



EKONOMİK GÖRÜNÜM

TÜRKİYE
CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Eylül 2005

Genel Çerçeve

Enflasyonla mücadele neden önemlidir?

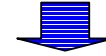
1- Ekonomi politikalarının nihai amacı ekonomik refahı artırmaktır.

Refah ise ancak;



2- Sürdürülebilir büyüme
sağlanabilirse artar.

ve



Sürdürülebilir istihdam artışı

Sürdürülebilirlik için ise:



3- Ekonomik istikrar şarttır.



Ekonomik istikrarın ön koşulu 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

Bazı Saptamalar:

- Hizmet sektörü katılıkları;

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

- Petrol ve akaryakıt;

- ✓ Ulaştırma ve konut üzerinde etkili.

- Lokanta ve oteller; turizm etkili.

- ÜFE, 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.

Temmuz TÜFE - bazı kalemlerde yıllık % değişim

TÜFE Genel	7.82
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	4.43
Alkollü İçecekler ve Tütün	5.49
Giyim ve Ayakkabı	5.13
Sağlık	5.21
Konut	9.67
Ulaştırma	15.19
Eğitim	21.13
Lokanta ve Oteller	14.88

Temmuz ÜFE – yıllık % değişim

ÜFE Genel	4.26
Tarım	- 1.45
Sanayi	5.87
- Madencilik	12.87
- İmalat	5.93
- Enerji	3.11

Enflasyon

- **Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri:**
Enflasyondaki temel eğilimleri saptama amaçlı.

✓ TÜFE'nin biçimlenmesinde;

Mevsimlik ürünler, (A)

Enerji fiyatları, (F,G)

Vergi düzenlemeleri (F,G) etkili.

Yıllık % değişim

A	9.07
F	7.45
G	8.02



Yıl sonu hedefi tutar, ancak;

- Para politikasının gecikmeli etkisi; kararlar 2006 ve sonrasına yönelik;

Program hedefleri:

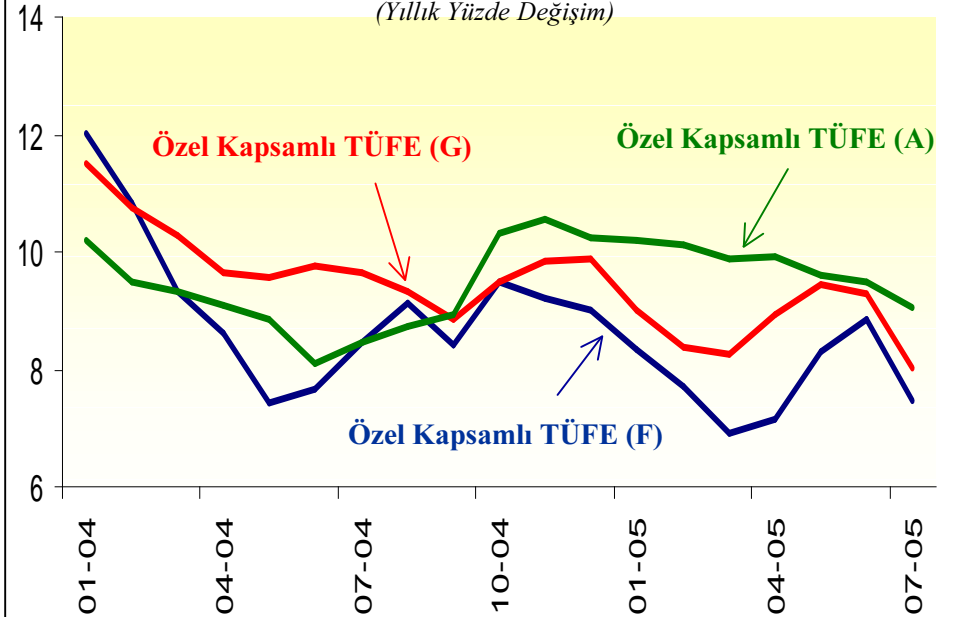
2006	2007
% 5	% 4

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?



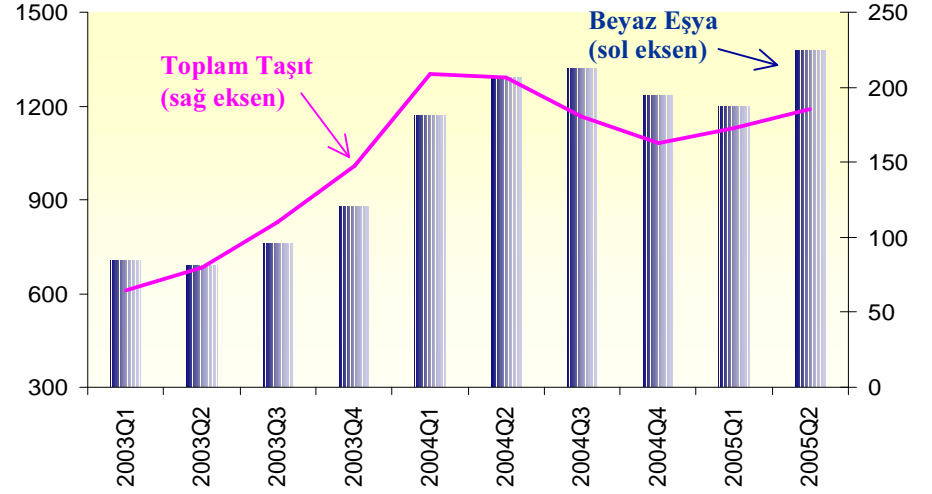
- Ekonominin normalleşme sürecinde;

- ✓ Talep gelişmelerine,
- ✓ Verimliliğe,
- ✓ İstihdama ilişkin göstergelerin kararlarda ağırlığı artmaktadır.

- İç talep gelişmeleri yakından takip edilmektedir.

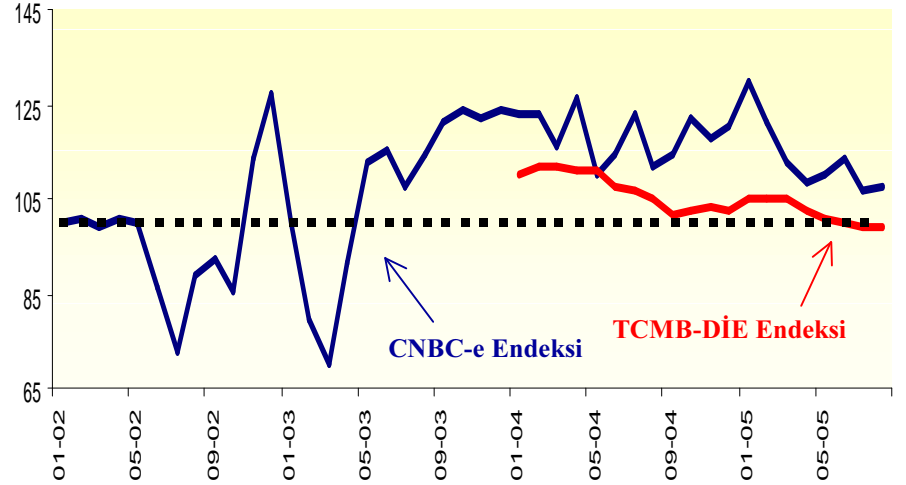
- ✓ Mevsimsellikten arındırıldığında; yurtiçine yapılan beyaz eşya ve toplam taşıt satışlarında artış eğilimi devam etmektedir.
- ✓ Tüketici güven endekslerindeki düşüşler ile iç pazara satış beklentilerindeki gerilemeler, 2005 yılı üçüncü çeyreğinde iç talebin görece olarak yavaşlayabileceğini göstermektedir.
- ✓ **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'ne 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: İnşaat % 21.2, hizmetlerde % 7.7, sanayide % 5.3 artış; tarımda % 5.2 azalış.

✓ İktisadi yönelim anketi verileri istihdamda artış eğiliminin sürdüğünü göstermektedir.



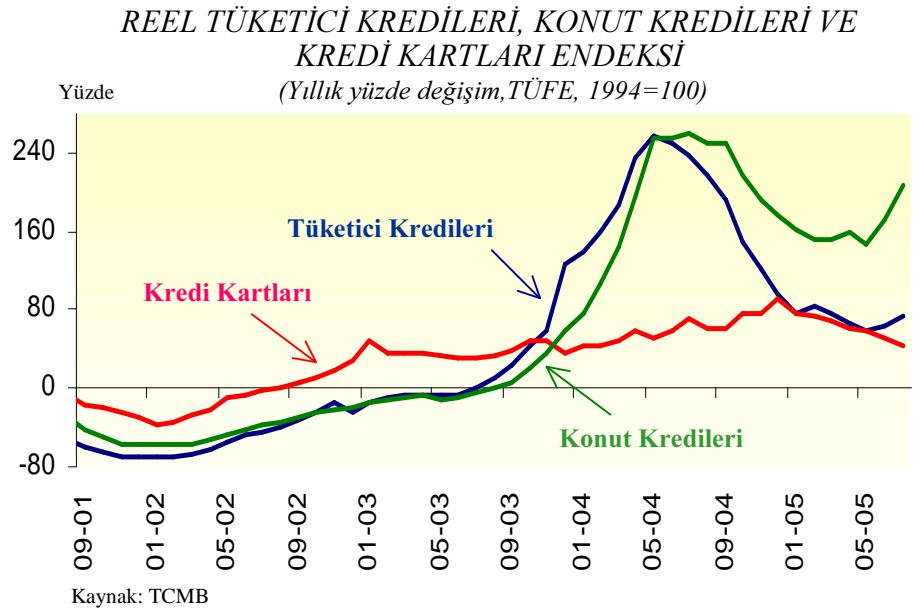
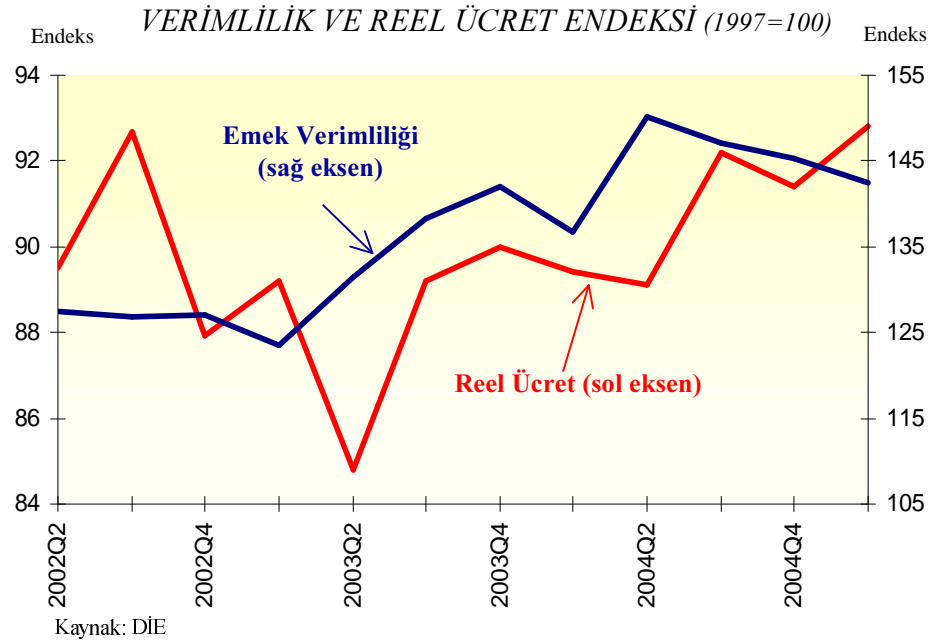
✓ **Reel ücretler** üzerinde baskı artabilir.

✓ Hızlı verimlilik artışı ve işgücüne katılım oranlarının yükselmesi bugüne kadar baskıyı sınırlamıştır. Ancak, önümüzdeki dönemlerde **aynı etki olmayacaktır.**

- Tüketici kredilerinde hızlı bir artış söz konusudur.

✓ En yüksek artış konut kredilerindedir.

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



Enflasyon - Görünüm

Görünüm nedir?



- Dünyada enerji ve metal fiyatlarındaki artışlar devam etmektedir.

✓ Son bir yıl içinde petrol fiyatlarındaki artışın TÜFE üzerindeki doğrudan etkisinin 0.75 puan civarında olduğu; ulaştırma, taşımacılık, elektrik gibi birincil dolaylı etkileri dahil edildiğinde ise bu rakamın 1.56'ya çıktığı görülmektedir.

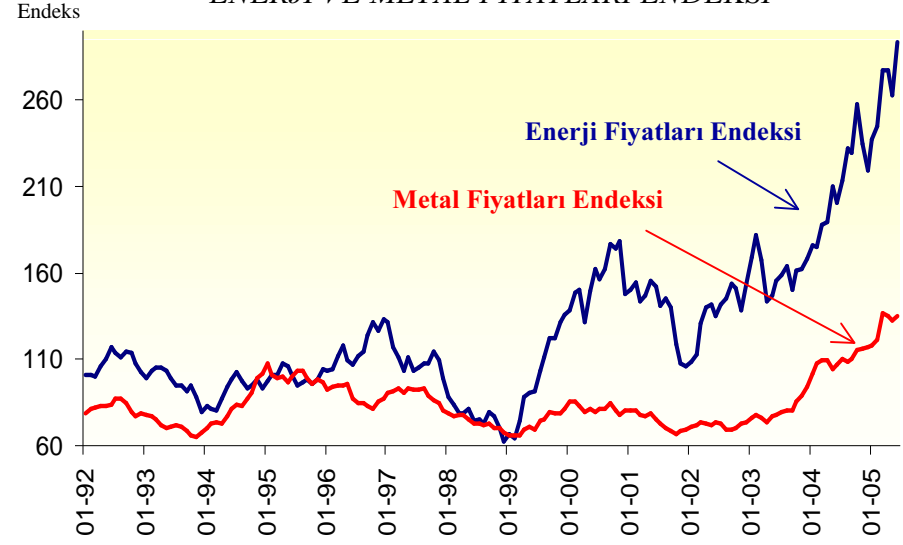
✓ Dışsal olan doğrudan ve birincil dolaylı etkilere para politikasının verebileceği bir tepki yoktur.

✓ Ancak para politikası bu tür etkilerin bekleyişler ve fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı **ikincil dolaylı etkiler** yaratması durumunda tepki verebilir.

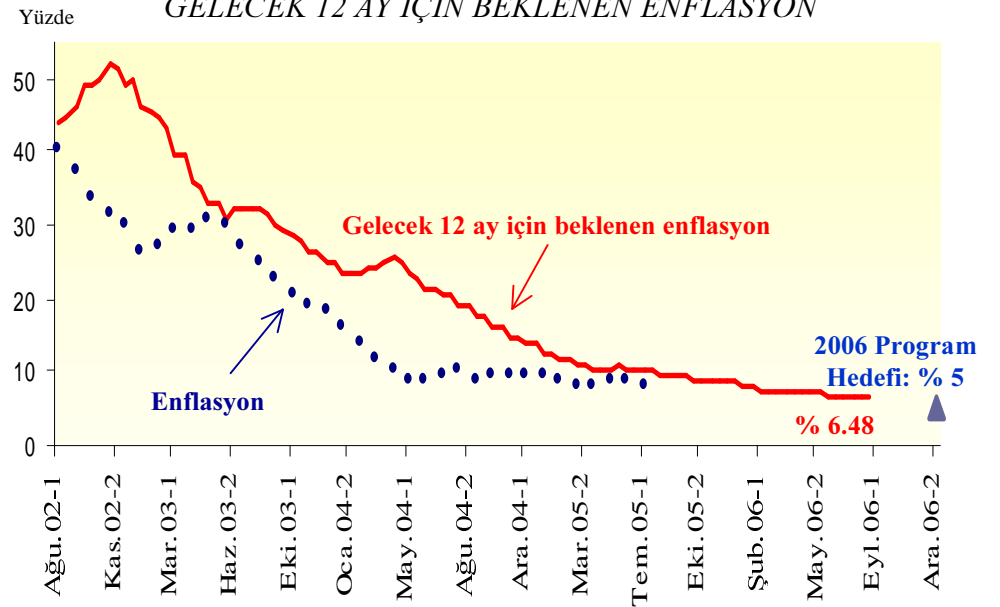
- 12 aylık enflasyon bekleyişleri 2006 hedefine giderek yakınsamaktadır.

- Görünüm olumludur, ancak henüz fiyat istikrarının sağlanmadığı unutulmamalıdır.

ENERJİ VE METAL FİYATLARI ENDEKSİ



GELECEK 12 AY İÇİN BEKLENEN ENFLASYON



Riskler

- Sıkı maliye politikası, hedefle uyumlu gelirler ve fiyatlama politikası sürdürülmelidir.
- Reform sürecinin hız kaybetmemesi gerekmektedir.
- Bekleyişlerin bozulmaması son derece önemlidir.
- İç talep artışına dikkat edilmeli, tüketimdeki canlanma kontrollü olmalıdır.
- İç talepteki canlanma, özellikle dış rekabete açık olmayan hizmetler sektöründe kâr marjlarını artırmak için bir fırsat olarak görülmemelidir.
- 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
- ÜFE hedef değildir.

Her zaman risk unsurlarıdır.



Büyüme

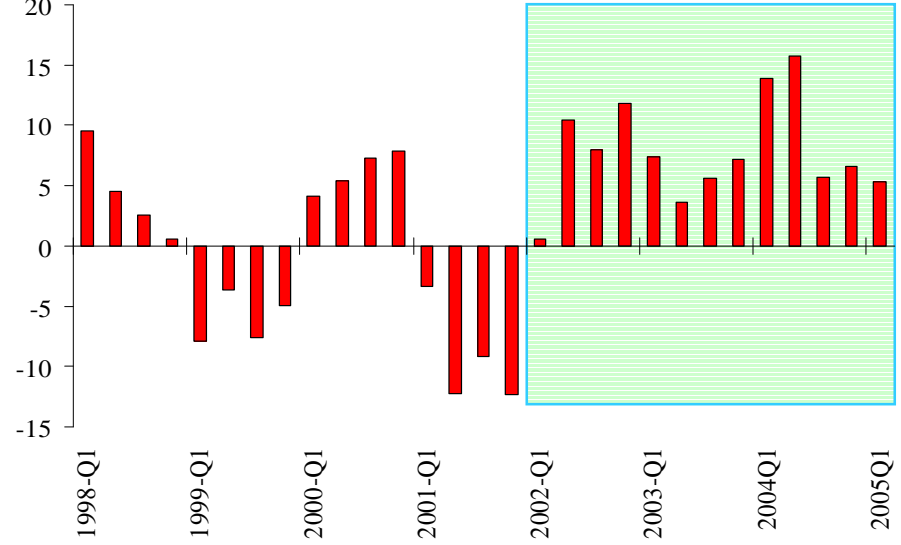
Büyüme

Büyüme



- 2002 yılından bugüne reel büyüme % 26.9'dur.
- Ekonomimizin 1953'den bugüne 3 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 çeyreğinde de büyüme süreci devam etmiştir; % 5.3.
- Ancak 2004 yılı ilk yarısına kıyasla yavaşlama:
 - ✓ Ticaret ve sanayi sektörleri büyümesinde görece yavaşlama, inşaat sektöründe hızlı büyüme,
 - ✓ Kamu harcama ve yatırımlarında bütçe hedefleri ile tutarlı artış, özel tüketim ve yatırım harcamalarında görece yavaşlama.

GSMH BÜYÜME ORANI (Yüzde)



Kaynak: DİE

BÜYÜMENİN KAYNAKLARI (Yüzde)

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

Kaynak: DPT

Büyüme

Büyüme



Analizlerde dikkat edilmesi gereken iki önemli unsur:

- 1) Baz etkisi;

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

- 2) **Mevsimsellik** gözetilerek bakılmalıdır. Mevsimsel etkiler arındırıldığında, büyüme eğilimi daha güçlüdür.

2005 yılı ilk çeyreğinde;

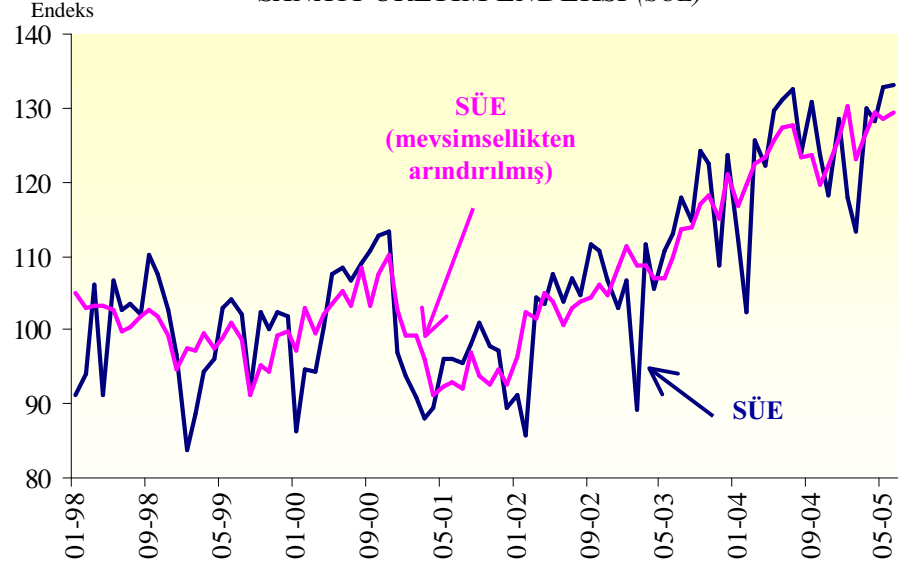
- ✓ Özel nihai tüketim harcamalarında ve özel sektör yatırım harcamalarında bir önceki döneme göre artış,
- ✓ Makine teçhizat üretiminde bir önceki çeyreğe göre artış, istihdam yaratan bina ve konut yatırımlarında, özellikle sınai yapı ruhsatlarında artış,
- ✓ Devletin tüketim harcamalarında bir miktar azalma, yatırımlarında ise sınırlı artış,

- **2005 Haziran ayı itibariyle**, sanayi üretimi artış eğilimini devam ettirmekte; ara malı ve yatırım malları üreten sektörlerde kuvvetli.

MEVSİMSELLİKTEN ARINDIRILMIŞ HARCAMALAR (Bin YTL)



SANAYİ ÜRETİM ENDEKSİ (SÜE)



Kaynak: TBMDİE

Büyüme

Büyüme – Görünüm



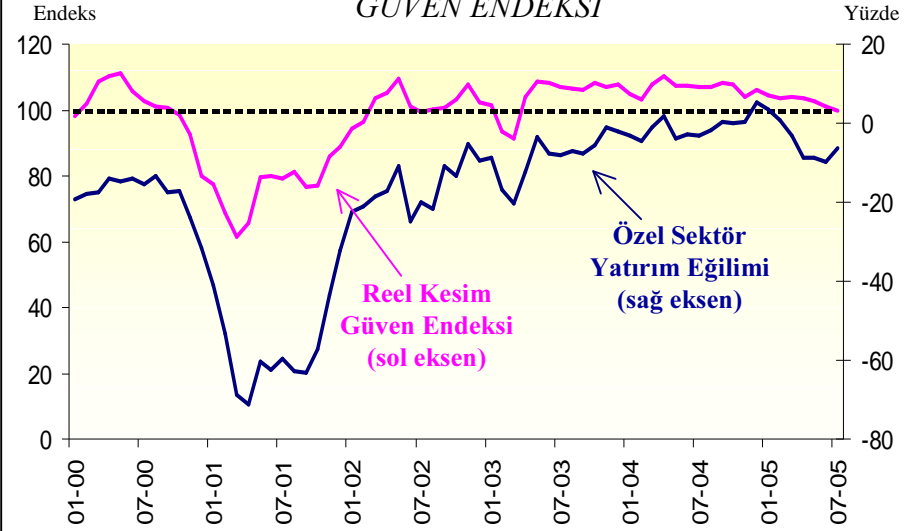
- Baz etkisi nedeniyle 2005 yılı ikinci çeyreğinde yıllık büyüme oranları daha düşük çıkabilecektir.
- ✓ 2005 üçüncü çeyreğinden itibaren ise baz etkisinin ortadan kalkması söz konusudur.
- Krizden çıkış sürecinin büyümeye yaptığı büyük katkı 2004 yılının sonuna doğru sona ermeye başlamıştır.
- Güven endeksleri ve yatırım eğilimlerinde bir miktar gerileme ve duraklama gözlenmektedir.
- 2005 yılı itibariyle büyüme oranının program tahminlerine yakın gerçekleşmesi beklenmektedir: % 5.



Mevcut durum durgunluk olarak değil, ekonominin potansiyel büyüme hızına yakınsaması olarak algılanmalıdır.

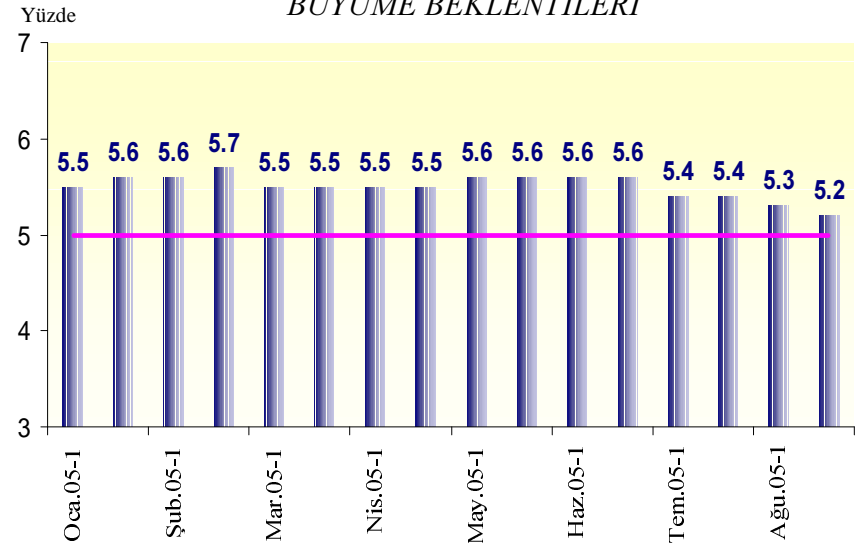
- Potansiyel büyüme seviyesi gerçekleştirilen reformların sonuçlarına ve içinde bulunulan ekonomik koşullara bağlı olarak zaman içinde değişen bir orandır.
- Yapısal değişim süreciyle amaçlanan da, ekonomimizin yüksek potansiyel büyüme oranlarına yakın oranlarda sürdürülebilir büyüme sürecine girmesini 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
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

Merkez Bankası bu politika doğrultusunda gecelik faiz oranlarını belirlemektedir.



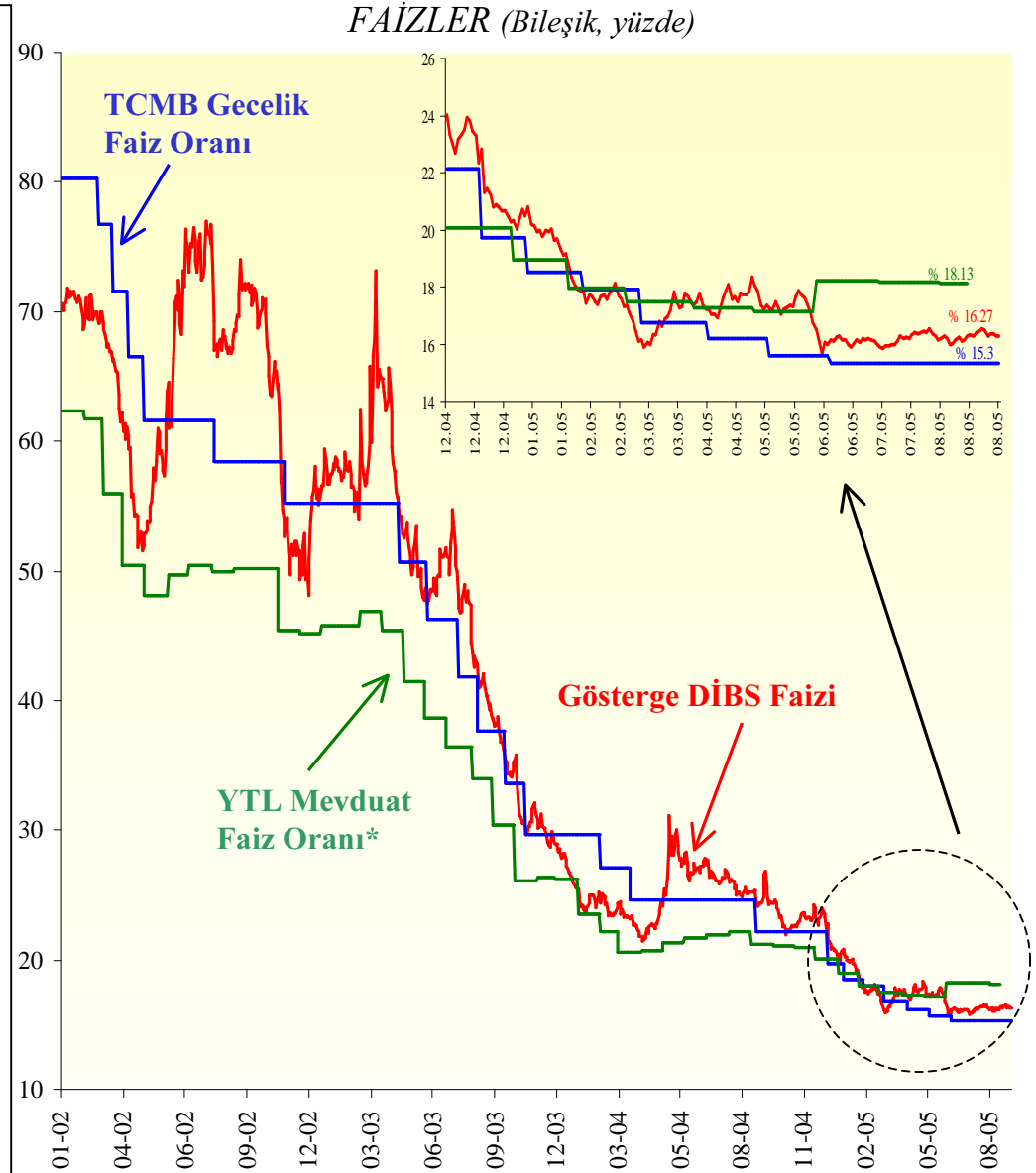
Borç Alma	20.02.02	09.06.05
TCMB O/N Faiz	% 57	% 14.25

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



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

✓ **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.



* YTL mevduat faiz oranı, vadesiz mevduatlar ve stopaj hariç hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB

Kısa Vadeli Faiz Oranları

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



✓ **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.

✓ **Kredi Kanalı:** Ekonomideki normalleşme eğilimine bağlı olarak giderek güçlenmektedir. İleride en etkili kanallardan birisi olması beklenmektedir.

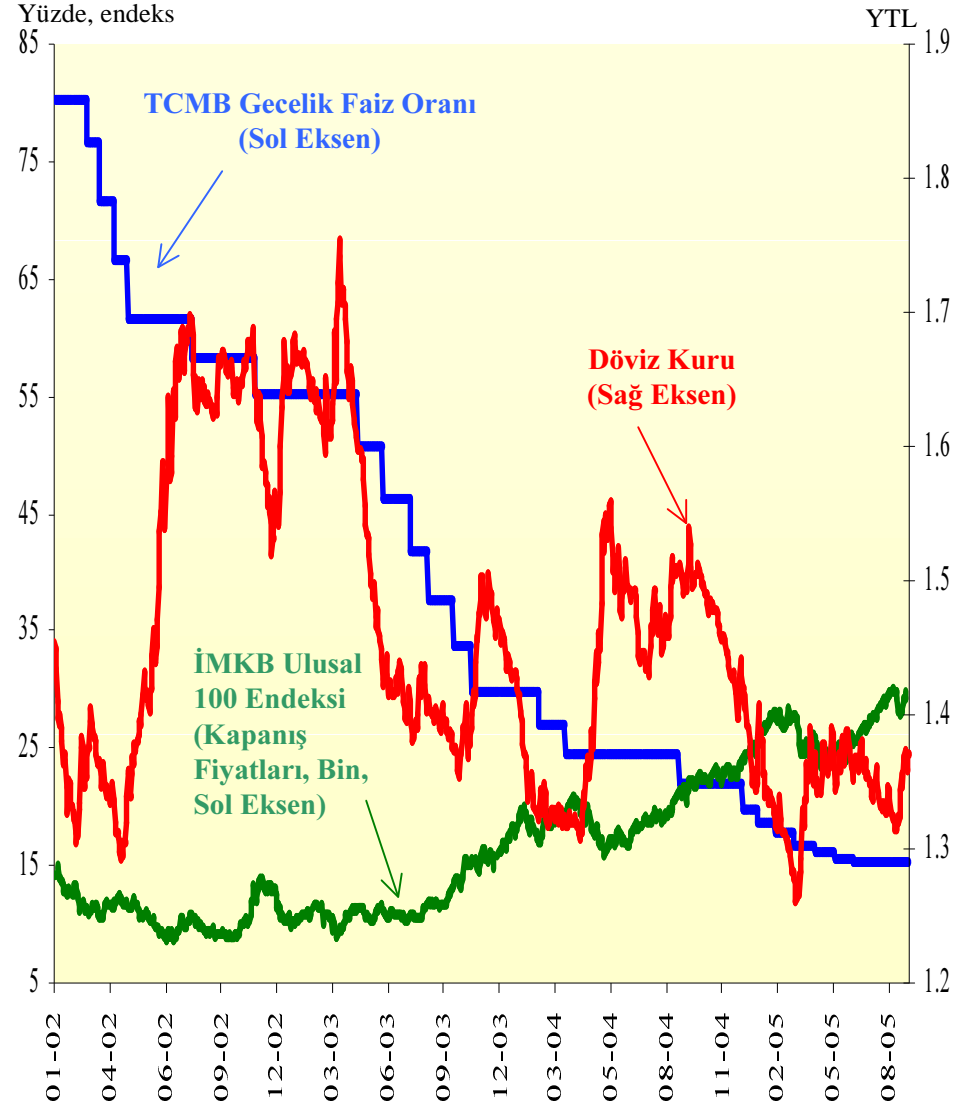
- **İstikrarda alınan mesafeye bağlı olarak aktarım mekanizması giderek belirginleşmeye başlamıştır:**

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

✓ 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

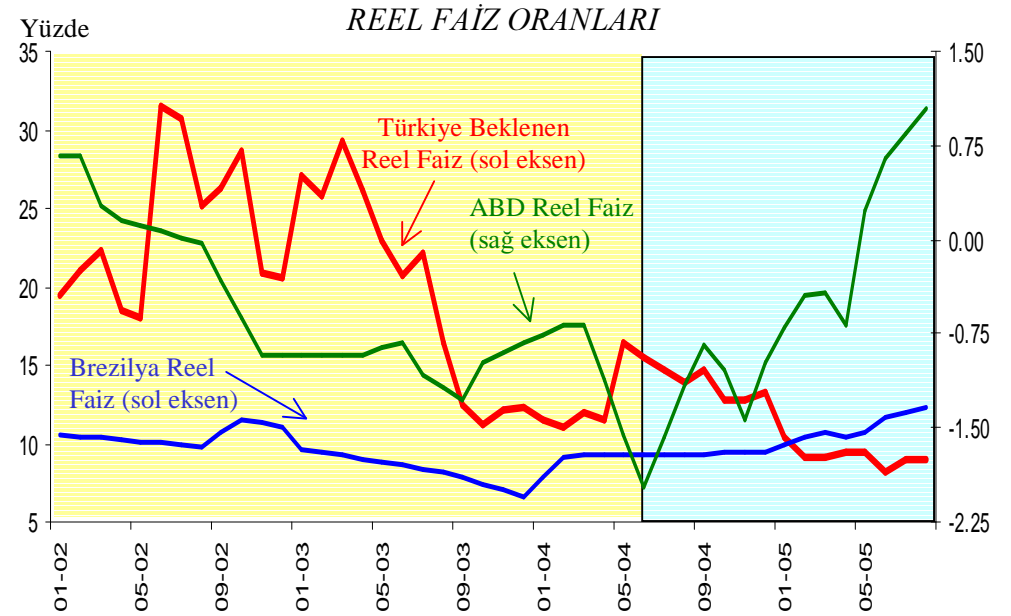
Kısa Vadeli Faiz Oranları

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



	Haziran 2002	Ağustos 2005
Nominal Faizler	% 72.2	% 16.1
Beklenen Reel Faizler¹	% 31.6	% 9.0

- Son dönemlerde nominal ve reel faizlerdeki düşüşler;
 - ✓ ABD’de; -küresel faizleri doğrudan etkileme gücü vardır-
 - ✓ Brezilya’da; -bizim gibi istikrar programı uygulamaktadır-
- nominal ve reel faizlerin sürekli yükseldiği bir dönemde gerçekleşmiştir.



TÜRKİYE - BREZİLYA TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER

	Brezilya	Türkiye
Enflasyon*	6.6	7.8
Cari Denge / GSYİH (%)***	1.9	-5.2
Hükümet Borç Stoku / GSYİH (%)***	51.8	77.1
Merkez Bankası Kısa Vadeli Faizleri (Bileşik)**	19.8	15.3
Reel Faizler*	14.3	9.0

¹ Beklenti anketi, 12 aylık TÜFE beklentisi ve Hazine ihale ortalama faizi kullanılmıştır
* Temmuz 2005 itibarıyla
** Ağustos 2005 itibarıyla
*** 2004 Yılı sonu

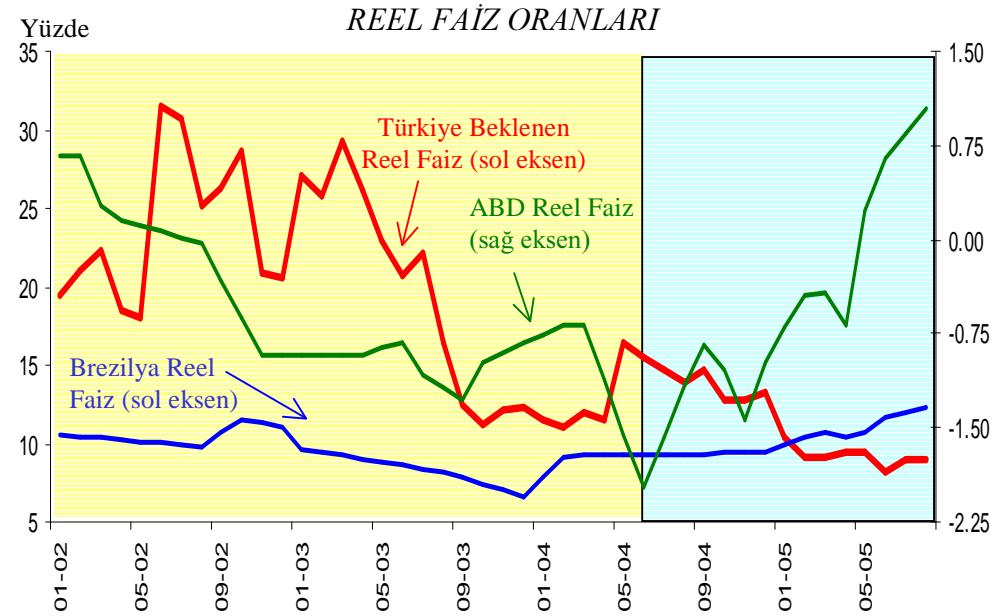
Kısa Vadeli Faiz Oranları

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

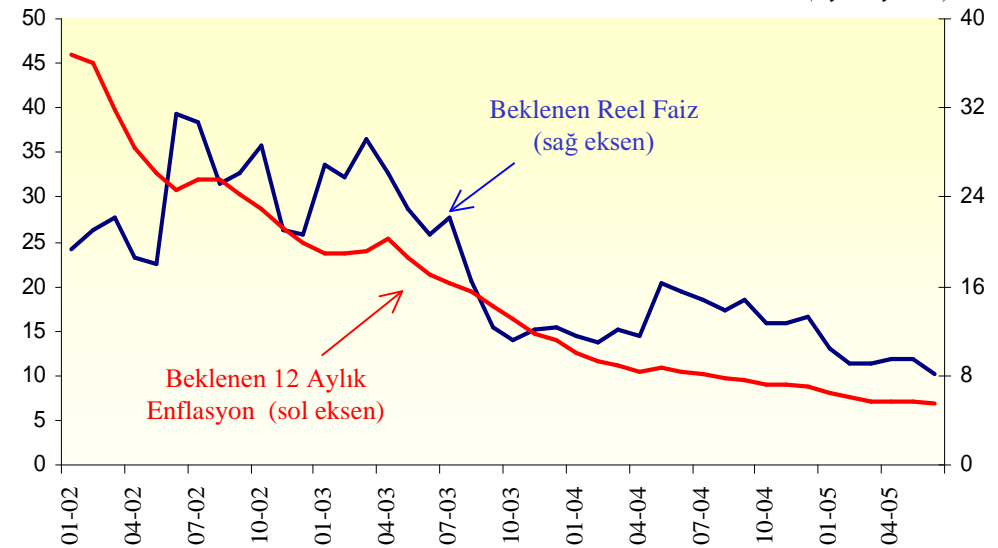


	Haziran 2002	Ağustos 2005
Nominal Faizler	% 72.2	% 16.1
Beklenen Reel Faizler	% 31.6	% 9

- Son dönemlerde nominal ve reel faizlerdeki düşüşler;
- ✓ ABD’de; -küresel faizleri doğrudan etkileme gücü vardır-
- ✓ Brezilya’da; -bizim gibi istikrar programı uygulamaktadır-
- nominal ve reel faizlerin sürekli yükseldiği bir dönemde gerçekleşmiştir.
- **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.**



TÜRKİYE’DE ENFLASYON VE REEL FAİZ ORANLARI (Aylık, yüzde)



Kaynak: TCMB.

Beklenen Reel Faiz ve Sıcak Para

Reel Faiz – Sıcak Para İlişkisi

1-

Reel faizler ile sıcak para arasında ters yönlü ilişki vardır

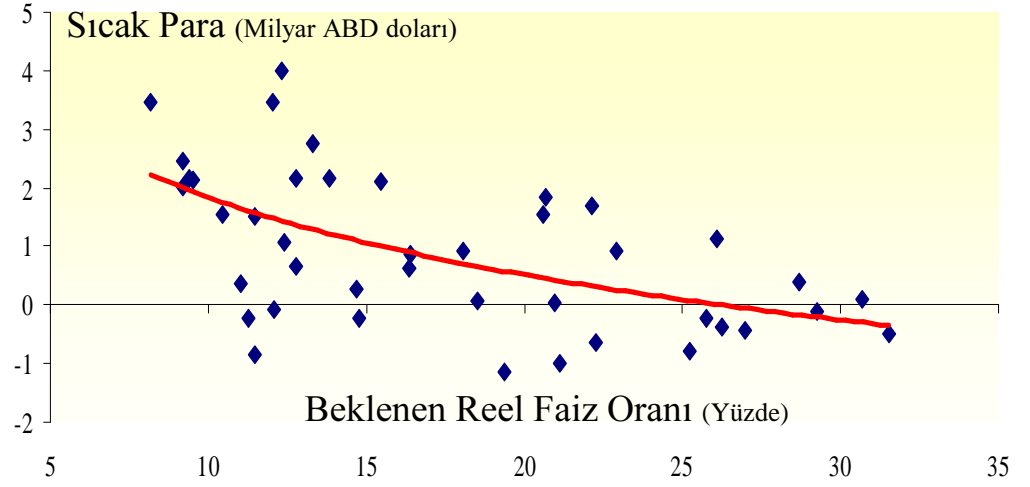
2-

Beklentiler ile sıcak para arasında aynı yönlü ilişki vardır.

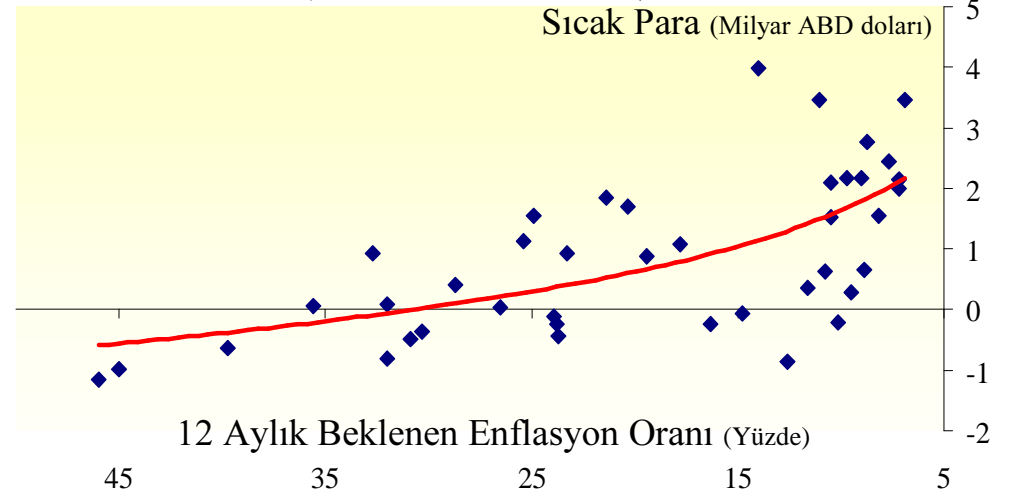
Bu iki türlü döngü oluşturur.



SICAK PARA - BEKLENEN REEL FAİZ ORANI (Akım, aylık)
(Ocak 2002-Haziran 2005)



SICAK PARA - 12 AYLIK ENFLASYON BEKLENTİSİ (Akım, aylık)
(Ocak 2002-Haziran 2005)



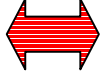
Beklenen Reel Faiz ve Sıcak Para

1- Olumsuz Döngü

Geleceğe İlişkin
Beklentiler Kötüleşir.



Sermaye Girişi
Azalır,
Çıkış Yaşanmaya
Başlar.



Nominal ve
Reel Faizler
Yükselir.

2- Olumlu Döngü

Geleceğe İlişkin
Beklentiler İyileşir.



Sermaye Girişi
Yaşanır.

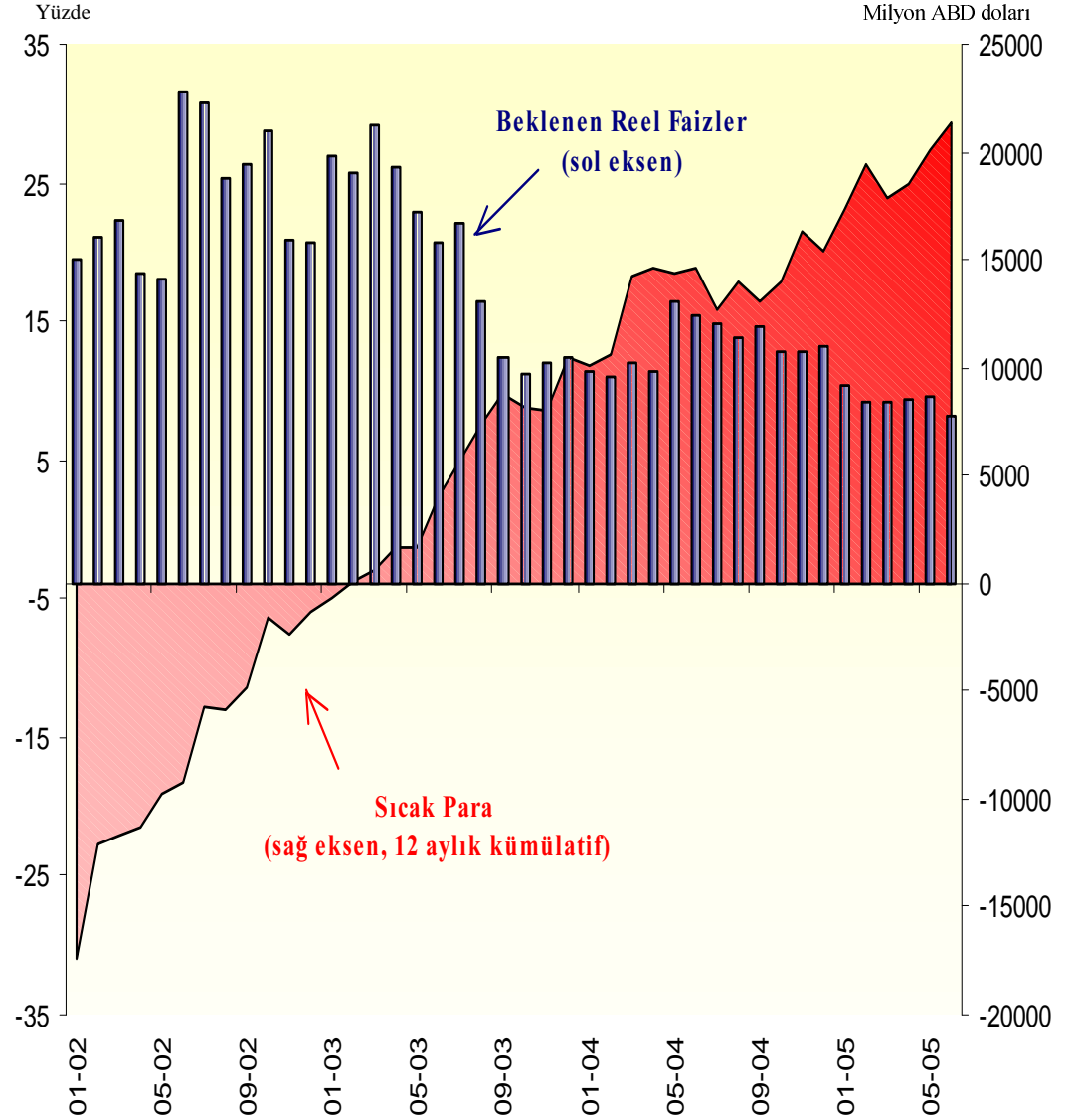


Nominal ve
Reel Faizler
Düşer.



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

BEKLENEN REEL FAİZ VE SICAK PARA



İç Borç Stoku – Faiz Oranları

İç Borç Stoku ve Faiz Oranları

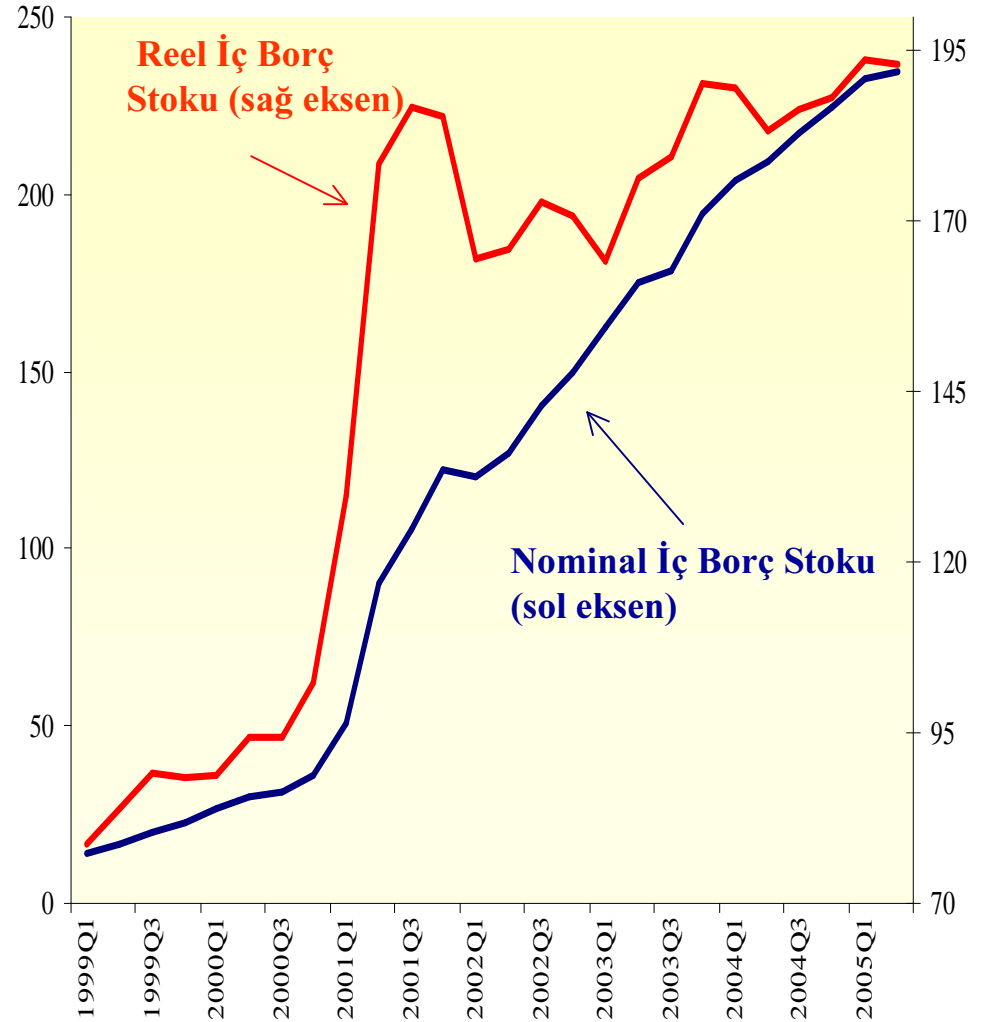


- İç borçlanma mekanizmasına bakıldığında;
- ✓ YTL cinsinden yeni borçlanma yapıldığında borç stokuna ilave edilen rakam, Hazine'nin kasasına fiilen giren tutar kadar olmaktadır.
- ✓ Borcun vadesi geldiğinde ise ödenmesi gereken rakam kasaya giren tutar ve bu tutar için ödenmesi gereken faiz miktarıdır.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

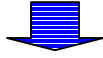
İÇ BORÇ STOKU
(Milyar YTL, ÜFE 2003=100, TEFE 1994=100)



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.**

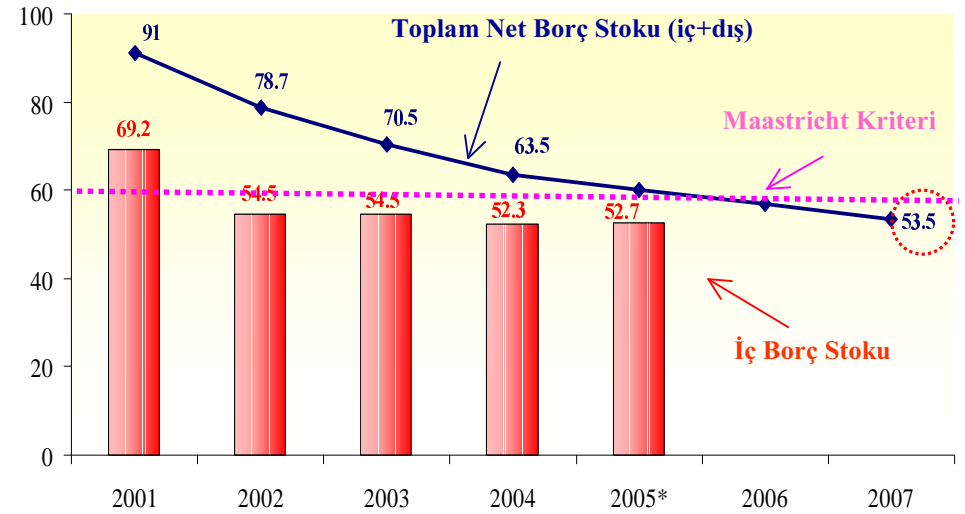
✓ Stok / ödenen faiz miktarı oranında ciddi düşüşler söz konusudur.

- 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.

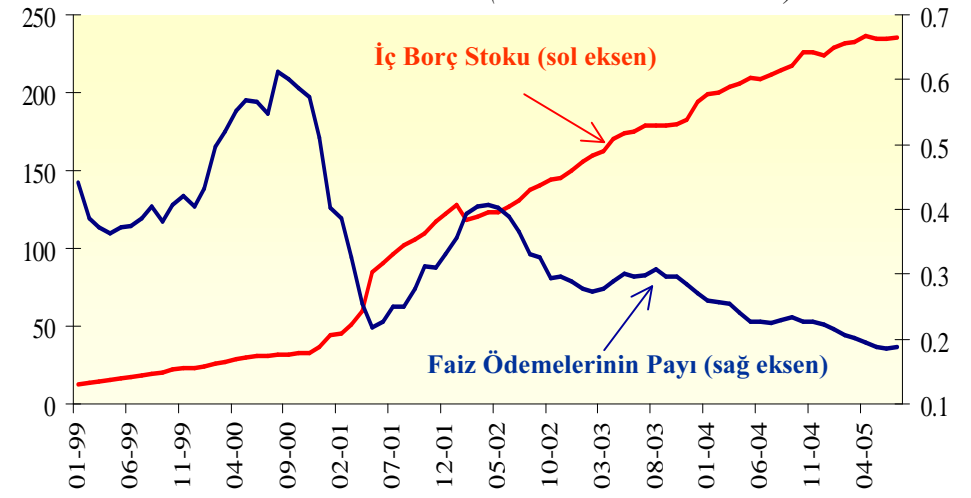
- Dolayısıyla, Ulusal Program ve Niyet Mektubu çerçevesinde orta vadeli borç azaltma stratejisine uygun olarak, **sıkı maliye politikası ve faiz dışı fazla uygulaması son derece önemlidir.**

- 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.**

BORÇ STOKU (GSMH'ye oranı, yüzde)



İÇ BORÇ STOKU (Nominal) VE FAİZ ÖDEMELERİNİN PAYI (1999 Ocak - 2005 Temmuz)



* İç borç stoku /GSMH ilk çeyrek itibariyle yıllık kümülatif alınmıştır.

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

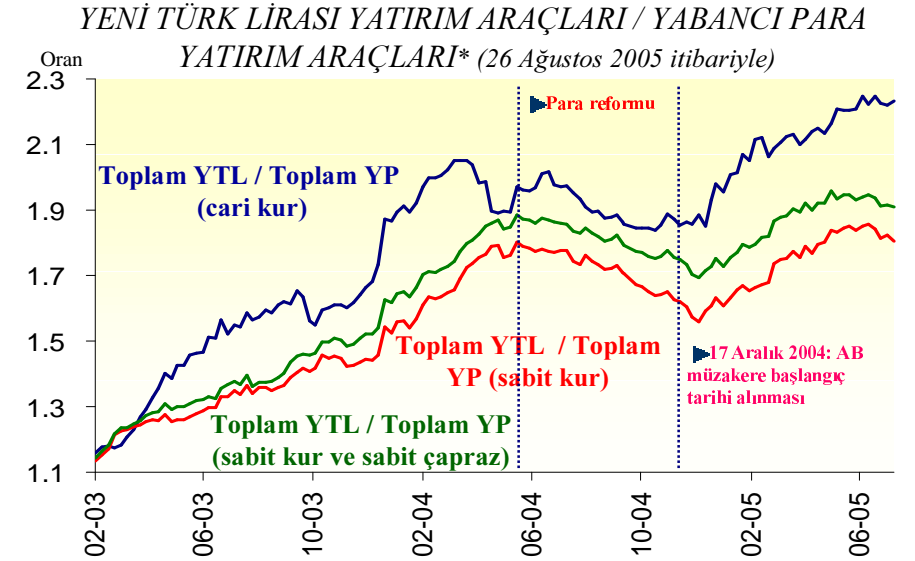
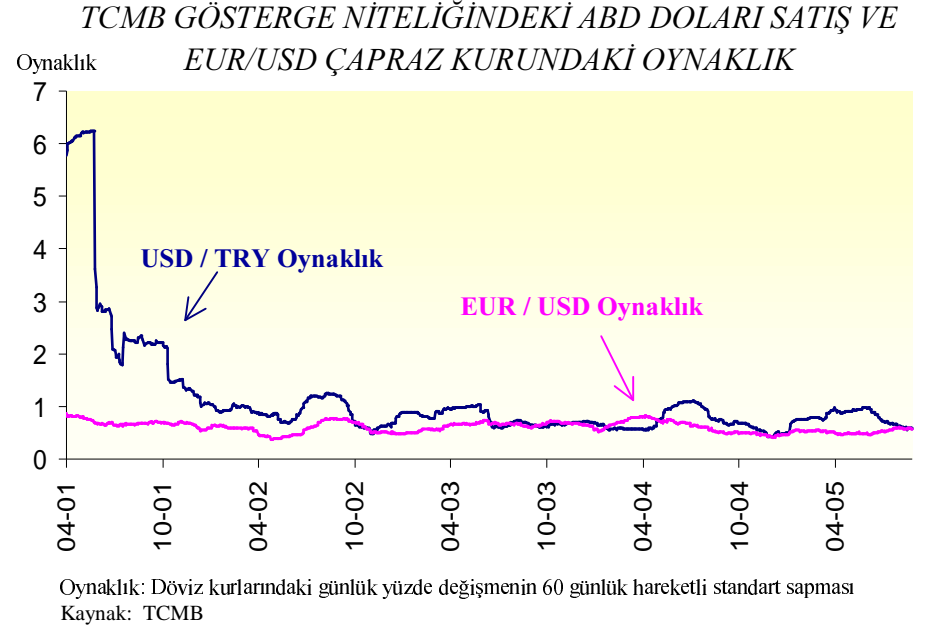
Dalgalı kur rejimi



- Geçmişinin olmaması,
- Ülkemizde risk kültürünün yerleşmemiş olması,
- Tasarruf ve işlem amaçlı yabancı para kullanımının yaygınlığı,

nedenleriyle başlangıçta ciddi uyum sorunları yaşanmış; ancak zaman içinde önemli mesafeler kat edilmiştir:

- ✓ Döviz kurundaki **oynaklık** kademeli olarak **azalmaktadır**.
- ✓ YTL'nin değer kaybedebileceği gibi, kazanabileceği de görülmüş, bu **ters para ikamesi sürecinin** başlamasında önemli rol oynamıştır. Ancak bu süreç uzun bir süreçtir ve ekonomiye duyulan güvenle doğrudan ilgilidir.
- ✓ Dalgalı kur rejimi, risk kültürünün oluşmasına katkıda bulunmuş, özellikle bankacılık sektöründe **açık pozisyonlar azalmıştır**.



Yabancı Para Portföyü = Mevduat + DİBS + Eurobond+ Diğer
Yeni Türk Lirası Portföyü = Mevduat + DİBS + REPO + Yatırım Fonları + Diğer
Kaynak: TCMB

Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

Dalgalı kur politikası



- Dalgalı kur rejimi; döviz kurunun **ekonomik temellerden kopuk** bir biçimde aşağı veya yukarı yönlü, kontrolsüz bir biçimde hareket etmesi demek değildir.

Döviz kurunun seviyesini ne belirler?

- Kısa vadede

- ✓ Ekonomik programdaki 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
- 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 26.08.2005 itibarı ile döviz rezervleri 41.3 milyar ABD doları seviyesindedir.

Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

Ancak,

- Kamu kesiminin dış borç ödemeleri: 2005Q2-2008 arası 56.4 milyar ABD doları borç ödemesi,

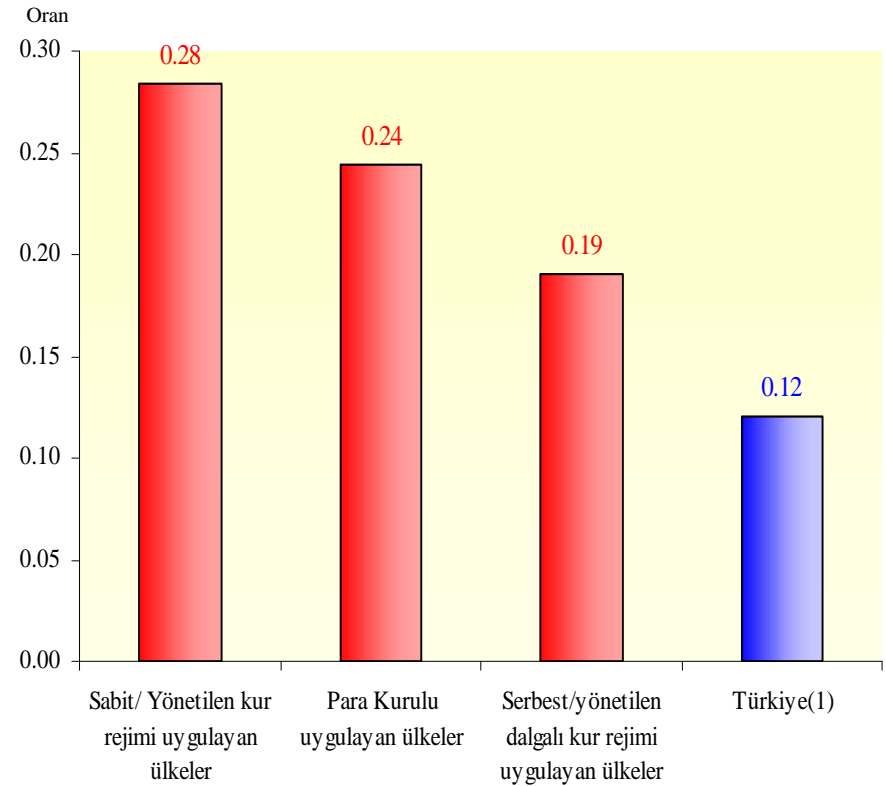
- TCMB bilançosundaki maliyeti yüksek döviz yükümlülüklerini kademeli olarak azaltmak,

- 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 Birinci çeyrek itibariyle

Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

Reel Döviz Kuru



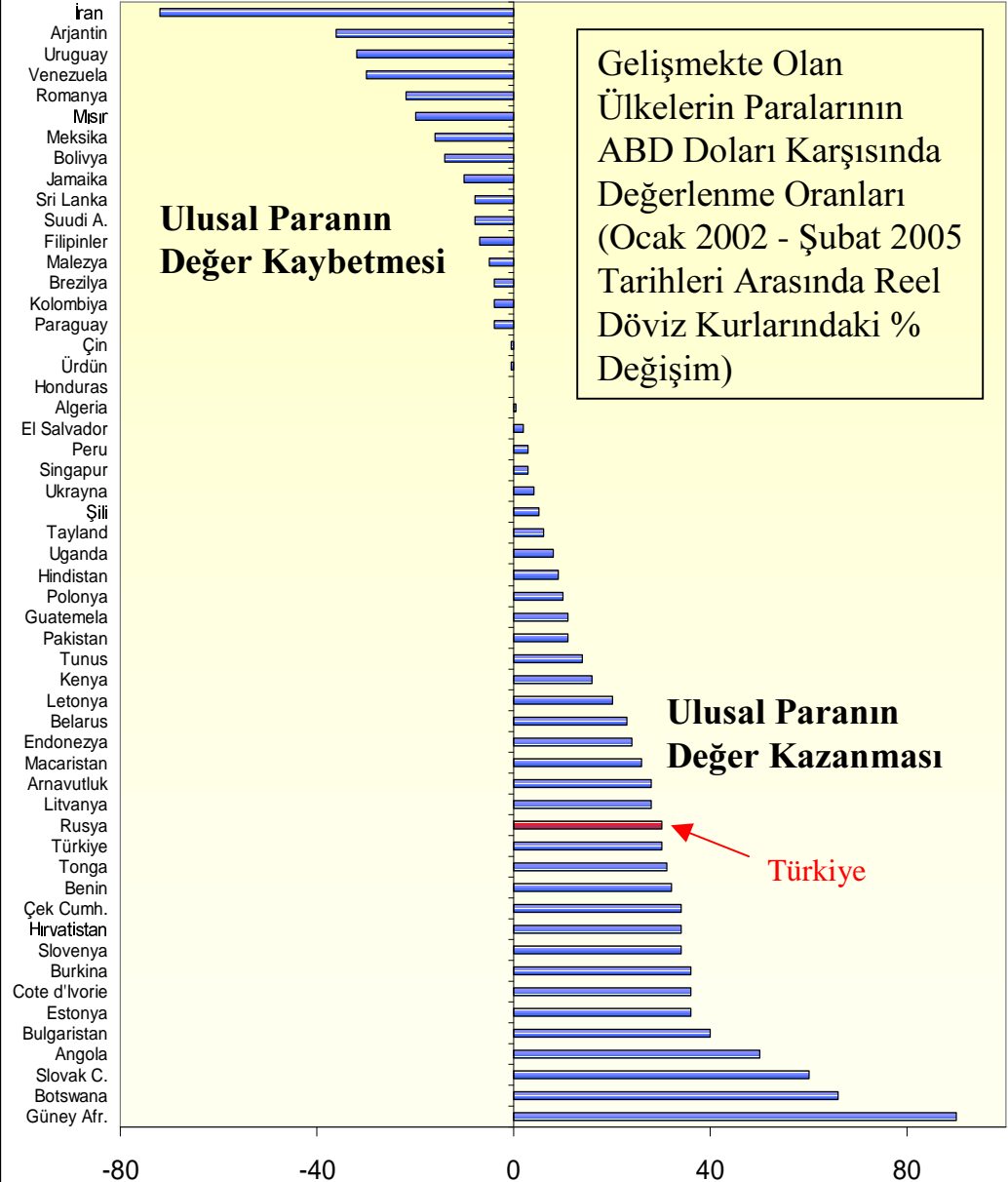
Ülkelerin ulusal paraları;

- Seçtikleri kur rejimlerine,
- Uyguladıkları kur politikalarına,
- Sermaye hareketlerini ne ölçüde serbest bıraktıklarına,
- Uyguladıkları ekonomi politikaları ve bunun başarı düzeyine,
- İstikrarda aldıkları mesafeye, beklentilere
- Yatırımcılara verdikleri güven ve perspektife bağlı olarak,

uluslararası likidite koşullarının da etkisi ile değerlendirilmektedir.



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



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 TL'de ani değer kaybı yaşanmıştır.

Pekala tekrar olabilir.

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

- 2002 - 2005 döneminde 29.3 milyar, 22 Aralık 2004'ten beri ise 13.4 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.



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

Kaynak: TCMB.

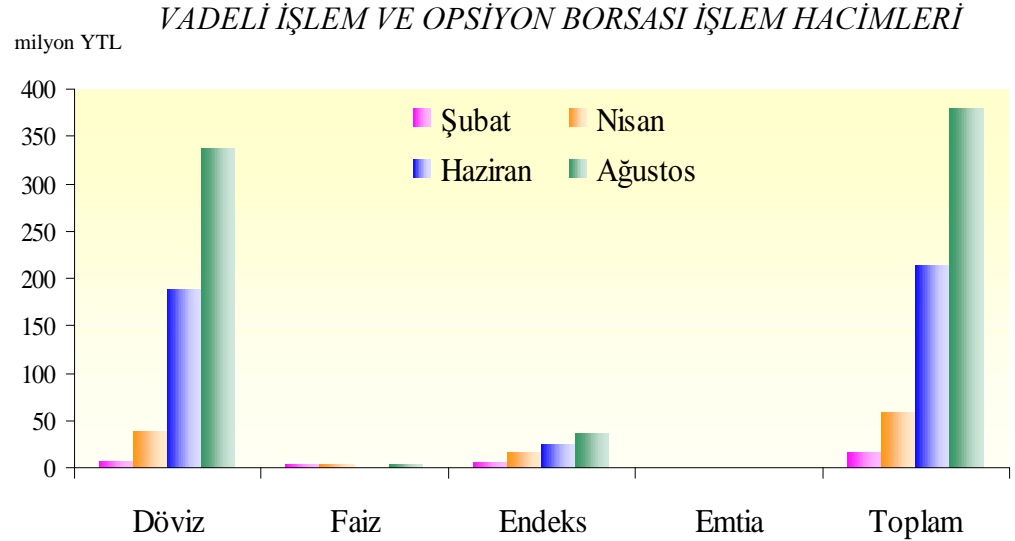
Dalgalı Kur Rejimi – Kur Politikası

Dalgalı kur rejiminde kur riskinden korunulması gerektiği, döviz kurunun **belirsizlik değil**, bir **risk** unsuru olduğu ve korunulabileceği tarafımızca sürekli vurgulanmıştır.

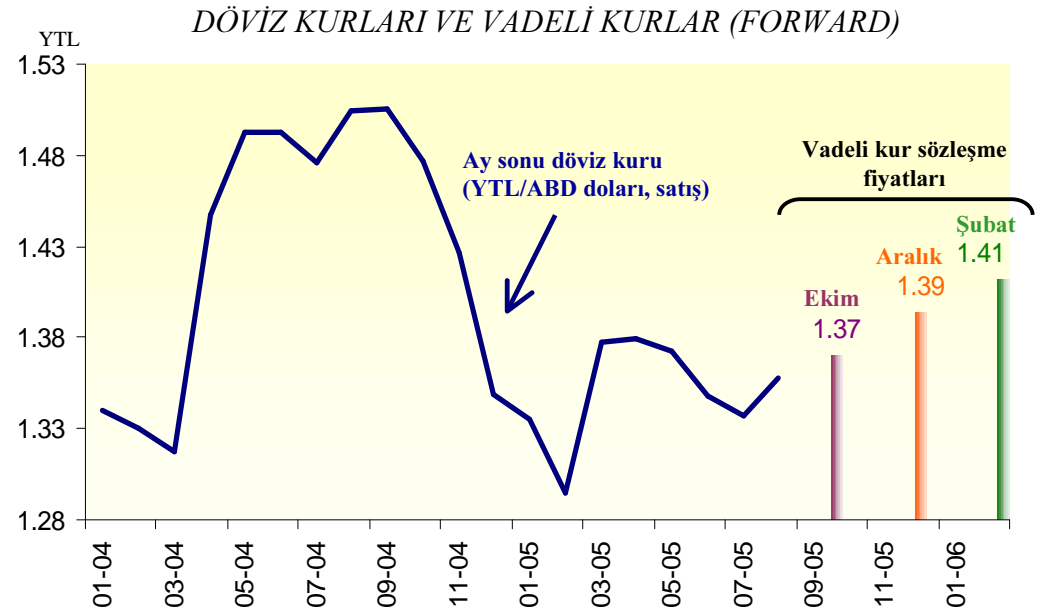


- Şubat 2005’de faaliyete geçen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası bu konuda önemli imkanlar sunmaktadır.

- ✓ Kuruluşundan bugüne işlem hacminde çok önemli artışlar olmuştur.
- ✓ Bugün itibarı ile Ekim, Aralık 2005 ve Şubat 2006 tarihli USD / YTL ve Euro / YTL kurları bulmak mümkündür.
- ✓ Reel sektörün bu piyasaları kullanması önemlidir.
- ✓ Biz Merkez Bankası olarak bu piyasalara büyük önem vermekteyiz.



Kaynak: VOB



Kaynak: TCMB, VOB



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



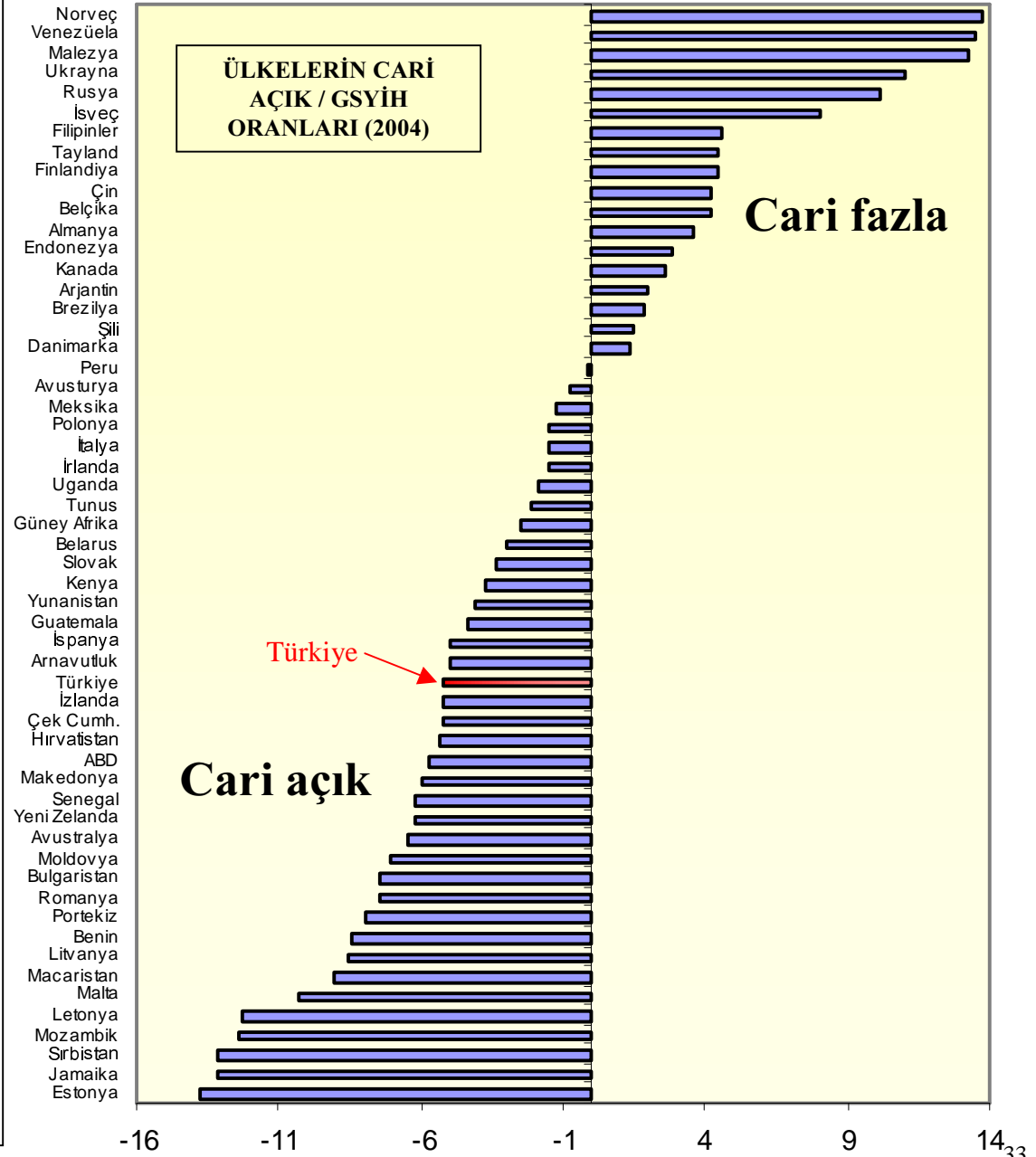
Kriz ve Devalüasyon

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: **Asya'da kriz yaşayan ülkelerde cari denge fazla vermektedir.**
- Bugün Türkiye ekonomisinin koşulları geçmişten önemli ölçüde farklıdır; bu yüzden cari açıktaki artışın, bugünkü koşullarda ve mevcut program uygulaması çerçevesinde krizle sonuçlanması beklenmemelidir.



Cari Açık – Değişen Koşullar

Geçmişten farklı olan koşullar nelerdir ?

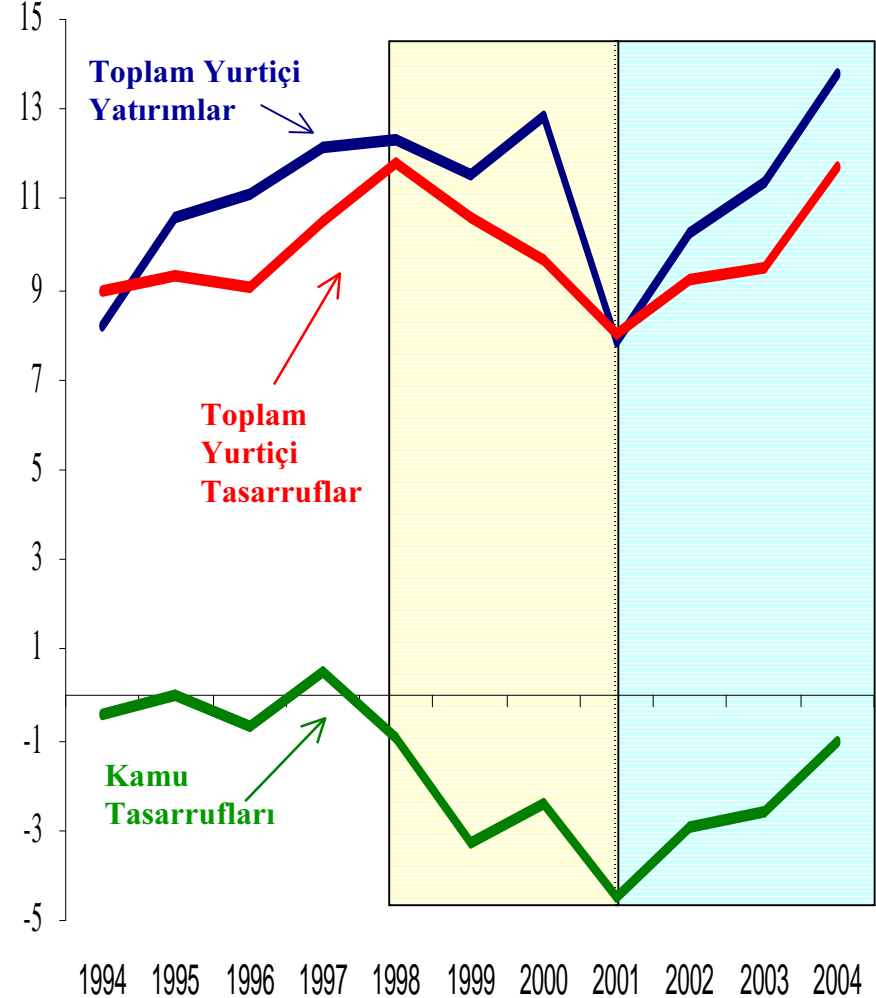


1. Açığın nedenleri farklıdır.

$$\text{Cari Denge} = T.\text{Yurtiçi Tasarruf} - T.\text{Yurtiçi Yatırım}$$

- 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

Geçmişten farklı olan koşullar nelerdir?



2. Açığı finanse eden sermaye hareketlerinin yapısı değişmektedir.

- 2005 yılı ilk yarısı itibariyle IMF ve döviz rezervleri hariç yıllık kümülatif net sermaye girişi 26 milyar ABD doları olmuştur.

✓ En önemli kaynağı bankacılık dışı özel sektörün kredi kullanımındaki yüksek artıştır: Toplam girişin % 33'ü:

-Ticari kredilerin payı : % 48

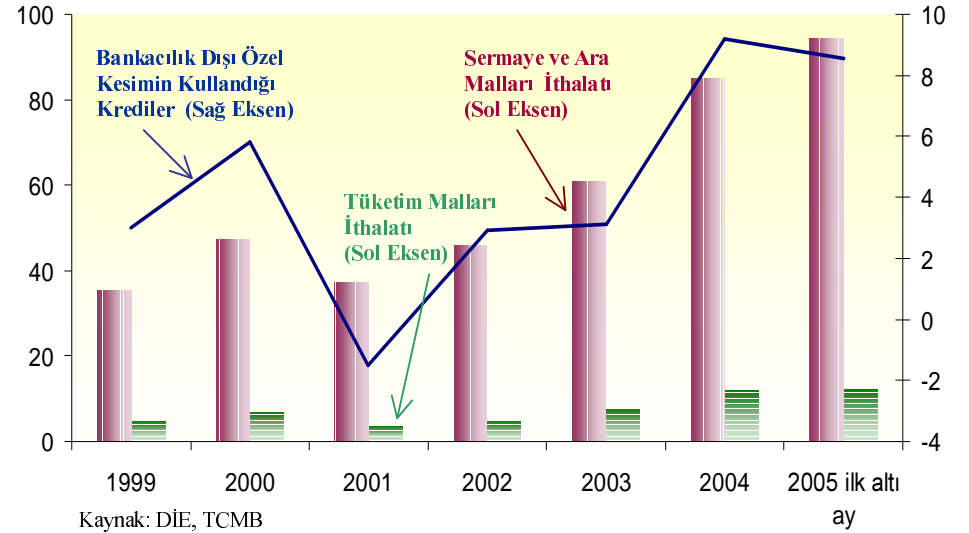
-Uzun vadeli kredilerin payı: % 51

- Bu krediler sermaye malı ve ara malı ithalatında kullanılmaktadır, üretime yöneliktir.

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

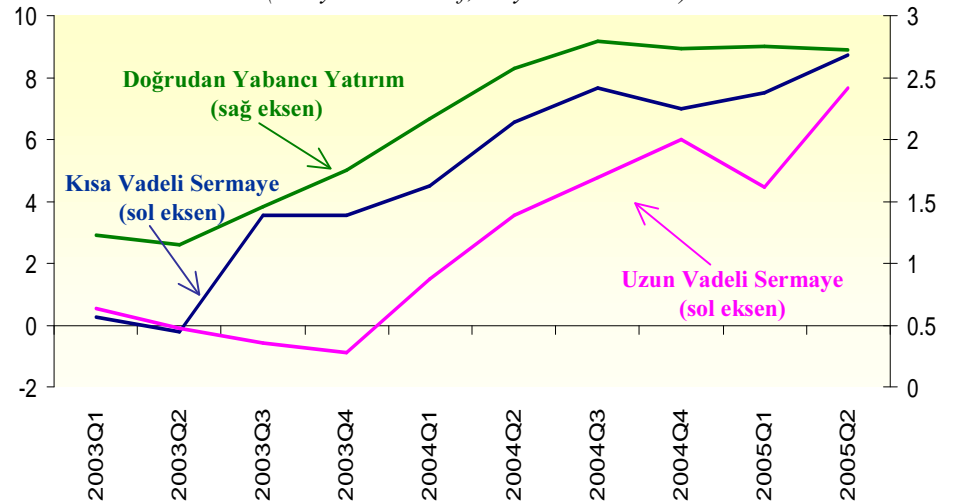
- Kısa vadeli sermaye** girişinin artışında temel etken bankaların kullandıkları kısa vadeli kredilerdeki artıştır. Bankacılık sektöründeki kırılganlıkların azalması ile riski de azalmaktadır.

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



Kaynak: DİE, TCMB

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



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

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

Kaynak: TCMB.

Cari Açık – Değişen Koşullar

Geçmişten farklı olan koşullar nelerdir?



3. Dalgalı kur rejimi uygulanmaktadır. Şok emici özelliği vardır.

✓ Ödemeler dengesi krizi ile karşılaşan hemen hemen bütün ülkelerde sabit veya öngörülebilir kur rejimleri vardır.

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

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

5. Kısa vadeli sermaye teşvik edilmemektedir.

✓ Kur riski piyasa üzerindedir.

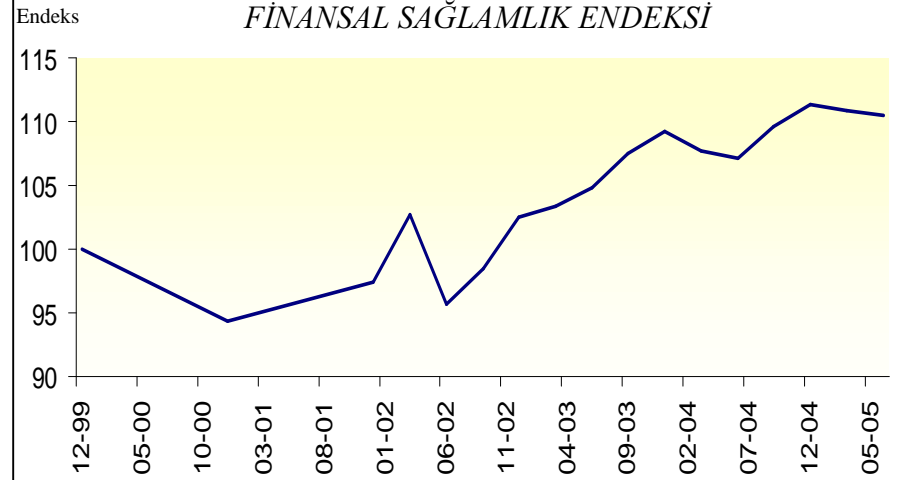
6. Döviz rezervleri rekor seviyelerdedir.

7. YTL suni olarak değerli tutulmamaktadır.

✓ TCMB 2002'den bugüne 29.3 milyar ABD doları döviz alımı yapmıştır.

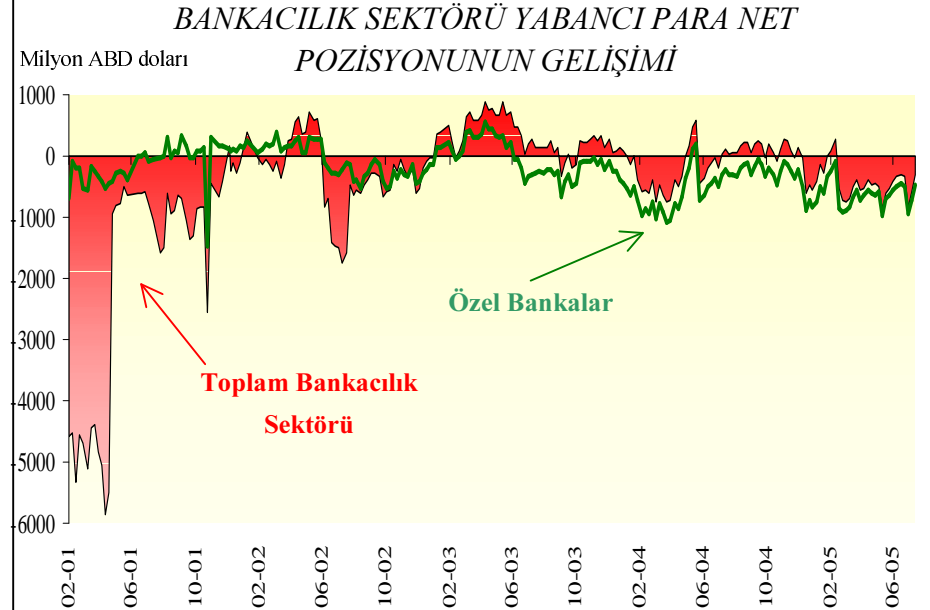
8. Sıkı maliye ve para politikaları uygulanmaktadır.

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



Not: Endeks değerindeki artış iyileşmeyi, azalış kötüleşmeyi göstermektedir.

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu 2005



Kaynak: DİE, TCMB, BDDK

Cari Açık – Sıcak Para

Cari Açık ve Sıcak Para:



- Çeşitli tanımları bulunmaktadır, en genel ifadeyle:

Portföy yatırımları + Kısa vadeli sermaye akımları + Net hata noksan

- 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 paranın miktarından ziyade, ani hareketleri önemlidir.

✓ Dalgalı kur uygulaması;

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

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

✓ DİBS'lerin vadelerinin uzaması,

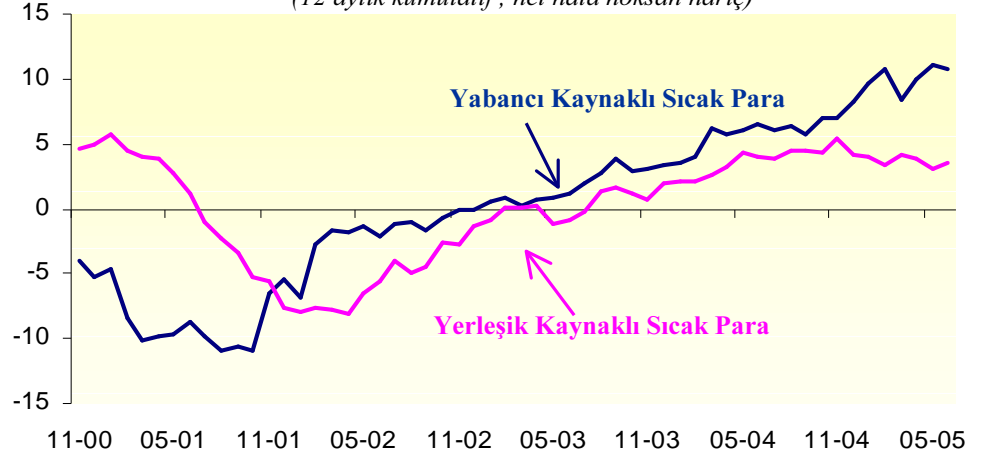
✓ Ekonomik temellerin sağlamlaşması,

Sıcak paranın ani hareketlerini yavaşlatmakta, olumsuz etkilerini azaltmaktadır.

Milyar ABD doları

SICAK PARANIN KOMPOZİSYONU

(12 aylık kümülatif, net hata noksan hariç)



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

	Haz.05
Yabancı Kaynaklı	10.7
DİBS	7.0
Hisse Senedi	2.9
Mevduat (TL+YP+Repo)	0.7
Yerleşik Kaynaklı	3.5
Bankacılık s. yurtdışına kısa vadeli kredi	0.4
Bankacılık s. kısa vadeli dış borç	3.0
Özel s. kısa vadeli dış borç	0.1
Net Hata Noksan (birikimli)	7.3
Yerleşiklerin Döviz Tev. Hesabı (Akım)	6.8

Net Hata ve Noksan

Net Hata ve Noksan (NHN)



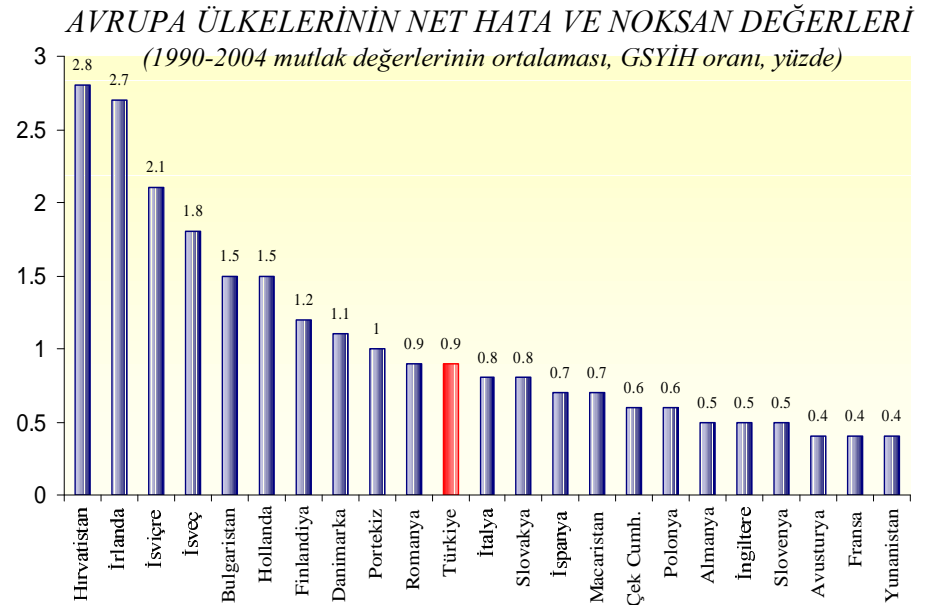
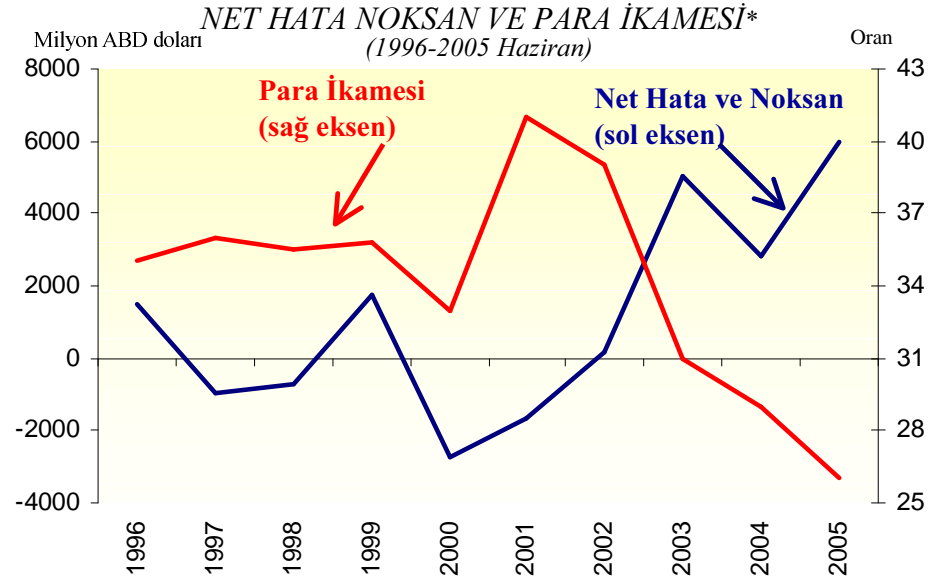
$$\text{NHN} = \text{Cari İşlemler Hes.} - \text{Sermaye Hes.}$$

- NHN'nin oluşmasının çeşitli sebepleri vardır:

- ✓ 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.
- ✓ 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, yerleşiklerin yabancı para portföylerinin toplam portföylerine oranı olarak hesaplanmıştır.



Kaynak: TCMB, IMF

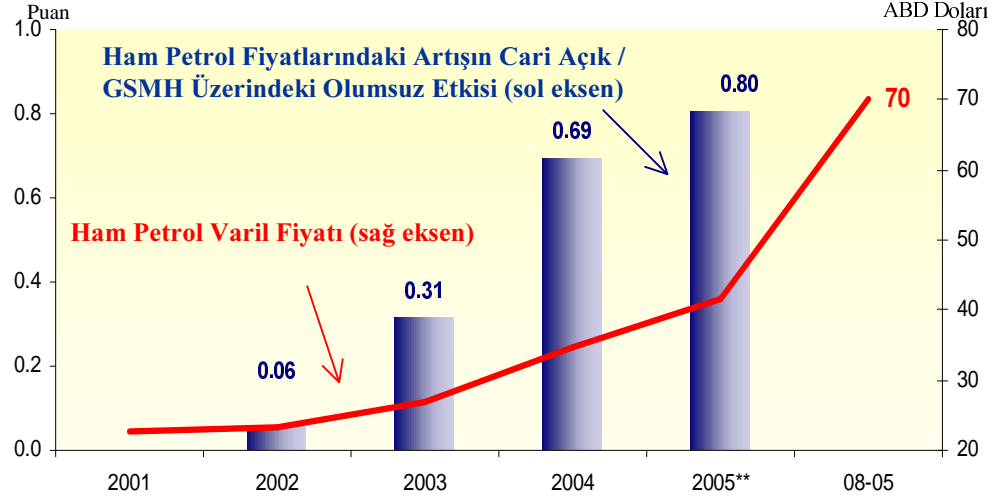
Cari Açık – Ham Petrol Fiyatları

Cari Açık ve Ham Petrol Fiyatları



- 2000 yılından beri sürekli olarak artış gösteren petrol fiyatları cari açığımızı olumsuz etkilemiştir.
- ✓ Giderek artan bu olumsuz etki 2005 yılı Mart ayı itibariyle GSMH'nin % 1'ine yaklaşmıştır.
- Cari açığın petrolden kaynaklanan kısmı, cari açıkta katılık yaratan bir rol oynamaktadır.
- Ham petrol fiyat artışlarında rol oynayan belli başlı unsurlar:
 - ✓ 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

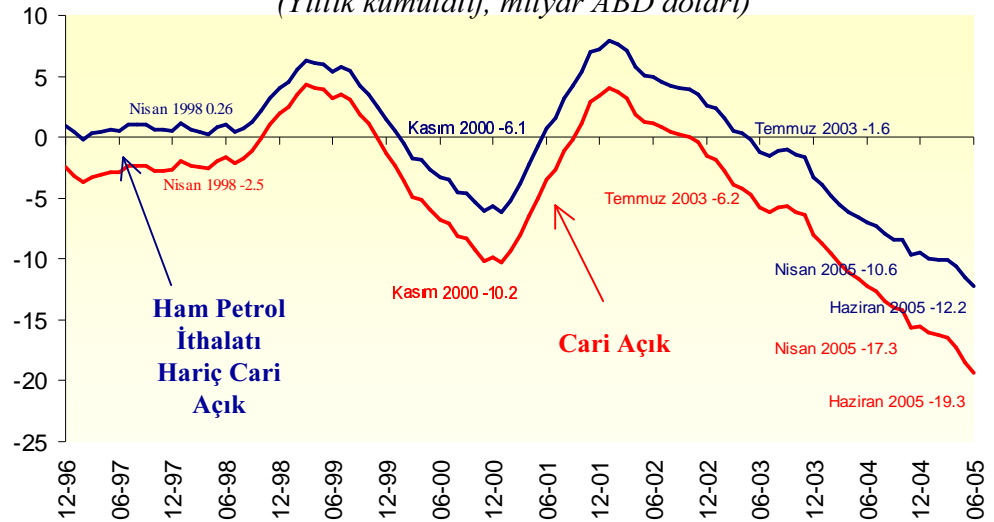


* 2001 yılı ortalaması 22.7 kullanılmıştır.

** Ham petrol ithalatı Mart ayı itibariyle 12 aylık kümülatif, varil fiyatı ilk üç ayın ortalamasıdır. 08-05, 29 Ağustos 2005 tarihli Brent petrol fiyatıdır.

CARİ AÇIK

(Yıllık kümülatif, milyar ABD doları)



Kaynak: DİE, DPT, TCMB



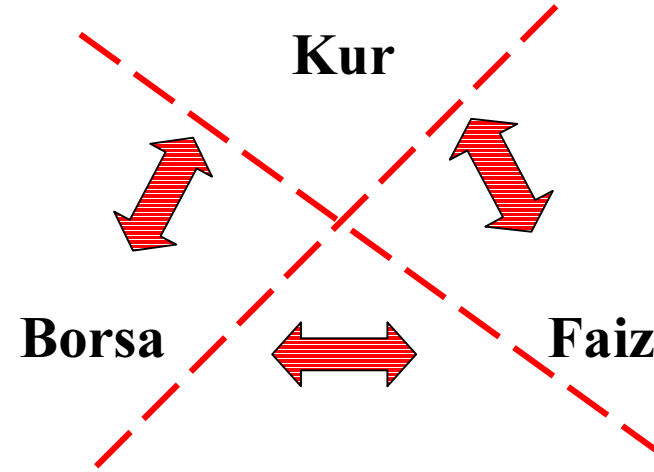
Türkiye Ekonomisi - Bundan Sonra

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,

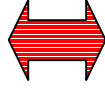
Türkiye Ekonomisi- Bundan Sonra

Orta ve uzun vadeli bir bakış açısı ile;

Fiyat İstikrarı



**Sürdürülebilir
İstihdam
Artışı**



**Sürdürülebilir
Büyüme**

çerçevesinde, bundan sonra neler yapılması gerektiğine odaklanması gerekmektedir.

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



EKONOMİK GÖRÜNÜM

TÜRKİYE
CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Eylül 2005