

TÜRKİYE EKONOMİSİ

TÜRKİYE EKONOMİSİ

Sermaye piyasası, ekonominin öncü göstergelerindedir.

Geleceğe dönük yatırım kararlarının alındığı bir piyasa olması itibariyle ekonomik aktörlerin beklentilerini yansıtan sermaye piyasaları, makro ekonomik görünümün en önemli göstergelerinden biridir. Makroekonomik gelişmeler sermaye piyasalarını yakından etkilerken, sermaye piyasalarındaki gelişmeler de öncü gösterge olarak ekonominin gelecekte alacağı yönü işaret etmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasasında 2001 yılındaki gelişmeleri ana hatları ile ele almadan önce makroekonomik gelişmelerin özet bir analizini sunmak doğru bir yaklaşım olacaktır.

2001 yılı iç ve dış borcun sürdürülebilirliği tartışmaları ile geçmiştir.

Şubat 2001 krizinin ardından ekonominin gündemindeki en önemli konu devletin iç ve dış borçlarının çevrilebilirliği olmuştur. Kamu kesimi borçlanma gereğinin boyutu ve borç yapısı, borçlanmanın sürdürülebilirliği konusunda en önemli faktörlerdir. Dolayısıyla makroekonomik analizimiz bu iki konu ile başlayıp, 2001 yılının çok önemli bir gelişmesi olan serbest dalgalı kur rejimine geçiş ile devam edecek ve 2002'nin temel tartışma eksenini oluşturan enflasyon ve büyüme konuları ile sonlanacaktır.

KAMU MALİYESİ

Kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG)					
(GSMH'ya oran)	1998	1999	2000	2001	2002P
Konsolide bütçe	7,3%	11,9%	10,5%	15,9%	9,6%
KİT	1,4%	2,4%	1,8%	0,4%	0,0%
Mahalli İdareler	0,4%	0,3%	0,5%	0,2%	0,2%
Sos.Güv.Kur. ve Döner Sermaye	0,4%	0,2%	0,1%	0,6%	-0,1%
Fonlar ve Özelleştirme.Kaps.Kur.	0,0%	0,8%	-0,8%	-0,7%	-1,7%
KKBG	9,4%	15,6%	12,1%	16,3%	8,0%

Kaynak: DPT

2001 yılında Kamu Kesimi Borçlanma Gereği'nin GSMH'ya oranı %12,1'den %16,3'e tırmanmıştır.

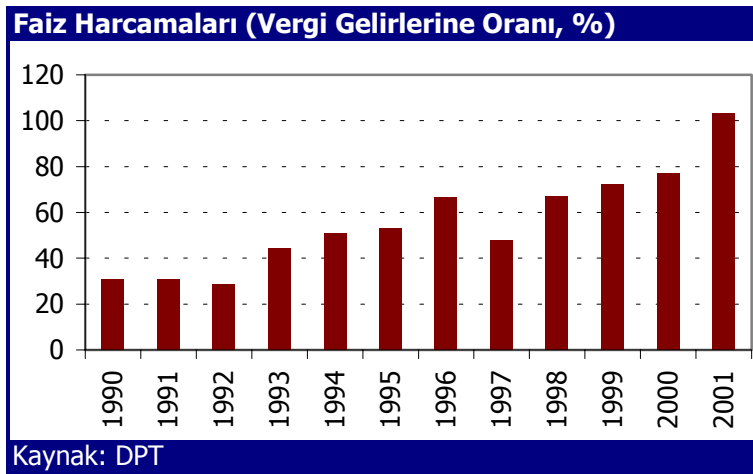
Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından Mart 2001'de Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı hazırlanmış ve özellikle kamu maliyesi ve bankacılık alanlarında atılması gereken uzun vadeye yönelik adımlar belirlenmiştir. Kamu maliyesi tarafında, kamunun mümkün olduğu kadar küçültülmesi, hesapların konsolide edilmesi, şeffaflık ve etkinliğin artırılması başlıca hedefler olarak belirlenmiştir. Böylece, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği'nin (KKBG) zaman içinde düşürülmesi ve kamunun özel sektör üzerindeki dışlama etkisinin (crowding-out effect) kalıcı bir şekilde azaltılması amaçlanmaktadır. 1999 yılında GSMH'ya oran olarak %15,6'ya tırmanan KKBG, 2000 yılında uygulanan makroekonomik uyum programı ile birlikte %12,1 seviyelerine inmiştir. Şubat 2001 krizi sonrasında faizlerin yükselmesi ve bankacılık operasyonu çerçevesinde kamu bankaları görev zararı stokunun Hazine tarafından üstlenilmesine paralel olarak konsolide bütçe açığı %15,9 gibi rekor bir seviyeye erişmiştir. Bunun sonucunda, alınan önlemlerle KİT açıkları daraltıldığı halde, KKBG %16,3'e çıkmıştır.

Konsolide Bütçe (Trilyon TL)	GSMH'ya		GSMH'ya		Reel* Değ. (%)
	2000	Oran (%)	2001	Oran (%)	
Gelirler	33.440	26,5	51.812	28,9	0,3
Vergiler	26.504	21,0	39.767	22,2	(2,8)
Dolaysız	10.850	8,6	16.080	9,0	(4,0)
Dolaylı	15.654	12,4	23.687	13,2	(2,0)
Vergi Dışı	6.537	5,2	11.376	6,3	12,7
Katma Bütçe	399	0,3	669	0,4	8,6
Harcamalar	46.705	37,1	80.378	44,8	11,5
Faiz dışı harcamalar	26.265	20,9	39.314	21,9	(3,1)
Personel	9.979	7,9	15.204	8,5	(1,3)
Diğer Cari	3.635	2,9	5.164	2,9	(8,0)
Yatırım	2.475	2,0	4.140	2,3	8,3
Transfer	10.176	8,1	14.806	8,2	(5,8)
Faiz ödemeleri	20.440	16,2	41.064	22,9	30,1
İç borç	18.792	14,9	37.494	20,9	29,2
Dış borç	1.648	1,3	3.570	2,0	40,3
Faiz dışı denge	7.175	5,7	12.498	7,0	12,8
Bütçe dengesi	-13.265	(10,5)	-28.566	(15,9)	39,5
Bütçe nakit dengesi	-13.170	(10,5)	-32.117	(17,9)	57,9

* Yıllık ort. TÜFE kullanılmıştır.
Kaynak: DPT

İzlenen sıkı maliye politikası sayesinde konsolide bütçe faiz dışı fazlası, düşük oranda da olsa reel artış kaydederek 12,5 katrilyon TL (GSMH'nın %7'si) düzeyinde gerçekleşmiştir. Bunda, ekonomik yavaşlamanın getirdiği vergi gelirlerindeki reel azalmaya karşın, vergi dışı gelirlerin reel bazda artması, faiz dışı harcamaların ise reel anlamda gerilemesi etkili olmuştur. Vergi dışı gelirleri ise, GSM lisans satış geliri, Merkez Bankası tarafından yapılan kar aktarımı ve Merkez Bankası değerlendirme hesabından transferler yükseltmiştir. Vergi gelirlerinde, ekonomik yavaşlamaya bağlı olarak meydana gelen kötüleşme ise, KDV ve ATV oranlarındaki artışlarla telafi edilmişçalışmıştır.

Faiz dışı fazla önemli ölçüde artmıştır.



2001 yılında faiz harcamaları, üst üste yaşanan krizler ve bankacılık reformu kapsamında kamu bankaları borçlarının Hazine'ye devrolması sonucunda reel bazda %30 artış kaydederken, vergi gelirlerindeki reel daralmanın da etkisiyle ilk kez vergi gelirlerini

2001 yılında faiz ödemeleri vergi gelirlerini aşmıştır.

aşmıştır. Sonuçta, Haziran 2001’de Ek Bütçe kanunu çıkarılarak 30,6 katrilyon TL ek ödenek alınmış, söz konusu rakamın 24,6 katrilyon TL’si faiz ödemelerine tahsis edilmiştir.

Faiz harcamalarındaki artış önlenememiştir.

Uygulanan sıkı maliye politikasının etkisiyle, faiz dışı fazla cephesinde başarı sağlanmasına rağmen, faiz harcamalarındaki ivmelenme bütçe açığının reel bazda %39,5 artmasına neden olmuştur. Nakit açığındaki reel artış ise %57,9 gibi daha da yüksek bir düzeyde gerçekleşmiş, GSMH’ya oran bazında, 2000 yılı sonundaki %10,5 düzeyinden %17,9’a tırmanmıştır.

Nakit Dengesi ve Finansmanı (Trilyon TL)	2000		2001		Reel*
	2000	Pay (%)	2001	Pay (%)	Değ. (%)
Nakit dengesi	-13.170	-100,0	-32.117	-100,0	57,9
Finansman	13.170	100,0	32.117	100,0	57,9
Dış borçlanma (net)	2.677	20,3	-4.448	-13,8	-
Kullanım	5.928	45,0	4.364	13,6	-52,3
Dev.+Gar.borç geri dön.	402	3,1	893	2,8	43,9
Ödeme	-3.653	-27,7	-9.705	-30,2	72,1
İç borçlanma (net)	9.351	71,0	23.202	72,2	60,7
Devlet tahvili (net)	10.142	77,0	5.215	16,2	-66,7
Satış	19.656	149,2	24.090	75,0	-20,6
Ödeme	-9.514	-72,2	-18.875	-58,8	28,5
Hazine bonusu (net)	-1.334	-10,1	17.987	56,0	-
Satış	5.628	42,7	42.305	131,7	386,8
Ödeme	-6.962	-52,9	-24.318	-75,7	126,2
Garan. borç geri dön.	543	4,1	0	0,0	-100,0
Diğer**	1.142	8,7	13.363	41,6	657,9

* Yıllık ort. TÜFE kullanılmıştır.
**TMSF ve kamu bankalarının stoklarında bulunan DİBS’lerin yeni nakit dışı senetlerle değiştirilmesinden kaynaklanmıştır.
Kaynak: Hazine

Nakit dengesi finansmanında IMF kaynakları ve nakit dışı kağıt ihracı önemli rol oynamıştır.

2000 yılında oluşan iyimser hava sayesinde nakit açığının %20,3’ünü net dış borçlanma ile finanse eden Hazine, 2001 yılında koşulların elverişli olmaması nedeniyle net dış borç ödeyicisi konumuna düşmüştür. Ancak bu noktada dikkat edilmesi gereken unsur IMF’den gelen ve Merkez Bankası tarafından DİBS karşılığı Hazine’ye kullanılan 9,4 milyar \$’ın (13,8 katrilyon TL) iç borçlanma altında görünmekte olduğudur. Bu açıdan bakıldığında, IMF sayesinde Hazine’nin aslında net dış borçlanıcı olduğu ve net iç borçlanmanın gerçekte %50 seviyesinin altında kaldığı anlaşılmaktadır.

Net iç borçlanmadaki artış beklenenden az olmuştur.

Finansmanın %42’lik pay ile önemli bir kısmını oluşturan “diğer” kalemi, TMSF bankalarına ve görev zararları karşılığında kamu bankalarına verilen DİBS’lerin olumsuz koşullar altında itfa edilememesinden dolayı yeni nakit-dışı senetlerle döndürülmesinden kaynaklanmıştır. Sonuçta, kriz ortamına, devralınan özel bankalara ve üstlenilen kamu bankaları zararlarına karşın, yüksek faiz ortamında net iç borçlanmadaki artış görüldüğünden çok daha az olmuştur. Ancak, önemli bir sorun krizler sonrasında oluşan güvensizlik ortamında vadelerin ciddi boyutlarda kısalmış olmasıdır.

Kamunun toplam borç stoku (GSMH'ya oran)	2000	2001	2002T
TOPLAM	72,5	116,2	111,7
İç borç	40,9	68,1	50,5
Kamuya	21,7	44,9	29,3
Piyasaya	19,2	23,2	21,2
Dış borç	31,6	48,1	61,2
Çift sayım etkisi	12,8	19,5	24,8
Düzeltilmiş Stok	59,7	96,7	86,9

Kaynak: Hazine, MB

Kamunun toplam borç stoku analizine geçmeden önce verilerle ilgili bir açıklama gerekmektedir. İç borçlanma rakamları Hazine tarafından, dış borç verileri ise Merkez Bankası tarafından takip edilmektedir. Bu yüzden bazı işlemlerde çift sayım etkisi görülmektedir. Örneğin, IMF'den gelen bir kredi Merkez Bankası hesaplarına girdiğinde dış borç rakamları artmaktadır. Bu krediyi kullanabilmek için Hazine tahvil ihraç edip Merkez Bankasına vermekte ve iç borç stoku artmaktadır. Dolayısıyla aynı kredi iki defa sayılmakta ve borç stoku rakamları üst üste toplandığında gerçek durumdan daha yüksek seviyelerle karşılaşılmaktadır. Hazine'nin çift sayım etkisi tahminleri yukarıdaki tabloda belirtilmiştir. Dolayısıyla, Düzeltilmiş Stok rakamı kamunun toplam iç ve dış borçlarını daha doğru biçimde yansıtmaktadır.

2002 yılında Borç Stoku/GSMH oranında önemli bir iyileşme beklenmektedir.

2001 yılında yaşanan ekonomik daralma, devalüasyon ve krizin faizler ve borçlanma vadeleri üzerinde yarattığı olumsuz etkiler sonucunda hem iç borç stokunun hem de dış borç stokunun GSMH'ya oranları yükselerek, 2000 yılı sonundaki %59,7'lik (kamu bankalarına kağıt karşılığı olmayan borçlar dahil olmak üzere) seviyesinden %96,7'ye tırmanmıştır. Piyasaya olan iç borçlar sadece 4 puan artarken, toplam iç borçların önemli kısmını kamuya olan borçlar oluşturmuştur. Dış borçlar da önemli ölçüde artmıştır.

Aralık 2001 itibariyle iç borç stoku 122,2 katrilyon TL'ye ulaşmıştır.

Alıcılara Göre İç Borç Stoku	2000			2001		
	ktrln TL	milyar \$	pay	ktrln TL	milyar \$	pay
TOPLAM	51,5	76,7	100%	122,2	84,5	100%
Kamu	27,3	40,6	53%	80,6	55,7	66%
Merkez Bankası	1,5	2,2	3%	32,6	22,5	27%
IMF	0,0	0,0	0%	13,8	9,5	11%
Diğer	1,5	2,2	3%	18,8	13,0	15%
Kamu bankaları	18,0	26,8	35%	22,7	15,7	19%
Kağıda bağlı olmayan	15,1	22,5	29%	0,0	0,0	0%
TMSF	3,9	5,8	8%	15,1	10,4	12%
Diğer kamu	4,0	6,0	8%	10,2	7,1	8%
Piyasa	24,2	36,0	47%	41,6	28,8	34%

Kaynak: Hazine

İç borç stokunun yapısı alıcılara göre incelendiğinde, 2000 sonunda toplam 51,5 katrilyon TL (kağıda bağlı olmayan iç borçları da içermektedir) olan rakamın içinde %47'lik paya sahip olan piyasalara borçların, bir önceki seneye göre iki katına çıkmış olsa da toplam içindeki payının %34'e gerilediği görülmektedir. Merkez

Merkez Bankası en önemli DİBS alıcısı haline gelmiştir.

Bankası'nın IMF kredisinin bir kısmını Hazine'ye kullandırmasının yanı sıra kamu ve fon bankalarından doğrudan DİBS alımı yapması nedeniyle ise, Merkez Bankası'na olan borçların payı %3'ten %27'ye tırmanmıştır.

2000 yılı içinde 15,1 katrilyon TL tutarında kamu bankalarının görev zararları ve açıklarını ifade eden, kağıda bağlı olmayan borç bulunmaktadır. Dolayısıyla 2000 yılında 51,5 katrilyon TL olan iç borç stokunun kağıda bağlı olan kısmı 36,4 katrilyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında ise açıkları karşılığında bu bankalara nakit karşılığı olmayan bono ve tahvil verilmesi ile iç borç stokunun tamamı kağıda bağlı hale gelmiştir.

İç Borcun Yapısı	2000		2001	
	ktrln TL	pay	ktrln TL	pay
TOPLAM	36,4	100%	122,2	100%
Sabit faizli	20,4	56%	17,7	14%
Değişken	13,1	36%	60,9	50%
Döviz cinsi/end.	2,9	8%	43,5	36%

Kaynak: Hazine

İç borç, ağırlıklı olarak değişken faizli ve dövize endeksli bir yapıya ulaşmıştır.

Ciddi ölçüde zarar görmüş güven ortamı ve zayıflamış bir bankacılık sektörü karşısında Hazine, aktif borç yönetimi izlemiştir. Böylelikle, vergiden muaf faiz geliri tutarını yükselterek geniş tabanlı yatırımcı katılımını ve halka arzları özendirmiştir. Mayıs 2001'de gerçekleştirilen iç borç takasının da etkisiyle, değişken faizli ve döviz cinsinden ve dövize endeksli kağıtların toplam borç stoku içindeki payı %44'ten %86'ya tırmanmıştır. Böylelikle, önümüzdeki dönemde enflasyonun yükseltilmesi neticesinde borç yükünün eritilmesi senaryoları da geçerliliğini yitirmiştir.

Yeni Stand-By anlaşmasında ekonominin krizlere yatkın yapısının kırılması için kapsamlı bir kamu reformu öngörülmektedir.

18 Ocak tarihinde imzalanan yeni Stand-By anlaşmasında, kamu sektörü reformu ile kamu kaynaklarının idaresinin ve etkinliğinin kalıcı bir şekilde artırılması amaçlanmaktadır. Bu alanda odaklanılacak konular ve yapılacak reformlar, kamu hizmetinin reforma tabi tutulması, kamu mali hesaplarının birleştirilmesine devam edilmesi ve mali raporlamaların ve şeffaflığın geliştirilmesi olacaktır. Ayrıca, 2002 yılında sıkı maliye politikasına devam edilerek istikrarın korunması ve borç dinamiğinin sürdürülebilir kılınması için 2001 yılı için GSMH'nin %5,5'i olarak hedeflenen kamu sektörü faiz dışı fazlasının 2002 yılında GSMH'nin %6,5'ine yükseltilmesi amaçlanmıştır. Bu hedefe ulaşılabilmesi için GSMH'nin yaklaşık %2'sine denk gelen yeni tasarruf tedbirleri IMF anlaşması yürürlüğe girmeden belirlenmiş ve çoğu uygulamaya konmuştur.

Konsolide Bütçe Açığı/GSMH oranının yaklaşık 6 puan gerilemesi beklenmektedir.

Kamu kesimi borçlanma gereği içinde en büyük paya sahip olan konsolide bütçe açığının, faiz ödemelerindeki reel gerileme sayesinde GSMH'nin %16'sından %10'a düşmesi beklenmektedir. Faiz dışı harcamalar tarafında ise, harcamalar zaten kısılmış olduğundan ve sosyal kaygılar nedeniyle daha fazla gerileme hedeflenmemektedir.

Konsolide Bütçe (Trilyon TL)	GSMH'ya		GSMH'ya	
	2001	Oran (%)	2002T	Oran (%)
Gelirler	51.090	28,5	71.118	26,3
Vergiler	39.767	22,2	57.911	21,5
Dolaysız	16.080	9,0	19.748	7,3
Dolaylı	23.687	13,2	38.163	14,1
Vergi Dışı	10.954	6,1	12.907	4,8
Katma Bütçe	369	0,2	300	0,1
Harcamalar	79.857	44,5	98.071	36,3
Faiz dışı harcamalar	38.793	21,6	55.276	20,5
Personel	15.204	8,5	21.891	8,1
Diğer cari	5.023	2,8	7.792	2,9
Yatırım	3.902	2,2	5.736	2,1
Transfer	14.664	8,2	19.857	7,4
Faiz ödemeleri	41.064	22,9	42.795	15,9
İç borç	37.494	20,9	36.900	13,7
Dış borç	3.570	2,0	5.895	2,2
Faiz dışı denge	12.297	6,9	15.842	5,9
Bütçe dengesi	-28.767	(16,0)	-26.953	(10,0)

* Yıllık ort. TÜFE kullanılmıştır.
Kaynak: Hazine

Bütçe açığında hedeflenen düşüşün sağlanabilmesi öncelikle ekonomide istikrarın korunması, TL'nin 2001 yılında olduğu gibi hızlı bir şekilde değer yitirme sürecine girmemesi ve enflasyonist beklentilerin gerilemeye devam etmesine bağlıdır. Aksi halde, borç stokunun %86'sının değişken faizli, döviz cinsinden ve dövize endeksli olduğu düşünülürse, faiz harcamalarının nominal bazda aynı seviyede tutulması mümkün olamayacaktır.

Faiz dışı fazla için alınan önlemler, kamunun disiplin konusundaki kararlılığını gösterirken, bu durumun güven ortamı oluşmasına ve reel faizlerin gerilemesine katkıda bulunması; böylece borçların sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri de hafifletmesi beklenmektedir. Buna ek olarak, kamu bankalarının güçlendirilmiş finansal durumu ile, resmi ve özel kaynaklardan yurtdışı borçlanmaların da, Hazine'nin piyasalardan borçlanma ihtiyacını düşüreceği öngörülmektedir. 2002 yılında Hazine'nin piyasalardan borçlanma ihtiyacının itfasına oranı %86 olarak hedeflenmektedir. Dolayısıyla Hazine piyasalara net borç ödeyici konumunda olmayı, piyasada bırakacağı likidite ile de faiz oranlarının düşmesine katkıda bulunmayı öngörmektedir.

Hazine, bankaların ihtiyaçları doğrultusunda ve vadeyi uzatmaya yönelik değişken faizli DİBS ihraçlarına yeniden başlamayı ve gerektiğinde döviz cinsi veya dövize endeksli kağıtlar da ihraç etmeyi planlamaktadır. Ayrıca, likiditenin artırılması ve piyasaların derinleştirilmesine yönelik olarak, 2002 Eylül ayı sonuna kadar piyasa yapıcılığının yeniden başlatılmasına çalışılacaktır.

Değişken faizli borç yapısı makro hedeflerin tutturulamaması halinde önemli bir sorun haline gelebilecektir.

2002 yılında, güçlü faiz dışı fazla ve IMF'den gelen desteğin yurtiçi piyasalardan borçlanma ihtiyacını azaltması beklenmektedir.

İkincil piyasayı canlandıracak önlemler alınmaya çalışılmaktadır.

2001-2002 Finansman Durumu		
(katrilyon TL)	2001	2002T
Toplam borç servisi	83,6	122,9
İç borç servisi	70,5	107,8
Piyasalara (1)	44,7	73,0
Kamu kesimine	25,9	34,9
Dış borç servisi	13,1	15,1
Finansman	83,6	122,9
İç borçlanma	53,4	77,5
Piyasalardan (2)	43,4	66,8
Kamu kurumlarından	10,0	10,7
Diğer	30,2	45,4
Faiz dışı fazla	11,1	17,0
Özelleştirme	1,4	1,1
IMF-DB	13,1	20,0
Dış borçlanma	4,9	8,1
Kasa	-0,3	-0,8
2/1 (%)	97	92
Kaynak: Hazine		

PARA VE KUR POLİTİKALARI

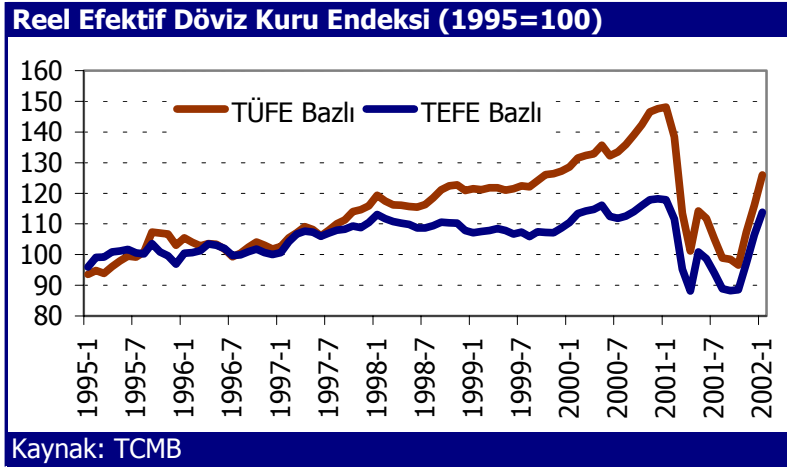
2001 yılında kur çıpası terkedilmiştir.

2000 yılında yarı sabit kur politikası izlenirken, faizlerin serbestçe belirlendiği ortamda ciddi bir gerileme kaydedilmiş, artan talep enflasyonu ve geriye endeksleme nedeniyle TL ciddi olarak değerlenmiştir. Ekonomik canlanmanın da etkisiyle yükselen cari açık, kısa vadeli sermaye girişi ile finanse edilmiştir. Sonbaharda ise bu durum, yapısal reformlardaki gecikmeler ve IMF kredisinin askıya alınmasıyla birleşince kısa vadeli sermaye kaçışını tetiklemiş, faizler hızla yükselmiş ve bu durum tüm finansal sistemi tehdit eder hale gelmiştir. Kasım 2001'de, daralan likidite karşısında Merkez Bankası para arzını genişletmek durumunda kalırken, ciddi oranda döviz rezervi kaybedilmiştir. Şubat 2001'de hassas dengeler üzerinde seyreden bir ekonomik yapı içinde oluşan politik istikrarsızlık sonrasında Merkez Bankası kur çıpasını terk etmek zorunda kalmıştır.

Devalüasyonun ardından TL değer kazanmaya başlamıştır.

Kurun dalgalanmaya bırakıldığı 2001 yılında ise, güçlendirilmiş IMF kredisi, sıkı maliye ve para politikası üçgeninde finansal piyasalarda istikrar yeniden oluşturulmaya çalışılırken, Mayıs ayında "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programının kabul edilerek yürürlüğe girmesinin de etkisiyle TL bir miktar değer kazanmıştır. Ancak, Temmuz ayında Telekom konusundaki anlaşmazlıklar ve IMF kredisinin ertelenmesi olasılığı, Eylül ayında ise terörist saldırı sonrası artan belirsizlikler TL'nin yeniden değer kaybetme sürecine girmesine neden olmuştur. Bu süreç, ancak IMF ile kredi destekli yeni bir Stand-By anlaşması yapılacağına ortaya çıktığı Kasım ayında tersine dönmüştür. Sonuç olarak, Merkez Bankası tarafından açıklanan TEFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi TL'nin yılın ilk on ayında %25, TÜFE bazlı reel kur endeksi ise %34,6 oranlarında değer yitirdiğine işaret etmektedirler. Son iki ayda iyimserliğin oluşması ve kurdaki köpüğün patlamasıyla TL her iki endekse göre %20

civarında değ erlenmiş, 12 aylık reel kayıplar ise sırasıyla %10 ve %21,3 düzeylerinde gerçekleşmiştir.



Şubat krizi sonrasında Merkez Bankası bilançosu çarpıcı bir değişim sergilemiştir. Net İç Varlıklar (NİV), ilk çeyrekte Açık Piyasa İşlemleri (APİ) yoluyla yapılan fonlamadaki artışa paralel olarak genişlemiştir. İkinci çeyrekte ise, Mayıs ayında Kamu ve TMSF bankalarının kısa vadeli borçlanma piyasalarından çıkarılmasına yönelik operasyon kapsamında Merkez Bankası'nın 14 katrilyon TL'lik doğrudan DİBS alımı yapması sonucunda iki katından fazla sıçrama kaydetmiştir.

Merkez Bankası net iç varlıkları ciddi oranda artarken...

NİV kalemindeki artış, IMF kredisinin Hazine'ye tedrici olarak kullanılması nedeniyle yılın ikinci yarısında da artış trendini korumuştur. Diğer yandan, Hazine söz konusu paranın bir kısmı ile dış borç servisini gerçekleştirmiştir. Yurtiçinde kullanılan kısım karşılığında ise Merkez Bankası piyasalara çıkan TL'nin sterilizasyonuna yönelik döviz satış ihaleleri düzenlemiştir. Ayrıca Merkez Bankası, Ağustos ayına kadar döviz kurlarındaki tırmanışı engellemek üzere bazı ekstra döviz satışlarında da bulunmuş, fakat daha sonra bunun kurlardaki belirsizliği artırdığı kanısıyla bu tür müdahalelerine son vermiştir. Sonuç olarak, Merkez Bankası net dış varlıkları 2000 yılı sonundaki 5 milyar \$ düzeyinden "eksi" 8,8 milyar \$ seviyesine kadar gerilemiştir. Sonuçta, gerek döviz satışları gerekse APİ yoluyla yapılan sterilizasyon sonucunda para tabanı yıl boyunca 5 milyar \$ civarında seyretmiştir.

... dış varlıkları azalmıştır.

Merkez Bankası Bilanço Kalemleri					
(milyon dolar)	2000 sonu	Mart sonu	Haz. sonu	Eyl. sonu	2001 sonu
NDV	4.915	1.091	(4.351)	(6.651)	(8.804)
NİV	3.678	4.175	9.398	11.604	14.175
Hazine borçları	2.227	1.480	15.244	17.187	22.681
APİ borçları	7.750	8.472	(165)	1.025	(862)
Para tabanı	8.594	5.266	5.047	4.953	5.371

Kaynak: TCMB
* APİ borçlarının artı olması piyasaların fonlandığını göstermektedir.

***DTH hacmi büyürken,
diğer parasal
büyüklükler reel bazda
daralma kaydetmiştir.***

Yaşanan finansal krizler sonrasında dövizdeki tırmanış ve yükselen enflasyonist beklentiler, 2001 yılında kısa vadeli TL enstrümanlara ve Döviz Tevdiat Hesaplarına (DTH) olan talebin artmasına neden olmuş, DTH'ın geniş anlamdaki para arzı göstergesi olan M2YR'a (M2 + repo stoku + DTH) oranı 2000 yılı sonundaki %38,7 seviyesinden Eylül sonu itibariyle %57,5'e çıkmıştır. Ağustos ayında, uzun vadeli TL yatırımlarını teşvik etmek amacıyla DTH ve repo üzerinde stopaj oranları yükseltilmiştir. Aynı zamanda, bono ve tahvil faiz gelirleri için beyanname sınırının 50 milyar TL'ye çıkarılması sonucunda, son çeyrekte repo stoku 3 milyar TL daralırken, DTH/M2YR oranında az da olsa gerileme kaydedilmiştir.

Parasal büyüklükler	2000	Mart	Haz.	Eyl.	2001	Değ.
(trilyon TL)	sonu	sonu	sonu	sonu	sonu	01/00
REPO (R)	5.973	3.828	5.779	3.994	2.793	(53)
M1	8.210	8.190	10.053	10.452	10.502	28
M2	32.813	38.289	40.366	42.291	46.229	41
Vadeli mev.	24.603	30.100	30.312	31.839	35.727	45
M2R (M2+R)	38.786	42.117	46.145	46.285	49.022	26
M2Y	57.167	71.477	83.966	101.415	102.950	80
DTH (milyon \$)	36,3	34,5	35,7	39,5	40,4	12
M2YR (M2Y+R)	63.141	75.305	89.746	105.408	105.743	67
DTH/M2YR (%)	38,7	48,5	50,5	57,5	54,9	

Kaynak: TCMB

***Dalgalı kur rejimine
devam.***

Merkez Bankası, enflasyonla mücadele sürecinde en etkili yöntemlerden biri olan kur çıpası uygulamasının 2000 yılında denenmesi, ancak çeşitli nedenlerle başarısızlıkla sonuçlanarak terk edilmesinin ardından yakın dönemde yeni bir sabit kur sisteminin uygulamaya konmasının azalan kredibilite nedeniyle mümkün olmadığını açıklamıştır. Bu nedenle, 2002 yılında kesinlikle dalgalı kur politikasına devam edileceği vurgulanmıştır. Ancak Merkez Bankası, gerekli gördüğü takdirde ve piyasalara şeffaflık ilkesi doğrultusunda önceden duyuru yapmak kaydıyla rezervlerini güçlendirme amaçlı döviz alımı yapabileceğini açıklamıştır.

***MB'den döviz alış ve
satış ihaleleri.***

Merkez Bankası'nın döviz alımı yapması sonrasında piyasaya TL çıkacağından, bu paranın açık piyasa işlemleriyle çekilebilmesi için istikrarlı ortamın oluşmuş olması şarttır. Ayrıca, Merkez Bankası uzun vadeli sermaye girişi veya DTH'tan TL enstrümanlara geçişin başlaması halinde, artan TL talebi ve büyüme eğilimi nedeniyle para tabanı üzerindeki üst sınırların gevşetilebileceğini de duyurmuştur. Bu arada, Merkez Bankası IMF kredisinin Hazine tarafından yurtiçi yükümlülüklerin karşılanmasında kullanılan kısmının sterilize edilmesi için, 2001 yılında yapıldığı üzere satış ihaleleri düzenleyebileceğini de belirtmiştir.

***MB'nin öncelikli hedefi
fiyat istikrarı.***

4 Kasım 2001 itibariyle yürürlüğe giren yeni yasası ile bağımsız bir yapıya kavuşan MB, 2002 yılı para politikası raporunda açıkça öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olduğunu ilan etmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası taahhüt eden Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli koşullar oluşmadığından

"parasal hedefleme" yöntemi izleyeceğini ve para tabanını nominal çıpa olarak kullanacağını açıklamıştır.

Daha önce gösterge niteliğinde olan ancak yeni Stand-By anlaşmasında yılın ilk altı ayı için performans kriterine dönüştürülen para tabanının 2002 yılı için artışı, enflasyon hedefi ve reel büyüme tahminine paralel olarak %40 olarak belirlenmiştir. Ancak MB, ekonomide canlanmanın öngörülenin üzerinde olması ve para talebinin artması halinde, enflasyonist olmayacak şekilde ve IMF ile istişare içinde para tabanı hedefini genişletebileceğini duyurmuştur. Bu arada, net uluslararası rezervler (NUR) de para tabanı gibi yılın ilk yarısı için performans kriteri, ikinci yarısı için ise gösterge niteliğinde kriter olurken, net iç varlıklar tüm yıl için gösterge kriter niteliğinde izlenecektir.

Parasal kriterler üzerindeki üst sınırlar katrilyon TL	Para tabanı	NIV	NUR*
31 Aralık 2001	7,75	22,4	-4,2
28 Şubat 2002	8,25	26,1	-6,5
30 Nisan 2002	8,90	27,7	-7,2
30 Haziran 2002	9,25	28,9	-7,8
30 Eylül 2002	10,60	31,3	-8,5
31 Aralık 2002	10,85	33,3	-9,7

Kaynak: 18 Ocak 2002 tarihli Niyet Mektubu
*NUR'e ait rakamlar milyar dolar cinsinden olup alt sınırlardır.

2002 yılında NUR rakamları, program kapsamında gelecek 10 milyar \$'ın 7 milyar \$'ının finansal piyasalardaki baskıları azaltmaya yönelik olarak kullanılmasına izin verecek şekilde tasarlanırken, kredi destekli yeni IMF anlaşması ve devam eden reformlar sayesinde artan iyimserlik ortamında 2001 yılı sonunda reel bazda değerlendirme sürecine giren TL'nin bu trendini 2002 yılında da sürdürmesi beklenmektedir.

ENFLASYON

2001 yılında dalgalı kura geçilmesi sonrası döviz kurlarında kaydedilen çarpıcı tırmanış, maliyet kökenli enflasyonu körüklemiş ve 2000 yılında elde edilen kazanımları büyük ölçüde geri almıştır.

TEFE Enflasyonu (%)	Yıllık			Yıllık (Ort.)		
	Toplam	Devlet	Özel	Toplam	Devlet	Özel
Genel	88,6	99,7	84,6	61,6	70,8	58,3
Tarım	65,5		65,5	42,3		42,3
Madencilik	72,3	66,7	91,6	68,9	68,8	69,0
İmalat	96,1	99,8	94,5	66,7	67,2	66,4
Enerji	115,8	115,8		89,7	89,7	

Kaynak: DİE

Devalüasyon sonrasında, güvenin yeniden tahsis edilememesi, bankacılık sektörünün net dış borç ödeyici konumunda olması ve piyasaların sığılığı ile spekülasyon saldırılara açık hale gelmesi gibi

Sıkı para politikası kapsamında para tabanı performans kriteri olarak belirlenmiştir.

2002'de TL'nin reel olarak değerlendirilmesi beklenmektedir.

2001 yılında yaşanan derin kriz enflasyonla mücadele için izin vermemiştir.

nedenlerle TL'deki değer kaybı tahmin edilenin ötesinde sürmüştür. Bunun sonucunda, devalüasyon sonrasında %20 seviyelerinden %50-%60 düzeylerine çekilen enflasyon hedefleri de tutturulamaz hale gelmiştir.

Kur artışı enflasyonu yükseltmiştir.

Artan döviz kurları toptan eşya fiyatlarını olumsuz etkilemiş, özellikle özel imalat sanayi enflasyonunun %94,5 gibi yüksek bir seviyeye çıkmasında önemli rol oynamıştır. Ayrıca, TEFE'nin kamu kesiminde %100'e yaklaşmış olmasından da izlenebileceği üzere, sıkı maliye politikası kapsamında yapılan kamu zamları ve özellikle enerji fiyatlarındaki artışlar da TEFE'deki keskin tırmanışa katkıda bulunmuş ve yıl sonu TEFE enflasyonu %88,5 düzeyinde oluşmuştur. TÜFE tarafında ise, Kasım sonunda ve Şubat'taki çifte krizler sonrasında yaşanan güven kaybı, reel gelir erimesi ve istihdam azalması gibi etkenlerin tüketim talebinin önünü kesmesi ile gerileyen kar marjlarıyla karşılaşmış ve bunun sonucunda TÜFE enflasyonu TEFE enflasyonunun oldukça altında kalarak, %68,5 seviyesinde oluşmuştur.

TUFE Enflasyonu (%)	Yıllık Yıllık (Ort.)	
Genel	68,5	54,4
Gıda, içki, tütün	80,2	50,3
Giyim ve ayakkabı	65,2	51,7
Konut	59,6	56,8
Ev eşyası	72,7	60,5
Sağlık	58,4	48,4
Ulaştırma	77,5	58,2
Eğlence ve kültür	61,7	58,1
Eğitim	52,4	39,0
Lokanta, pastane, otel	46,2	42,5
Diğer	81,2	68,7

Kaynak: DİE

Finansal ve makroekonomik istikrarın sağlanması ile birlikte enflasyonla mücadele birincil öncelik kazanacaktır.

Yeni niyet mektubunda da belirtildiği üzere, Merkez Bankası para politikasını, enflasyonu 2002 yılında %35, 2003 yılında %20 ve 2004 yılında %12 düzeylerine düşürme hedefleri çerçevesinde belirleyecektir. 2001 yılı başında başarısızlıkla sonuçlanmış bir sabit kur denemesi sonrasında ve rezervlerin seviyesini de göz önünde bulundurarak, Merkez Bankası önümüzdeki dönemde dalgalı kur rejiminin sürdürüleceğinin altını çizmiştir.

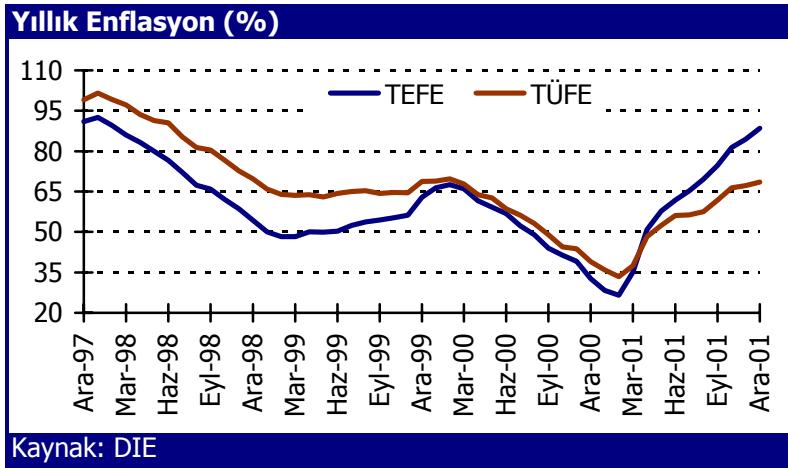
Parasal hedeflemenin ardından enflasyon hedeflemesi.

Enflasyonla mücadelede daha az etkili olmakla birlikte Merkez Bankası'nın dalgalı kur rejimi altında uygulayabileceği iki adet enflasyonla mücadele yöntemi vardır. Bunlardan birincisi "parasal hedefleme" diğeri ise "enflasyon hedeflemesi"dir. 4 Kasım 2001 itibarıyla yürürlüğe giren yeni yasası ile bağımsız bir yapıya kavuşan Merkez Bankası, 2002 yılı para politikası raporunda açıkça öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olduğunu ilan etmiştir. Bu bağlamda, sıkı para politikası taahhüt eden Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli koşullar oluşmadığından ilk aşamada "parasal hedefleme" yöntemi izleyeceğini açıklamıştır. Parasal hedeflemede, para tabanı nominal çıpa olarak kullanılarak,

reel büyüme ve enflasyon hedefi doğrultusunda para tabanının %40 artmasına izin verilecektir.

Kısa vadede Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadele kapsamında diğer politika aracı, kısa vadeli faizler olacaktır. Merkez Bankası'nın bu uygulamasına "örtülü enflasyon hedeflemesi" adı verilmekte olup, ekonometrik model tahminleri, gerçekleşen enflasyon düzeyleri ve anket sonuçları izlenerek kısa vadeli faizlerin seviyesi belirlenecektir. Para ikamesinin yoğun olduğu bir ortamda para arzı ve enflasyon arasındaki ilişkinin zayıf olduğu göz önüne alındığında, Merkez Bankası'nın faiz silahının önemi daha iyi kavranabilmektedir.

Kısa vadeli faizler enflasyonla mücadelenin temel aracı konumuna gelmiştir.



Sıkı para politikasının enflasyonun düşürülmesinde yeterli olmamasının ardında çeşitli nedenler yatmaktadır. Söz konusu sebepler, maliye politikasının gevşetilmesi olasılığı, yüksek kamu kesimi zamları, ekonomik aktörlerin yüksek enflasyon beklentileri ve geriye dönük fiyatlama ve ücret belirleme alışkanlığı olabilir. Bu alanlardaki olumsuz gelişmeler, Merkez Bankası'nın faizleri yüksek seviyelerde tutmasına hatta yükseltmesine yol açabilecektir. Diğer bir deyişle, Merkez Bankası daha önceki dönemlerde olduğu gibi destekleyici (accomodative) para politikaları izlemeyecek, büyümeye ilişkin hiçbir hedefi olmayacak, kısa vadeli faizlerin seviyesi, kamu kesimi ve özel sektörün davranışlarına göre Merkez Bankası tarafından belirlenecektir.

MB gerekli gördüğünde faiz yükseltebilecektir.

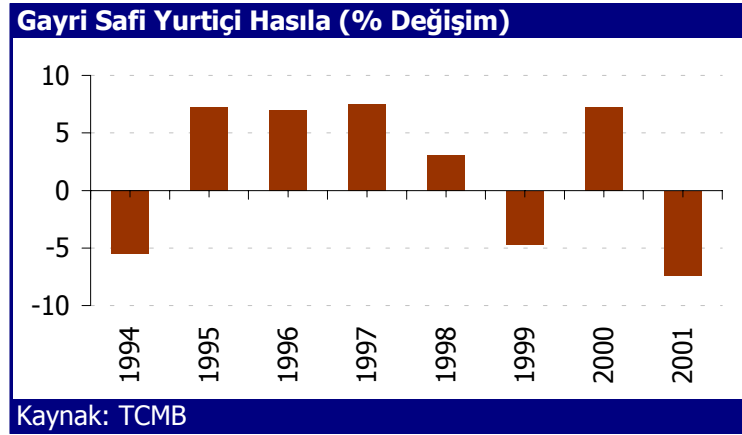
BÜYÜME

Türkiye ekonomisi, 1990'lı yılların başından bu yana istikrarsız, sık sık durgunluk ve küçülmelerle bölünen bir sürece girmiştir. Kısa vadeli sermaye girişlerine ve yükselen borç stokuna bağlı büyüme stratejisi izlenmesi sonucunda dış şoklara karşı dayanıksız hale gelmiştir.

Ekonomi, dış şoklara karşı dayanıksız hale gelmiştir.

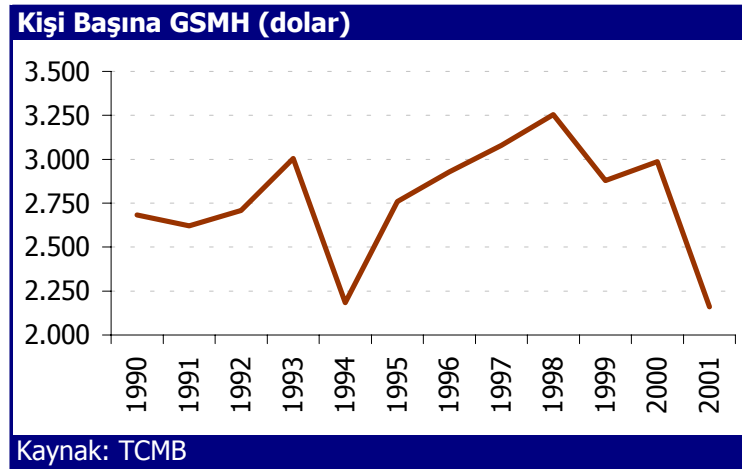
1997 ve 1998 yıllarında peşpeşe yaşanan Asya ve Rusya krizleri sonrasında ekonominin ciddi bir durgunluğa sürüklenmesi ve borçların sürdürülebilirliği konusunda kayda değer endişelerin doğmasıyla, 1999'un Aralık ayında IMF ile Stand-By anlaşması imzalanmıştır.

1999 sonunda stand-by anlaşması imzalanmıştır.



2001 yılında GSYİH %7,4 küçülmüştür.

IMF anlaşmasıyla iyimserlik sağlanırken, yarı sabit kur rejimiyle enflasyonda düşüşün ve kısa vadeli sermaye girişlerinin önü açılmış ve sonuçta 2000 yılında ekonomide ciddi bir canlanma izlenmiştir. Ancak, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan kısa vadeli sermaye çıkışı, ve bunun sonucunda oluşan finansal krizler sonrasında, IMF desteğinin artırılmasına karşılık kur çıpası terk edilirken, sonrasında istikrarın tesis edilememesi ve bankacılık sektöründe küçülme nedeniyle ekonomi ciddi ölçüde daralmıştır. Sonuçta, 2001 yılında GSYİH reel bazda %7,4 küçülmüştür.



Kişi başına GSMH %28 gerilemiştir.

2000 yılında 3.000 \$ civarına tırmanmış olan kişi başına milli gelir, hem ekonomik daralma hem de devalüasyonun etkisiyle 2.160 \$'a kadar gerilemiştir.

GSMH %9,4 azalmıştır.

2001 yılında GSYİH %7,4 gerilerken, tarım, sanayi ve hizmetler alt sektörlerinde katma değerler sırasıyla %6,1, %7,5 ve %5,8 gerilemiştir. Bu arada, net dış alem faktör gelirlerinin yaşanan krizler sonrasında ciddi oranda azalması nedeniyle GSMH'daki daralma %9,4 gibi daha yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir.

GSYİH'daki azalmanın nedeni iç talepteki ciddi daralmadır.

Ekonomik ve siyasi belirsizlikler, kredi kısıtları ve güven erimesi sonucunda toplam yurtiçi talep %18,4 gibi çok yüksek bir seviyede azalırken, ihracatın %7,4 artması ithalatın ise %24,8 daralması

sonucunda net dış talepteki iyileşme sayesinde, GSYİH'daki reel küçülme %7,4 düzeyinde kalmıştır.

GSMH ve Sektörel Katma Değerler (bir önceki yıla göre % değişim)		
	2000	2001
Tarım	3,9	-6,1
Sanayi	6,0	-7,5
Madencilik	-1,1	-9,6
İmalat	6,4	-8,1
Elektrik, gaz, su	6,5	-3,0
İnşaat	4,4	-5,9
Ticaret	12,0	-9,4
Ulaş. ve haber.	5,5	-4,9
Mali kuruluşlar	0,9	-9,9
İthalat vergisi	28,1	-25,1
GSYİH	7,4	-7,4
GSMH	6,3	-9,4

Kaynak: DİE

IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde istikrarın yeniden sağlanmasına ve bütçe açıklarının kontrol altına alınmasına yönelik izlenen sıkı maliye politikasına paralel olarak kamu tüketim ve yatırım harcamaları, sırasıyla %8,6 ve %22 azalmıştır.

Sıkı maliye politikasına paralel olarak kamu harcamaları gerilemiştir.

GSYİH ve harcama grupları (bir önceki yıla göre % değişim)		
	2000	2001
Özel tüketim harcamaları	6,2	-9,0
Devlet tüketim harcamaları	7,1	-8,6
Gayri safi sabit ser.oluşumu	16,9	-31,7
Kamu sektörü	19,6	-22,0
Özel sektör	16,0	-35,1
Mal ve hizmet ihracatı	19,2	7,4
Mal ve hizmet ithalatı	-25,4	-24,8

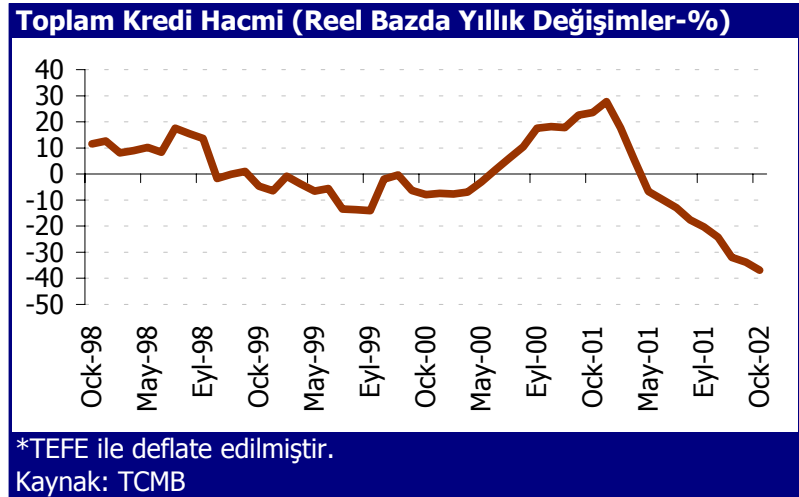
Kaynak: DİE

2001 yılında, GSYİH içinde %67'lere varan payıyla en büyük kalem olan özel tüketim ise, yaşanan devalüasyonun etkisiyle oluşan negatif gelir etkisi, azalan tüketici kredileri, düşen reel ücretler ve artan işsizlik nedeniyle bir önceki seneye göre %9 oranında daralmıştır. Bu duruma bağlı olarak, özel tüketim harcamalarının kompozisyonunda da temel tüketim ağırlık kazanmıştır. Gıda ve içki harcamaları %3,4 azalırken, dayanıklı ve "yarı dayanıklı-dayanıksız" tüketim mallarına yönelik harcamalar, sırasıyla, %30,4 ve %9 oranlarında gerilemiştir.

GSYİH içinde en büyük kalem olan özel tüketim harcamaları %9 daralmıştır.

Ciddi oranda daralan tüketim harcamaları ve yaşanan krizler sonrasında güven ve istikrarın zarar görmesi nedeniyle özel sektör yatırımları %35,1 gibi çok yüksek bir oranda küçülmüştür. Bu durumun oluşmasında, bankacılık sektörünün krizlerden zarar görmesi ve yüksek reel faizler karşısında kredi talebinin azalması da etkili olmuştur.

Azalan tüketim talebi ve kredi sıkıntısı karşısında şirketler, kapasite kullanımlarını düşürerek stoklarını eritmeyi tercih etmişlerdir.



Yeni stand-by hedefleri.

Yeni Stand-by programının başlıca hedefi "ekonominin olası krizlere karşı güvenceye alınması ve enflasyonist olmayan sürdürülebilir bir büyümenin temellerinin atılması" olarak belirlenmiştir. Bunun için ise;

- a) dalgalı döviz kuru rejimiyle birlikte enflasyonun düşürülmesi için enflasyon hedeflemesi uygulanacak,
- b) daha önceki programla başlayan bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına hız verilerek devam edilecek,
- c) sıkı maliye politikaları izlenerek kamunun kararlılığına dair güven oluşması sağlanacak,
- d) son olarak hem kamu hem de özel sektöre yönelik kalıcı reformlarla Türkiye'nin büyüme potansiyeli artırılmaya çalışılacaktır.

2002 yılı büyüme hedefi %3.

Yukarıda bahsedildiği üzere programın hedeflerinin arasında kısa vadeli büyümeye yönelik herhangi bir hedef yer almadığı gibi, aksine, sıkı maliye politikası altında büyümenin başlaması özel kesim harcamalarının canlanmasına ve ihracata bağlı hale gelmiştir. Programda, reformlar sayesinde güven ve istikrarın tesis edilmesi ve sonuç olarak ekonominin reel bazda en az %3 büyümesi tahmin edilmektedir. Ancak, ABD'nin Irak'a olası müdahalesinin yarattığı tedirginlik, kurlardaki istikrarsızlık, bankacılık sektöründeki yeniden yapılandırma ve sermayelendirme sürecinde kredi genişlemesinin en azından yılın ilk altı ayında beklenmemesi, çarkların yeniden dönmesini sağlayacak ve krizlerin sosyal olumsuzluklarını azaltacak olan büyümeye geçişin gecikebileceği konusunda endişeler yaratmaktadır.

Yurtdışındaki durgunluk ihracatın önünde engel olabilir.

İhracat tarafında ise, 2002 yılında, yurtdışında süren durgunluğun ihracat ürünlerimize olan talebi sınırlandırması beklenmektedir. Bu durumun, kurlardaki istikrarsızlık ve kredi kısıtlarıyla birleşerek, en azından 2002'nin son çeyreğine kadar ihracata dayalı büyümenin önünde engel teşkil etmesi beklenmektedir.

Enflasyonla mücadele için faizlerin yüksek tutulması büyümeyi olumsuz etkileyebilir.

Anti-enflasyonist süreçte Merkez Bankası'nın kısa vadeli faizler üzerinde belirleyici rol oynaması büyük önem arz edecektir, çünkü izlenen sıkı para politikasına rağmen çeşitli nedenlerden ötürü

enflasyonda beklenen gerileme kaydedilmediği takdirde, Merkez Bankası faizler yoluyla baskı oluşturabilecektir. Söz konusu sebepler maliye politikasının gevşetilmesi, yüksek kamu fiyat artışları, ekonomik aktörlerin yüksek enflasyon beklentileri ve geriye dönük fiyatlandırma alışkanlığı olabilir. Bu alanlardaki olumsuz gelişmeler, Merkez Bankası'nın faizleri yüksek seviyelerde tutmasına hatta yükseltmesine yol açacağından, büyümeyi olumsuz etkileyebilecektir.

Önümüzdeki dönemde kamu kesiminin sıkı maliye politikası izleyeceğini ve fiyat artışlarını sınırlı tutacağını varsayarsak, ücret ve fiyatlarda geriye dönük endekslemeden vazgeçildiği ve Merkez Bankası anketleriyle takip edilen beklentilerde ve gerçekleşen enflasyon seviyelerinde iyileşme olduğu ölçüde Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin önü açılmış olacaktır. Aynı şekilde Merkez Bankası, ekonomide canlanmanın öngörülenin üzerinde olması ve uzun vadeli sermaye girişleri ve DTH'tan TL'ye geçişin başlaması sayesinde artan para talebine karşı, enflasyonist olmayacak şekilde ve IMF ile istişare içinde para tabanı hedefini genişletebileceğini de açıklamıştır.

Enflasyonla mücadele yolunda giderse faiz indirimleri gündeme gelecektir.

ÖDEMELER DENGESİ

Ödemeler dengesi (milyon dolar)	2000	2001	Değ. %
A1-Dış ticaret dengesi	(22.375)	(4.775)	(78,7)
İhracat (FOB)	31.667	35.104	10,9
İhracat	27.775	31.186	12,3
Bavul ticareti	2.946	3.039	3,2
İthalat (FOB)	(54.042)	(39.879)	(26,2)
İthalat CIF	(54.503)	(40.507)	(25,7)
A2-Diğer mal ve hizmet gel. (net)	7.331	4.111	(43,9)
Turizm	5.923	6.352	7,2
Faiz giderleri	(3.463)	(4.380)	26,5
Diğer	4.871	2.139	(56,1)
A3-Karşılıksız transferler (özel)	5.011	3.771	(24,7)
A4-Karşılıksız transferler (resmi)	214	207	(3,3)
A-Cari işlemler dengesi	(9.819)	3.314	-
B-Sermaye hareketleri	9.610	(13.882)	-
B1-Doğrudan yatırımlar (net)	112	2.769	2.372,3
B2-Portföy yatırımları (net)	1.022	(4.515)	-
B3-Uzun vadeli sermaye gir. (net)	4.276	(1.130)	-
B4-Kısa vadeli sermaye gir. (net)	4.200	(11.006)	-
C-Net hata ve noksan	(2.788)	(2.356)	(15,5)
D-Rezerv hareketleri (A+B+C)	(2.997)	(12.924)	331,2
E-IMF	3.351	10.230	205,3
F-Resmi rezervler (D+E)	354	(2.694)	(861,0)

Kaynak: TCMB

2000 yılının ilk on aylık döneminde, yani Kasım krizi öncesinde, düşen faizler ve artan güven ortamı sayesinde ithalat ciddi bir sıçrama kaydetmiş ve 7,6 milyar \$ cari işlemler açığı verilmişti. Ancak, oluşan olumlu hava sonucunda 12,6 milyar \$'lık sermaye

Kasım 2000'e kadar yoğun kısa vadeli yabancı sermaye girişi yaşanmıştır.

girişi yaşanmış ve 2,7 milyar \$'lık kayıt dışı çıkışa karşın, resmi rezervler 2,8 milyar \$ artış kaydetmişti.

Krizle beraber hızlı sermaye kaçıışı olmuştur.

Kasım krizi sonrasında ise resim hızla değişmiş, aylık 1,5 milyar \$ rekor cari işlemler açığının yanı sıra 2,9 milyar \$'lık sermaye kaçıışı olmuş ve sonuçta rezervler sadece bir ay içinde 5 milyar \$ erimiştir. Böylece, 11 aylık dönemde resmi rezervler 2,2 milyar \$ tutarında net azalma kaydetmiştir. 2000 yılının Aralık ayına gelindiğinde ise cari açık 710 milyon dolara inmiş, sermaye çıkışları 95 milyon dolarla sınırlı kalmış, buna karşın IMF'ten 2,85 milyar dolarlık kredi girişi yaşanmıştır. Dolayısıyla 2000 yılı resmi rezervlerde 354 milyon dolar artışla, toplam rezervlerde de 3 milyar dolarlık azalışla sonuçlanmıştır.

Açıklar IMF kredisi ile dengelenmiştir.

2001 yılına gelindiğinde 2000 yılındaki tablonun tersi ile karşılaşılmaktadır. Cari açık, fazlaya dönmüş, sermaye girişleri yerine sermaye çıkışları gözlenmiş, rezervlerdeki hızlı erime IMF kredilerindeki artış ile dengelenmiştir.

2001 yılında resmi rezervler 2,7 milyar \$ azalmıştır.

Yaşanan finansal krizler sonrasında daralan ekonomiye paralel olarak dış ticaret açığı %79 oranında küçülerek 4,8 milyar \$'a gerilemiş ve sonuç olarak 3,3 milyar \$ cari işlemler fazlası verilmiştir. Diğer yandan, azalan güven nedeniyle sermaye tarafında 13,9 milyar \$'lık bir çıkış kaydedilmiş ve 2,3 milyar \$'lık kayıt dışı çıkışla birleşerek, IMF'den toplam 10,2 milyar \$ tutarında kredi kullanılmasına karşın resmi rezervlerin 2,7 milyar \$ azaldığı izlenmiştir.

Devalüasyonun ihracat üzerindeki olumlu etkisi sınırlı kalmıştır.

2001'e ait rakamlar ayrıntılı olarak incelendiğinde, hem tüketim hem de yatırım talebinin azalması ile ithalatın %26 daraldığı görülmüştür. Ancak, kurdaki dalgalanmanın belirsizlik yaratması, yaşanan finansman sorunları, üretimde ithal girdi payının yüksekliği ve kamu zamlarıyla enerji maliyetlerinin ciddi oranlarda yükselmesi gibi nedenler ihracatın beklenen ölçüde artmasını engellemiştir. Ayrıca, yurt dışı piyasalardaki durgunluk ihraç ürünlerine olan talebi sınırlarken, dış ticaret hadleri de aleyhimize hareket etmiş ve sonuçta toplam ihracat, iç talepteki ciddi azalmaya ve devalüasyona karşın %11 oranında artabilmiştir.

GSM lisans bedeli yabancı sermaye rakamlarındaki olumsuzluğu yumuşatmıştır.

Sermaye tarafında ise, portföy yatırımlarındaki net 4,5 milyar \$'lık azalma ile başta bankacılık kesimi olmak üzere özel kesimin kredi borçlarını geri ödemelerinden kaynaklanan net 11 milyar \$'lık kısa vadeli sermaye çıkışı görülmektedir. Tek olumlu gelişme ise, 2000 yılında satılan ve Şubat 2001'de gelen GSM lisans bedeli sayesinde 2,8 milyar \$'lık doğrudan yatırım girişi olmasıdır.

2002 yılında yurtdışında süren durgunluk, ihracat ürünlerimize talebi sınırlandıracaktır.

11 Eylül faciası sonrasında, dünya çapında büyüme tahminleri aşağı yönde revize edilmiştir. Hem ABD hem Avrupa Birliği Merkez Bankaları tarafından ardarda düşürülen faizlere rağmen, Türkiye ihracatının %60'tan fazlasını oluşturan söz konusu bölgelerin 2002 yılında 2001'e göre daha da yavaş büyüyecekleri öngörülmektedir. Bu durum, en azından beklentilerin yeniden olumluya döndüğü

2002 son çeyreğine kadar ihracata dayalı büyümenin önünde engel teşkil edecektir.

Dünya Ekonomisi Büyüme Tahminleri (Yıllık yüzde değişim)	2000	2001	2002T
Dünya	4,7	2,4	2,4
Gelişmiş Ekonomiler	3,9	1,1	0,8
ABD	4,1	1,0	0,7
Kanada	4,4	1,4	0,8
Japonya	1,5	(0,4)	(1,0)
İngiltere	2,9	2,3	1,8
Euro Bölgesi	3,4	1,7	1,3
Almanya	3,0	0,5	0,7
Fransa	3,5	2,1	1,3
Gelişmekte olan ülkeler	5,8	4,0	4,4

Kaynak: World Economic Outlook, Aralık 2001, IMF

İhracat performansını olumsuz etkileyebilecek diğer bir gelişme ise artan güven ortamıyla beraber ters para ikamesinin yaşanması ve TL'nin gereğinden fazla reel bazda değer kazanması ya da kurlarda volatilitenin artması olasılıklarıdır. Yine de, ihracat sektörüne kullandırılan resmi ve özel kaynaklı kredilerde muhtemel artış ve iç talepteki canlanmanın sınırlı kalacağı beklentisi altında, düşük oranda da olsa ihracatın yıllık bazda artış trendini koruması tahmin edilmektedir. Ancak, dipten çıkan ekonomiyle beraber ithalatın daha yüksek miktarda artması ve 11 Eylül olayı ile olası Irak müdahalesinin turizm gelirlerini de olumsuz etkilemesinin beklenmesi gibi unsurlar nedeniyle, 1-2 milyar \$ cari açık kaydedilmesi öngörülmektedir.

2001'deki cari fazlanın açığa dönüşmesi beklenmektedir.

2002 yılında, yeni Stand-By anlaşmasının imzalanması ile oluşan olumlu hava sayesinde, yabancıların portföy yatırımlarının net bazda yeniden pozitif dönmeye başlamesi beklenmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri altında yer alan bankacılık ve özel sektör borçlanması ise, ekonominin toparlanması, kredilerin canlanması ve artan yatırımlara bağlı olarak yılın ikinci yarısından itibaren yükseliş kaydedebilir.

2001 yılında kaydedilen sermaye çıkışının 2002'de tersine dönmesi sürpriz olmayacaktır.

2001 Eylül sonu itibariyle Hazine tarafından açıklanan projeksiyonlara göre 2002 yılında toplam 16,5 milyar \$ borç ödemesinde bulunacak olan Hükümet ve Merkez Bankası'ndan oluşan kamu kesiminin ise, 14,2 milyar \$'ı IMF'den, 3 milyar \$'ı Dünya Bankası'ndan ve 2,5 milyar \$'ı tahvil ihracından olmak üzere ödemelerinden daha fazla borçlanması öngörülmektedir. Sonuç olarak, ekonomik canlanmayla birlikte cari açık verilmesi tahmin edilirken, mevcut politikaların devamı halinde ülkeye net sermaye girişinin olması beklenmektedir. Uzun vadede ise, yeni ihale yasası ve yatırım ortamının iyileştirilmesi gibi devam eden reformlar ve düşen enflasyon sayesinde, doğrudan yabancı yatırımların önünün açılması hedeflenmektedir.

Portföy ve sabit sermaye yatırımlarında artış öngörülmektedir.