik kaynaklı sıcak para da söz konusudur.**

- Sıcak paranın en önemli kalemi, hisse senedi ve devlet iç borçlanma senetlerinden (DİBS) oluşan portföy yatırımlarıdır.

- Sıcak para sorun mudur?

✓ Dalgalı kur uygulaması; şok emici, risk piyasada

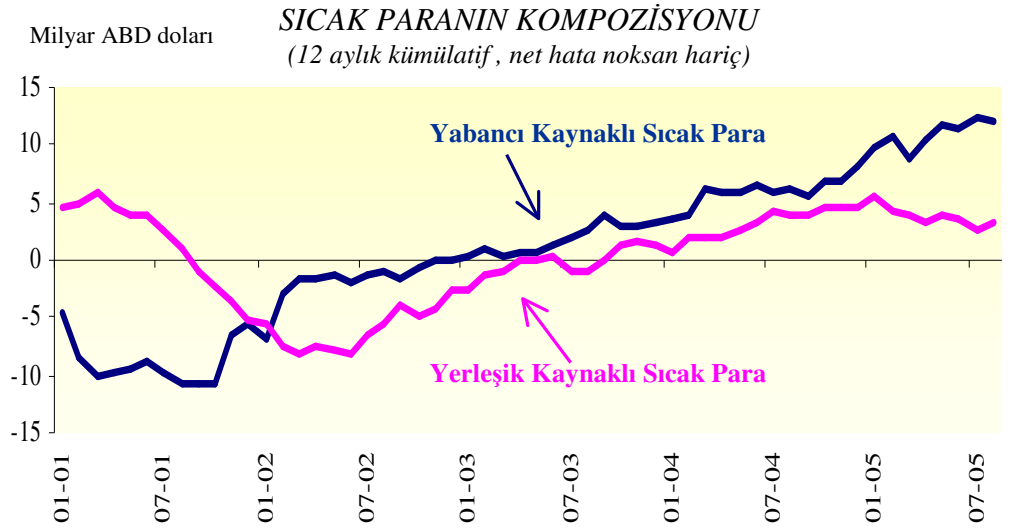
➢ Geçmişte sabit/öngörülebilir kur rejiminde kur taahhüdü vardı; sıcak para çıkmak istediğinde TCMB bu kurdan satmak zorunda, rejim sürdüğü sürece kur riski yok, getiri garanti.

➢ Bugün kur taahhüdü yok; sıcak para çıkmak istediğinde piyasa kurlarından işlem yapmak zorunda; kur riski var, getiri garanti değil, zarar da edilebilir.

✓ DİBS'lerin vadelerinin uzaması,

✓ Ekonomik temellerin sağlamlaşması,

**Sıcak paranın ani hareketlerini yavaşlatmakta, olumsuz etkilerini azaltmaktadır.**



Kaynak: TCMB.

**Sıcak Para (Ağustos 2005 itibariyle yıllık kümülatif, milyar ABD doları)**

	Ağu. 2005
<b>Yabancı Kaynaklı</b>	<b>12.2</b>
DİBS	5.9
Hisse Senedi	4.8
Mevduat (TL+ YP+Repo)	1.5
<b>Yerleşik Kaynaklı</b>	<b>2.6</b>
Bankacılık s. yurt dışına kısa vadeli kredi	0.2
Bankacılık s. kısa vadeli dış borç	2.3
Özel s. kısa vadeli dış borç	0.1
<b>Net Hata Noksan (birikimli)</b>	<b>7.3</b>

# Cari Açık – Değişen Koşullar

**E- Son yıllarda net hata ve noksan kaleminde (NHN) önemli bir artış söz konusudur.**



**- NHN'nin oluşmasının çeşitli sebepleri vardır:**

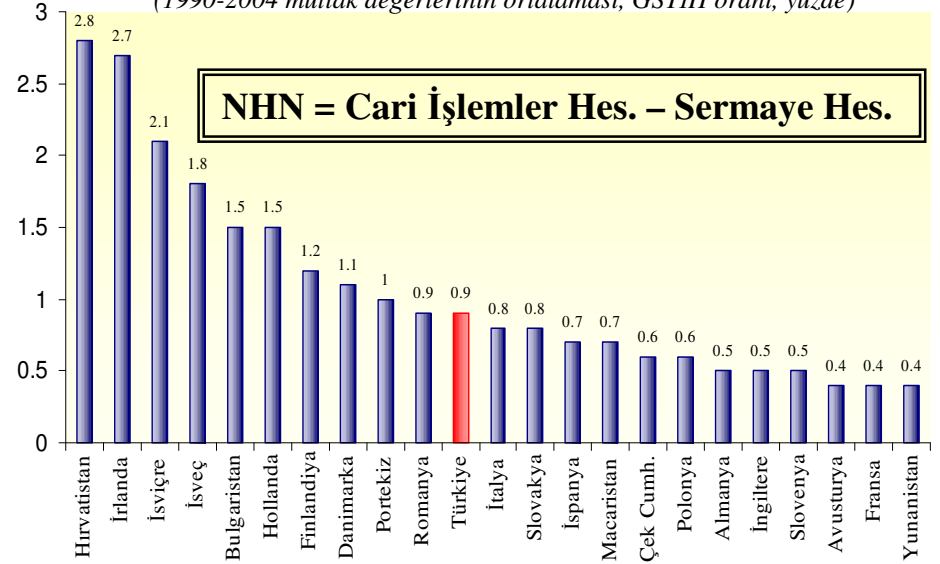
- ✓ Bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarının tam izlenememesi,
- ✓ İthalat ve ihracatta malın hareketi ile ödemenin farklı bilanço dönemlerinde olabilmesi,
- ✓ Gümrük işlemlerine ilişkin beyanat hataları,
- ✓ Turizm ve bavul ticaretinin anketler yoluyla elde edilmesindeki hatalar.

**- Avrupa ülkeleri ile karşılaştırıldığında Türkiye'nin NHN kalemi çok yüksek değildir.**

**- Para ikamesi;**

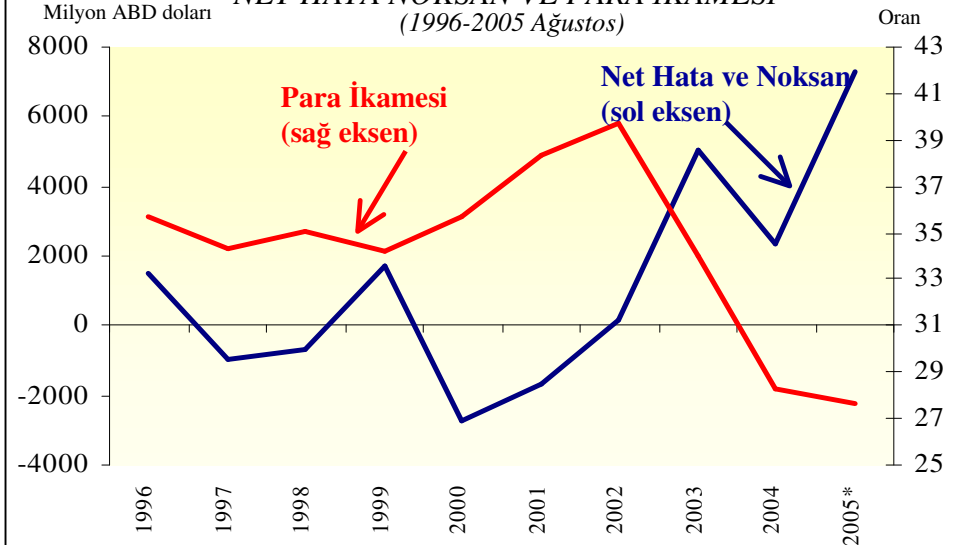
➤ *NHN kalemi ters para ikamesinin yaşandığı, görece istikrarın sağlandığı dönemlerde artı; para ikamesinin yaşandığı, kriz ve istikrarsızlık dönemlerinde ise eksi bakiye verme eğilimindedir. Son dönemde NHN kalemindeki artış; artan güven neticesinde özel sektörün yurtdışında veya yastık altında tuttukları yabancı varlıkları yurtiçine getirmelerini teyit eder niteliktedir.*

**AVRUPA ÜLKELERİNİN NET HATA VE NOKSAN DEĞERLERİ**  
(1990-2004 mutlak değerlerinin ortalaması, GSYİH oranı, yüzde)



Kaynak: IMF

**NET HATA NOKSAN VE PARA İKAMESİ\***  
(1996-2005 Ağustos)



\* 2005 Ağustos itibarıyla yıllık.

Kaynak: TCMB

\* Para ikamesi, yerleşiklerin yabancı para portföylerinin toplam portföylerine oranı olarak hesaplanmıştır.



# Cari Açık – Değişen Koşullar

## Geçmişten farklı olan koşullar nelerdir?



**3. Finans sektörü daha kuvvetli, bankacılık sektörü açık pozisyon miktarı çok daha azdır.**

✓ Ancak, reel sektör açık pozisyonlarına dikkat etmelidir.  
Geçmiş eğilimlere dönmek risktir.

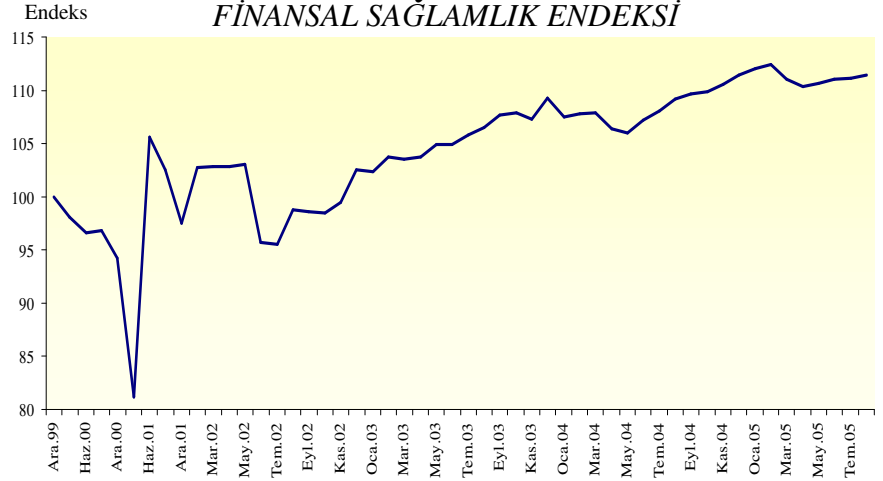
**4. Döviz rezervleri rekor seviyelerdedir.**

**5. YTL suni olarak değerli tutulmamaktadır.**

✓ TCMB, 2002-2005 (27 Ekim) arası dönemde 33.9 milyar ABD doları döviz alımı yapmıştır.

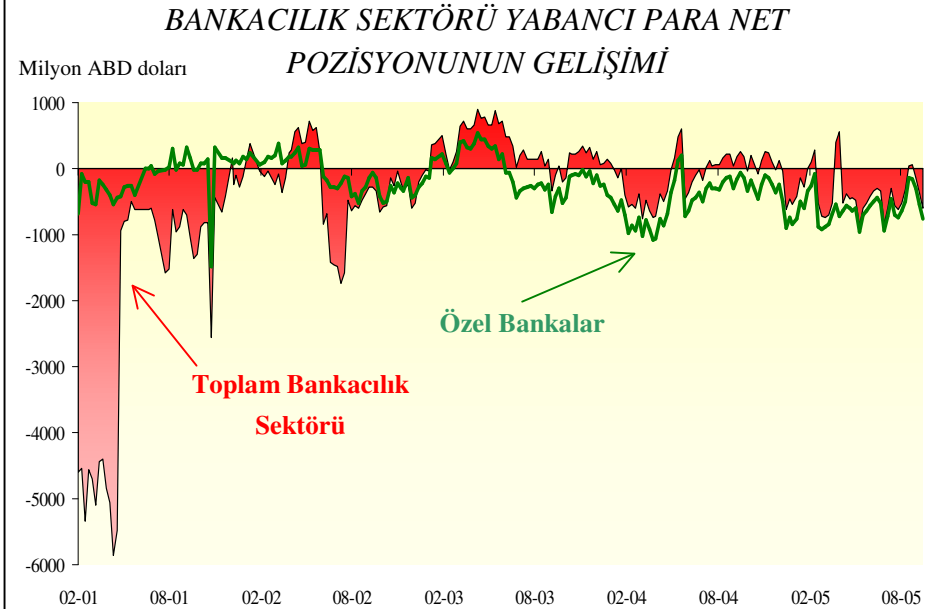
**6. Sıkı maliye ve para politikaları uygulanmaktadır.**

**7. Daha düşük bir enflasyon ortamı söz konusudur, makroekonomik istikrarda önemli mesafeler alınmıştır.**



Not: Endeks değerindeki artış iyileşmeyi, azalış kötüleşmeyi göstermektedir.

Kaynak: TCMB



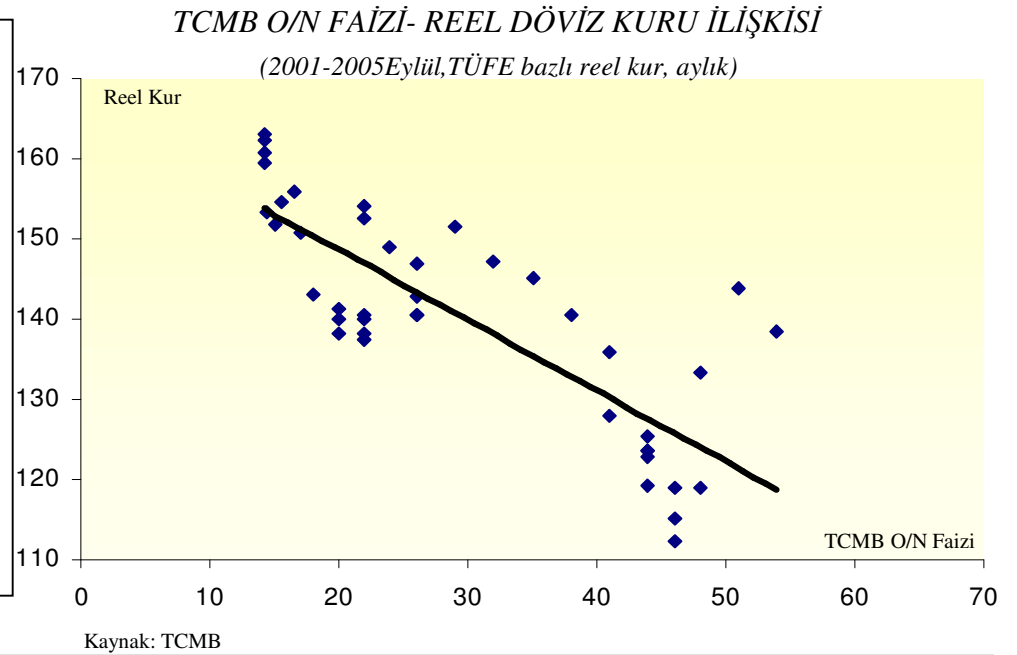
Kaynak: DİE, TCMB, BDDK

# Cari Açık - Faiz - Kur İlişkisi Üzerine:

## Cari Açık - Faiz:

- Teorik ve uygulamalı iktisat yazının da gösterdiği üzere belli varsayımlar altında hemen hemen tüm ülkelerde cari açık ile faizler arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Bizde de böyledir:

- ✓ Faizlerin yükselmesi cari açığı azaltmakta veya artışını baskı altına almakta;
- ✓ Faizlerin düşmesi ise cari açığı artırmaktadır.



## Faiz – Reel Döviz Kuru ;

- Ülkemizde politika faizleri ile reel döviz kuru arasındaki ilişki ise beklenenin / öngörülenin aksine ters yönlüdür.

- Diğer bir deyişle; faizler düştükçe Türk parası değer kazanmış, yükseldikçe değer kaybetmiştir.

- Bekleyişler; faizler ile kur arasındaki teorik çerçevenin öngördüğü ilişkiyi tersine çevirmiştir.

✓ Faizlerin düşmesi olumlu bekleyişleri kuvvetlendirmekte, sermaye girişine yol açmakta ve kur üzerinde satış baskısı doğurmaktadır.

✓ Faizlerin yükselmesi ise beklentileri olumsuz etkileyerek ulusal paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır.

- Dolayısı ile faizleri düşürmenin, kur üzerinden cari açığı azaltıcı bir etkisi bugün için söz konusu değildir.



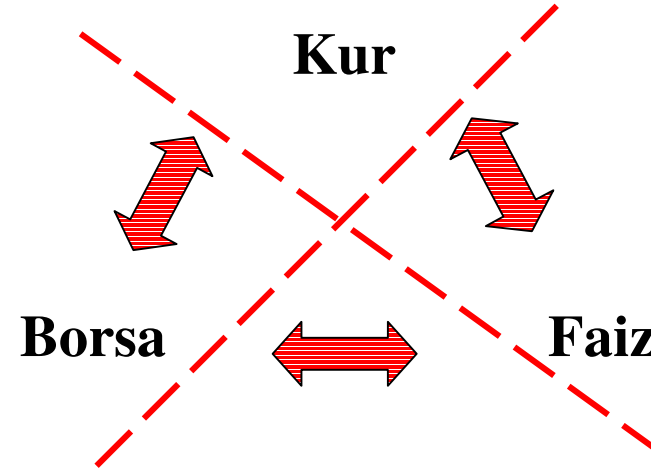
# **Türkiye Ekonomisi - Bundan Sonra**

# Türkiye Ekonomisi- Bundan Sonra

Bundan sonra Türkiye ekonomisinin geleceği, **nihai amaçlarına ne zaman ve ne şekilde** ulaşabileceği; yapısal değişim sürecini **hangi oranda** (ne derinlikte) ve ne hızla gerçekleştirebileceğine bağlı olarak değişecektir.

Bu yüzden bugün artık tartışmaların;

**Gerçek işlevleri dışında, sadece kısa vadeli** bir bakış açısı ile “yükseldi-düştü” şeklinde yapılan ve bir **kısır döngüye** dönüşmüş bulunan;



üçgeninin dışına çıkması,

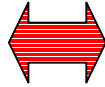
# Türkiye Ekonomisi- Bundan Sonra

Orta ve uzun vadeli bir bakış açısı ile;

**Fiyat İstikrarı**



**Sürdürülebilir  
İstihdam  
Artışı**



**Sürdürülebilir  
Büyüme**

çerçevesinde, bundan sonra neler yapılması gerektiğine odaklanması gerekmektedir. AB üyelik süreci önemli bir çerçeve sunmaktadır.

Bundan Sonra:

- 1- Bankacılık Sektörü Reformu
- 2- Vergi Reformu
- 3- Sosyal Güvenlik Reformu
- 4- Mali Uyumun Kalitesi
- 5- Kamu Personel Reformu
- 6- İyi yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi
- 7- Yatırım ortamının geliştirilmesi
- 8- Verimlilik artışlarının tüm sektörlerle yayılması
- 9- Aktif istihdam politikaları
- 10- Ekonomik Politikaların Koordinasyonu
- 11- Kurumsallaşma



# **EK 1: Dolarizasyon**

# Dolarizasyon / Ters Dolarizasyon Üzerine:

## Dolarizasyonun Nedenleri; 1983 – 2001



### - Makroekonomik istikrarsızlık;

- ✓ Kronik ve yüksek enflasyon,
- ✓ Enflasyondaki oynaklığın kurlardaki oynaklıktan görece olarak daha yüksek olması.

### - Eksik piyasa düzenlemeleri;

- ✓ YP mevduata devlet garantisi,
- ✓ Riskten korunma araçlarının gelişmemiş olması,
- ✓ Denetim eksikliği.

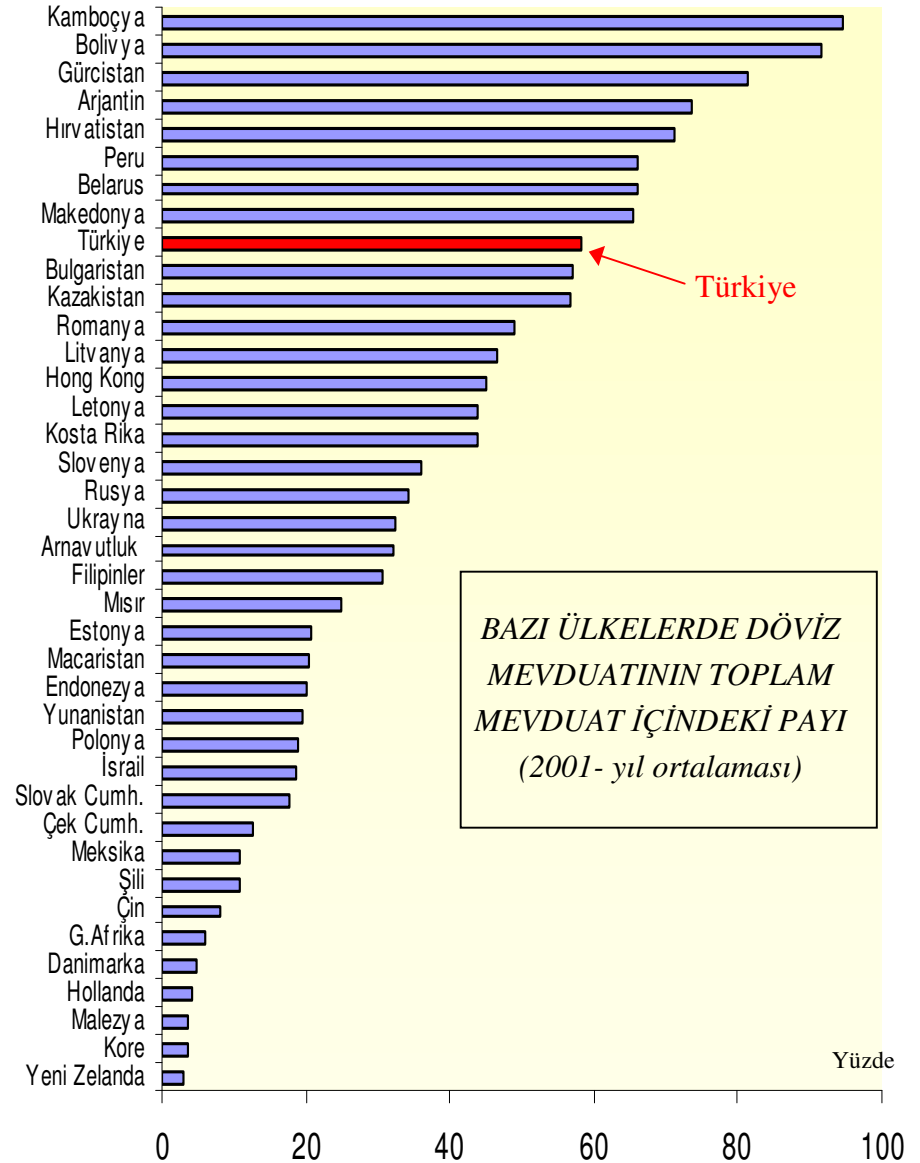
### - Ekonomi politikalarına yönelik güven kaybı.



**2001 yılı itibariyle Türkiye, yükselen piyasa ekonomileri arasında dolarizasyonun en yüksek olduğu ülkelerden biri olmuştur.**

- Döviz mevduatlarının toplam mevduatlar içindeki payı;

1990'da % 25.9 ⇒ 2001'de % 58.2



Kaynak: De Nicolo, G.; P. Honohan and A. Ize; "Dollarization of the Banking System: Good or Bad?"; IMF Working Paper; WP/03/146

# Dolarizasyon / Ters Dolarizasyon Üzerine:

## Dolarizasyonun Olumsuz Etkileri



### - Para Politikası Üzerinde;

✓ Para talebinde istikrarsızlık (Enflasyonun tahmin ve kontrol edilmesini zorlaştırır).

### - Finans Kesimi Üzerinde;

✓ Ödeme gücüne ilişkin riskler (bilanço riski, kredi riski),

✓ Likidite riski.

### - Kamu Kesimi Üzerinde;

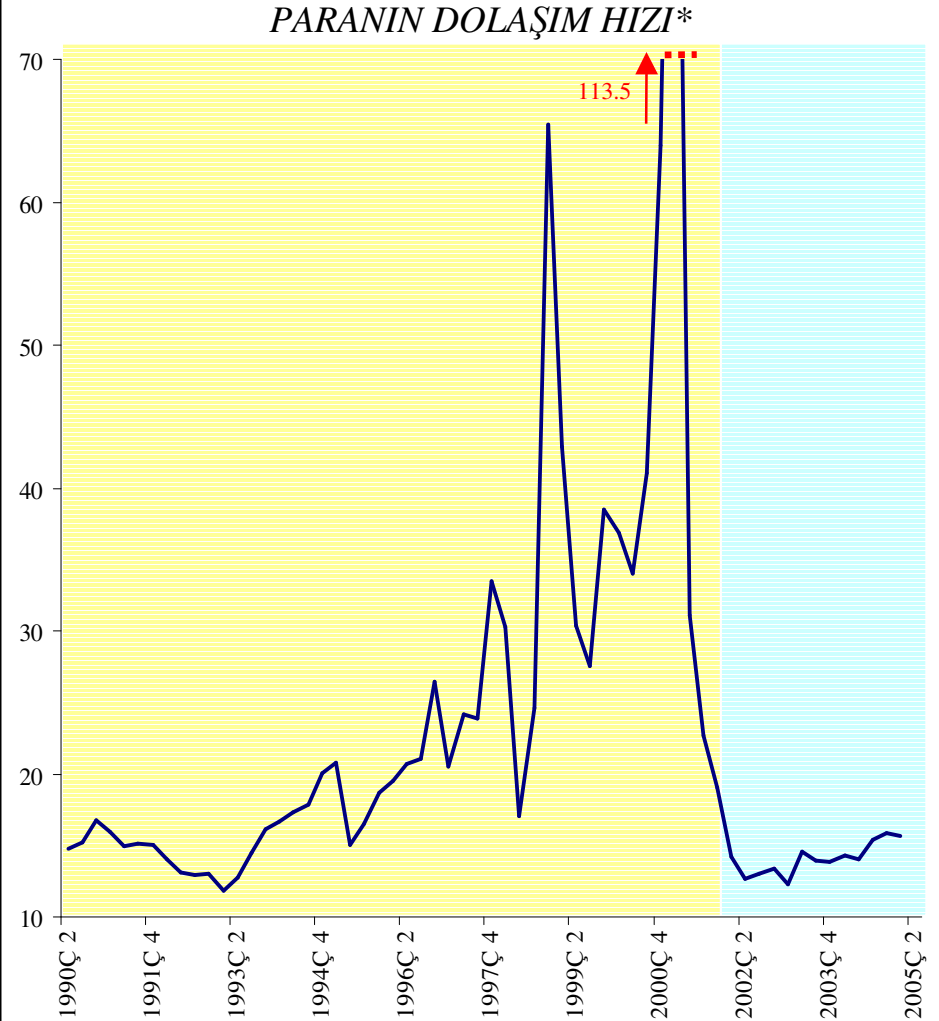
✓ Kamu borcunun sürdürülebilirliği riski,

✓ Kamudaki uyumsuzlukların bankacılık sistemini olumsuz etkilemesi.

### - Reel Kesim Üzerinde;

✓ Bilanço riski,

✓ Sık fiyatlama davranışı.



\*GSMH / Merkez Bankası Parası

Paranın dolaşım hızının istikrarı, para talebi istikrarının bir göstergesidir.

Kaynak: TCMB, DİE



# Dolarizasyon / Ters Dolarizasyon Üzerine:

## Son 3 Yıldır Dolarizasyon Süreci Tersine Dönmektedir.

- Döv.Mevd. / Toplam Mevd. oranı 2005 Ekim ayı itibariyle % 37.7.

- YTL yatırım araçlarının YP yatırım araçlarına oranı yükselmektedir.

### Dolarizasyonun Tersine Dönmesinin Nedenleri:

- Makroekonomik istikrarı sağlamaya yönelik adımlar;
- ✓ Sıkı para ve maliye politikaları, yapısal reformlar, piyasa düzenlemeleri, örtük enflasyon hedeflemesi, dalgalı kur rejimi;

*Tek haneli enflasyon rakamları, döviz kuru riski artık piyasada.*

*Enflasyon - Kur görelî oynaklığı azalmıştır.*

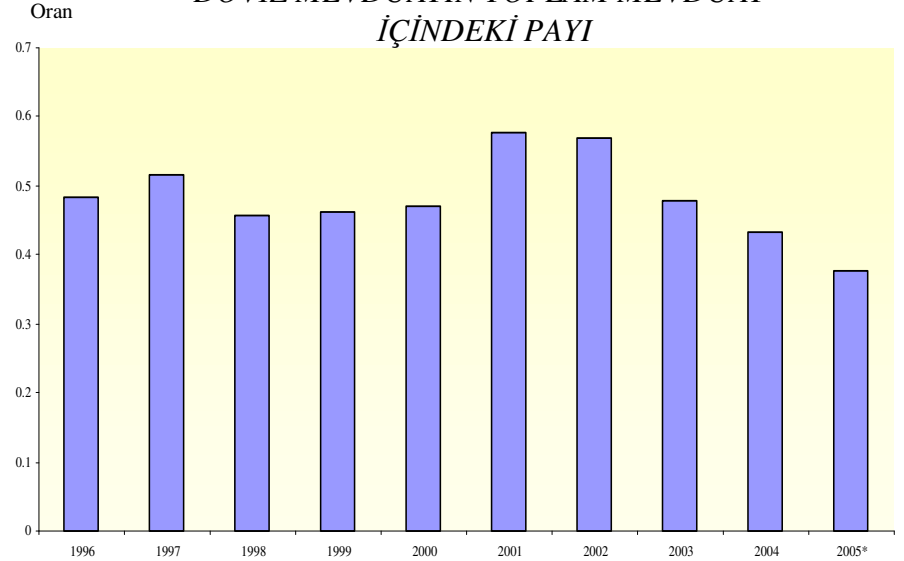
- Ancak dolarizasyon oranları hızlı bir şekilde düşmemektedir, hala yüksektir.

- ✓ Geçmişteki alışkanlıklar azalmakla birlikte devam etmektedir.
- ✓ İstikrar programına ve kur politikasına muhalefetin bir nedeni dolarizasyondur.

### - Uygulanmakta olan politikalara ve yapısal reformlara devam edilmeli;

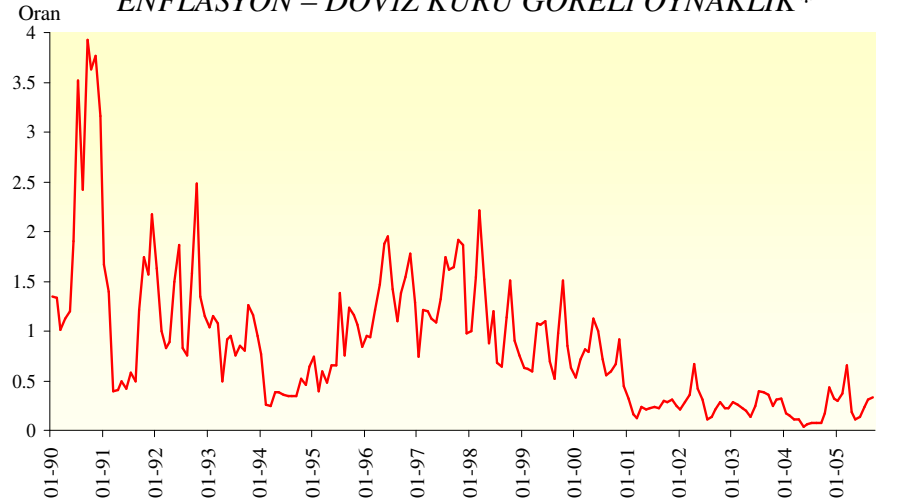
- ✓ *Ulusal para kullanımını teşvik edici,*
- ✓ *Yabancı para cinsinden aracılığın maliyetlerini artırıcı tedbirler, düşünülmelidir.*

## DÖVİZ MEVDUATIN TOPLAM MEVDUAT İÇİNDEKİ PAYI



\* 7 Ekim 2005 itibariyle

## ENFLASYON – DÖVİZ KURU GÖRELİ OYNAKLIK\*



\* Enflasyondaki oynaklık / Kurlardaki oynaklık;  
Oynaklıklar aylık % değişimlerin 6 aylık hareketli standart sapması ile hesaplanmıştır.  
Kurlar, aylık ortalama ABD doları satış; enflasyon, TÜFE aylık % değişim

Kaynak: TCMB



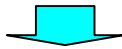
## **EK 2: İç Borç Stoku – Faiz Oranları**

# İç Borç Stoku – Faiz Oranları

## İç Borç Stoku ve Faiz Oranları

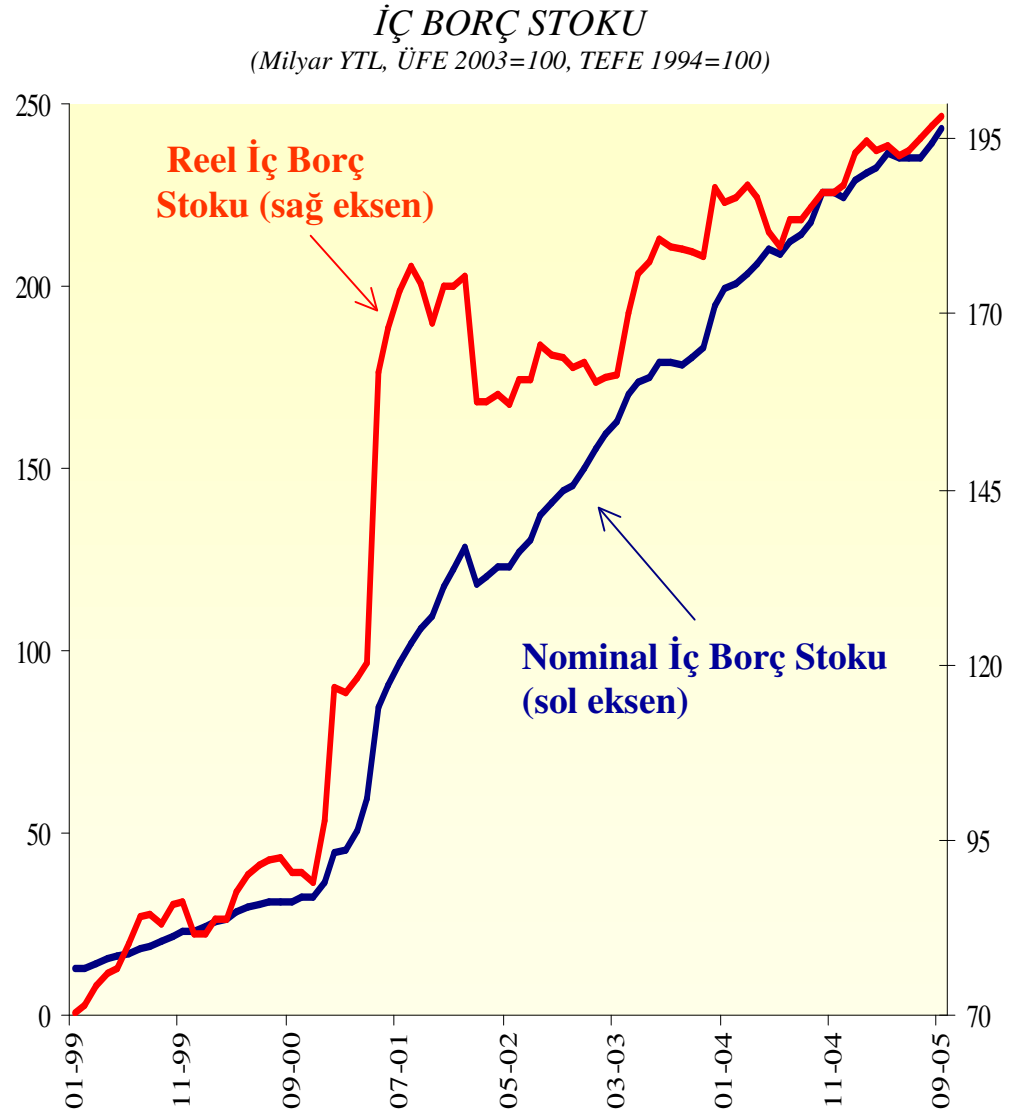


- İç borçlanma mekanizmasına bakıldığında;
- ✓ YTL cinsinden yeni borçlanma yapıldığında borç stokuna ilave edilen rakam, Hazine'nin kasasına fiilen giren tutar kadar olmaktadır.
- ✓ Borcun vadesi geldiğinde ise ödenmesi gereken rakam kasaya giren tutar ve bu tutar için ödenmesi gereken faiz miktarıdır.
- ✓ Hazine itfasından az borçlanmadığı sürece, anapara ve faiz borcunu ödemek için bu toplam kadar yeniden net borçlanma yapması gerekmektedir.
- ✓ Dolayısı ile her itfada borç stoku anapara kadar azalırken, eski borç stoktan çıkarken, anapara artı faiz ödemesi kadar tutar yeni borç olarak stoka ilave olmaktadır.



**Sonuç olarak reel ve nominal faizler eksi olmadıkları sürece, % 1 bile olsalar, anaparadan az borçlanılmadığı hallerde, YTL borç stoku reel ve nominal olarak sürekli artış gösterecektir.**

***Özelleştirme bu konuda önemli fırsatlar sunmaktadır.***



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB

# İç Borç Stoku – Faiz Oranları

## İç Borç Stoku ve Faiz Oranları



- Bu yüzden borç stokuna **oran** olarak bakılması gerekir.

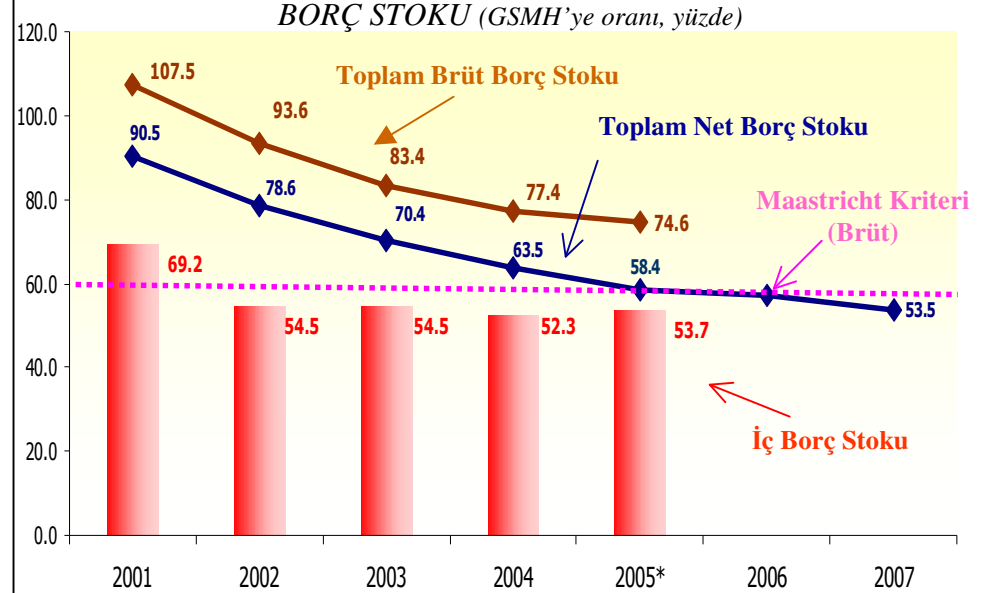
✓ Borç stokunun milli gelire oranı düşmektedir.

✓ Stok / ödenen faiz miktarı oranında ciddi düşüşler söz konusudur.

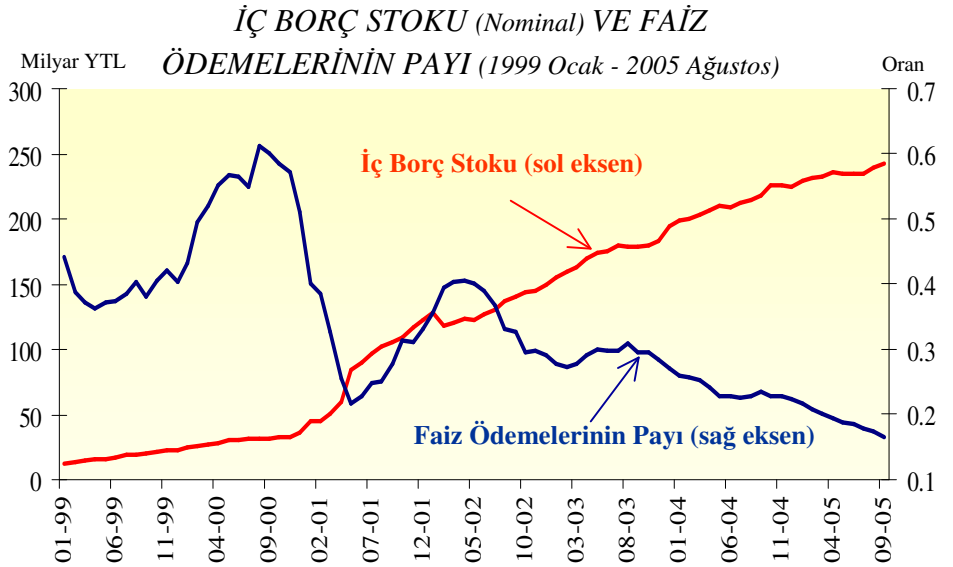
- Türkiye'nin borç stoku / GSMH oranı pek çok ülke için yönetilebilir bir oran olsa da, stokun yapısı ve son dönemlerde uzamasına rağmen, ortalama **vadesinin henüz oldukça kısa olması** bir risk unsuru oluşturmaktadır.

- Dolayısıyla, Ulusal Program ve Niyet Mektubu çerçevesinde orta vadeli borç azaltma stratejisine uygun olarak, **sıkı maliye politikası ve faiz dışı fazla uygulaması son derece önemlidir.**

- Ancak sadece borç stokunu azaltan politikalar değil, sürdürülebilirlik ile etkinliği dikkate alan ve maliye politikasının büyüme üzerindeki etkisini ençoklamayı hedefleyen **mali uyumun kalitesi de son derece önemlidir.**



\* İç borç stoku /GSMH, 2005 ikinci çeyrek itibariyle yıllık kümülatif alınmıştır.



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı



# EKONOMİK GÖRÜNÜM

**TÜRKİYE**  
**CUMHURİYET MERKEZ BANKASI**

**Ekim 2005**