



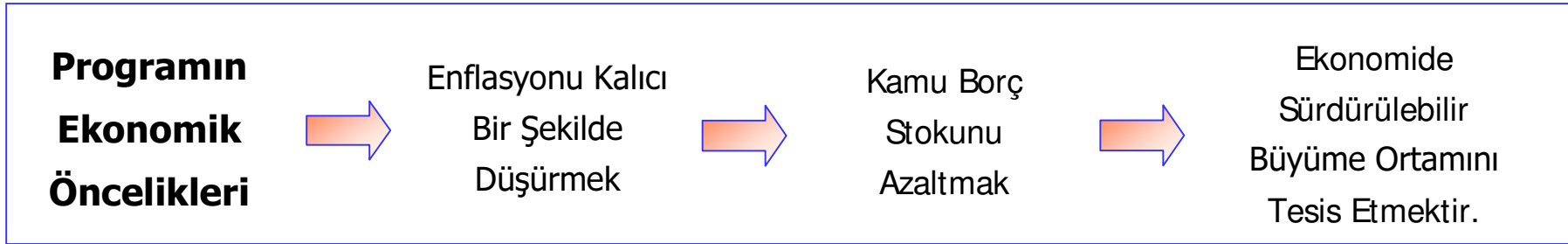
EKONOMİK GÖRÜNÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Eylül 2003

Ulusal Program

Türkiye, hedefleri "**Ulusal Program***" ile belirlenmiş ve pek çok alanda yapısal dönüşümü amaçlayan bir program uygulamaktadır.



Bu süreçte, piyasa ekonomisinin güçlendirilmesi ve ekonominin rekabet gücünün artırılması, söz konusu amaçlara ulaşabilmek için özel önem taşımaktadır. Bu kapsamda program çerçevesinde;

- ✓ Özelleştirme yoluyla devletin ekonomideki ağırlığının azaltılması,
- ✓ Piyasa düzenleme işlevinin bağımsız düzenleyici kurumlara devredilmesi,
- ✓ Özel girişimciliğin güçlendirilmesi,
- ✓ Serbest piyasa işleyişini olumsuz etkileyen hukuki engel ve iktisadi belirsizliklerin giderilmesi,
- ✓ Yatırım ortamının hem hukuki hem iktisadi açıdan iyileştirilmesi,
- ✓ Sermaye hareketlerinin tam olarak serbestleştirilmesi ve yabancı sermaye yatırımlarının teşvik edilmesi hedeflenmektedir.

* Zaman zaman IMF programı olarak da adlandırılan uygulanmakta olan program, aslında gerek "Ulusal Program"da gerekse DPT'nin "Katılım Öncesi Ekonomik Program Raporu"nda çok daha geniş bir tasarımda çerçevesi çizilmiş olan ulusal nitelikte bir programdır.

Ulusal Program

Ekonomik öncelikler kapsamında, **fiyat istikrarını sağlamak**, kendi önceliğinin yanı sıra programdaki diğer hedeflerin gerçekleştirilebilmesi için de **bir önkoşul ve zorunluluktur.**

Ulusal Program veri iken, para ve kur politikaları aşağıdaki esaslar çerçevesinde yürütülmektedir.

- ✓ **Fiyat istikrarının** sağlanması Merkez Bankası'nın **öncelikli hedefi** olarak belirlenmiştir.
- ✓ Para politikası, kısa dönemde enflasyonu düşürmeye, orta vadede ise fiyat istikrarını sağlamaya ve korumaya yönelik olarak sürdürülecektir.
- ✓ **2003 yılı enflasyon hedefi**, Merkez Bankası ve Hükümet tarafından ortak kararla **% 20** olarak belirlenmiştir. İzleyen yıllarda ise **AB üyesi ülkelerin enflasyon oranlarının** ortalamasına düşürülmesi hedeflenmektedir.
- ✓ Gerekli **önkoşullar oluştuğunda**, Merkez Bankası **enflasyon hedeflemesi rejimine geçecektir.** Teknik alt yapısını hazırlamıştır.
- ✓ Para politikasının bu şekilde belirlenmesi, AB'ye üyelik sürecinde **Maastricht kriterlerine uyum sağlama** hedefi ile de bağlantılıdır. Bu süreç, aynı zamanda enflasyonun AB ortalamasına yaklaştırılmasını da beraberinde getirecektir.
- ✓ **Dalgalı kur** rejimi uygulaması **sürdürülecektir.** Döviz kuru piyasada arz ve talebe göre belirlenecek, ancak Merkez Bankası döviz kurunun uzun dönem seviyesini etkilemeden, **sadece aşırı dalgalanmalara** yönelik **müdahalede** bulunabilecektir.
- ✓ Makro ekonomik istikrarın kalıcı hale gelmesi ile birlikte, **Türk lirasının dalgalı kur rejimi altında istikrarlı bir seyir kazanması hedeflenmektedir.**

Ulusal Program

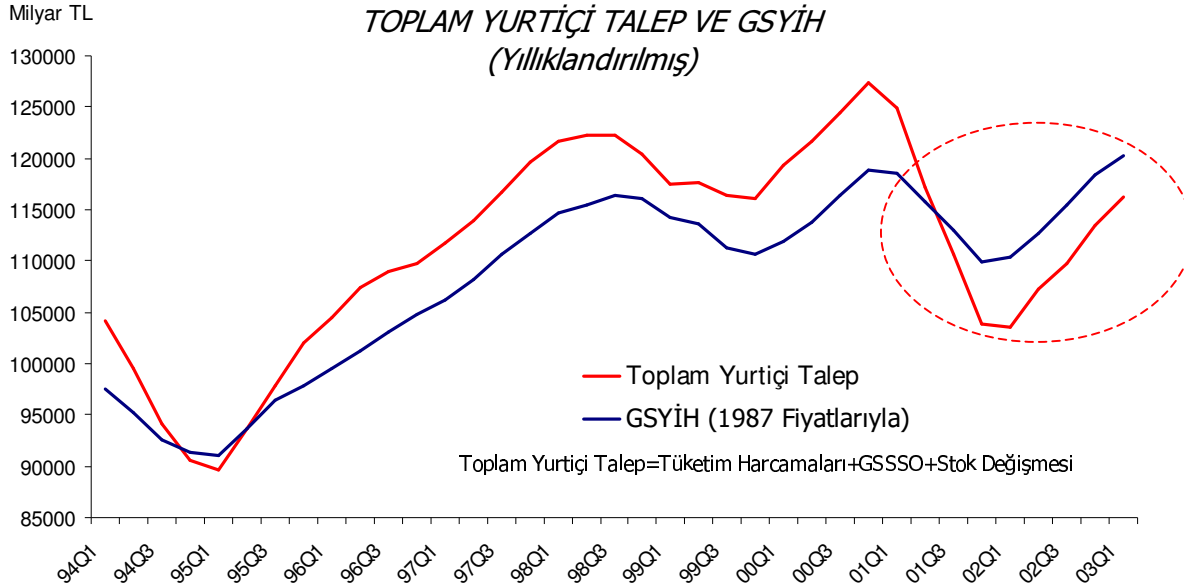
Temelleri 2001 yılı Mayıs ayında başlatılan bir program ile atılan ve Ulusal Programda net bir şekilde ifadesini bulan unsurlara baktığımızda, **bugün hangi noktaya geldiğimizi görmek** ve hedeflere ulaşabilmek için **neler yapmamız gerektiğini** tespit etmek son derece önemlidir.

AMAÇLAR:

- Sürdürülebilir Büyüme
- Fiyat İstikrarı
- Kamu Borç Stokunun Azaltılması

Sürdürülebilir Büyüme

2002 yılında ve 2003 yılı başında güçlü bir büyüme performansı gösterilmiştir.



✓ Gayri safi milli hasıla 2002 yılında, öngörü % 3 iken % 7.8, 2003 yılı ilk altı ayında ise % 5.4 oranında büyümüştür. Geçmiş yıllarda yüksek yurtiçi talebe bağlı olarak gerçekleşen oynak büyüme, son dönemde yerini programda da öngörüldüğü gibi, ihracat ve özel sektöre dayalı büyümeye bırakmış, yurtiçi talep artışı GSYİH artışının altında kalmıştır.

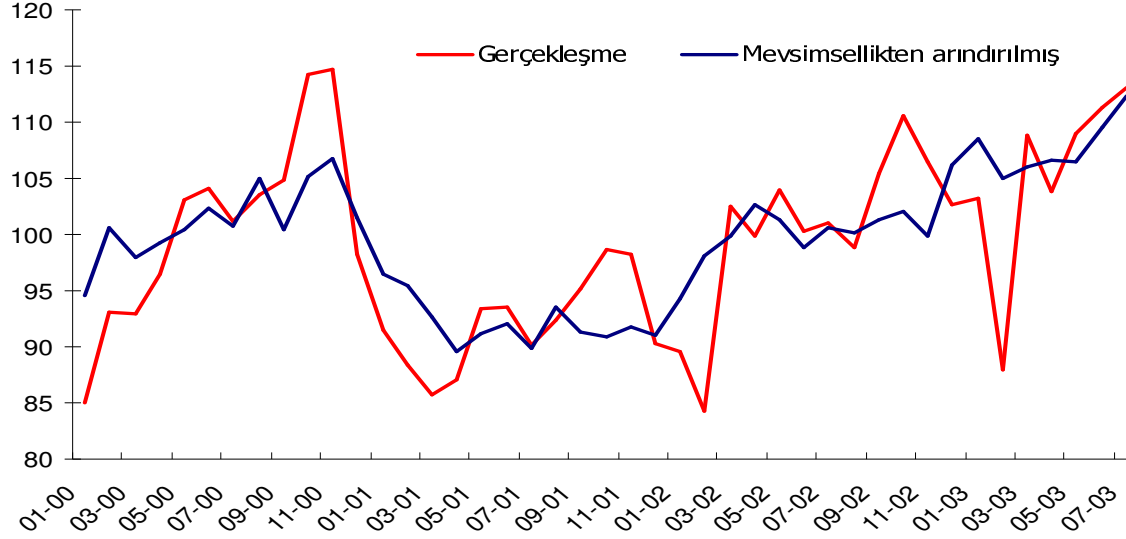


✓ 2003 yılı büyüme tahmini %5'tir.Yıl içinde %3.2'ye kadar düşen büyüme beklentileri, Türk lirası ve döviz piyasalarında görece istikrarın sağlanması, ekonomik verilerin öngörülerden oldukça iyi gerçekleşmesi ve güven ortamının oluşmaya başlaması ile birlikte bu tahmini geçmiştir.

Sürdürülebilir Büyüme

Sanayi üretimi ile ilgili veriler büyüme tahminini doğrular niteliktedir.

SANAYİ ÜRETİM ENDEKSİ (1997=100)



✓ 2003 yılı Temmuz ayında, sanayi üretim endeksi yüzde 11,9 gibi güçlü bir artış göstermiş ve Kasım 2000'den beri en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

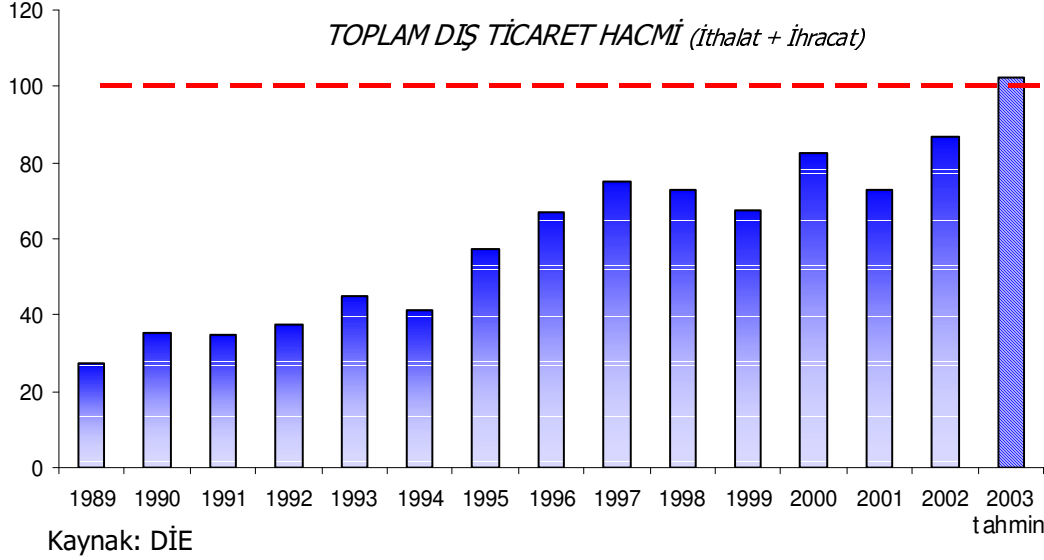
✓ Mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim endeksi de bu güçlü eğilimi doğrulamaktadır. Temmuz ayındaki seviyesi ile tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

KAPASİTE KULLANIM ORANI

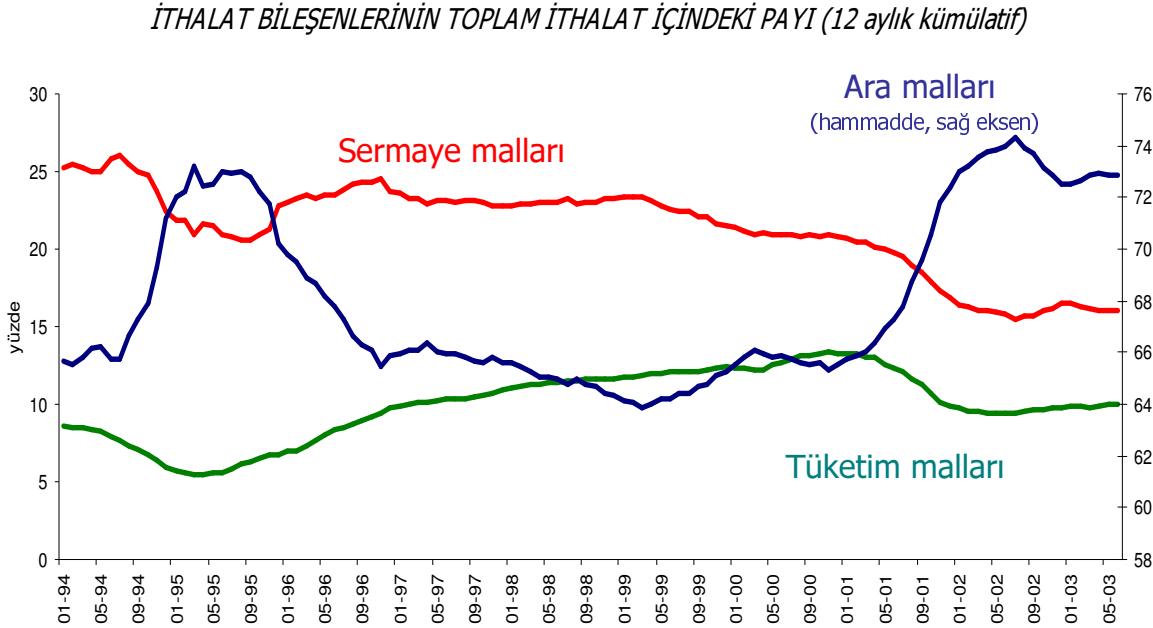


✓ Temmuz ayında, Ekim 2000'den beri en yüksek değeri olan 80,7'ye ulaşan kapasite kullanım oranı da sanayi üretim endeksi ile benzer şekilde artış eğilimindedir.

Sürdürülebilir Büyüme



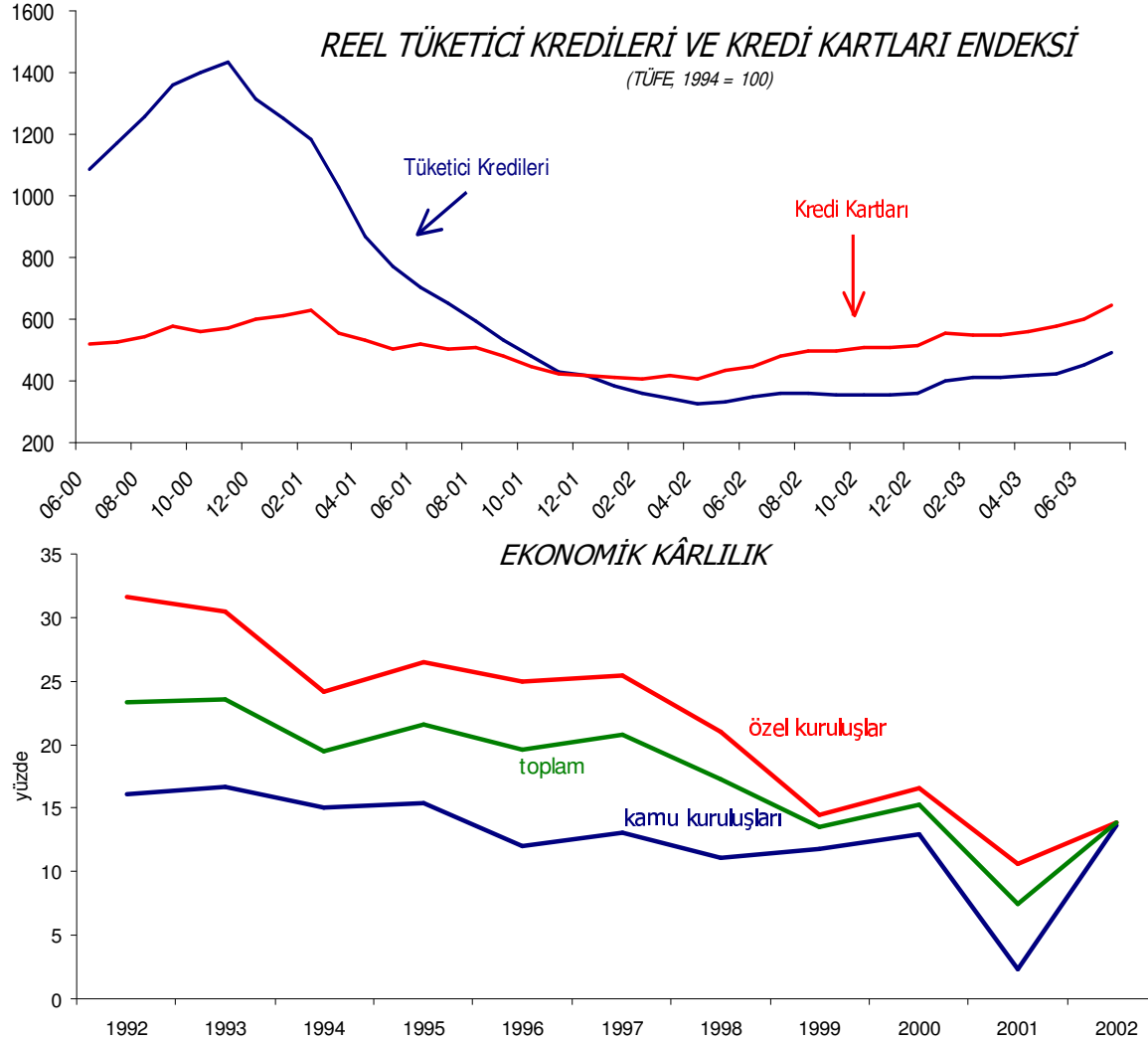
✓ Dünya ekonomisi ile entegrasyonun bir ölçütü olarak da kullanılan **toplam dış ticaret hacmi**, tahminler gerçekleşirse, ki ilk altı aydaki gelişmeler tahminlerin ve beklendiğinin üzerindedir, ilk defa **100 milyar doları geçecektir.**



✓ Toplam ithalat içinde ara malı ithalatının payının artması, tüketim malı ithalatı artışının ise sınırlı düzeyde kalması, geçmiş dönemlerin aksine, ithalatın üretim ve ihracat için yapıldığının bir göstergesini teşkil etmektedir.

Sürdürülebilir Büyüme

Bankacılık sektörünün büyümeye katkısı, henüz istenen düzeyde olmamakla beraber artmakta, şirket kârlılıklarında ise iyileşme görülmektedir.

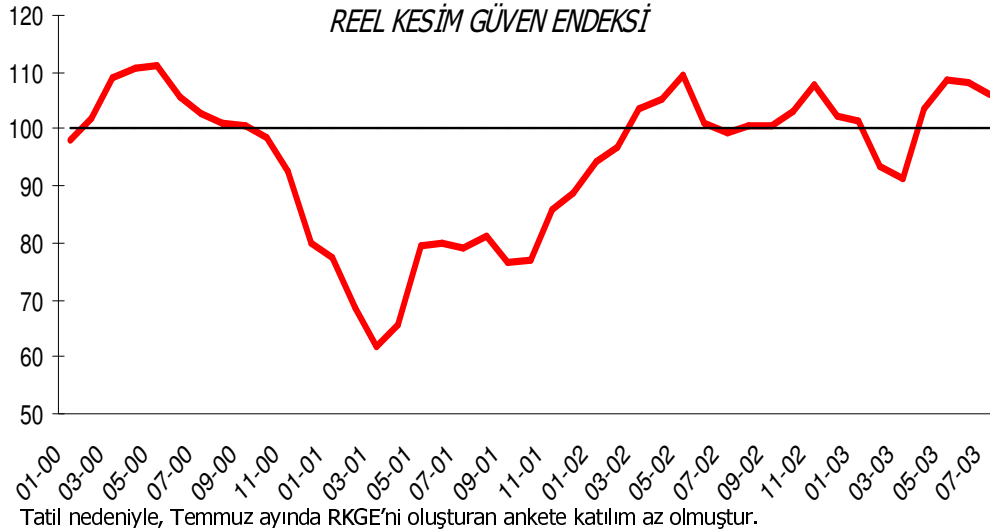
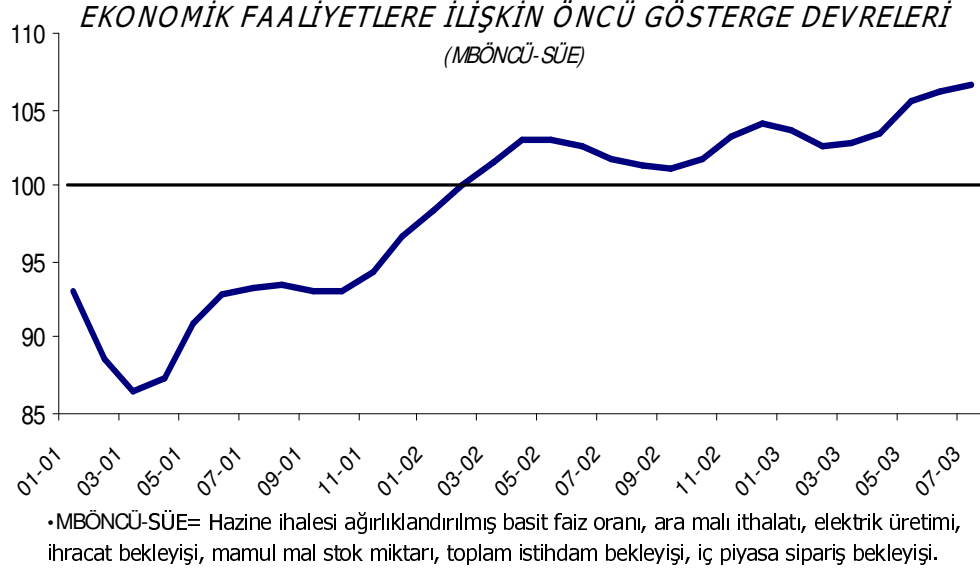


- ✓ Bankacılık sektörünün toplam kredi hacminde belirgin bir canlanma görülmemekle beraber, tüketici kredileri ve kredi kartları reel olarak artış göstermektedir.
- ✓ Sektöre ilişkin reformların aksamadan sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır.
- ✓ Şirketlerin ekonomik kârlılık oranında 90'lı yıllardaki seviyesine ulaşılmasa da 2002 yılı sonu itibariyle, kısmi bir iyileşme görülmektedir.
- ✓ Bu, ileriye dönük olarak son derece olumlu bir gelişmedir.

Ekonomik Kârlılık: Yatırılan para karşılığı ekonomide yaratılan net katma değer; net katma değer / net varlıklar.
Kaynak: İSO, Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu

Sürdürülebilir Büyüme

Gidişat ile ilgili beklentiler de olumludur.

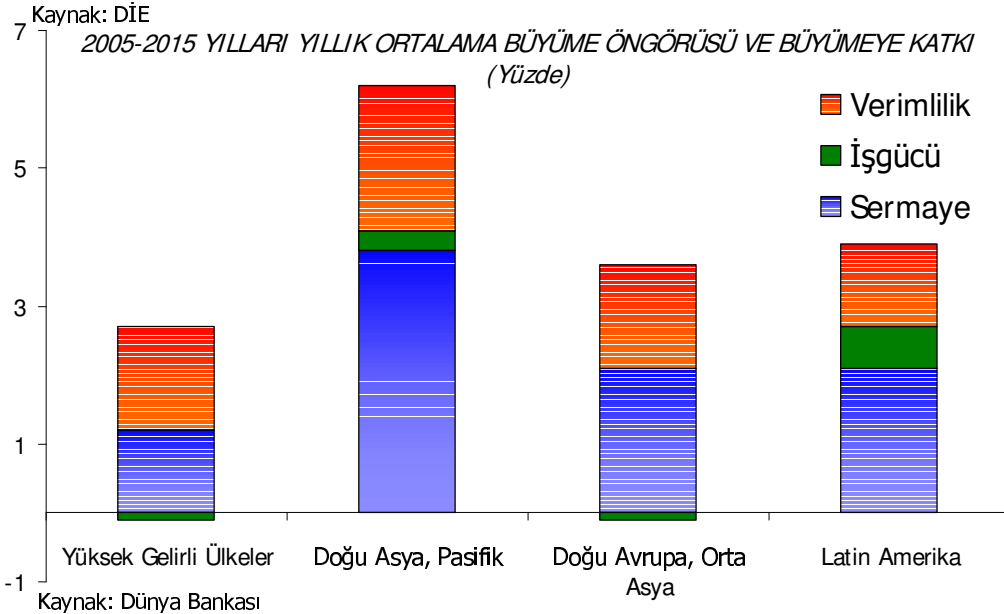
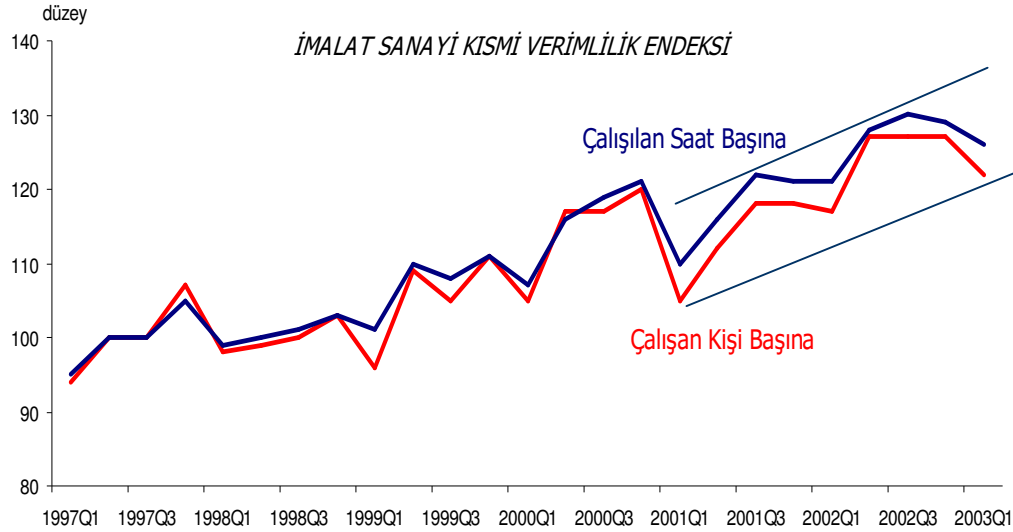


RKGE'nin 100'ün üstünde değer alması güvenin arttığını göstermektedir. Ankette yer alan "aynı" yanıtı ise istikrarlı bir görünümü ifade etmektedir. Temmuz ayında "aynı" yanıtının çoğu nedeniyle de endekste hafif bir düşüş olmuştur.

- ✓ Ekonomik faaliyetlere ilişkin öncü gösterge endeksi Temmuz ayındaki 120,8 değeri ile Ağustos 2000'den bugüne en yüksek değerine ulaşmıştır.
- ✓ Endeks aynı zamanda, teknik anlamda, yükseliş evresinin devam ettiğini de göstermektedir.
- ✓ RKGE Mayıs ayında son altı ayın en yüksek değerine ulaşmış, Haziran ayında bu seviyesini korumuş, Temmuz ayında ise hafif gerilemiştir.

Sürdürülebilir Büyüme

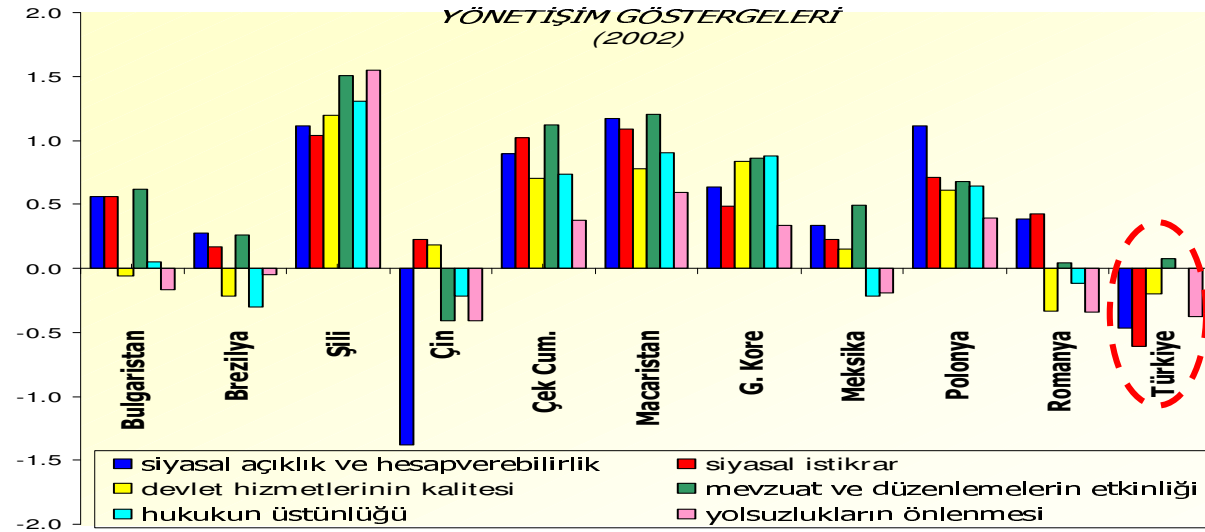
Sürdürülebilir ve aynı zamanda yüksek büyüme hızlarına ulaşmak için verimlilik artışı gerekmektedir.



- ✓ İmalat sanayi kısmı verimlilik endeksi son dönemlerde belirli bir artış içindedir. Bu artış 2003 büyüme öngörüsünün gerçekleşebilmesi için olumlu bir görüntü sergilemektedir. Bununla birlikte, sürdürülebilir yüksek büyüme hızlarına ulaşmak için, ekonomide tüm sektörlerde verimliliğin çok daha üst düzeylere çıkarılması ve sürdürülebilir bir nitelik kazanması şarttır.
- ✓ Dünya Bankası, ülke grupları itibariyle yaptığı gelecek 10 yıllık büyüme tahminlerinde, verimlilik artışının, büyümenin önemli bir unsuru haline geleceğini öngörmektedir.
- ✓ Orta ve uzun vadede insan kaynağı ve teknoloji düzeyindeki ilerleme ile sağlanılabilecek olan verimlilik artışı, kısa vadede organizasyon ve iş etüdü çalışmaları sonucunda artırılabilir.
- ✓ Milli Prodüktivite Merkezi, KOBİ'ler için sadece iş etüdü kapsamında yöntemsel ve örgütsel iyileşmeler ile % 25'lik bir verimlilik artışı sağlanabileceğini hesaplamıştır.

Sürdürülebilir Büyüme

Sürdürülebilir yüksek büyüme performansına ulaşma ve dünya ile bütünleşme için yönetim göstergelerinde iyileşme mutlaka sağlanmalıdır.

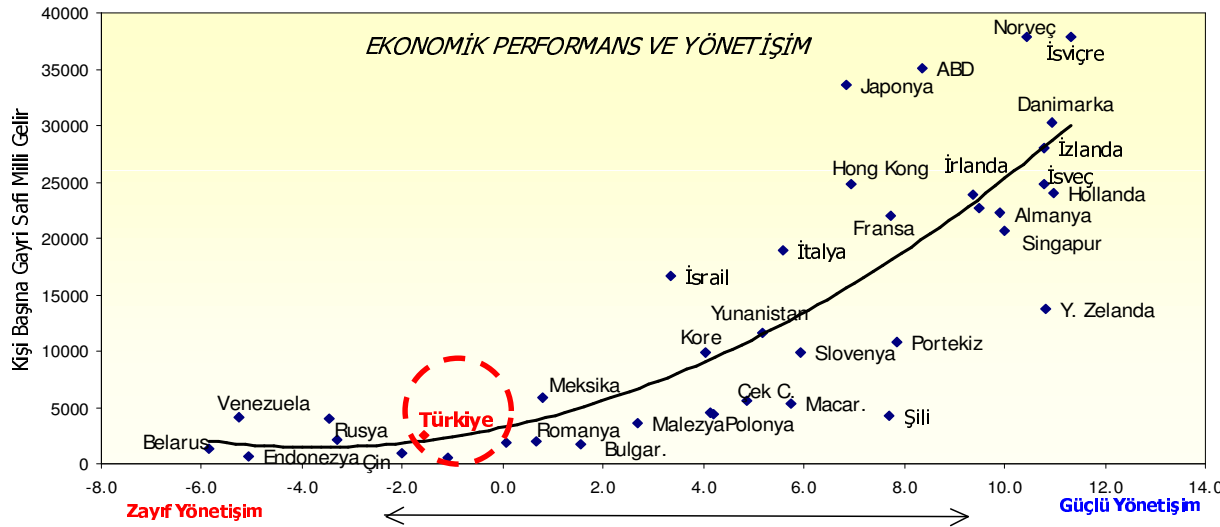


✓ Kamu yönetiminde şeffaflık, hesap verebilirlik, hizmetlerin kalitesi, yolsuzlukların önlenmesi, hukukun üstünlüğünün tesisi ve siyasal istikrar, ekonominin performansı özellikle de sürdürülebilir büyüme performansı için önemli belirleyici unsurlardandır.

✓ Türkiye, son dönemlerde görülen iyileşmeye rağmen, iki grafikten de görüldüğü üzere benzer ülkelerin oldukça gerisindedir.

✓ Büyümenin sürdürülebilir nitelik kazanması ve gerek yurtiçi gerekse yurtdışı yatırımcılar açısından sağlıklı bir yatırım ortamının oluşturulabilmesi için, bu unsurlarda iyileşme sağlanması gereği son derece nettir.

✓ Sivil toplum örgütlerinin bu konudaki desteğinin kuvvetlenerek sürmesi gerekmektedir.

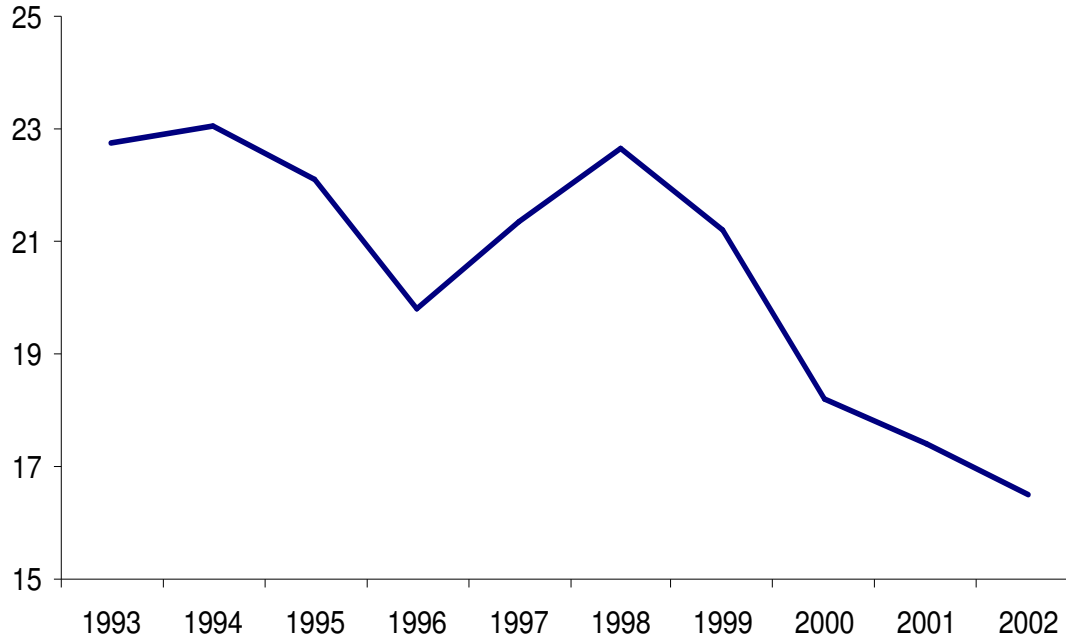


Kaynak: D. Kaufmann, A. Kraay and M. Mastruzzi, 2003, Dünya Bankası Çalışma Tebliğleri, "Yönetişim Önemlidir III: 1996-2002 için Yönetişim Göstergeleri".

Sürdürülebilir Büyüme

Doğrudan yabancı yatırımı destekleyici ortamın sağlanması, yurtiçi tasarruf açığının kapatılması için şarttır.

TOPLAM YURTIÇİ TASARRUFLARIN GSMH'YE ORANI



✓ Türkiye kronik tasarruf açığı yaşayan bir ülkedir. Son yıllardaki yüksek reel faizlere rağmen yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranı artmamış tam tersine azalmıştır.

✓ Kısa dönemde Ülkenin gelir yaratma potansiyelini ve tasarruf eğilimini artırmak zordur. Bu yüzden nispeten daha kısa bir zaman süresinde, sürdürülebilir yüksek büyüme hızlarına ulaşmak için tasarruf açığını, doğrudan yabancı yatırım ile kapatmak şarttır.

✓ Bu konudaki çabalar umut vericidir. Doğrudan yabancı yatırım açısından özellikle kamu yönetim göstergelerinde iyileşme sağlanması son derece önemlidir.

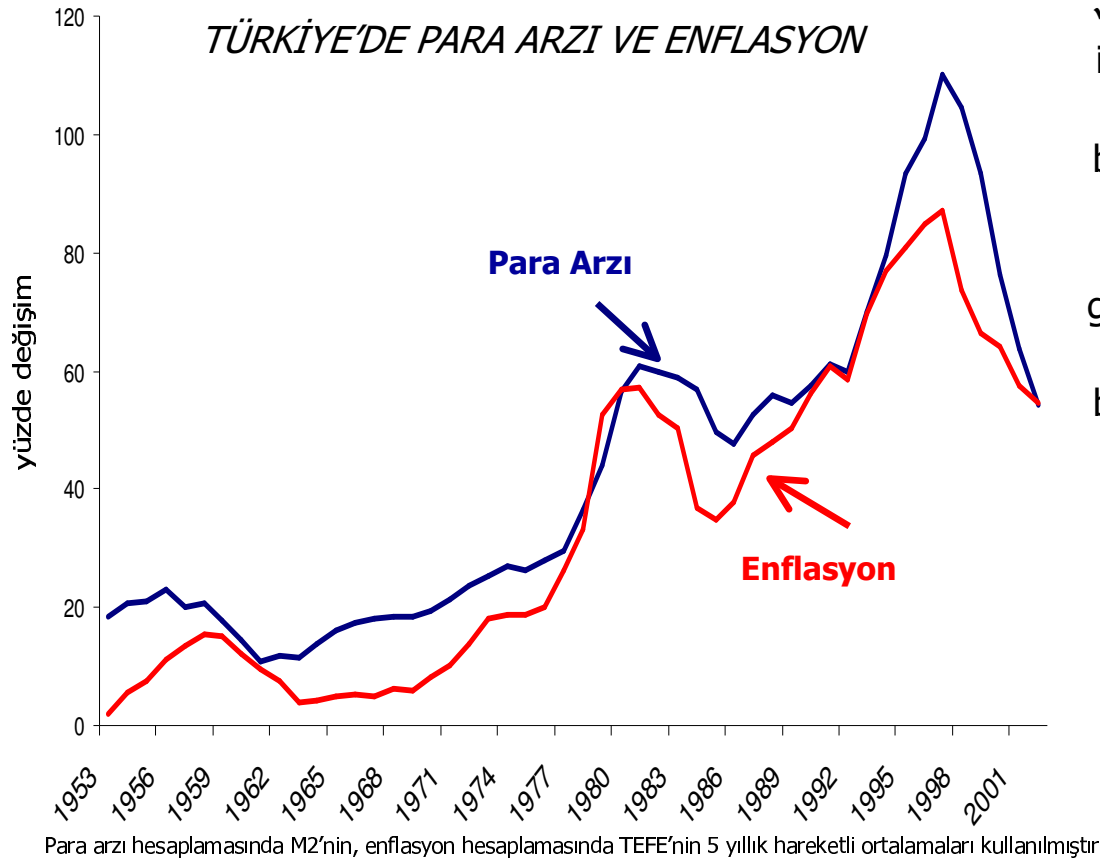
Bundan sonra reel ekonomi ile ilgili yapılması gerekenler ekonomiye daha uzun bir bakış açısından bakmak ve fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda **verimlilik, yabancı sermaye ve yönetim** göstergelerinde dünya standartlarına erişerek **sürdürülebilir yüksek büyüme hızlarına** ulaşmaktır.



FİYAT İSTİKRARI

Fiyat İstikrarı

Merkez Bankası'nın temel hedefi fiyat istikrarını¹ sağlamak ve sürdürmektir.

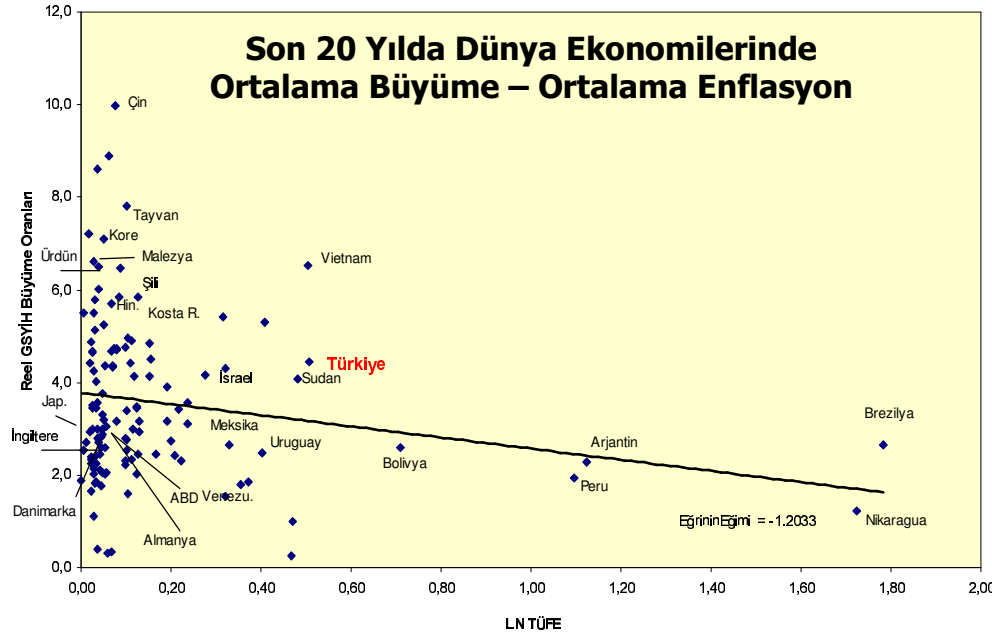


✓ Neden tüm dünyada ve Türkiye'de fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme görevinin merkez bankalarına verildiğine baktığımızda; uzun dönemde enflasyonun temel olarak parasal bir olgu olduğunu, diğer bir deyişle sürekli bir parasal genişleme olmadığı sürece enflasyonist bir süreç yaşanmayacağını ve merkez bankalarının, gerekli ortam yaratıldığında, parasal genişlemeyi kontrol altında tutabileceği gerçeğini görmekteyiz.

✓ Ancak, kısa ve orta vadede enflasyonun diğer unsur ve politikardan etkilendiği ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için diğer politikaların, özellikle de maliye politikasının fiyat istikrarı hedefini destekleyici bir şekilde yürütülmesi gerektiği asla unutulmamalıdır.

Fiyat İstikrarı

Merkez Bankası'nın temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir.



Para Politikası Ne Yapar Ne Yapamaz?

✓ Bölgesel ve sektörel sorunlara çözüm üretmez. Merkez Bankası fiyat istikrarı ile ilgili kararlarını alırken ekonomik durumu ülke genelinde bir bütün olarak ele alır ve makro ekonomik hedefleri gözetir. Dolayısıyla, Merkez Bankası bölgesel ve sektörel sorunları çözmeye dönük politika üretmez, üretmez.

✓ Merkez Bankası'nın önceliği fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı ile büyüme birbiri ile çelişen unsurlar değildir, tam tersine sürdürülebilir ve yüksek büyüme hızları için fiyat istikrarı gerekli bir önkoşuldur.

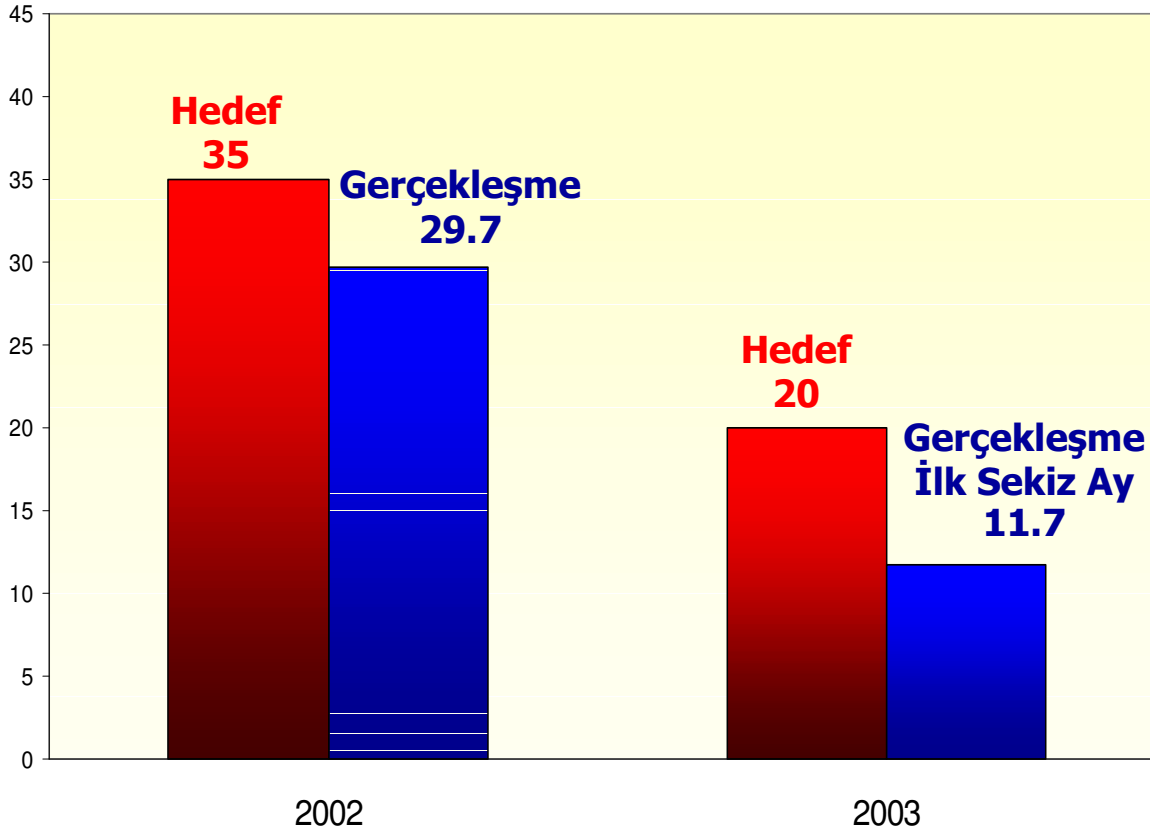
Para politikasının gevşetilerek büyüme oranlarının hızlandırılacağı yanlıgısı vardır. Oysa;

- ✓ Büyüme, üretim faktörlerinin miktarının artması ve niteliğinin iyileşmesi ile gerçekleşir, ki bu ekonominin arz tarafıdır.
- ✓ Para politikası ise ekonominin talep tarafındadır ve fiyat istikrarını sağlama görevi yoluyla toplam talebin ekonominin üretim kapasitesi ile uyumlu gitmesini hedefler.
- ✓ Dolayısıyla, para politikası gevşetilerek üretim faktörlerinin miktarı artırılmaz, büyüme sağlanamaz. Sadece gelecek enflasyonun yükselmesine neden olunur, ki bu da belirsizliği beraberinde getirdiği için üretimde ve yatırımda kullanılacak olan kaynakların üretken olmayan alanlara; örneğin dövize ve gayri menkule yönelmesine dolayısıyla üretimin azalmasına yol açar.

Fiyat İstikrarı

Merkez Bankası'nın temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir.

TÜFE HEDEF VE GERÇEKLEŞMELER

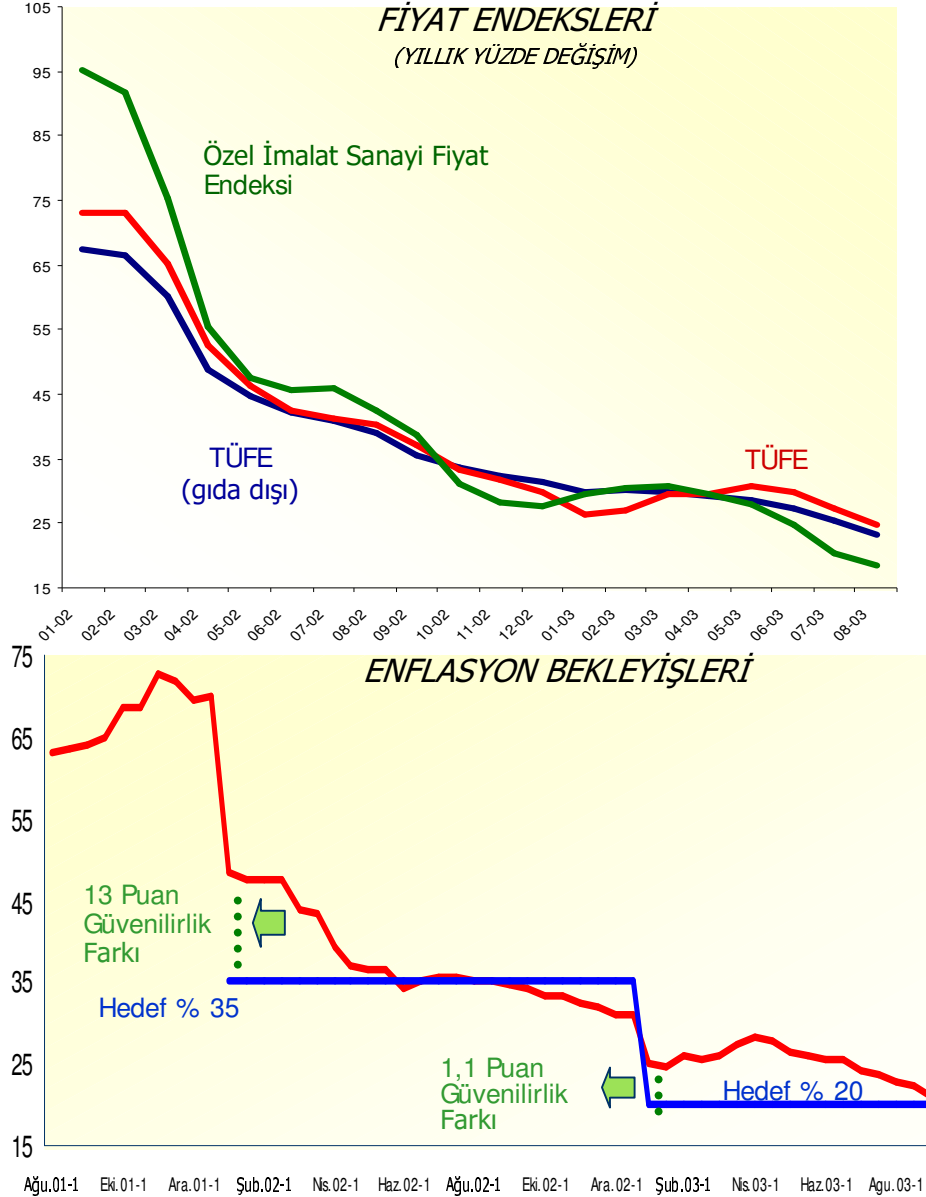


✓ Enflasyon hedefi Hükümet ile birlikte saptanmakta, bu hedefi gerçekleştirmeye yönelik para politikası uygulamaları ise, Merkez Bankası tarafından, Yasası ile belirlenmiş esaslar çerçevesinde, bağımsız bir biçimde uygulanmaktadır.

Söz Konusu Uygulamalar Sonrasında

- ✓ 2002 yılı tüketici fiyat enflasyonu %35 olan hedefin de altında kalmış ve % 29,7 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu oran son yirmi yılın en düşük yıl sonu enflasyon oranıdır.
- ✓ 2003 yılı hedefi ise % 20'dir. İlk sekiz aylık gerçekleşme umut vericidir. Söz konusu döneme daha ayrıntılı bir biçimde bakmak gerekirse; 16

Fiyat İstikrarı – 2003 İlk Sekiz Ay



- ✓ Tüketici fiyatları (TÜFE) ilk sekiz ayda kümülatif yüzde 11,7 oranında artarken, özel imalat sanayi fiyatları yüzde 9,4 oranında artmıştır.
- ✓ Haziran ve Temmuz ayında toptan eşya fiyatları (TEFE) ve TÜFE Türkiye'nin enflasyon tarihinde ilk defa birlikte iki ay üst üste düşüş göstermiştir. TEFE, üst üste dört aydır düşmektedir.
- ✓ Özel imalat sanayi fiyatlarındaki artış da enflasyondaki temel eğilimin göstergesi olarak sürekli azalma göstermektedir. Ağustos ayında gerçekleşen yüzde 0.7'lik artış, 1994'den beri Ağustos ayları içinde en düşük artış olmuştur.

Enflasyon beklentileri, enflasyon hedefine kademeli olarak yaklaşmaktadır.

- ✓ 2002 yılı başında enflasyon hedefi yüzde 35 iken, güvenilirlik farkı 13 puan idi.
- ✓ 2003 yılı başında ise yüzde 20'lik enflasyon hedefiyle beraber, güvenilirlik farkı 5 puana; bugün itibarıyla ise 1,1 puana inmiştir.

Fiyat İstikrarı

Bugün artık olağanüstü dönemden kaynaklanan koşullar ortadan kalkmış ve enflasyondaki düşüş kalıcı bir hal almıştır. Ancak,

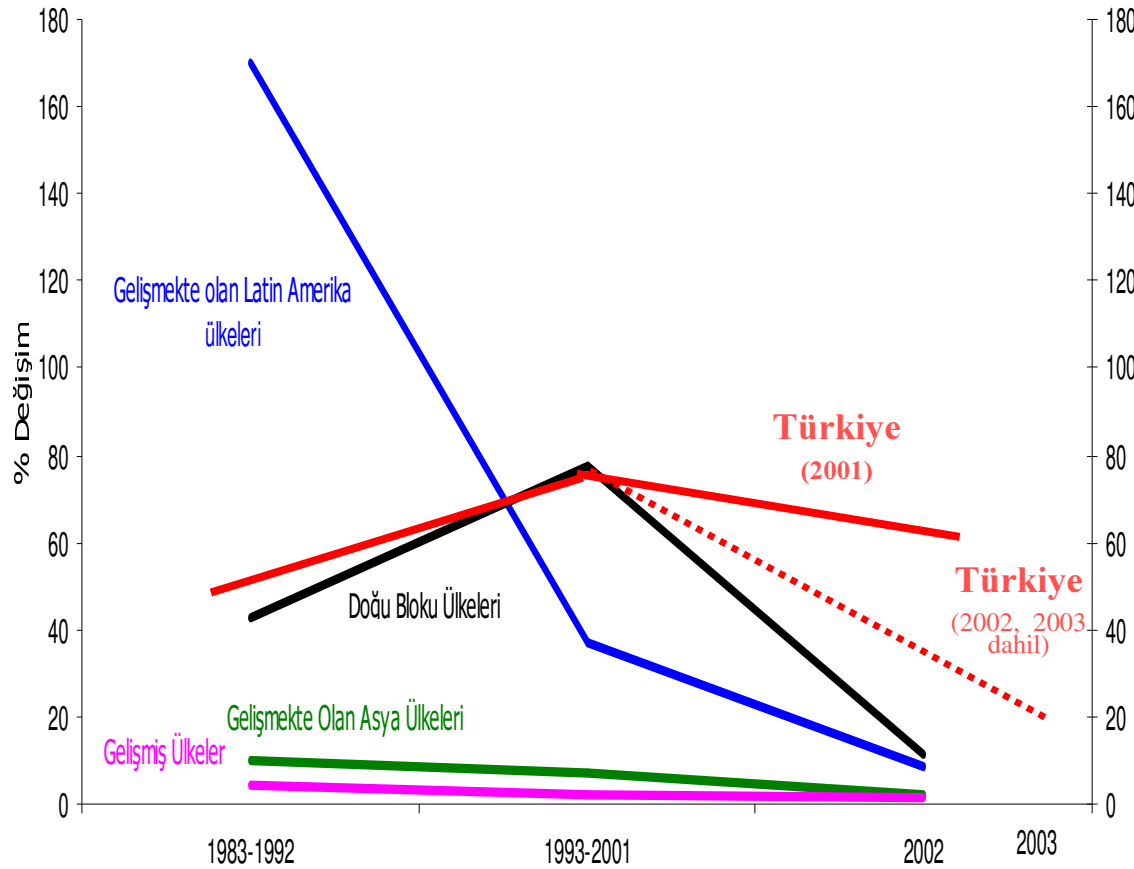
- ✓ **Gelirler ve maliye politikalarındaki disiplinin** tavizsiz sürdürülmesi,
- ✓ **Kamu fiyat ayarlamaları politikalarının hedeflenen enflasyona** uyumlu bir şekilde devam etmesi,
- ✓ **Programın ve yapısal reformların** kararlılıkla uygulanması ve bunun sonucunda **döviz kurlarında sağlanan istikrarın devam etmesi,**
- ✓ **Bekleyişlere** dikkat edilerek **mali piyasalarda dalgalanmalara** yol açacak gelişmelere izin verilmemesi,
- ✓ **Geçmiş** enflasyona **endeksli** fiyatlama davranışlarının ortadan kalkması,
- ✓ **Tüketimde görülen canlanmanın kontrollü** bir biçimde devam etmesi ve **enflasyon üzerinde baskı** yaratmaması sonucunda,

Yüzde 20 enflasyon hedefi tutacaktır:

- Gıda ve tarım fiyatlarındaki artış bir risktir, ancak gelişmeler cesaret vericidir.
- Petrol ve enerji fiyatları hedef için her zaman bir risktir.

Fiyat İstikrarı

Ülke Grupları İtibariyle Ortalama ve Yıl Sonu (2002-2003) TÜFE Oranları

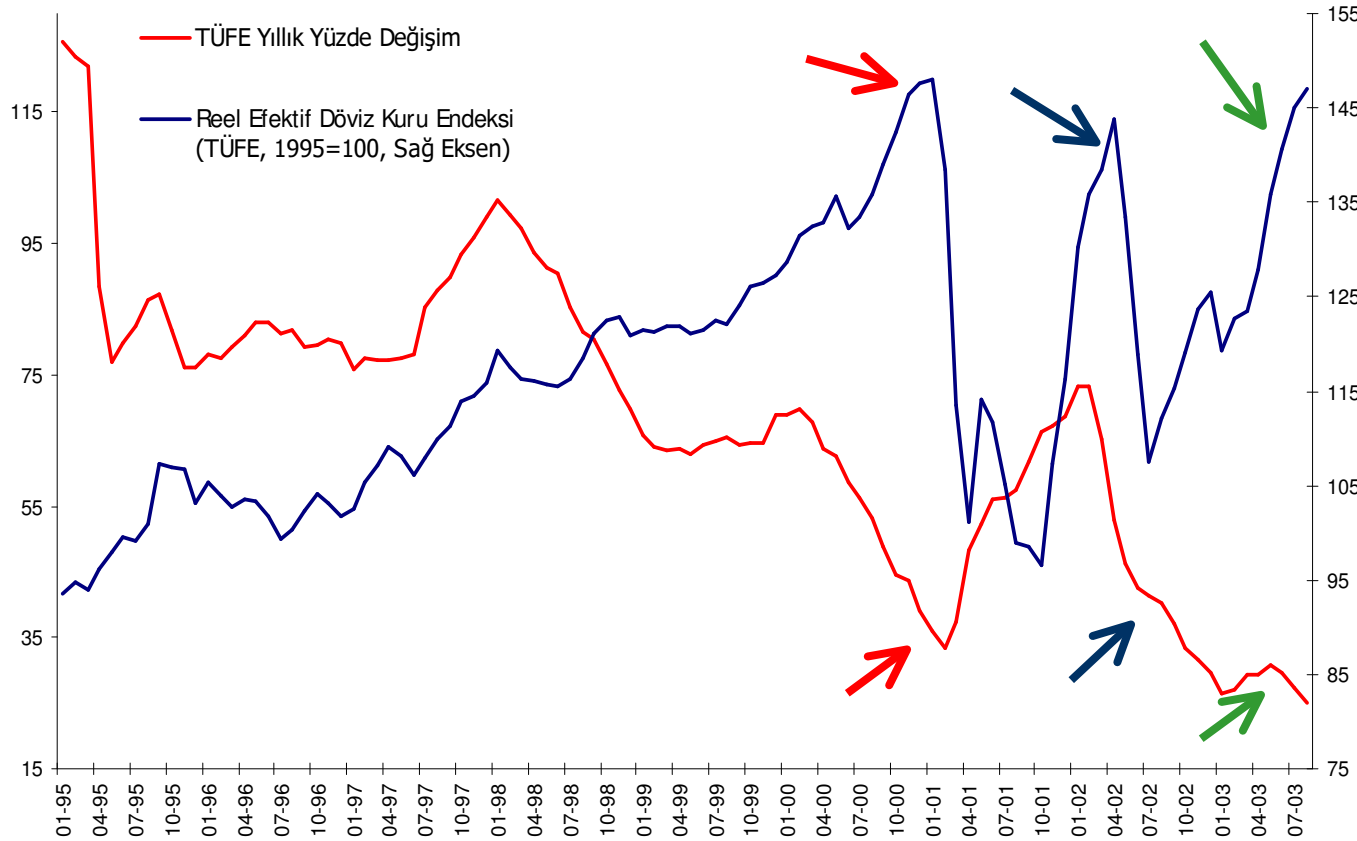


Uygulanmakta olan ekonomik program sonucunda enflasyonda görülen düşüş, Türkiye'nin dünya ekonomisiyle bütünleşmesine nihayet katkıda bulunmaktadır.

✓ Enflasyon oranları düşerken, öngörülenin üzerinde büyüme hızlarına ulaşıldığı da unutulmamalıdır.

Fiyat İstikrarı

Enflasyon ve Döviz Kuru



Endekste ki azalış TL'nin değer kaybını, artış ise değer kazanmasını belirtir.

✓ Reel döviz kuru endeksinin geçmişte de bugünkü değerine yakın seviyelere ulaştığı, hatta bu değeri geçtiği dönemler olmuş, ancak enflasyon hiçbir zaman bugünkü seviyelerine düşmemiştir.



KUR REJİMİ

Kur Rejimi

“Döviz kurlarının bizatihi bir olay değil, ülkenin ekonomik durumunun bir fotoğrafı ya da daha doğru bir benzetme ile termometresi olduğunun fark edilmesi önemlidir. Kısa dönemde yapay önlemler ile döviz kurları üzerinde bir ölçüde etki yapmayı başarmanın mümkün olduğu şüphe götürmez. Gerçekten, döviz alış ve satışı şeklinde, piyasaya müdahalelerle aşırı düşüş ve yükselişlere engel olunabilir. Ancak, **döviz kurlarıyla oynayarak, ülkenin ekonomik durumu değiştirilemez.** Bu bir odanın ısisının aynı odadaki bir termometrenin üstüne sıcak havlu ya da bir buz parçası koyarak değiştirilebileceğini düşünmeye benzer. “

1928 yılında Bankamızın kuruluş çalışmaları sırasında, dönemin Hollanda Merkez Bankası, Banka Meclisi Başkanı Dr. Vissering tarafından hazırlanan ve İsmet İnönü Hükümeti'ne sunulan raporun "Paranın İstikrarı" bölümünden bir alıntı.

Kur Rejimi

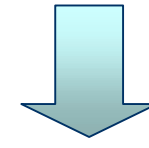
Türkiye’de kur rejimi kapsamında politika tasarımlarına baktığımızda sermaye hareketlerine getirilen düzenlemelere bağlı olarak 3 ayrı dönem karşımıza çıkmaktadır.

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 ediliyor; 1980 öncesi.



Serbest

2- Döviz kurları kontrol ediliyor, faiz oranları serbest: Pasif para politikası 1990 – 2001.
3- Faiz oranları kontrol ediliyor, döviz kurları serbest: Aktif para politikası 2001 yılı sonrası.

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

Dalgalı Kur Rejimi

Bugün uygulanmakta olan kur rejimi çerçevesinde;

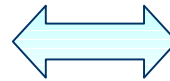
- ✓ **Döviz kuru rejiminin** seçimi Hükümet ile birlikte yapılmaktadır.
- ✓ **Döviz kuru politikasının** uygulanması ise Merkez Bankası'na aittir.
- ✓ Döviz kurları arz ve talep koşulları altında serbest piyasada belirlenmektedir.

Dalgalı kur uygulaması ile birlikte nominal çapa olma özelliğini kaybeden döviz kuru ekonomik birimler için sakınılması gereken bir risk unsuru olarak ortaya çıkmıştır.

Ancak, unutulmaması gereken nokta şudur; **dalgalı kur rejimi altında** daha idare edilebilir bir risk olan **kur riski artmış**, fiyat istikrarının Merkez Bankası'nın öncelikli hedefi haline gelmesi ile daha kapsamlı bir risk olan **"enflasyon" riski ortadan kalkmıştır.**

Dalgalı kur

Döviz Kuru Bir Risktir.



Fiyat İstikrarı

Enflasyon Risk
Olmaktan Çıkmaktadır.

Dalgalı Kur Rejimi

Enflasyon risk olmaktan çıkmakta, kur riski artmaktadır.

✓ Aslında Türkiye'de riskten korunma kültürü vardır.



Önceki dönemlerde ekonomik kesimler, en önemli risk unsuru olan enflasyona karşı dövize yatırım yaparak kendilerini enflasyon riskinden ciddi bir biçimde korumuşlardır.

✓ Ancak, bugün riskler değişmiştir.



İki dönem arasındaki fark, dövize yatırım yaparak enflasyon riskinden korunmanın maliyeti son derece az iken bugün döviz riskinden korunmak için vadeli piyasalarda işlem yapmanın bilgili olmak ve daha fazla emek harcamak da dahil olmak üzere belirli bir maliyetinin olmasıdır.

- Artık, bu maliyetin ödenmesinin gerektiği kabul edilmelidir.
- Ekonomik kesimlerin döviz riskine karşı kendilerini korumayı öğrenmeleri kaçınılmazdır.

Dalgalı Kur Rejimi

- Dalgalı kur rejimi altında döviz kurlarının **düzeyini ne belirler?** ekonominin temelleri, uygulanan ekonomik program, beklentiler

- ✓ Ülkelerarası faiz oranı farklılıkları

Uluslararası sermayenin faiz oranlarının görece olarak daha yüksek olduğu ülkelere yönelmesi, o ülkelerin para biriminin değeri kazanmasına, tersi hareket ise değeri kaybetmesine yol açar.

- ✓ Görece fiyat seviyesi

Yurtdışı fiyatların yurtdışı fiyatlara görece olarak artması, yerel paranın değeri kaybetmesine, azalması ise yerel paranın değeri kazanmasına yol açar.

- ✓ Ülkelerarası büyüme oranı farklılıkları

Daha hızlı büyüyen ülkelerin daha çok yabancı sermaye çekmesi veya hızlı büyüme sonrasında enflasyonu kontrol etmek için faizlerin yükseltileceği beklentisi döviz kurlarının seviyesini etkiler.

- ✓ Ödemeler dengesi

Ödemeler dengesi açık veren ülkenin parası değeri kaybederken, fazla veren ülkenin parası değeri kazanır.

- Orta ve uzun dönemde yukarıdaki ve benzer unsurların belirlediği ve makro ekonomik temellerle uyumlu hareket eden döviz kurlarının, kısa vadede bu temellerden bağımsız hareket etmesi de söz konusu olabilmektedir.

Bunun temel nedeni literatürde gürültücü işlemci, "noisy traders" adı verilen, çok kısa vadede işlem yapan ve ekonomik göstergelerden ziyade;

✓ piyasa psikolojisine

✓ teknik analize

✓ siyasetçilerin açıklamalarına

✓ likidite analizine

✓ tavsiye üzerine hareket eden



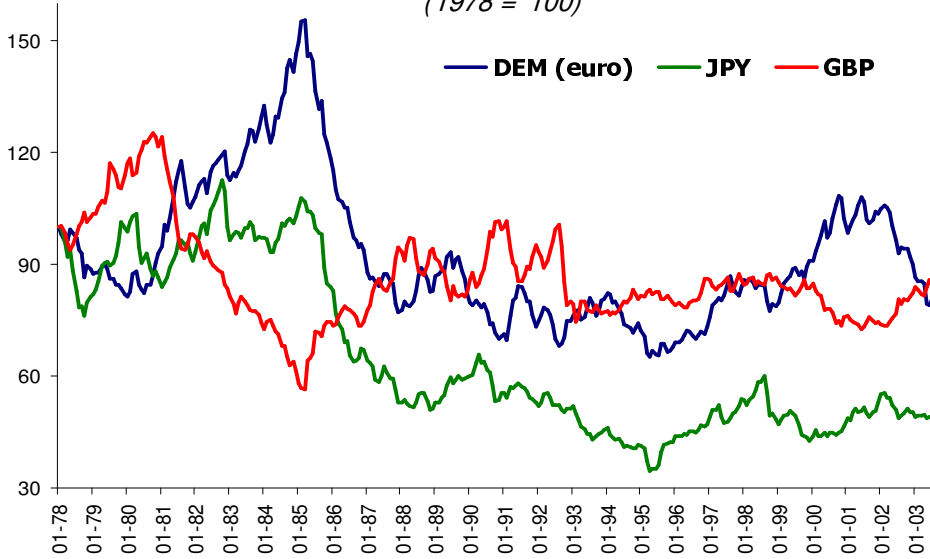
ve hareketleri birbirini etkileyen işlemcilerin varlığıdır.

Söz konusu işlemler zaman zaman toplam piyasa hacminin yüzde 90'ına ulaşmaktadır.

Dalgalı Kur Rejimi

NOMİNAL DÖVİZ KURU ENDEKSLERİ

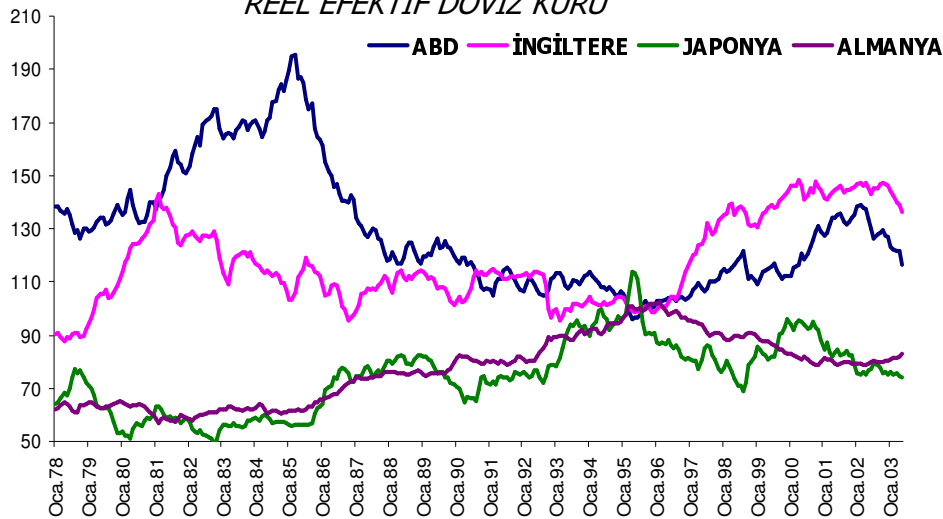
(1978 = 100)



Dalgalı kur rejimi anlaşıldı mı?

- ✓ Dalgalı kur rejimini benimsemiş ülkelerde ister nominal ister reel olsun, kurun zaman içinde daha önce belirtilen unsurlar nedeni ile aşırı değer kazandığı ve kaybettiği dönemler olmuştur. Ancak, uzun dönemde döviz kurları makro ekonomik göstergelerin istikrar kazanması ile birlikte ekonomik temeller ile uyumlu seviyelerde denge bulmuştur.
- ✓ Ülkemizde de benzer bir durum yaşanmaktadır. Döviz kurunun seviyesi geçmişte olduğu gibi gelecekte de, ödemeler dengesi beklentileri, programda gecikme, dışsal şoklar ve piyasa oyuncularının davranışlarına bağlı olarak gerek nominal gerekse reel olarak yükselip düşebilecektir.

REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU



Kaynak: Bloomberg, IFS

- ✓ Döviz kuru piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenmektedir ve Merkez Bankası'nın döviz kurunu düşük tutmak gibi bir politikası yoktur. 2003 yılı içinde 1 ABD dolarının 1.780.000 Türk lirası seviyesine ulaştığı dönemde Merkez Bankası'nın müdahalede bulunmaması bunun bir göstergesidir.
- ✓ Döviz kuru, suni uygulamalar ve müdahalelerle değil, makro ekonomik temeller kuvvetlendikçe ve ekonomideki kırılganlıklar azaldıkça daha güçlü bir istikrara kavuşacaktır ve bundan en çok fayda gören kurum da Merkez Bankası olacaktır.

Dalgalı Kur Rejimi

Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi altında döviz kurunda görülebilecek aşırı oynaklıklara, fiyat istikrarı hedefini tehlikeye attığı ölçüde, her iki yönde de şeffaf ve sınırlı bir şekilde doğrudan, ya da uyarı veya denetimler yoluyla müdahale etmektedir.

Makro ekonomik temelleri son derece sağlam olan sanayileşmiş ülkeler de dahil olmak üzere dalgalı kur sisteminin benimsendiği tüm ülkelerde döviz kurlarında oynaklık görülmektedir.

Yıllıklandırılmış Oynaklık (Yüzde)

	01-I	01-II	01-III	01-IV	2002-I	02-II	02-III	02-IV	2003-I	03-II
Türkiye	91.3	42.9	34.1	16.7	13.8	16.7	13.6	13.8	15.4	9.6
AB (Euro)	14.2	11.0	11.2	8.8	8.0	8.2	11.6	6.8	9.8	11.1
Kanada	6.0	5.4	4.1	5.0	5.1	4.6	8.3	5.5	6.6	9.6
İngiltere	8.1	8.6	7.2	7.7	5.6	5.6	8.5	6.4	8.1	8.7
Brezilya	10.3	17.3	21.0	16.9	12.1	20.4	39.6	27.1	17.3	21.0
Arjantin	0.7	0.6	0.7	0.6	109.1	36.7	16.2	11.4	18.8	18.4
Kore	10.1	9.5	6.3	7.1	5.4	7.6	8.3	8.0	7.9	7.3
Y. Zelanda	14.3	13.7	12.5	9.6	9.6	9.8	10.8	8.7	10.1	10.1

Yıllıklandırılmış oynaklık, kurun günlük dalgalanmaların üç aylık dönemler itibariyle standart sapmalarının yıllıklandırılmasıyla hesaplanmıştır. 28

Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kuru rekabetin tek ve en önemli unsuru değildir.

Döviz Kurundaki Oynaklık ve Dış Ticaret

Döviz kurundaki oynaklığın (değer kaybı veya kazancının), dış ticaret üzerinde olumsuz etkisi olduğunu ifade eden geleneksel modellerde;

1- Firmalar bir riskle karşılaştıkları zaman derhal üretimden çekilen firmalar olarak tanımlanmaktadır.



✓ Oysa firmalar belli oranlarda riski taşıyabilmektedirler. Dolayısı ile dalgalı kur ile birlikte döviz kuru riskinin artması dış ticaret üzerinde doğrudan azaltıcı bir etki yapmamaktadır.

2- Döviz kurundaki oynaklığın arttığı dönemlerde, belli sektörlerle yönelik koruyucu tedbirlerin alınması gerektiğine ilişkin söylemler ileri sürülmektedir.



✓ Ancak, koruyucu tedbirlerin ticaret üzerinde olumsuz etkiler yarattığı unutulmamalıdır. Geçmiş bunun örnekleri ile doludur.

Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kuru rekabetin tek ve en önemli unsuru değildir.

Döviz Kurundaki Oynaklık ve Dış Ticaret

3- Söz konusu modellerde dalgalı kur uygulaması ile;

✓ Döviz kurundaki oynaklığın arttığı,

✓ Artan oynaklığın ihracat yapan firmaların satışlarından elde edecekleri kârları belirsizleştirdiği,

✓ Sonrasında firmaların üretimlerini azalttığı da ifade edilmektedir.

Belirsizliğin karar alma süreçlerini etkilediği doğrudur. Ancak, belirsizliğin tek ve en önemli kaynağı, döviz kuru değildir.

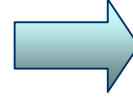
✓ Merkez Bankası politika uygulamaları ile enflasyon gibi, **çok daha ciddi ve yönetilmesi güç bir riskin** firmalar üzerinden alındığı unutulmamalıdır.

✓ Döviz kurundaki oynaklık, **modern bir firma için** görece olarak küçük ve yönetilebilir bir risktir.

Dalgalı Kur Rejimi

Vadeli piyasalar firmalara döviz kurundaki oynaklığa karşı geniş bir yelpazede riskten korunma enstrümanları sunmaktadır.

✓ Son dönemi Bretton Woods olarak da adlandırılan sabit kur sisteminin 1972 yılında ortadan kalkmasıyla dünya genelinde dalgalı kur rejimine geçilmiş,



✓ Döviz kuru, mutlaka dikkate alınması gereken ve üzerinde tahminler yapılmaya çalışılan bir unsur haline gelmiş ve özellikle dış ticaret firmaları ile döviz pozisyonu taşıyan birimlerin kurdaki oynamalara karşı korunma yöntemleri geliştirmelerine neden olmuştur.

Bu kapsamda ortaya çıkan "Vadeli İşlemler" uluslararası ticarete riskten korunma amacı ile yoğun bir biçimde kullanılmaktadır.

Genel bir tanım çerçevesinde en yaygın vadeli işlemlerden olan "Vadeli Döviz Kontratları"



Spot piyasadaki işlem tarihini aşan ve ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak dövizin vadesi, miktarı ve fiyatının bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı kontratlardır.

Dalgalı Kur Rejimi

Vadeli piyasalar firmalara döviz kurundaki oynaklığa karşı geniş bir yelpazede riskten korunma enstrümanları sunmaktadır.

Söz konusu işlemler, organize piyasalar aracılığı ile yapılabildikleri gibi, hizmeti sağlayan banka veya benzeri kurumlar ile müşteri arasında, tamamen müşterinin ihtiyaçlarına göre şekillenebilen bir nitelik de taşıyabilmektedir.

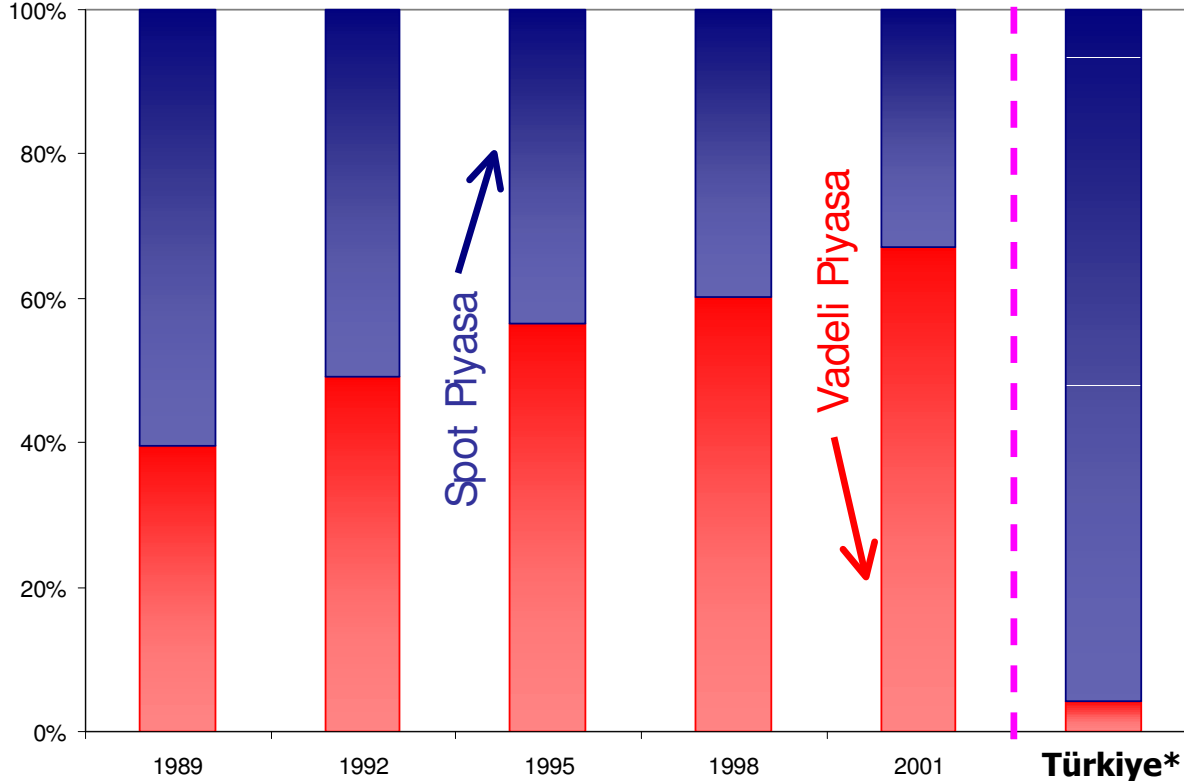
Vadeli Döviz İşlemleri Piyasasının Gelişimi Sadece Yatırımcı İçin Değil, Tüm Ekonomi ve Politika Uygulayıcıları İçin de Önemli İmkanlar Sunar ;

- ✓ Gösterge niteliğinde bir kur oranı oluşturarak kurlarda orta vadeli bakış açısı oluşturur.
- ✓ Bilgiye dayalı hareket edileceği için etkin fiyat oluşumuna katkıda bulunur.
- ✓ Alternatif yatırım araçları yaratarak finansal piyasaların derinleşmesine katkıda bulunur.
- ✓ Spot piyasanın daha likit olmasına yardımcı olarak ve döviz talebini düşürerek döviz fiyatlarında oynaklığı azaltır.
- ✓ Merkez Bankası'nın gelecekteki döviz ihtiyacı hakkında fikir sahibi olmasına ve rezerv yönetimine yardımcı olur.
- ✓ Kur riski almak istemeyen yabancı yatırımcının vadeli piyasayı kullanmasıyla döviz kurunun faizler üzerindeki baskısının azalmasını destekler.

Dalgalı Kur Rejimi

Vadeli piyasalar firmalara döviz kurundaki oynaklığa karşı geniş bir yelpazede riskten korunma enstrümanları sunmaktadır.

SPOT VE VADELİ PİYASALARIN İŞLEM HACİMLERİNİN TOPLAM İŞLEM HACMİNDEKİ PAYI



- ✓ Dünyada zaman içinde vadeli piyasaların (türev ürünler) işlem hacmi spot piyasaların işlem hacmini aşarken, Ülkemizde bu oran son derece düşük bir seviyededir.

Hesaplama, küresel döviz işlemleri piyasasının ilgili yıldaki Nisan ayı ortalama günlük işlem hacimleri kullanılmıştır.

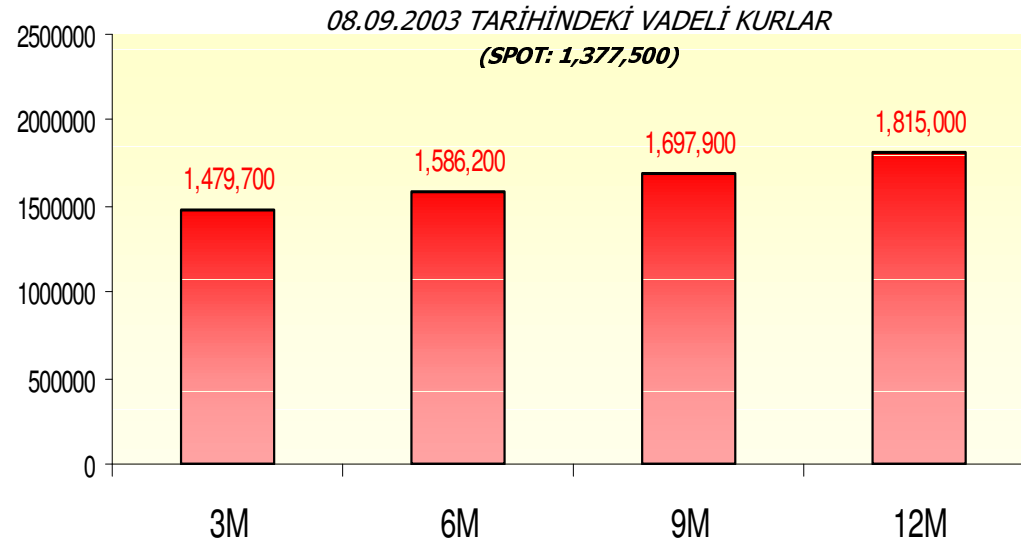
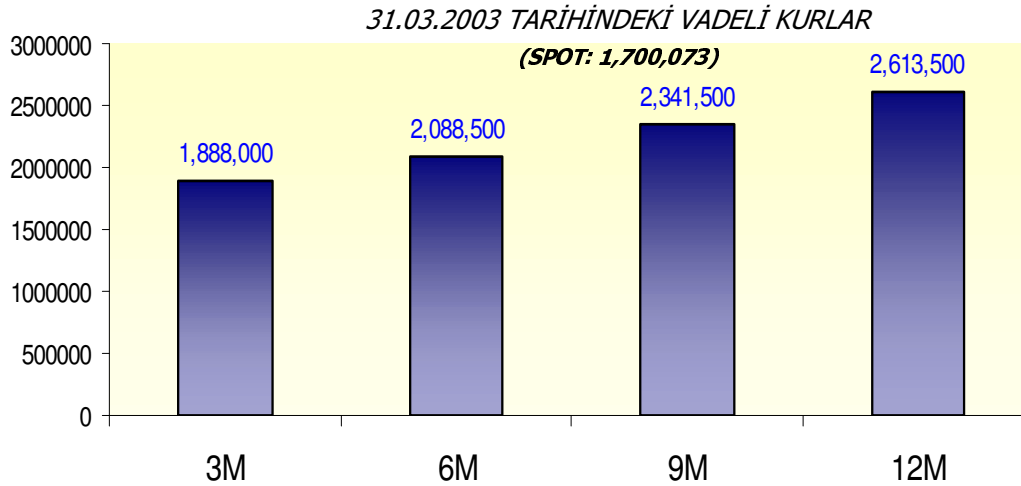
Kaynak: BIS

*Türkiye için 2003 yılı Nisan ayı günlük ortalaması kullanılmıştır.

Kaynak: TCMB

Dalgalı Kur Rejimi

Vadeli piyasalar firmalara döviz kurundaki oynaklığa karşı geniş bir yelpazede riskten korunma enstrümanları sunmaktadır.



- ✓ Oysa, Ülkemizde döviz üzerine vadeli piyasaların altyapısı hazırdır. Bankalar vadeli döviz kotasyonları vermektedir.
- ✓ Yandaki Grafikte 31 Mart 2003 tarihinde bankaların 3-12 ay arası verdiği vadeli döviz alış kurları görülmektedir. 6 aylık vadeye bakıldığında o tarihte bir anlaşma yapılmış olsa idi bugün için ABD dolarının 2.088.500 bin liradan satılabileceği görülmektedir. Dolayısı ile vadeli piyasalarda işlem yapılarak riskten korunabileceği açıktır.
- ✓ 8 Eylül 2003 tarihi itibariyle ise, vadeli piyasalarda işlem yapılmak istendiği takdirde bankalardan yandaki Grafikte görülen kurlar alınabilmektedir.

Kaynak: Üstteki Grafikte dört banka ortalaması, alttaki Grafikte ise Reuters "TRL3M, TRL6M, TRL9M ve TRL1Y" sayfalarında bankaların verdikleri kotasyonların ortalaması kullanılmıştır.

Dalgalı Kur Rejimi

Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi altında **vadeli işlemler piyasasının** (VİP) ve **riskten korunma** (hedging) araçlarının geliştirilmesine büyük önem vermektedir.

- ✓ İşlemlerin vergilendirilmesine ilişkin belirsizlik Maliye Bakanlığı'nın yaptığı düzenleme ile çözüme kavuşmuştur.
- ✓ İşlemlerin muhasebeleştirilmesine ilişkin sorunlar BDDK'nın düzenlemesi ile çözüme kavuşturulmuştur.
- ✓ Haziran 2002 itibariyle, vadeli sözleşmeler üzerinden damga vergisi alınması uygulanmasına son verilmiştir.
- ✓ Uzaktan erişim sistemi sorunu Aralık 2001 itibariyle çözülmüştür.

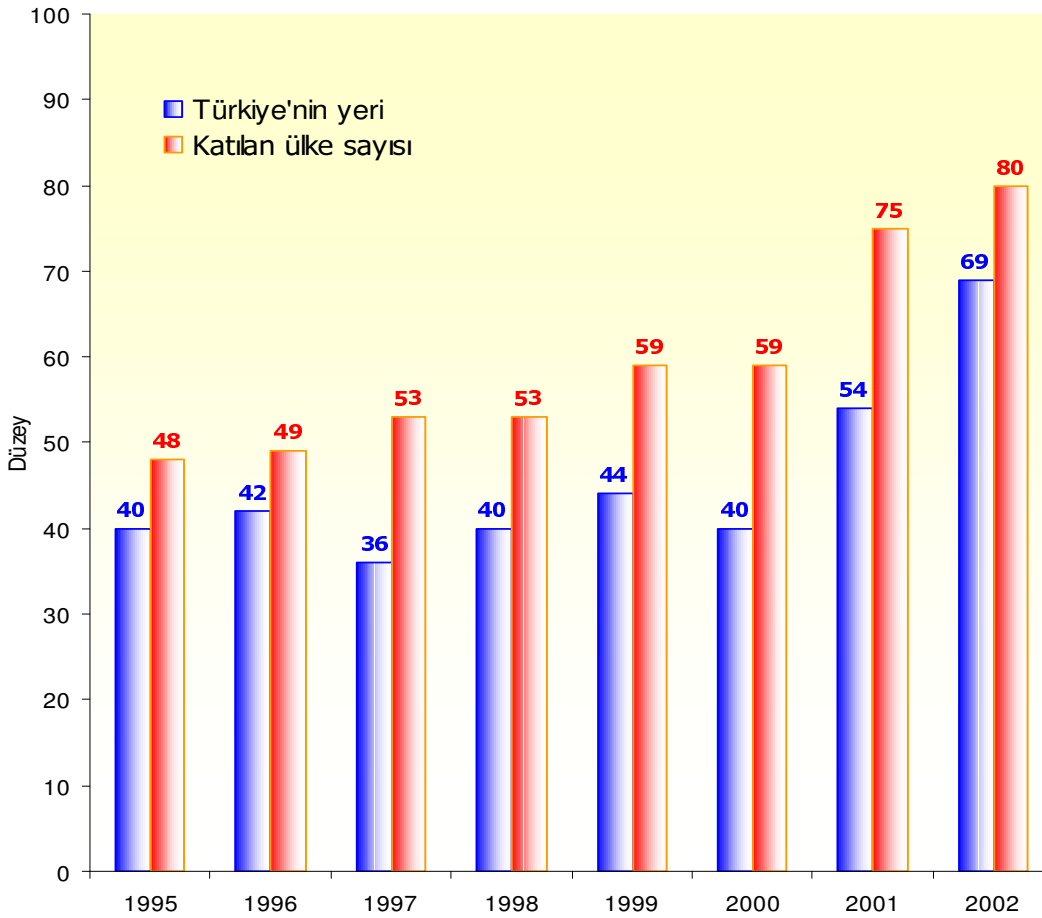
Bugün itibariyle, bu piyasaların yaygın kullanımının sağlanması için;

- ✓ İMKB nezdindeki VİP'in yeterince tanıtımının yapılması,
- ✓ Modern anlamda riskten korunma kültürünün yerleşmesi gerekmektedir.

Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kuru rekabetin tek ve en önemli unsuru değildir.

KÜRESEL REKABET İÇİNDE TÜRKİYE NEREDE?



Kaynak: Dünya Ekonomik Forumu, Küresel Rekabet Raporu, TCMB.

✓ Döviz kuru ister reel ister nominal olarak artsın veya azalsın Türkiye'nin rekabet gücü zaman içinde sürekli gerileme göstermiştir. Dolayısıyla rekabet gücü, bir bütün olarak düşünülmeli ve döviz kurunun rekabet gücünü etkileyen unsurlardan sadece birisi olduğu ve kur ayarlamaları ile sürdürülebilir bir rekabet gücü kazanılamayacağı unutulmamalıdır.

Dalgalı Kur Rejimi

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

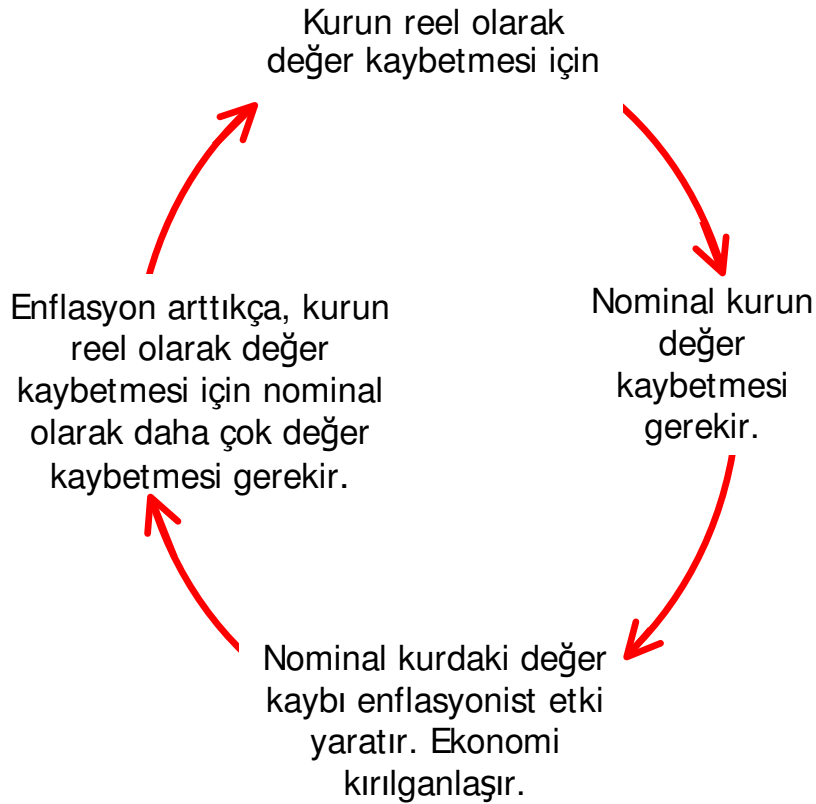
Yapısal Unsurlar



Makro Ekonomik Performans, Ekonomik ve Sosyal Gelişmişlik Düzeyi, Verimlilik, Nitelikli İşgücü, Araştırma – Geliştirme Çalışmalarıdır.

Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kuru ve ihracat

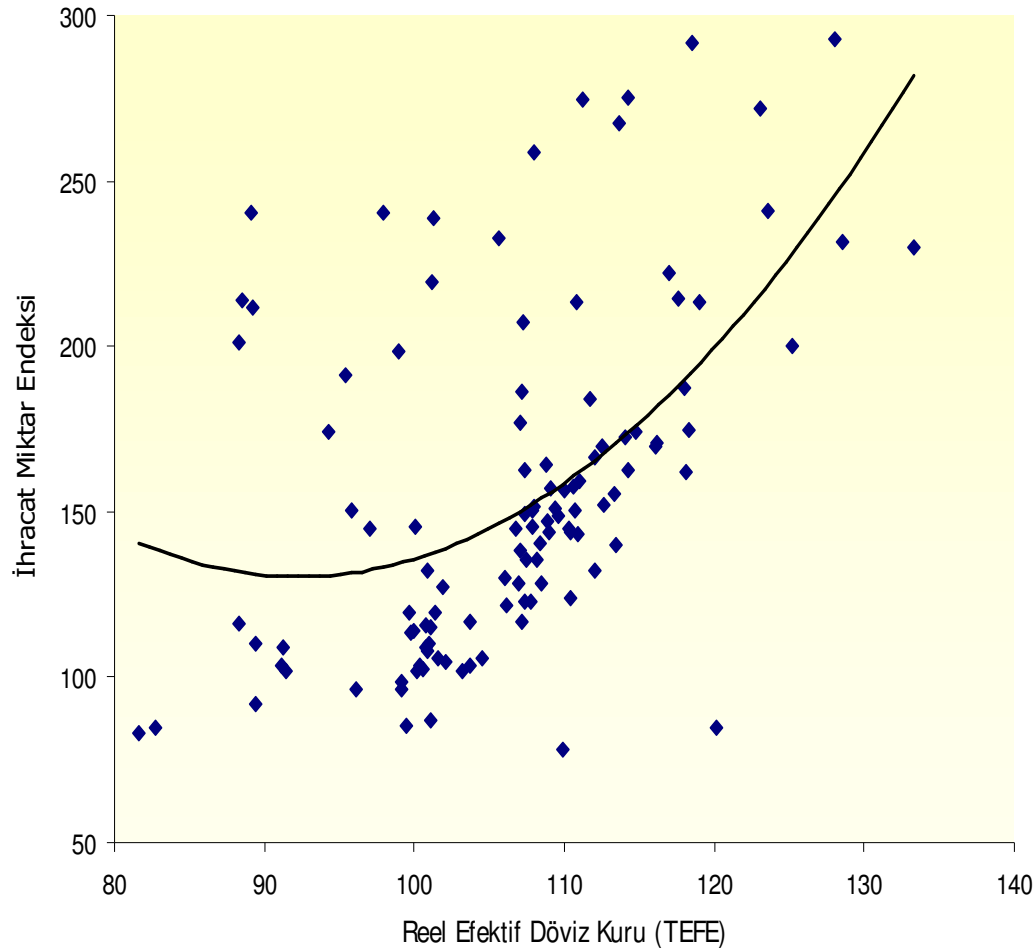


- ✓ Süreç kısır bir döngüye dönüşür.
- ✓ Oysa enflasyon sorununun öncelikli olarak çözülmesi bu kısır döngüyü kırar.
- ✓ Kur, sağlıklı bir ekonomik ortamda makro ekonomik göstergelere uygun bir şekilde denge seviyesine gelir ve ekonomiyi tahrip etmeden ihracata yardım eder.

Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kuru ve ihracat

REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU (TEFE) – İHRACAT MİKTAR ENDEKSİ
Ocak 1994 – Mayıs 2003



Kaynak: TCMB, DİE

✓ Aylar itibariyle reel efektif döviz kuru ve ihracat miktar endeksinden oluşan Grafikten de görüldüğü üzere reel kur ile ihracat arasında net bir ilişki yoktur.

✓ Olan ilişki ise, çok genel bir ifade ile kur reel olarak değer kazandıkça ihracatın miktar olarak arttığıdır.

✓ Çünkü kurun reel olarak değer kazandığı dönemler, istikrar programlarının uygulandığı, bu sayede ekonomide istikrarın en azından belirli bir dönem için sağlandığı, politikalara güvenin, üretimin ve dolayısıyla da ihracatın arttığı dönemlerdir.

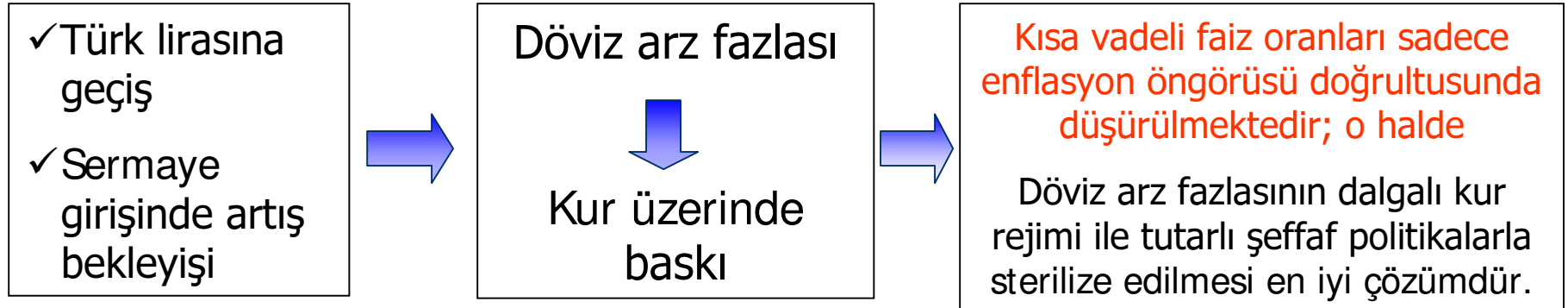
Uygulanmakta Olan Faiz Politikası Kapsamında Döviz Kuru ile İlgili Anlaşılması Gereken Noktalar

Kısa vadeli faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişki ise çok boyutlu ve karmaşıktır:

- ✓ Türk lirası cinsinden varlıkların getirisinin düşmesi, döviz talebini artırarak kur üzerinde yukarı doğru bir baskı oluşturabilir.
- ✓ Kısa vadeli faizlerin düşürülmesi, ekonomik birimlere ekonominin gidişatı ile ilgili olumlu sinyal vereceğinden, mevcut programa olan güvenin artması ve ters para ikamesinin güçlenmesi kur üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturabilir.
- ✓ Ayrıca, döviz kurunda zaman zaman döviz likiditesindeki gelişmelere bağlı olarak ekonomik temellerden kopuk hareketler de gözlenebilmektedir.

Uygulanmakta Olan Faiz Politikası Kapsamında Döviz Kuru ile İlgili Anlaşılması Gereken Noktalar

Uygulanan programa güvenin artmasına paralel olarak aşağıdaki sürecin gerçekleşmesi program kapsamında beklenen bir gelişmedir.



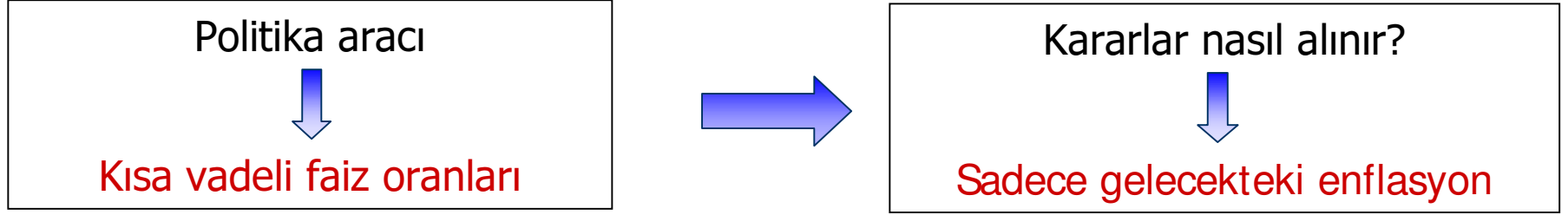
Merkez Bankası, Türk lirasına geçiş ve ödemeler dengesi beklentilerindeki gelişmeleri dikkate alarak, rezerv biriktirmek amacı ile, 6 Mayıs 2003 tarihinde Döviz Alım İhalelerine tekrar başlamıştır.

Kur artık bir **politika aracı değil**, ekonominin temellerinin, uygulanan programın ve beklentilerin bir **sonucudur**.

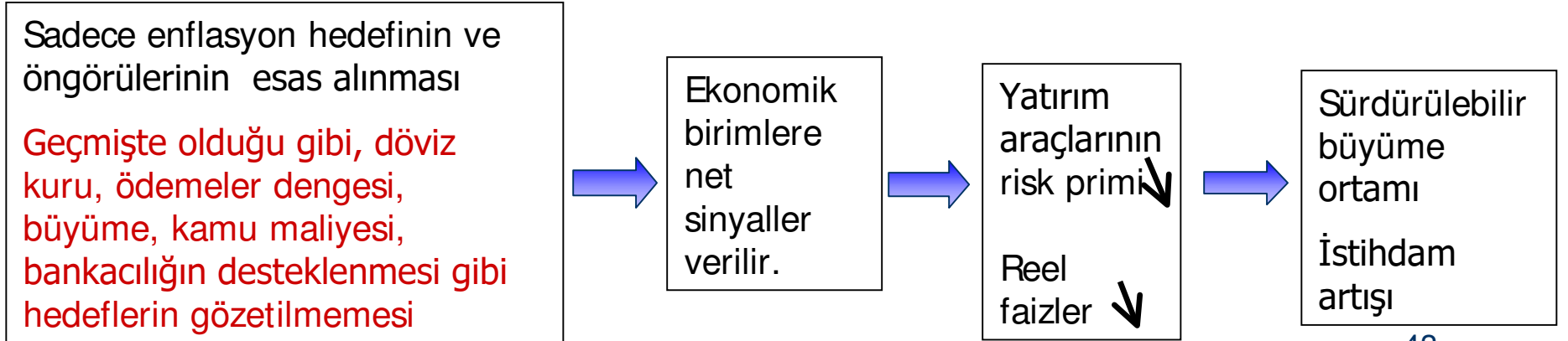


ENFLASYON VE FAİZ ORANLARI

Enflasyon ve Faiz Oranları

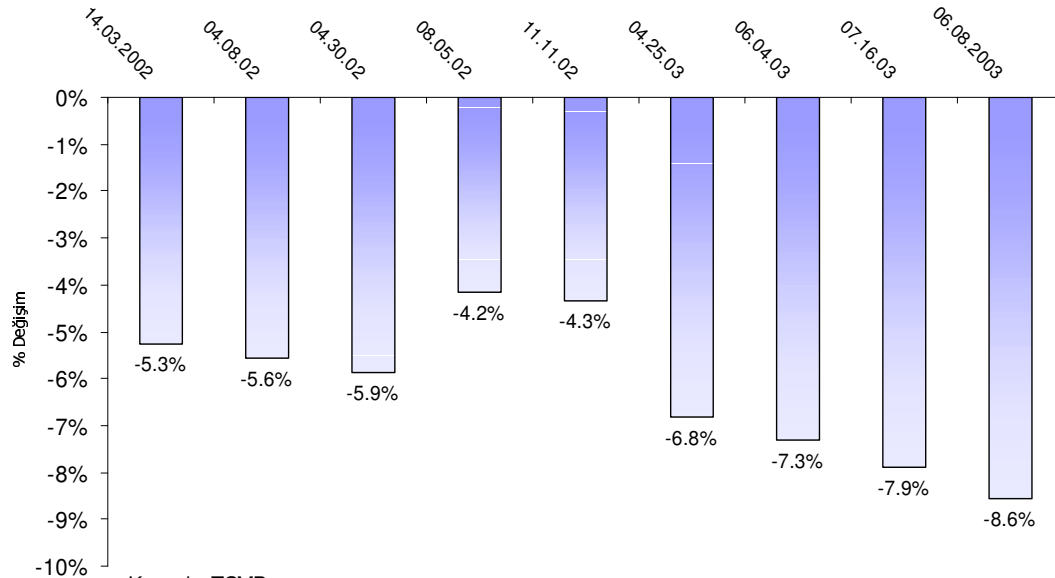
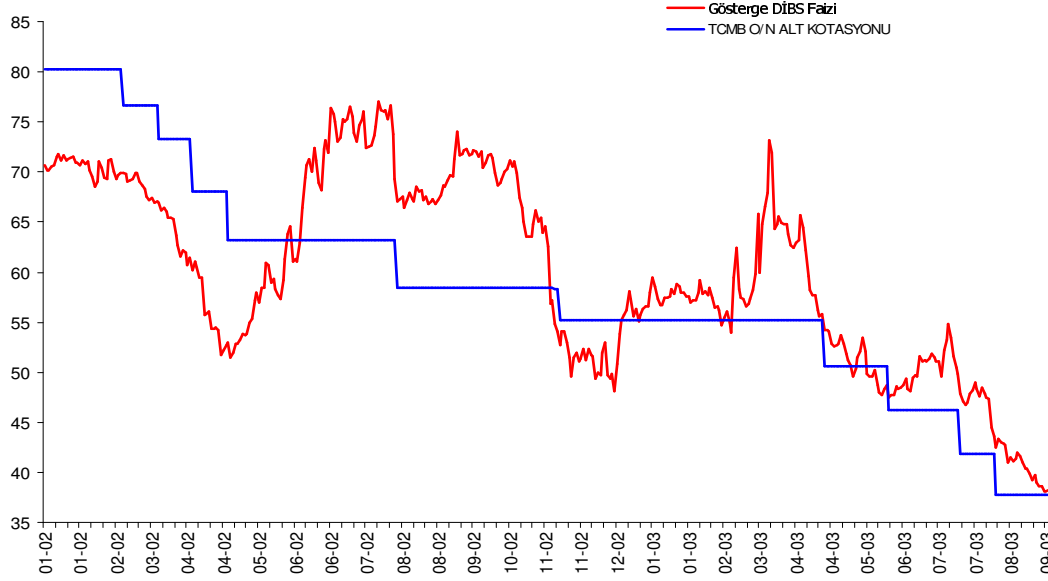


- Merkez Bankası, kısa vadeli faiz oranları ile ilgili kararlarını **enflasyonun gelecekteki izleyeceği seyirin enflasyon hedefi ile uyumunu** gözeterek vermektedir.
- Gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için nelere bakılır?
 - ✓ Enflasyon bekleyiş anketleri ve Merkez Bankası'nın içsel enflasyon tahminleri,
 - ✓ Kamu ve özel sektörün fiyatlama davranışları,
 - ✓ Döviz kurları ve ödemeler dengesi,
 - ✓ Ücretler, istihdam ve işgücü birim maliyetleri,
 - ✓ Toplam arz ve talep; maliye politikası göstergeleri, parasal göstergeler ve kredi büyüklükleri,
 - ✓ Dış ekonomik gelişmeler.
- Neden sadece enflasyon?



Faiz Oranları

TCMB FAİZ ORANI VE GÖSTERGE NİTELİĞİNDEKİ DİBS FAİZİ



Kaynak: TCMB

✓ Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranları ile, piyasa faiz oranları arasında, aslında olması gereken aynı yönde kuvvetli ilişki henüz tam olarak tesis edilememiştir. Grafikten de görüldüğü üzere bazı dönemlerde Merkez Bankası'nın faiz indirimine rağmen faizlerin yükseldiği, yine bazı dönemlerde piyasa faizlerinin Merkez Bankası oranlarının altında seyrettiği görülmüştür. Dolayısıyla Merkez Bankası'nın faiz oranlarını düşürerek faizler genel seviyesini etkilemesi şu an için beklenmemelidir. Bugün için faizler genel düzeyi daha çok, geçmişte yaşanan kırılmalardan dolayı, kamu maliyesi, siyasi gelişmeler ve neticesinde programa ilişkin beklentiler çerçevesinde şekillenmektedir.

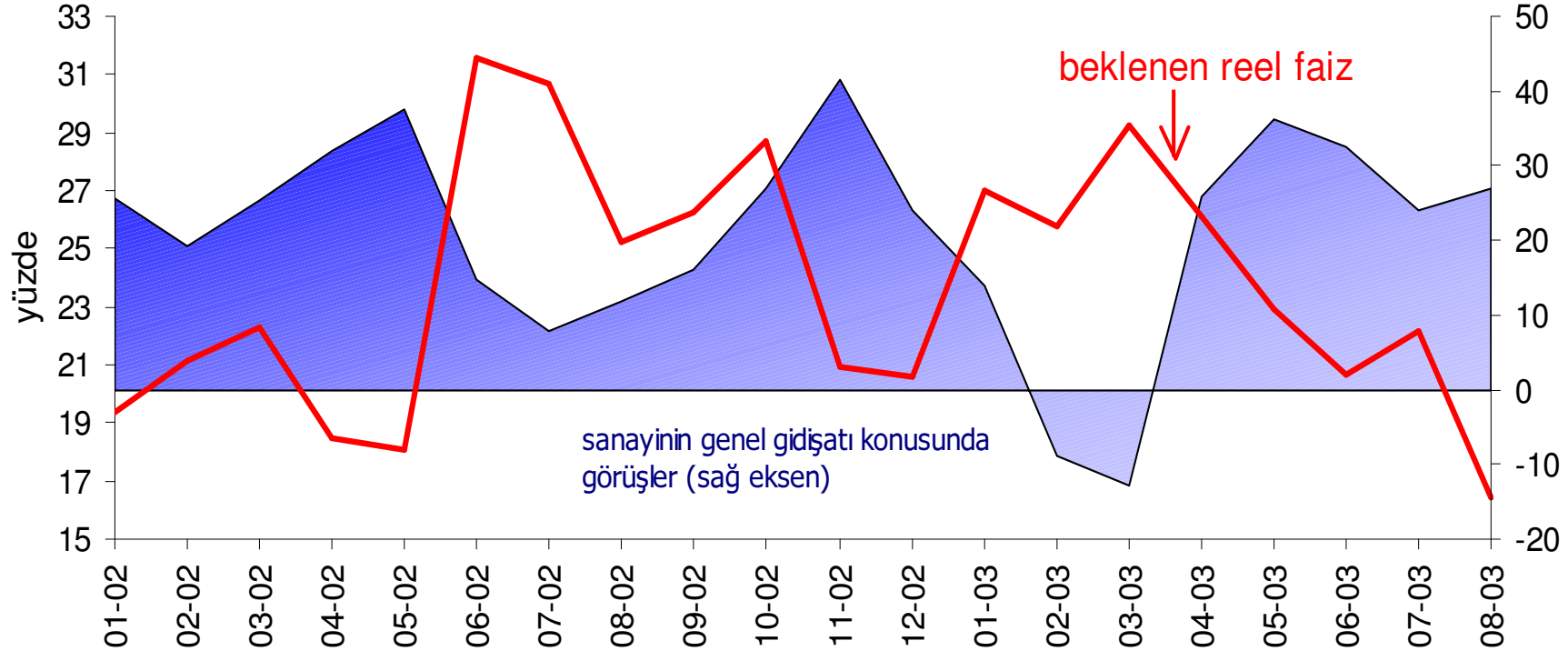
Merkez Bankası faizleri hangi hızla düşürmüştür?

✓ Merkez Bankası enflasyonun gelecekteki olası seyrini dikkate alarak 2003 yılında faiz oranları 4 defa 3'er puan indirmiştir. Yüzde değişim olarak bakıldığında ise faiz oranlarının giderek hızlanan bir şekilde düşürüldüğü Grafikten net bir şekilde görülmektedir.

Beklenen Reel Faiz Oranları ve SGG

Beklenen reel faiz oranları ile Sanayinin Genel Gidişatına ilişkin beklentiler arasında kuvvetli bir ters ilişki vardır. Ekonomik birimlerin beklentilerinin olumlu olduğu dönemlerde faiz oranları düşmekte, beklentilerin bozulması ile faiz oranları yükselmektedir.

BEKLENEN REEL FAİZ VE SANAYİNİN GENEL GİDİŞATI



$$R = \left(\frac{1 + i}{1 + \pi} \right) - 1$$

R = Beklenen reel faiz (**ex-ante**), i = Hazine'nin aylık ortalama nominal borçlanma faizi, π = Merkez Bankası beklenti anketinde yer alan 12 aylık enflasyon beklentileri.

Sanayinin genel gidişatı konusunda bir öncesine kıyasla görüş: Daha iyimser – Daha kötümser (İktisadi Yönelim Anketi)

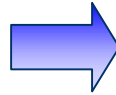


Kamu Borç Stoku - Maliye Politikası

Kamu Borç Stoku - Maliye Politikası

- Kamunun borcunun yüksek olduğu ülkelerde, **borç stokunun çevrilebilirliği** konusundaki **bekleyişler**, bu ülke ekonomilerindeki gelişmelerin, özellikle de **enflasyon** ve **büyüme dinamiklerinin temel belirleyicisi** olmaktadır.

Borç stokunun milli gelire oranının zamanla azaltılması için

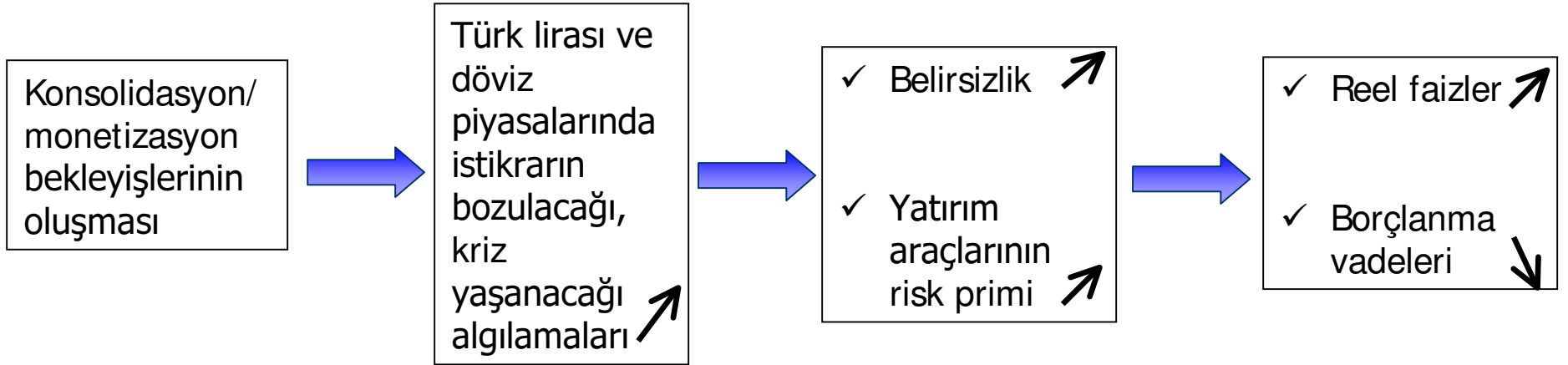


- ✓ Büyüme hızının artması,
- ✓ **Faiz dışı bütçe fazlası** verilmesi,
- ✓ Reel faizlerin düşmesi,
- ✓ Türk lirasının istikrar kazanması, gerekir.

Mevcut koşullar altında, ekonomi politikasını oluşturanlarca kontrol edilebilir tek değişken, **faiz dışı bütçe fazlasıdır**.

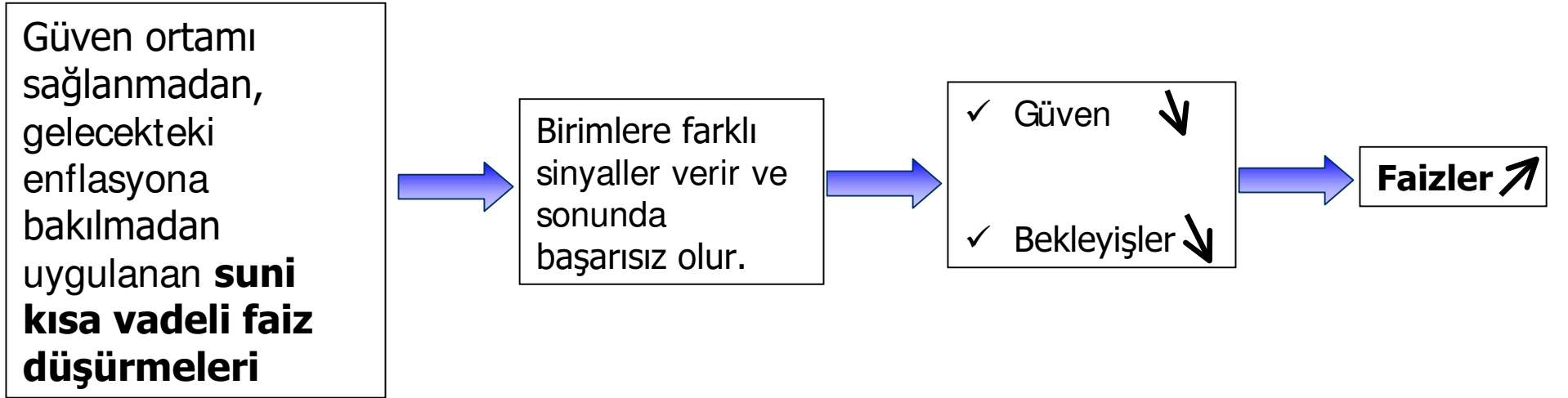
Kamu Borç Stoku - Maliye Politikası

- Bugün itibariyle ise, Ülkemizde faizler genel düzeyinde belirleyici anahtar unsur **borç stokunun çevrilebilirliğine dair beklentilerdir.**
- Bu beklentilerin **bozulması,**



Kamu Borç Stoku - Maliye Politikası

Faiz oranlarının genel düzeyini düşürmenin temel yolu ekonomik birimlere güven duyacakları bir ortam sağlamak ve sürdürmektir.



● Dolayısıyla, yapılması gereken;

✓ Enflasyonla mücadelede kararlılık

✓ Sıkı maliye ve para politikalarının uyumluluk ve kararlılıkla uygulanması

✓ Ekonomide verimliliği artıracak yapısal reformların ve **iyi yönetim** ilkelerinin süratle hayata geçirilmesidir.