



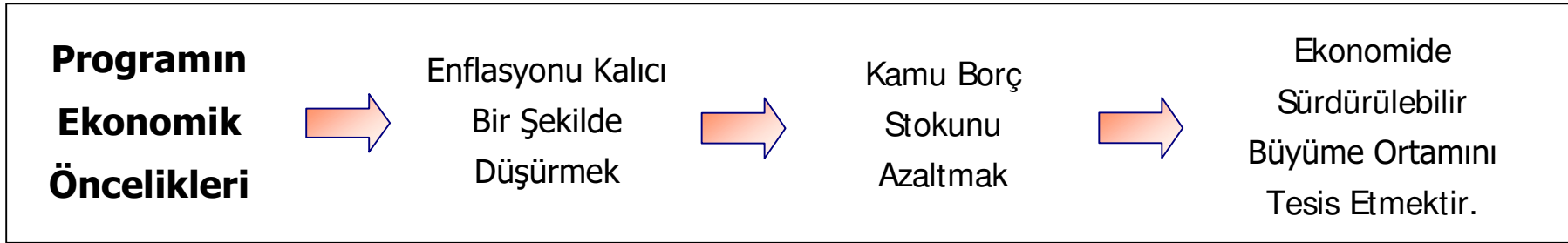
EKONOMİK GÖRÜNÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Aralık 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.

Önemli bir nokta:

Zaman zaman IMF programı olarak da adlandırılan uygulanmakta olan istikrar programı, aslında DPT'nin yıllık programlarında, yine DPT tarafından hazırlanan “Katılım Öncesi Ekonomik Program Raporu”nda, ve nihayet Hükümet tarafından onaylanan “Ulusal Program”da çok daha geniş bir tasarımda çerçevesi çizilmiş olan ulusal nitelikte bir programdır.

Ulusal Program

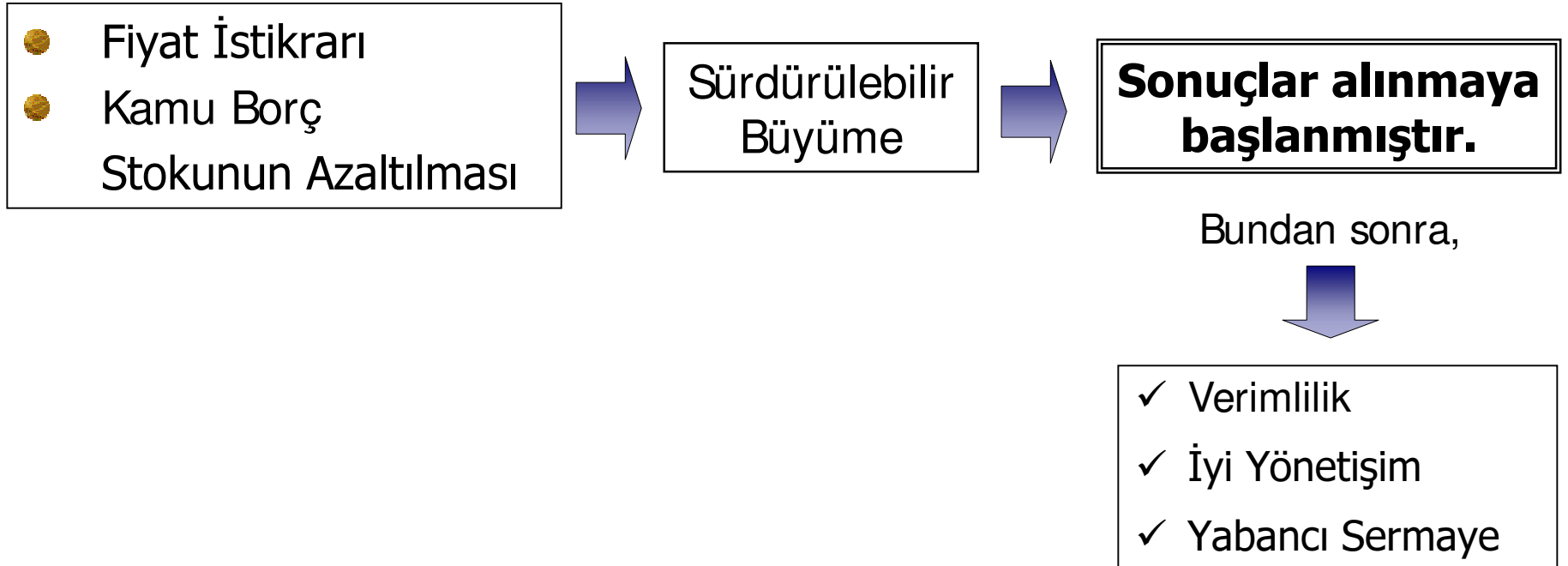
Ekonomik öncelikler kapsamında, **fiyat istikrarını sağlamak**, kendi önceliğinin yanı sıra programdaki diğer hedeflerin gerçekleştirilebilmesi için de bir **önkoşul ve zorunluluktur**.

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 % 20**, 2004 yılı enflasyon hedefi ise % 12 olarak Merkez Bankası ve Hükümet tarafından ortak kararlar 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. Döviz rezervlerini artırmak için şeffaf yöntemlerle gerçekleştireceği döviz alım ihaleleri bunun dışındadır.
- ✓ Makro ekonomik istikrarın kalıcı hale gelmesi ile birlikte, **Türk lirasının dalgalı kur rejimi altında istikrarlı bir seyir kazanması hedeflenmektedir**.

Ulusal Program

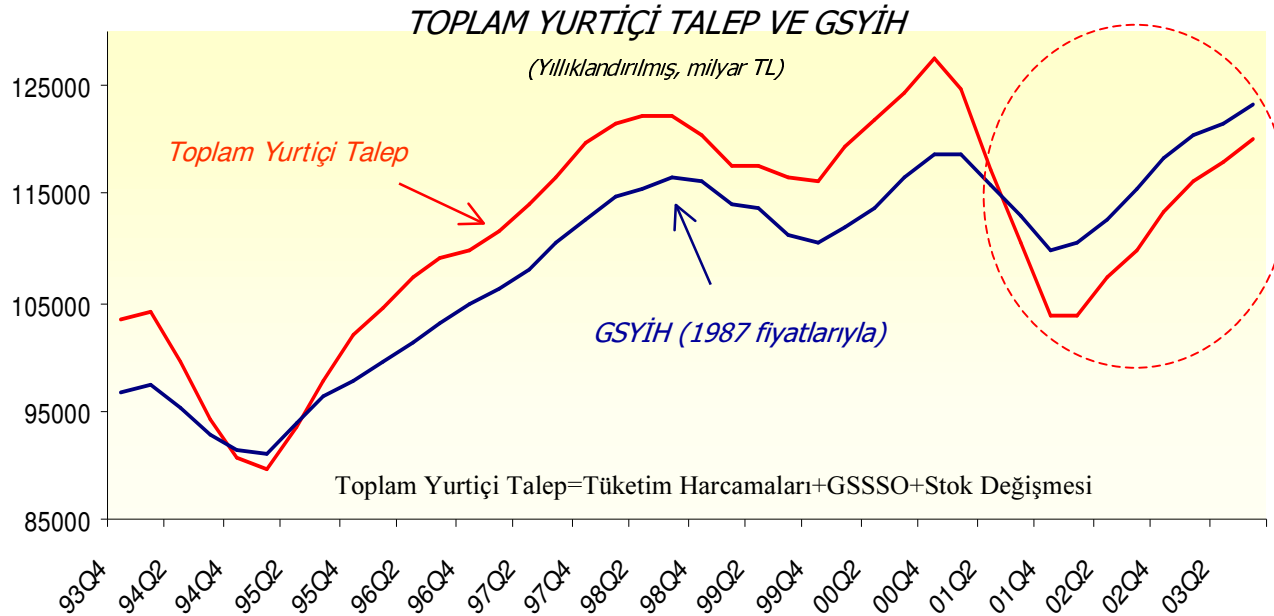
Ekonomik istikrar programı ile ilgili ve Ulusal Programda net bir şekilde ifadesini bulan unsurlara baktığımızda, **bugün hangi noktaya geldiğimizi görmek** ve hedeflere ulaşabilmek için **neler yapmamız gerektiğini** tespit etmek son derece önemlidir.



konularında ilerleme kaydedilmelidir.

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

2002 ve 2003 yıllarında gösterilen güçlü büyüme performansı 2004 yılında da devam edecektir.



2002 Yılı

Tahmin → % 3
Gerçekleşme → % 7.8

2003 Yılı İlk 9 Ay

Gerçekleşme → % 5.2

Destekleyici unsurlar:

- ✓ İhracat
- ✓ Özel sektör

Yurtiçi talep artışı GSYİH artışının altında kalmıştır.

- ✓ Özel sektöre dayalı büyümenin:
 - İhracatta artışın
 - Sanayi üretiminde artışın
- ✓ Finans piyasalarında istikrarın ve ekonomide artan güvenin
- ✓ Reel faiz oranlarında azalmanın
- ✓ Verimlilik artışının

büyümeyi desteklemesi beklenmektedir.

- ✓ Kamu sektöründe önemli oranda küçülmenin
- ✓ Tüketim harcamalarındaki sınırlı artışın, enflasyonist baskı olmamasının
- ✓ İstihdam oranının düşük olmasının

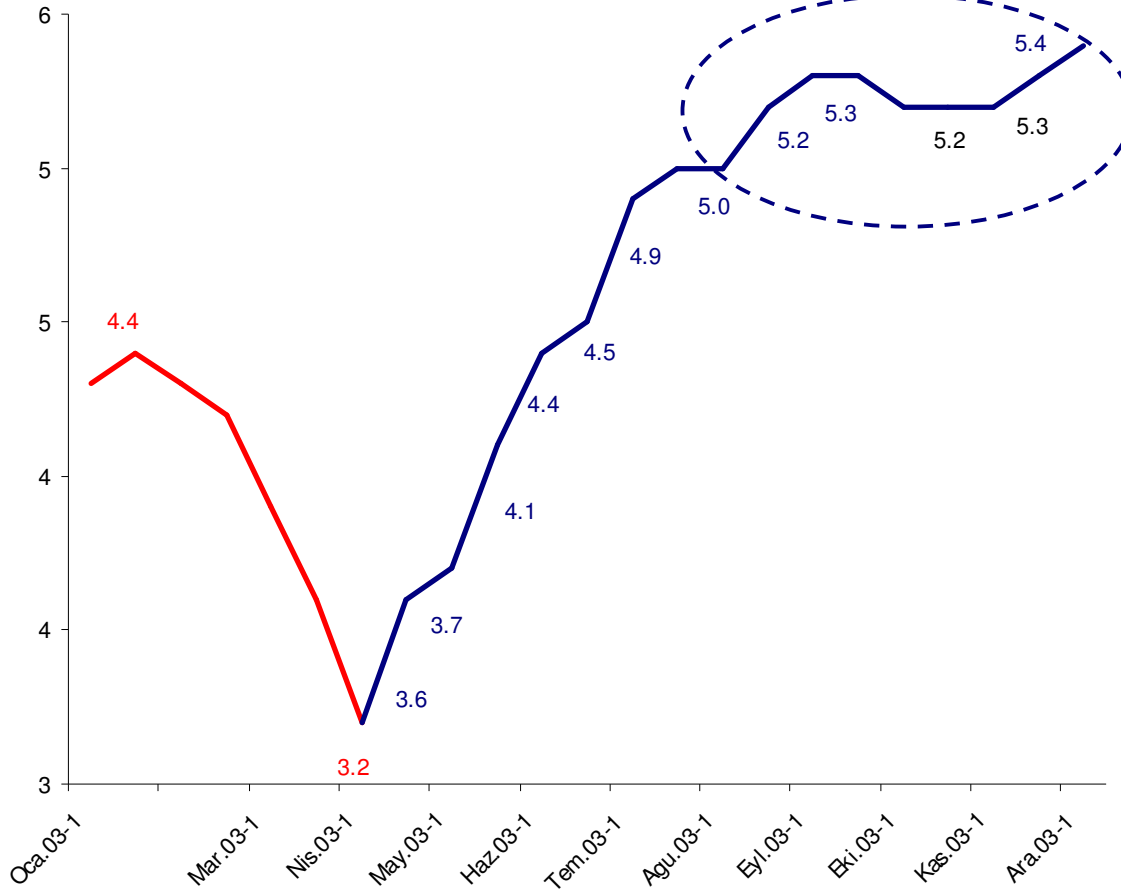
yurtiçi talebi kontrol altında tutması beklenmektedir.

- ✓ Verimlilik artışının devam etmesi
- ✓ Yönetişim göstergelerinde iyileşme
- ✓ Niteliği değişen yabancı sermaye

sürdürülebilir büyümeyi temin edecektir.

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

Büyüme beklentileri istikrar programının büyüme tahmininin üstünde seyretmektedir.



Nasıl ?

- ✓ Türk lirası ve döviz piyasalarında görece istikrar sağlanmıştır,
- ✓ Ekonomik veriler öngörülenden daha iyi gerçekleşmiştir,
- ✓ Güven ortamı oluşmaya başlamıştır.

2003 Yılı

Tahmin → % 5

Beklentiler

Nisan → % 3.2

Aralık → % 5.4

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

TALEBİ ETKİLEYEN UNSURLAR						
(bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişim)						
	İhracat	Kredi Kartları	Tüketici Kredileri	Dahilde Alınan KDV	Otomotiv Satışı	Faiz Dışı Bütçe Harcaması
2001-Q1	8,9			55,7	-61,9	22,2
2001-Q2	13,5	55,3	0,9	32,8	-71,1	43,8
2001-Q3	13,7	32,8	-38,6	62,4	-73,3	45,2
2001-Q4	15	12,9	-49	91,7	-71,2	49,7
2002-Q1	8,1	17,1	-45,2	74,9	-62	90,4
2002-Q2	4,2	30,7	-24,9	81,3	-16,7	65
2002-Q3	18,9	45,2	-2,9	57,8	-3,5	60,8
2002-Q4	16,5	64,8	25,6	36,5	27	61,8
2003-Q1	31,3	73,3	62,8	35,5	177,7	39
2003-Q2	33,0	70,7	68,1	34,9	72,4	35,6
Tem.03	32,0	65,4	85,6	38,8	104,9	39,8
Ağu.03	25,1	69,4	102,9	36,7	131,0	34,3
Eyl.03	24,1	68,5	123,0	32,3	-	35,3
Eki.03	-	66,1	151,3	-	-	25,6

ÜRETİM ARTIŞINI DESTEKLEYİCİ GÖSTERGELER							
	İthalat*	EFT Dolaşım Hızı	Açılan Şirket Sayısı*	Dayanklı Tüketim Mali Üretimi*	Kapasite Kullanım Oranı (%)	Protestolu Senet Sayısı*	Tarım-Dışı İstihdam (bin kişi)
2001-Q1	-4.8	3.34	18.1	-8.4	69.8	-2.6	12953
2001-Q2	-30.1	2.36	-19.7	-26.1	69.9	7.9	12905
2001-Q3	-27	2.43	-11.4	-17.9	71.1	-11.4	13200
2001-Q4	-30.1	2.47	-26.2	-1.8	72.8	-19.7	13310
2002-Q1	-3.9	2.53	-7.3	29.6	73.8	-40.8	13181
2002-Q2	25.7	2.56	17.1	70.9	75.9	-46.4	14013
2002-Q3	29.8	2.39	9.8	65.1	77.1	-35.7	14125
2002-Q4	44.3	2.39	1.7	49.1	74.9	-25.9	14040
2003-Q1	37.4	2.34	-2.1	15.2	75	-28.4	13605
2003-Q2	31.8	2.42	-4.5	12.3	78	-9.4	13695
Tem.03	34.6	2.46	14.9	-	80	-9.1	-
Ağu.03	31.6	2.35	12.4	-	79.1	3	-
Eyl.03	36.2	2.38	19.1	-	83.6	-2.3	-
Eki.03	-	2.37	-	-	80.8	13.9	-

* Bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde değişim

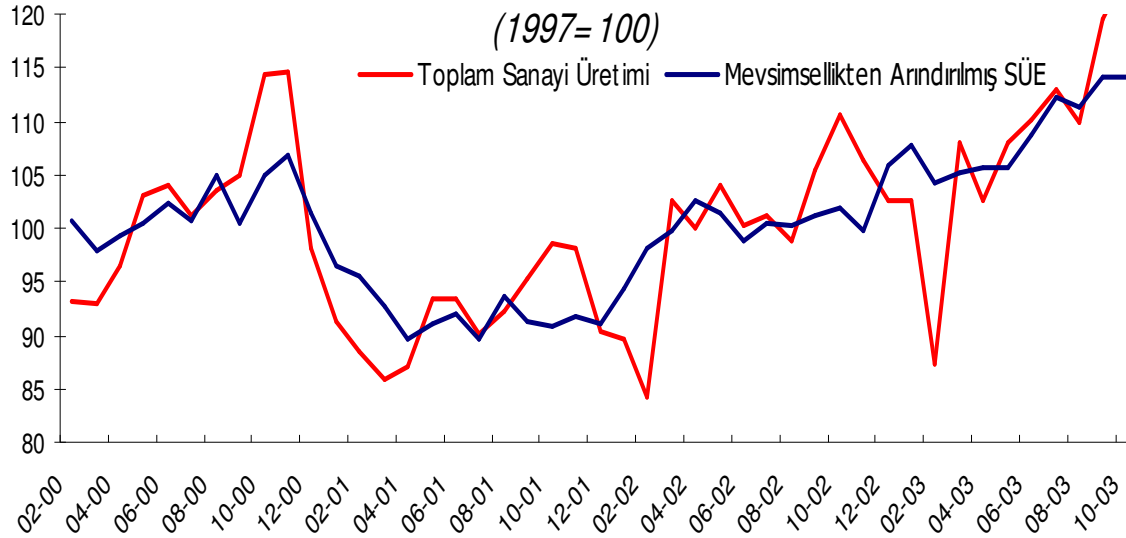
Kaynak: DİE, TCMB, OSD, Maliye Bakanlığı, Hazine

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

Sanayi üretimi ile ilgili veriler büyüme hedefini doğrular niteliktedir.

SANAYİ ÜRETİM ENDEKSİ

(1997=100)



Sanayi Üretim Endeksi (SÜE)

- ✓ Ekim 2003'de % 12.3 artış sonrasında endeksin gerek orijinal gerekse mevsimsellikten arındırılmış değeri Ocak 1985'den beri en yüksek seviyededir.

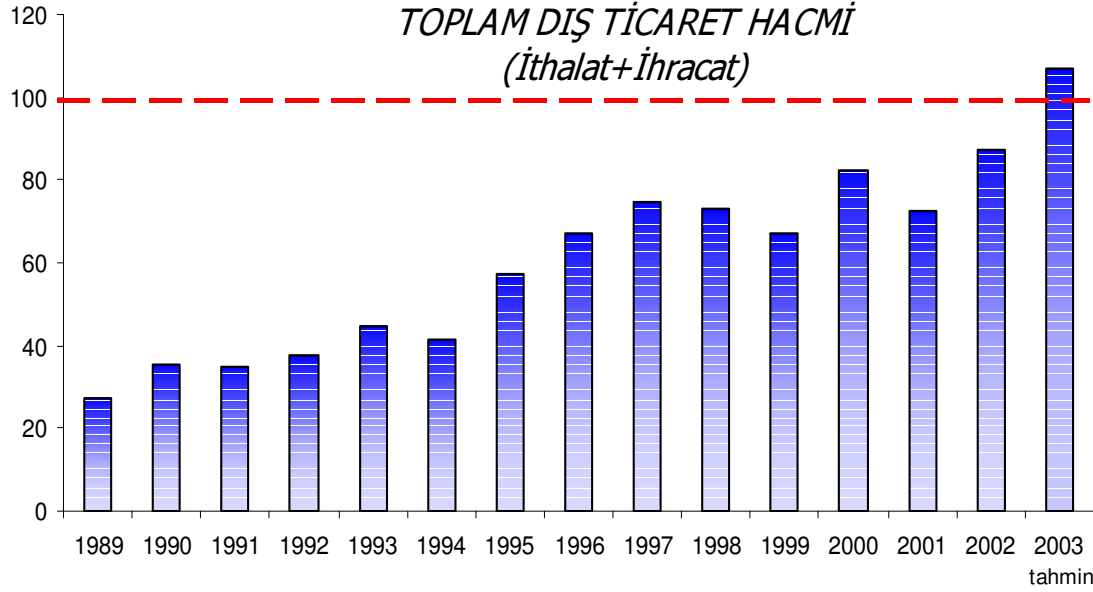
KAPASİTE KULLANIMI



Kapasite Kullanımı

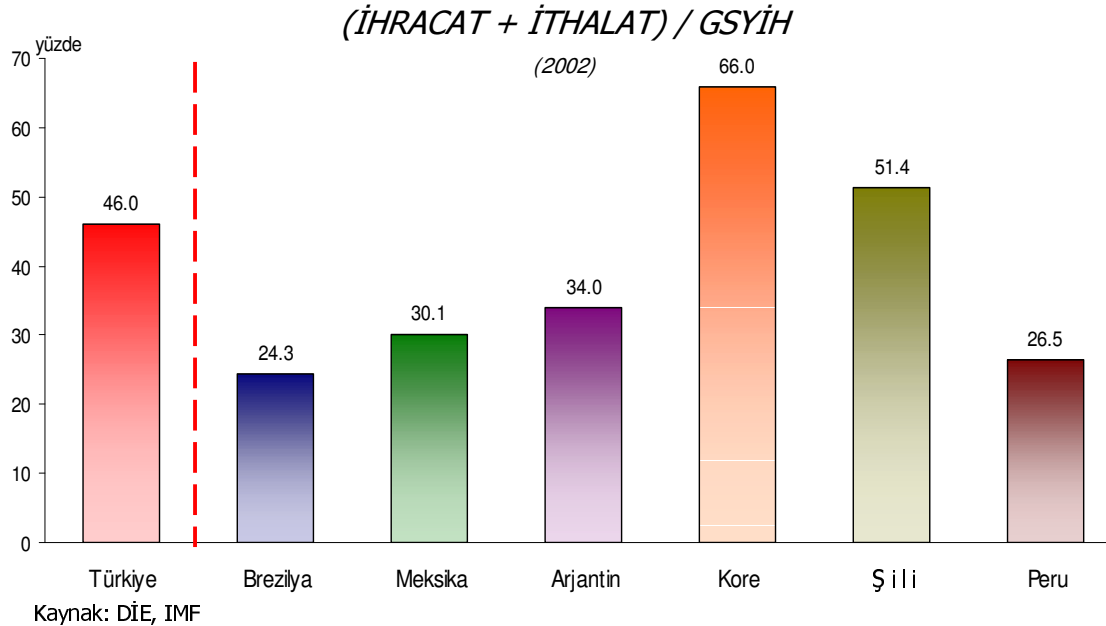
- ✓ Ekim 2003'de % 80.8
- ✓ Özel sektör, Ekim 2003'de % 81.3, Haziran 1998'den beri en yüksek seviye.

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme



Dış ticaret verileri

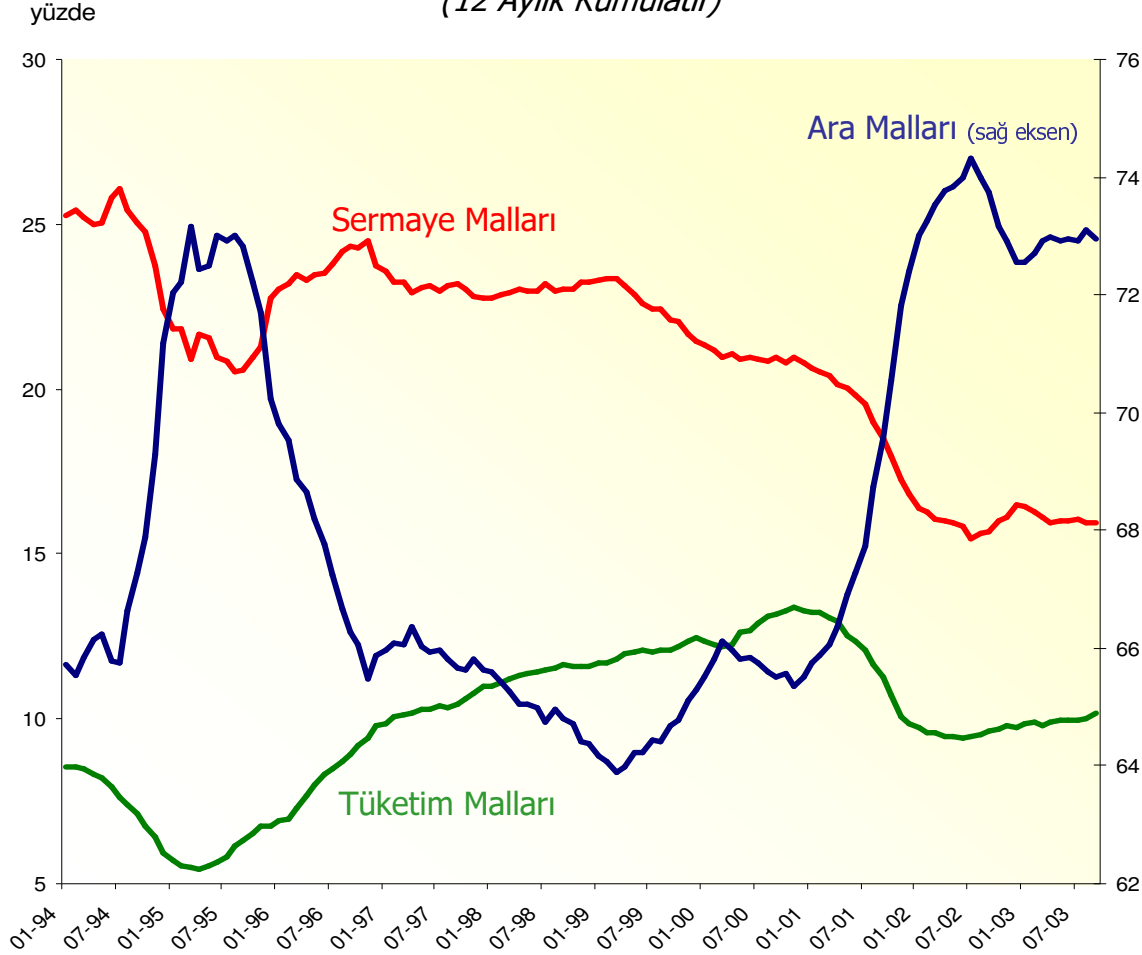
✓ Toplam dış ticaret hacminin ilk defa 100 milyar doları geçmesi beklenmektedir.



✓ Söz konusu veriler Türkiye'nin küresel ekonomiyle bütünleşmekte olduğunu yansıtmaktadır.

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

İTHALAT BİLEŞENLERİNİN TOPLAM İTHALAT İÇİNDEKİ PAYI
(12 Aylık Kümülatif)



Dış ticarete daha yakından bakılınca;

- ✓ Ara malları ithalatında hızlı bir artış
- ✓ Tüketim malları ithalatında sınırlı bir artış

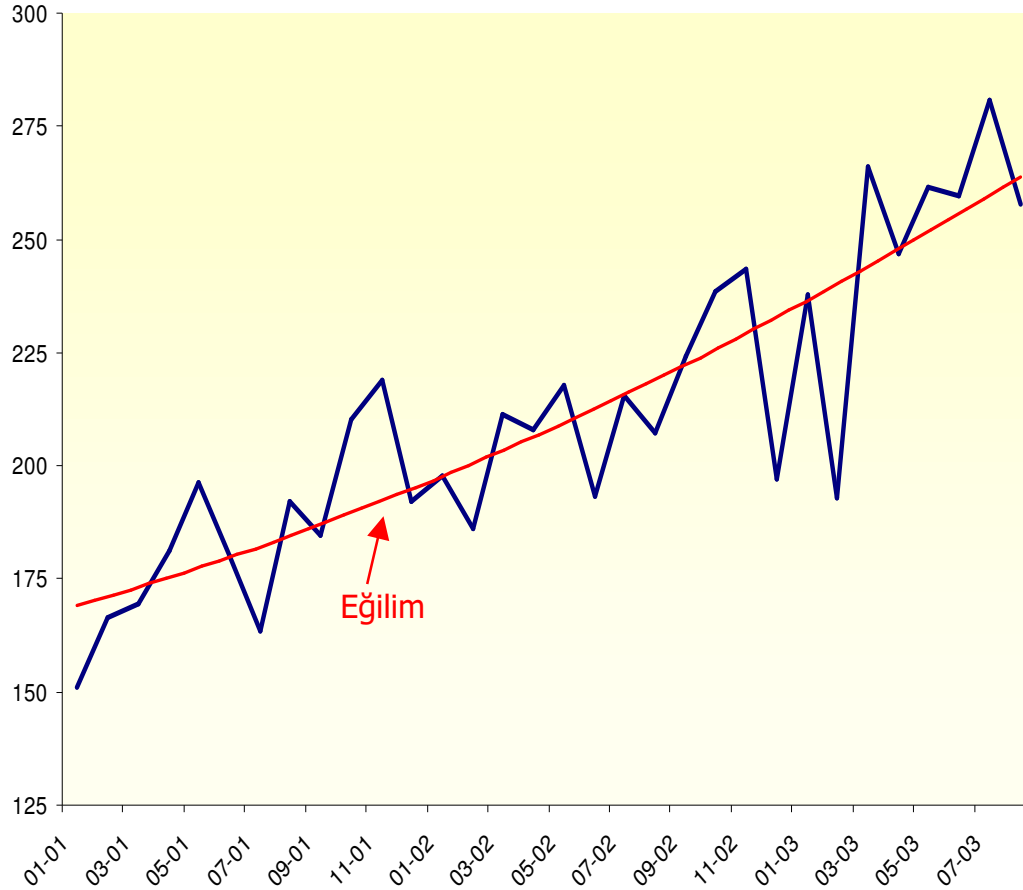


İthalatın yönü;

- ✓ Üretim
- ✓ İhracat

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

GELİR TİCARET HADDİ*



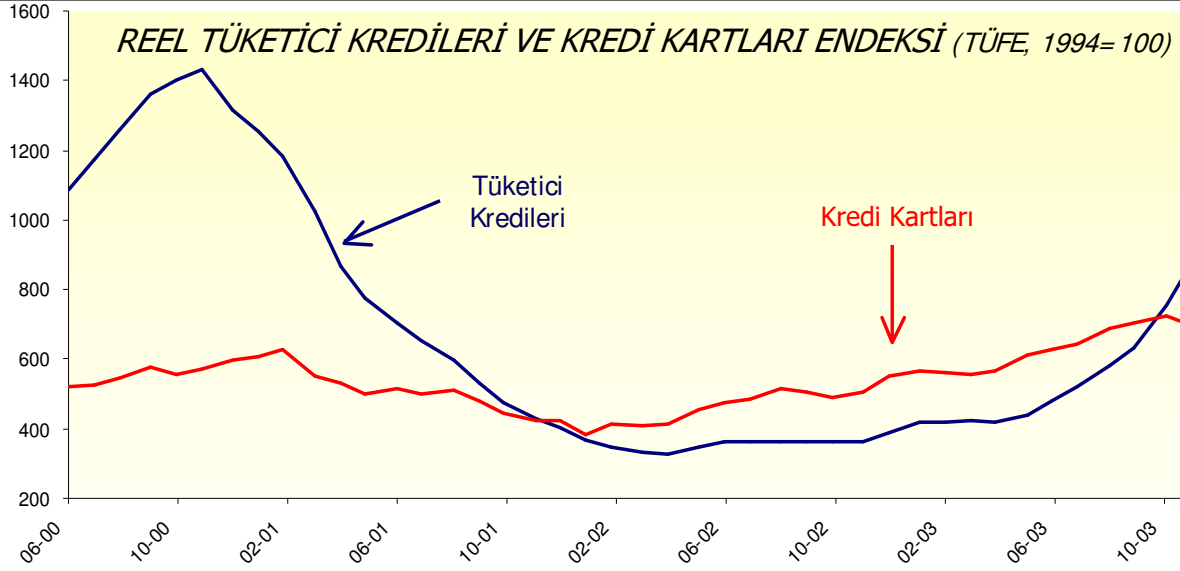
Gelir ticaret haddi sürekli artma eğilimi göstermektedir.

- ✓ Bu eğilim,
- ❖ sadece ihracatımızın değil, reel olarak dış ticaret gelirimizin de arttığını,
- ❖ bu artışın Ülkemizin ekonomik kazancına katkı yapacağını, ifade etmektedir.

Kaynak: DİE, * İhracatın Satın Alma Gücünü Gösteren Gelir Ticaret Haddi=(ihracat fiyat endeksi x ihracat miktar endeksi) / ithalat fiyat endeksi

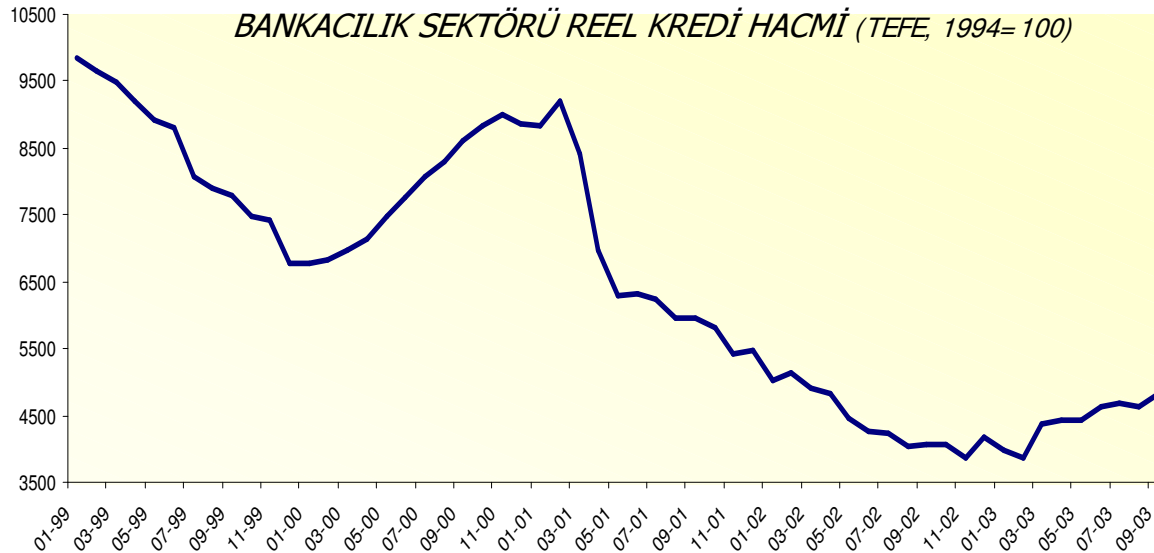
Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

Bankacılık sektörünün büyümeye katkısı, henüz istenen düzeyde olmamakla beraber artmaktadır:



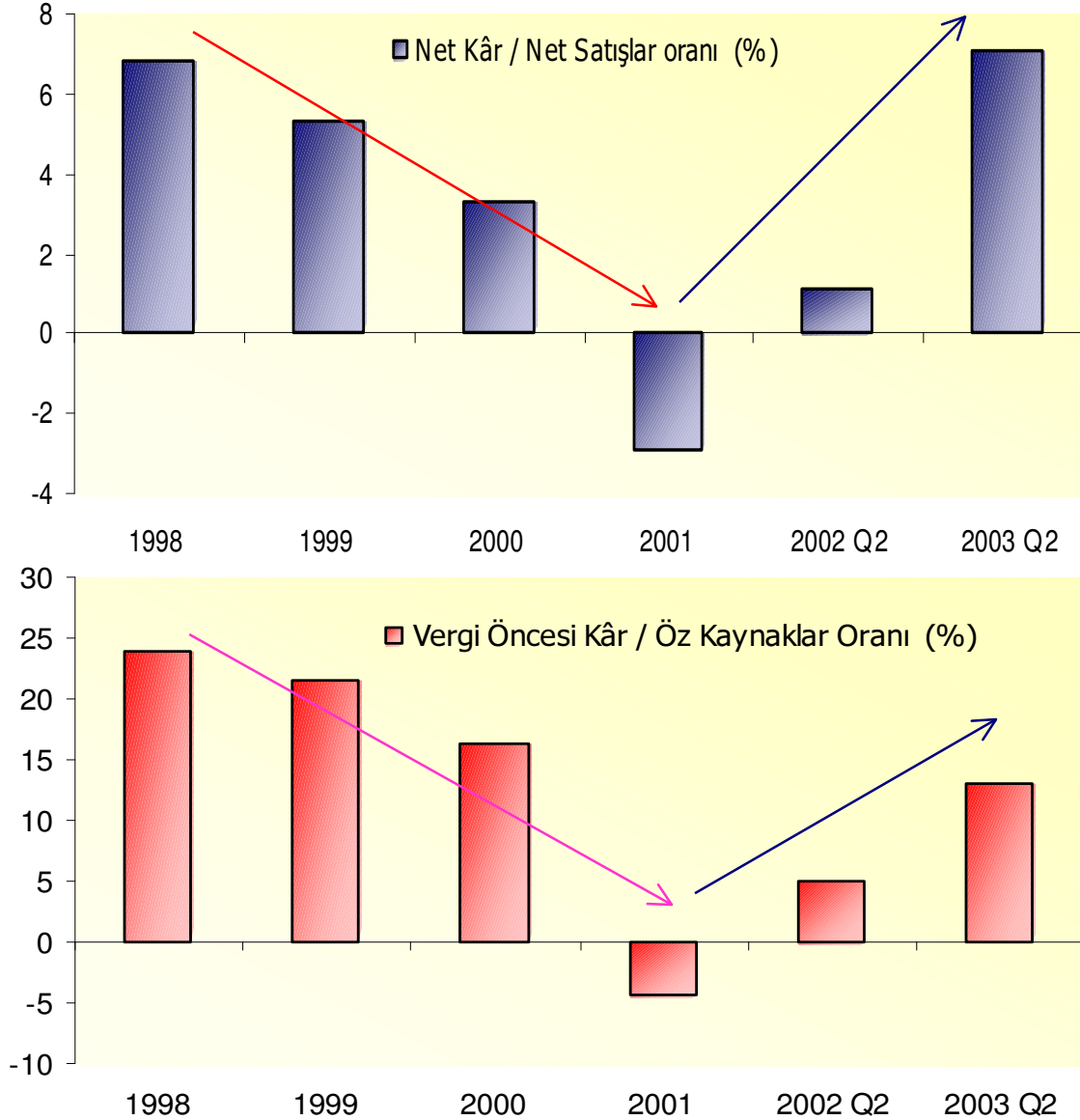
✓ Bankacılık sektörünün toplam kredi hacminde belirgin bir canlanma görülmemekle beraber, öncü göstere olan tüketici kredileri ve kredi kartları reel olarak artış göstermektedir.

✓ Sektöre ilişkin reformların aksamadan sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır.



Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

ŞİRKETLER SEKTÖRÜ KÂRLILIKLARI (İMKB'YE KOTE)



✓ Şirketler sektörünün kârlılık oranlarında kriz sonrasında hızlı bir iyileşme eğilimi görülmektedir.

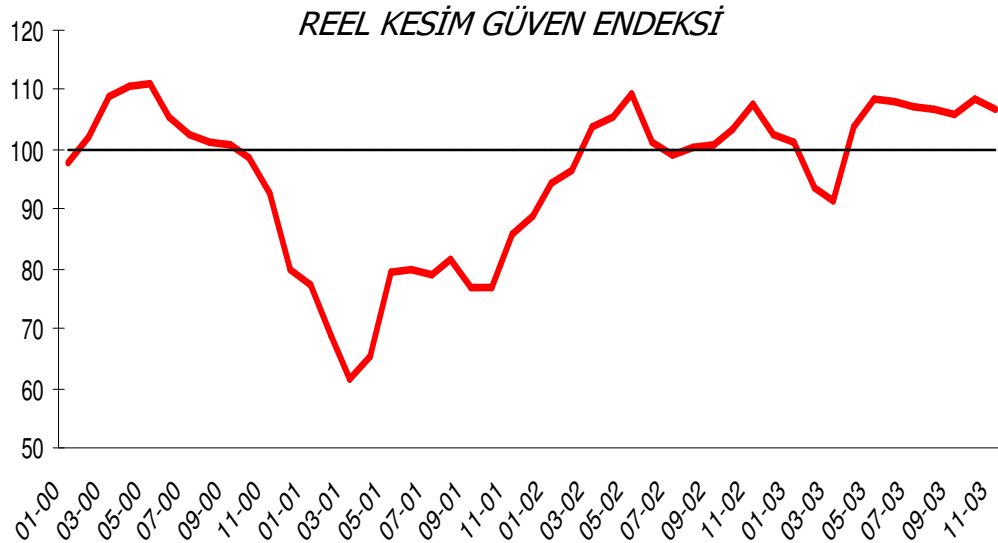
✓ Bu, ileriye dönük olarak son derece olumlu bir gelişmedir.

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

Gidişat ile ilgili beklentiler de olumludur.



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



100'ün üstü ekonomik faaliyetlere ilişkin güvenin arttığını ifade etmektedir.

Öncü Göstergeler Endeksi

- ✓ Kasım 2003'de 125.6
- ✓ Nisan ayında başlayan yükseliş evresi devam etmektedir.

Reel Kesim Güven Endeksi

- ✓ Kasım 2003'de 106.7
- ✓ Nisan 2003'den itibaren yüksek seviyelerdedir.

2003 yılı büyüme tahmininin gerçekleşmemesi için bir sebep yoktur.

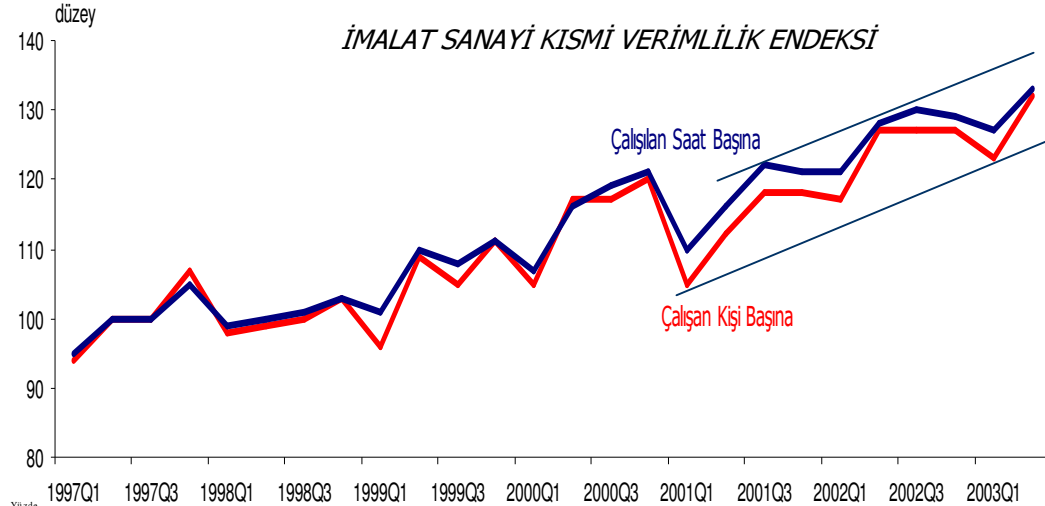
İlgili göstergelere bakıldığında ekonominin, 2004 yılında da benzer bir performans göstermesi beklenmektedir.

Bu yapının sürmesi için, bundan böyle, ekonomi politikaları öncelikli olmak üzere tüm politikaların, **talebi artırıcı değil, arzı teşvik edici nitelikte olması gerekmektedir.**

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

Niçin Verimlilik ?

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

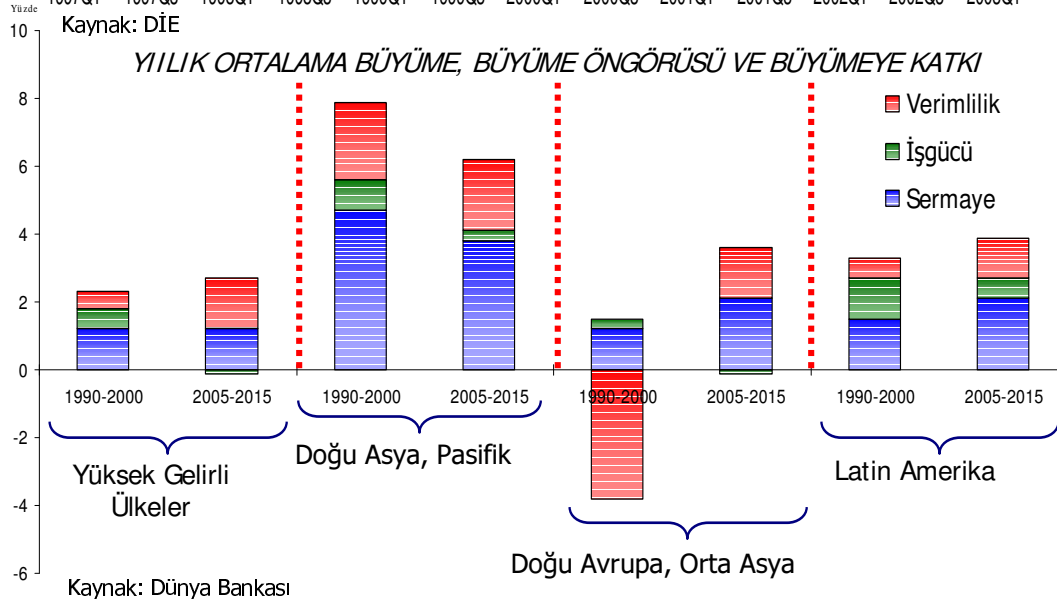


✓ İmalat sanayi kısmı verimlilik endeksinin son dönemlerde daha hızlı arttığı görülmektedir. Bununla birlikte, sürdürülebilir yüksek büyüme hızlarına ulaşmak için, **ekonomide tüm sektörlerde verimliliğin çok daha üst düzeylere çıkarılması** ve sürdürülebilir bir nitelik kazanması şarttır.

✓ Dünya Bankası, ülke grupları itibariyle yaptığı gelecek 10 yıllık büyüme tahminlerinde, **verimlilik artışının, büyümenin önemli bir unsuru haline geleceğini** öngörmektedir.

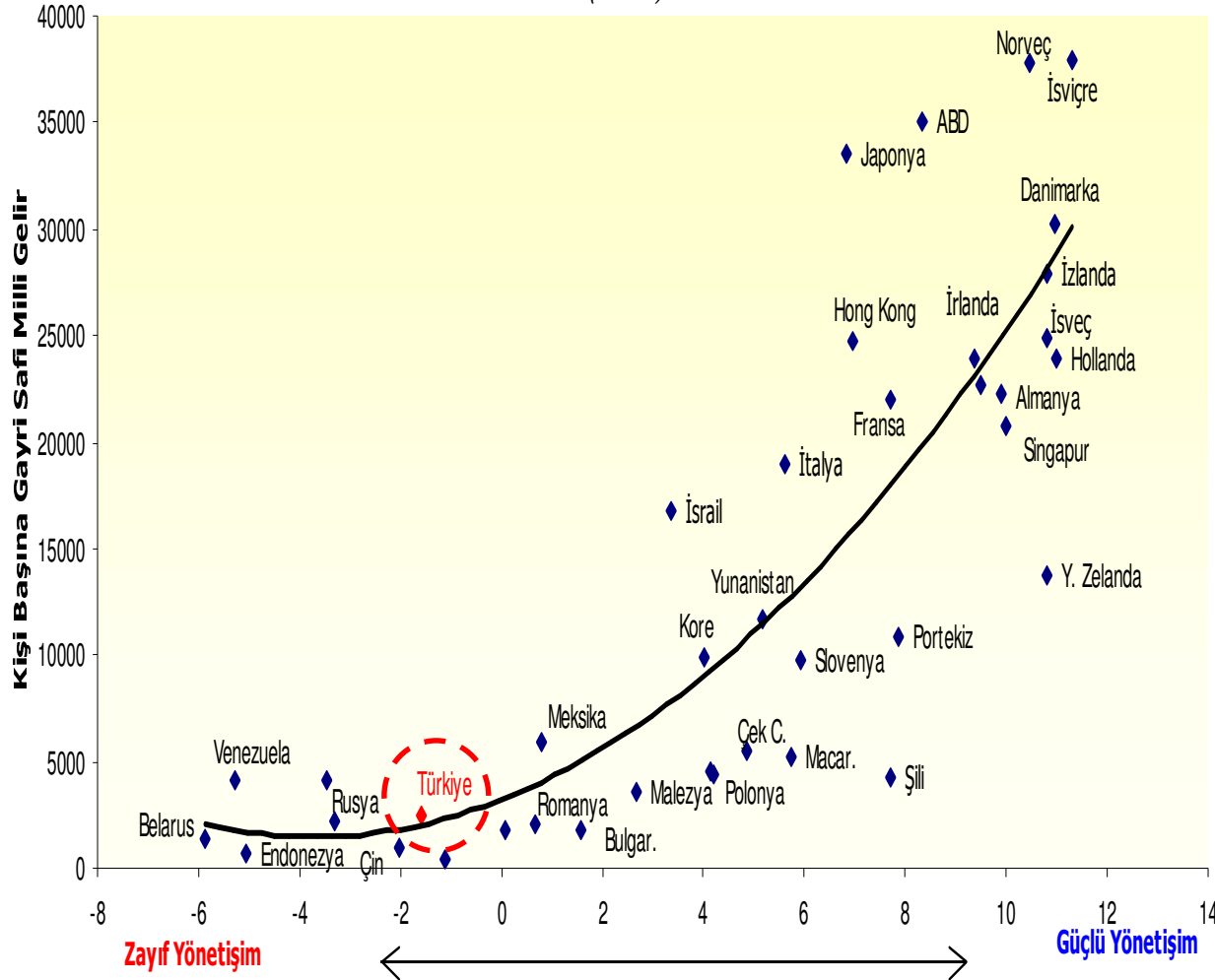
✓ **Orta ve uzun vadede insan kaynağı ve teknoloji düzeyindeki ilerleme ile sağlanılabilecek olan verimlilik artışı, kısa vadede organizasyon ve iş etüdü çalışmaları sonucunda artırılabilir.**

✓ **Milli Prodüktivite Merkezi, KOBİ'ler için sadece iş etüdü kapsamında yöntemsel ve örgütsel iyileşmeler ile % 25'lik bir verimlilik artışı sağlanabileceğini hesaplamıştır.**



Niçin İyi Yönetişim ?

EKONOMİK PERFORMANS VE YÖNETİŞİM
(2002)



Eğim çizgisi $y=a+bx+cx^2$ eğrisidir; y =GSMG kişi başına ve x =yönetişim indeksi.

Kaynak: Dünya Bankası, TCMB

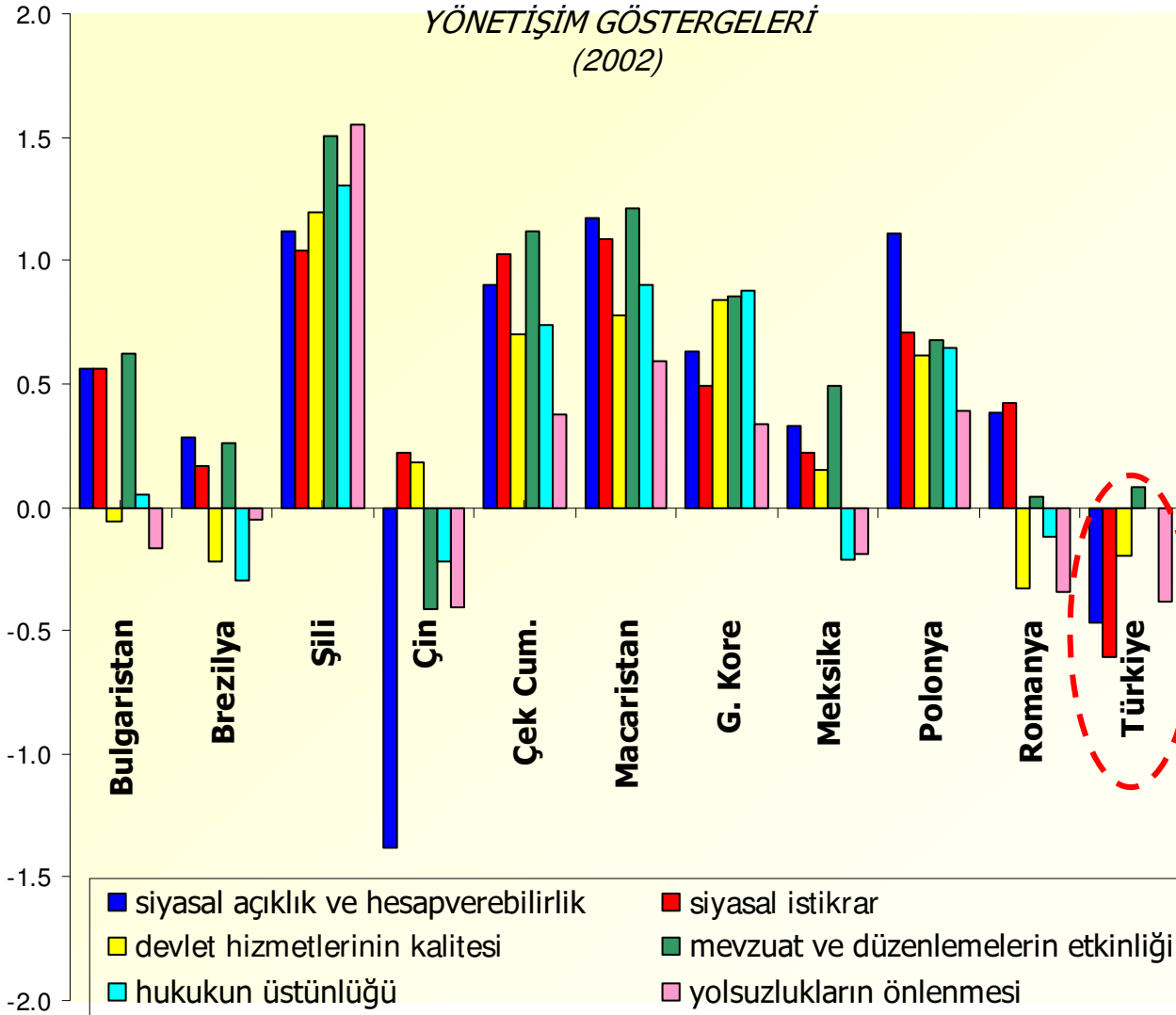
Kamu kesiminde yönetişimde önemli unsurlar

- ❖ Şeffaflık
- ❖ Hesap verebilirlik
- ❖ Hizmetlerin kalitesi
- ❖ Yolsuzlukların önlenmesi
- ❖ Hukukun üstünlüğünün tesisi ve
- ❖ Siyasal istikrar

Söz konusu unsurların ekonomik performans ile olan ilişkisine baktığımızda karşımıza şu şekilde bir tablo çıkmaktadır:

- ✓ Piyasa ekonomisinin hakim olduğu demokratik ülke ekonomilerinde kişi başına **milli gelir ile yönetişim arasında aynı yönlü güçlü bir ilişki** olduğu ifade edilmektedir.
- ✓ Bu ülke ekonomilerinde yönetişim göstergeleri ne kadar güçlü ise kişi başına milli gelir o oranda yüksektir.
- ✓ Dolayısı ile iyi yönetişim güçlü bir ekonomik performansa ulaşmak için hayati bir unsurdur.
- ✓ Bu analizde **Türkiye 2002 yılı itibariyle oldukça alt sıralardadır.**

Türkiye'de İyi Yönetişim



Yönetişimin unsurları itibariyle daha ayrıntılı baktığımızda **Türkiye**, son dönemlerde görülen iyileşmeye rağmen, geçmişteki kötü performansı nedeniyle 2002 yılı itibariyle **benzer ülkelerin oldukça gerisindedir.**

Neden Türkiye kötü bir performans göstermiştir ?

- ✓ **30 yıldır** süregelen yüksek **enflasyon** ve yarattığı toplumsal tahribat
- ✓ **Makro ekonomik istikrarsızlık**
 - ❖ Düşük ve oynak büyüme
 - ❖ Yüksek kamu maliyesi açığı
- ✓ Yapısal dönüşüm sürecinde gecikme
- ✓ Politika uygulamalarında istikrarsızlık

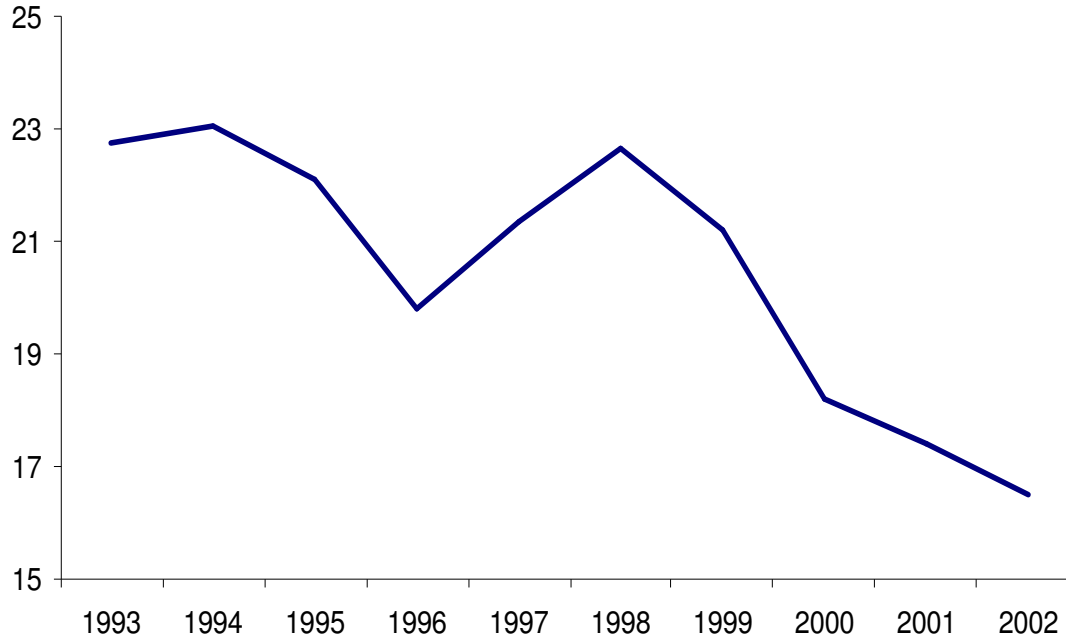
Büyümenin sürdürülebilir nitelik kazanması ve gerek yurtiçi gerekse yurtdışı yatırımcılar açısından sağlıklı bir yatırım ortamının oluşturulabilmesi için, bu unsurlarda iyileşme sağlanması gereği son derece nettir.

Yüksek ve Sürdürülebilir Büyüme

Niçin Yabancı Sermaye ?

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.

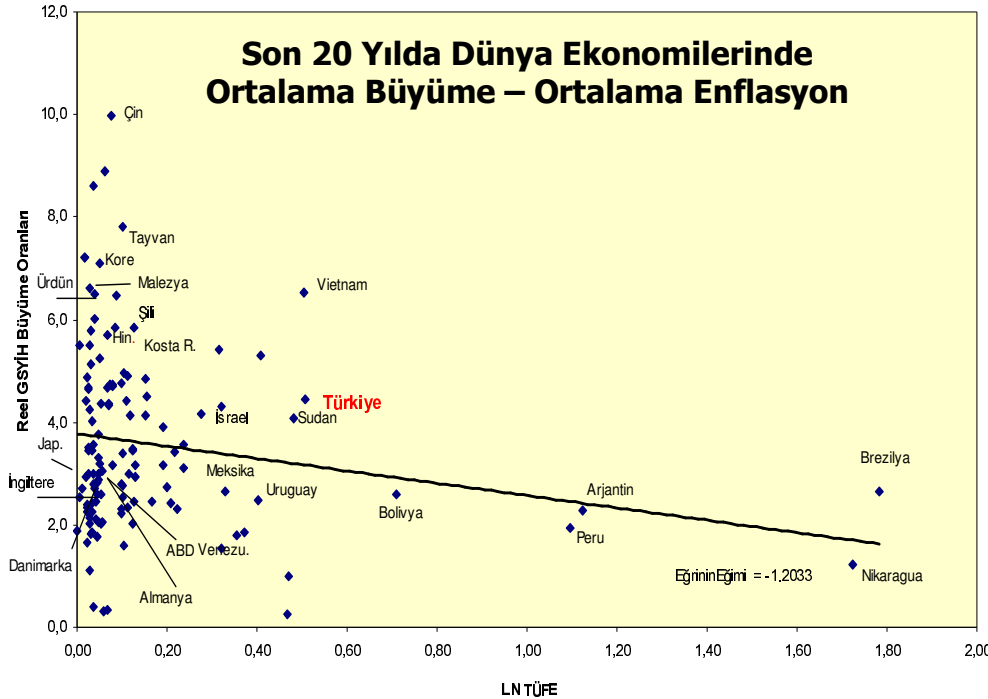
Bundan sonra reel ekonomi ile ilgili yapılması gerekenler ekonomiye daha uzun bir bakış açısından bakmak ve fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda **verimlilik, yabancı sermaye ve yönetim** göstergelerinde dünya standartlarına erişerek **sürdürülebilir yüksek büyüme hızlarına** ulaşmaktır.



FİYAT İSTİKRARI

Fiyat İstikrarı

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



Para politikasının gevşetilerek büyüme oranlarının hızlandırılacağı yanılığı vardır.

Bu yanılığı, erken iktisat literatürü çerçevesinde

- ✓ Statik bir ortamda
- ✓ Düşük enflasyona sahip ülke örnekleri çerçevesinde ve
- ✓ Kısa vade için

yapılan analizlerde geçerlidir.

Oysa; 1980'lerden sonra gelişen modeller ve uzun dönem analiz uygulamaları sonucunda

- ✓ Yüksek enflasyon oranlarında

para politikasının gevşetilmesi ile, uzun vadede

- ✓ sadece enflasyonun artacağı,
- ✓ büyümenin ise enflasyondan kaynaklanan belirsizlik nedeniyle düşeceği,

ifade edilmektedir.

Sonuç:

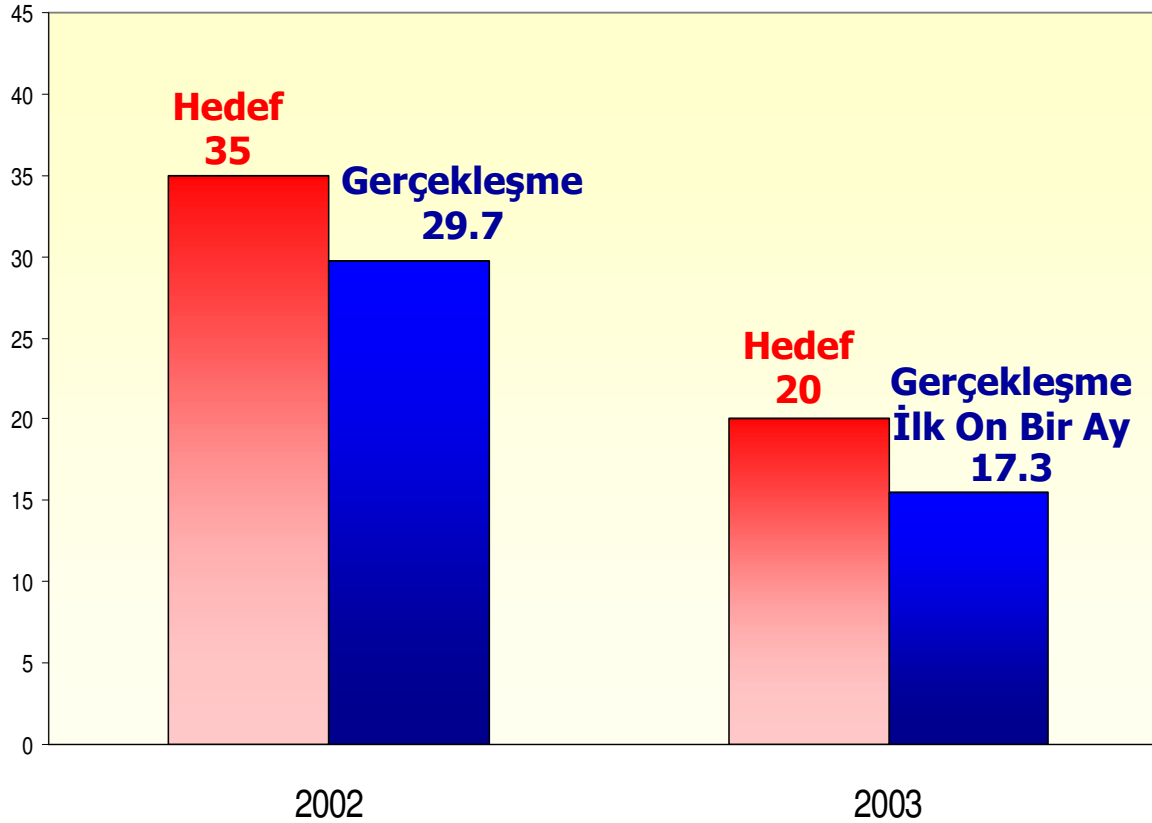
✓ Fiyat istikrarı ile büyüme birbiri ile çelişmez. Fiyat istikrarı, sürdürülebilir büyüme için gerekli bir önkoşuldur.

- ❖ Merkez Bankası'nın önceliği fiyat istikrarıdır. Merkez Bankası, sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışını fiyat istikrarını sağlayarak destekler.
- ❖ Sadece fiyat istikrarının sağlandığı, diğer bir ifade ile enflasyonun yüzde 10'un altında olduğu ülkelerde, para politikasını biraz gevşeterek büyümeye katkı sağlamak mümkündür.

Fiyat İstikrarı

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

TÜFE HEDEF VE GERÇEKLEŞMELER

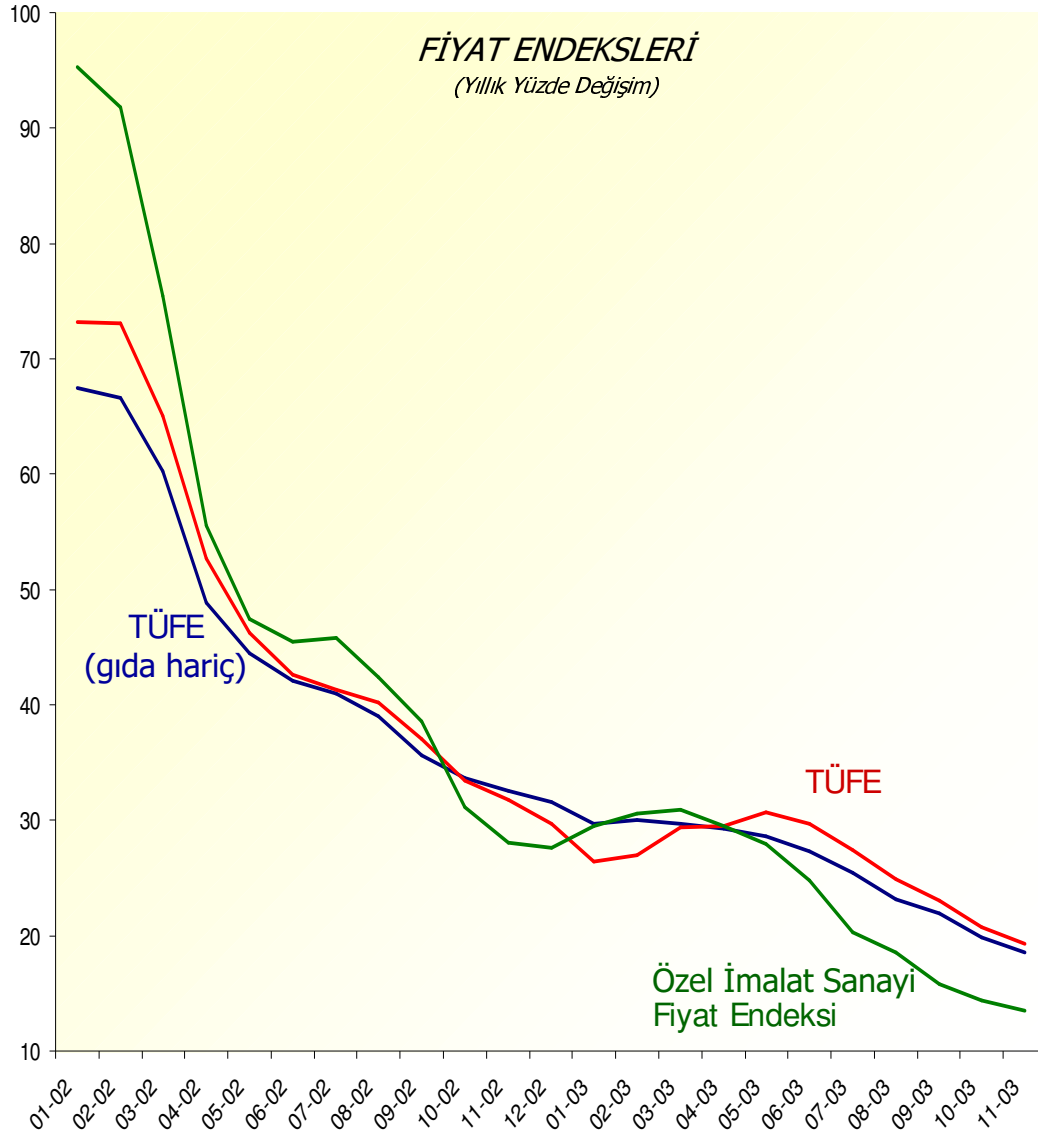


✓ Enflasyon hedefi Hükümet ile birlikte saptanmakta, bu hedefi gerçekleştirmeye yönelik para politikası uygulamaları ise, Merkez Bankası tarafından, Yasası ile belirlenmiş esaslar çerçevesinde, bağımsız bir biçimde uygulanmaktadır.

Söz Konusu Uygulamalar Sonrasında

- ✓ 2002 yılında 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 % 20'dir. İlk on bir aylık gerçekleşme ise % 17.3 olmuştur. Söz konusu döneme daha ayrıntılı bir biçimde bakmak gerekirse;

Fiyat İstikrarı– İlk On Bir Ay



✓ **TÜFE:** Kasım ayında yıllık **% 19.3**, Şubat 1977'den beri en düşük aylık bazda yıllık enflasyon oranıdır. (Hazine, 1963 =100)

Kasım ayı enflasyonu % 1.6 ile 1981'den beri en düşük Kasım enflasyonudur. (DİE, 1978-79 = 100)

✓ **TEFE:** Kasım ayında yıllık **% 16.2**, Ekim ve Kasım ayları Ocak 1987'den beri en düşük aylık bazda yıllık enflasyon oranıdır.

Kasım ayı enflasyonu **%1.7**

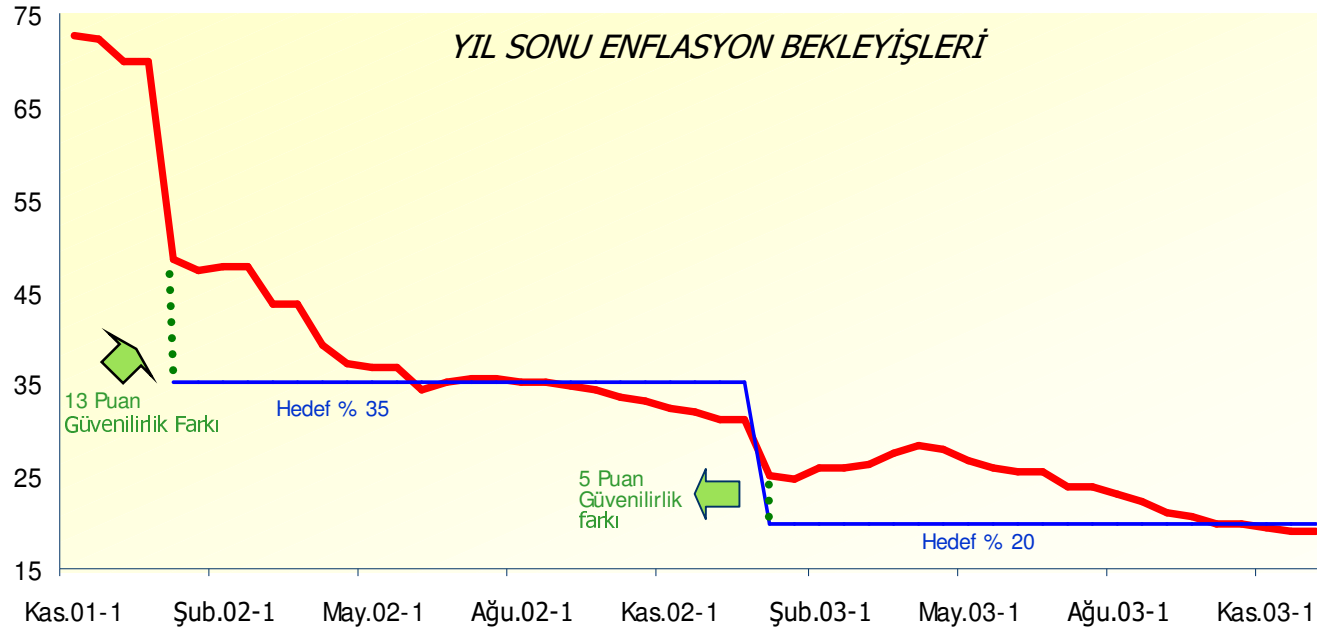
Gerek TEFE gerekse TÜFE'de aylık artışların birer puanı, her zaman risk unsurları olarak belirttiğimiz **gıda ve tarım fiyatlarındaki** artışlardan kaynaklanmıştır.

✓ **Özel İmalat Sanayi Fiyatları:** Kasım ayında yıllık **% 13.6**, Ocak 1983'den beri en düşük aylık bazda yıllık enflasyon oranıdır.

Kasım ayı enflasyonu % 0.9 ile 1982'den beri en düşük Kasım enflasyonudur. (DİE, 1981=100)

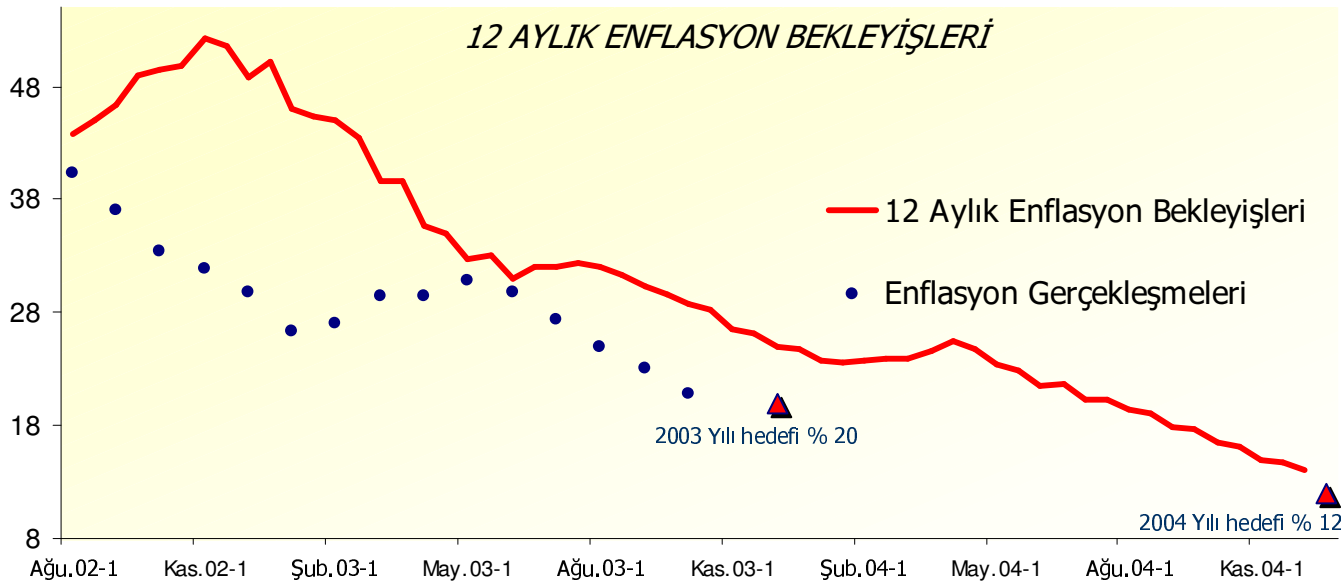
Her üç endekste düşüş eğilimlerinin karakteristikleri enflasyonun gelecekteki düşüş eğiliminin de birer göstergesidir.

Fiyat İstikrarı– İlk On Bir Ay



✓ Yıl sonu enflasyon beklendiği, 2003 hedefinin altında seyretmektedir.

2003 yıl sonu enflasyon beklendiği Aralık ayı itibariyle % 19.1'dir.



✓ 12 aylık beklendiği ise 2004 hedefine oldukça yaklaşmıştır.

12 aylık enflasyon beklendiği Aralık ayı itibariyle % 14.1'dir.

Fiyat İstikrarı

Bugün artık enflasyondaki düşüş kalıcı bir hal almıştır. Gelecek dönemde de bu düşüş devam edecektir. Ancak, bundan sonra da,

- ✓ **Gelirler ve maliye politikalarındaki disiplinin** tavizsiz sürdürülmesi,
- ✓ **Yerel idarelerin** gelirleri ile uyumlu politikalar izlemeleri ve kamu maliyesinde sağlanan disiplinin yarattığı **olumlu etkileri tehlikeye atacak yaklaşımlardan** kaçınmaları,
- ✓ **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** veya ekonomik canlanma ile birlikte **kâr marjlarını artırmaya yönelik fiyatlama davranışlarının** ortadan kalkması,
- ✓ **Tüketimde görülen canlanmanın kontrollü** bir biçimde devam etmesi ve **enflasyon üzerinde baskı** yaratmaması,

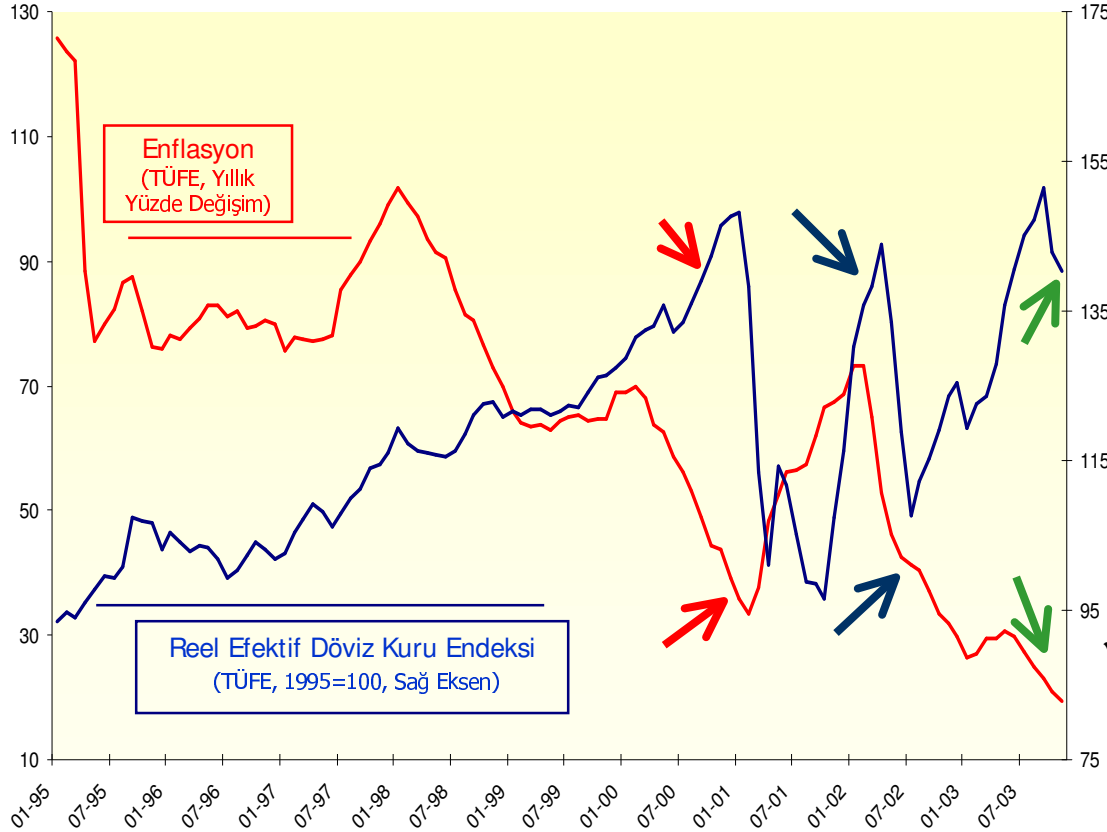
gerekmektedir.

Bu hususlar sağlandığında, **2004 yılı enflasyon hedefi de tutacak ve fiyat istikrarı sağlanması yönünde** önemli mesafe alınacaktır.

- ✓ Gıda, tarım, petrol ve enerji fiyatları hedef için her zaman bir risktir.

Fiyat İstikrarı

Döviz kuru sayesinde mi oldu ?



- ✓ Reel döviz kuru endeksi ve enflasyondaki gelişmelere birlikte baktığımızda, son dönemdeki yapının geçmişten farklı olduğu görülmektedir.
- ✓ Bugünkü yapıda, Türk lirasının reel olarak değer kazandığı dönemlerde enflasyonun geçmişte olduğundan çok daha düşük değerlere indiği, son iki dönemde ise Türk lirasının reel olarak değer kaybetmesine rağmen enflasyondaki düşüş eğiliminin devam ettiği görülmektedir.
- ✓ Başka bir deyişle, döviz kurundan enflasyona geçişte eski yapının zayıfladığı ve enflasyon dinamiklerinde istenilen yönde bir değişme olduğu gözlenmeye başlanmıştır.

Enflasyonun düşmesini destekleyen unsurlar

- ✓ **Sıkı para ve maliye politikaları**
- ✓ **Artan güven ve beklentiler üzerindeki olumlu etkisi**
- ✓ **Piyasalarda sağlanan görece istikrar**
- ✓ **Verimlilik artışı ve reel ücretlerin seyri**
- ✓ **Üretici ve tüketici davranışlarının değişmesi; artan rekabet, düşük iç talep**
- ✓ **Enflasyon hedefi ile uyumlu fiyatlandırma davranışlarının ve gelirler politikalarının yaygınlaşması**



KUR POLİTİKASI

Kur Rejimi

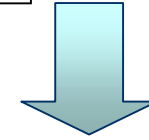
Türkiye’de kur rejimi kapsamında para politikası tasarımlarına baktığımızda sermaye hareketlerine getirilen düzenlemelere bağlı olarak 3 ayrı dönem karşımıza çıkmaktadır.

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.

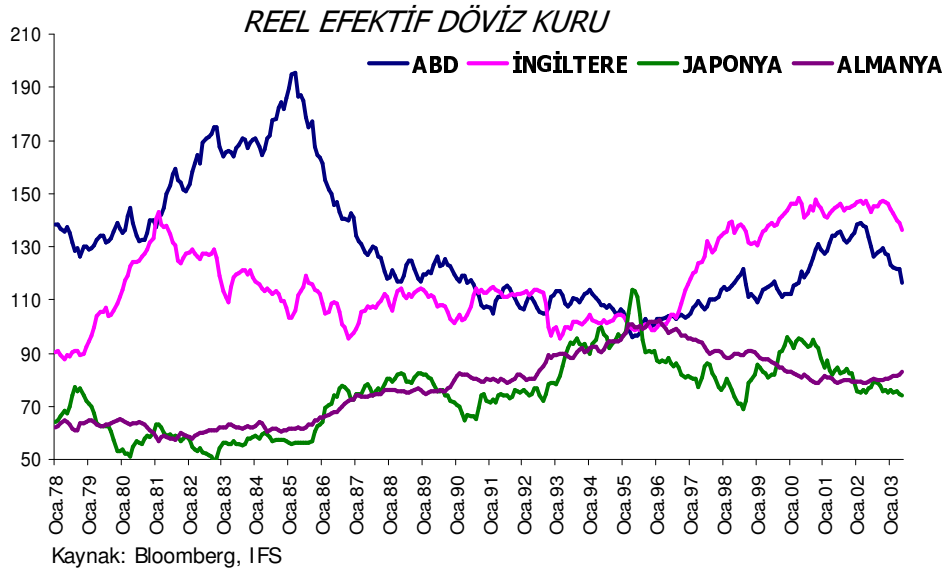
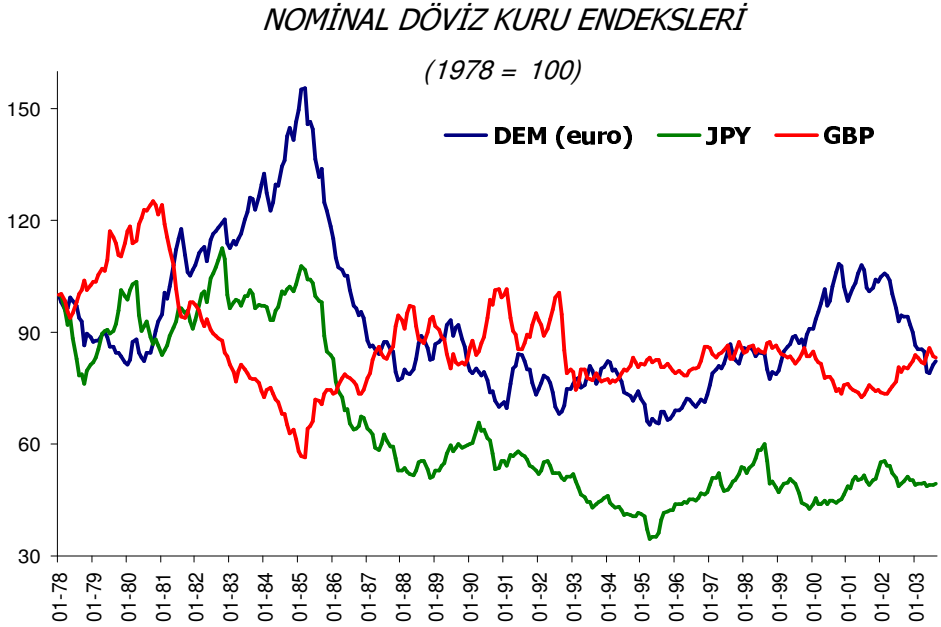
✓ Döviz kurlarının düzeyini ekonominin temelleri, uygulanan ekonomik program ve beklentiler belirler.

- ✓ Merkez Bankası, uygulanmakta olan istikrar programının bu aşamasında uygun bir döviz kuru düzeyi açıklamayı uygun bulmamaktadır.
- ✓ Neden ?
 - ❖ Enflasyon henüz yeterince düşmemiş; yapısal reformlar tamamlanmamıştır.
 - ❖ Ekonomik değişkenler üzerinde kamu maliyesi politikasının ve bu politikalarla ilgili beklentilerin önemli etkileri vardır.

Dalgalı Kur Rejimi

Dalgalı kur rejimi anlaşıldı mı?

- ✓ Diğer ülkelerde de kurlar kısa dönemde hem reel hem nominal olarak,
 - ❖ Aşırı değer kazanmıştır.
 - ❖ Aşırı değer kaybetmiştir.
- Uzun dönemde ise
 - ❖ Ekonomik temeller ile uyumlu seviyelerde dengeye gelmektedir.



- ✓ Ülkemizde de hem reel hem nominal kurlar, geçmişte olduğu gibi gelecekte de,
 - ❖ Programdaki gelişmelere,
 - ❖ Bekleyişlere,
 - ❖ Ekonominin temel göstergelerine,
 - ❖ Piyasa oyuncularının davranışlarına,
- bağlı olarak yükselip düşebilecektir.

Dalgalı Kur Rejimi

Türk lirası aşırı değerli mi, değil mi?

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

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

Ancak,

Uzun Vade

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

Baz Yılı

Reel kur endeksi, ancak ve ancak **baz yılı doğru seçildiği zaman** ekonomik olarak doğru yorumlanabilmekte, seçilen baz yılına bağlı olarak endeks değerleri büyük farklılıklar gösterebilmektedir.

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 duyuru ve uyarılar yoluyla müdahale etmektedir.

- ✓ Merkez Bankası'nın döviz kurunu düşük tutmak gibi bir politikası yoktur.
- ✓ 2003 yılı içinde 1 ABD dolarınının 1.780.000 Türk lirası seviyesine ulaştığı dönemde Merkez Bankası müdahalede bulunmamıştır.
- ✓ Döviz kurunda daha güçlü bir istikrar
 - ❖ Suni uygulamalar ve müdahalelerle değil,
 - ❖ Makro ekonomik temellerin kuvvetlenmesi, ekonomideki kırılganlıkların azalması ile sağlanacaktır.

Dalgalı Kur Rejimi

Enflasyon giderek risk olmaktan çıkmaktadır: Ancak kur riski vardır.

- ✓ Bu kur rejimi ile döviz kurundaki oynaklığın arttığı,
- ✓ Artan oynaklığın ihracat yapan firmaların satışlarından elde edecekleri gelirleri belirsizleştirdiği,
- ✓ Sonrasında firmaların üretimlerini azalttığı 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 giderek alındığı unutulmamalıdır.
- ✓ Dalgalı kur rejimi altında **piyasada olan kur riski, modern bir firma için** görece olarak küçük ve yönetilebilir bir risktir.

Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kuru riski nasıl yönetilir ?

✓ 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

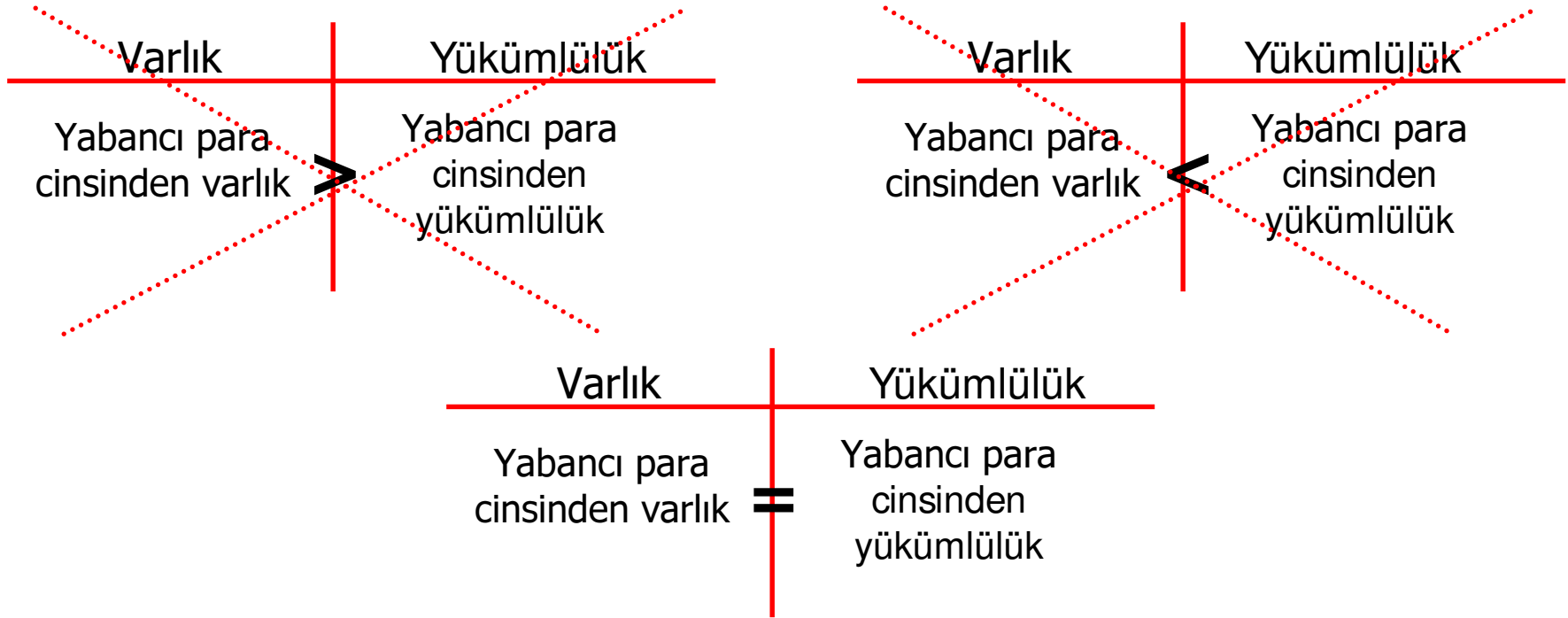
- ✓ Döviz yatırım yaparak enflasyon riskinden korunmanın maliyeti son derece az iken,
 - ✓ Bugün, döviz kuru riskinden korunmak için vadeli piyasalarda işlem yapmanın
 - ❖ bilgili olmak
 - ❖ daha fazla emek harcamak
- gibi maliyeti vardır.

- ✓ Artık, bu maliyetin ödenmesinin gerektiği kabul edilmelidir.
- ✓ Ekonomik kesimlerin görece olarak küçük ve yönetilebilir bir risk olan döviz kuru riskine karşı kendilerini korumayı öğrenmeleri kaçınılmazdır. **Nasıl?**

Dalgalı Kur Rejimi

Nasıl ?

Firmalar varlık ve yükümlülüklerini dikkatli bir şekilde düzenlemelidir.



Nasıl eşit hale getireceğiz ?

Vadeli işlemler piyasalarını kullanarak firmaların, bilançolarındaki döviz riskinden korunmaları gerekmektedir.

Dalgalı Kur Rejimi

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

Bu kapsamda, “vadeli işlemler” uluslararası ticarete riskten korunma amacı ile yoğun bir biçimde kullanılmaktadır.

Vadeli işlemler nedir?

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.

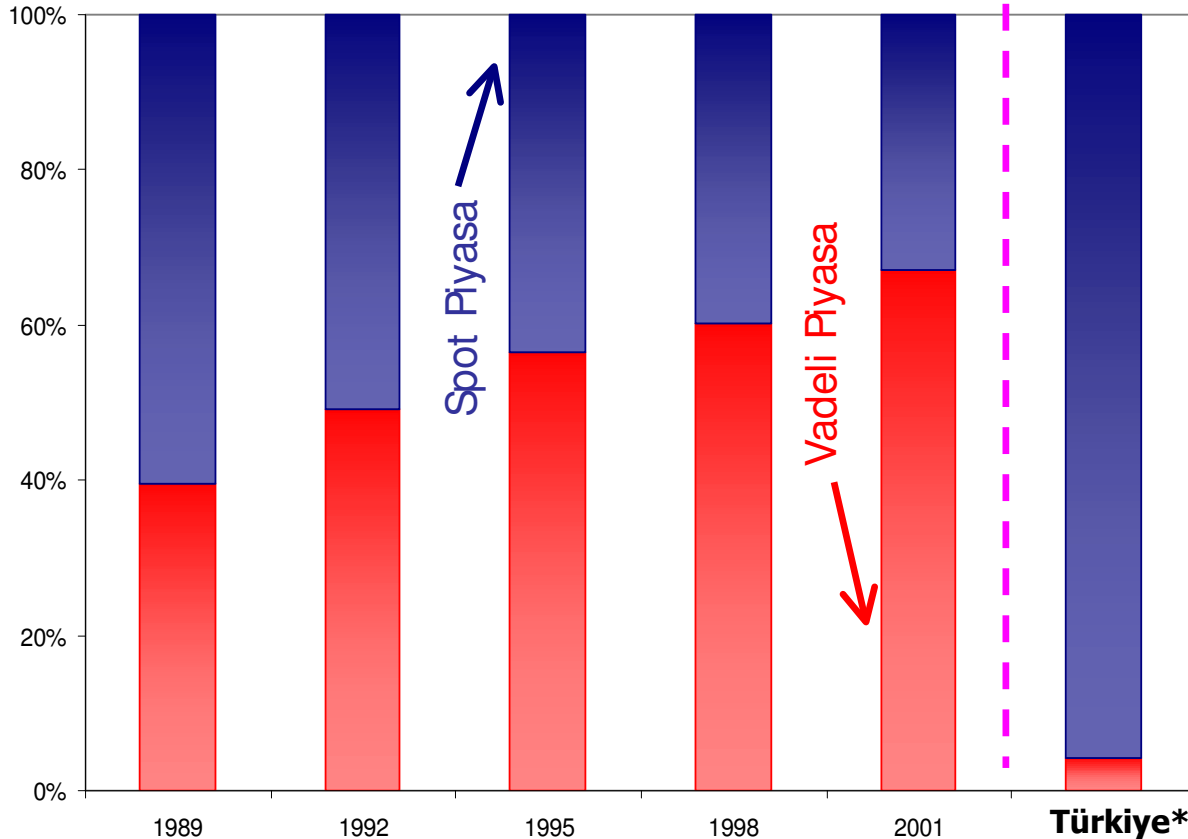
Vadeli Döviz İşlemleri Piyasasının Gelişimi Sadece Yatırımcı İçin Değil, Tüm Ekonomi ve Politika Uygulayıcıları İçin de Önemli İmkanlar Sunar ;

- ✓ 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.

DÜNYADA SPOT VE VADELİ PİYASALARIN İŞLEM HACİMLERİNİN TOPLAM İŞLEM HACMİNDEKİ PAYI



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

Kaynak: BIS

*Türkiye için 2003 yılı Nisan ayı günlük ortalaması kullanılmıştır.

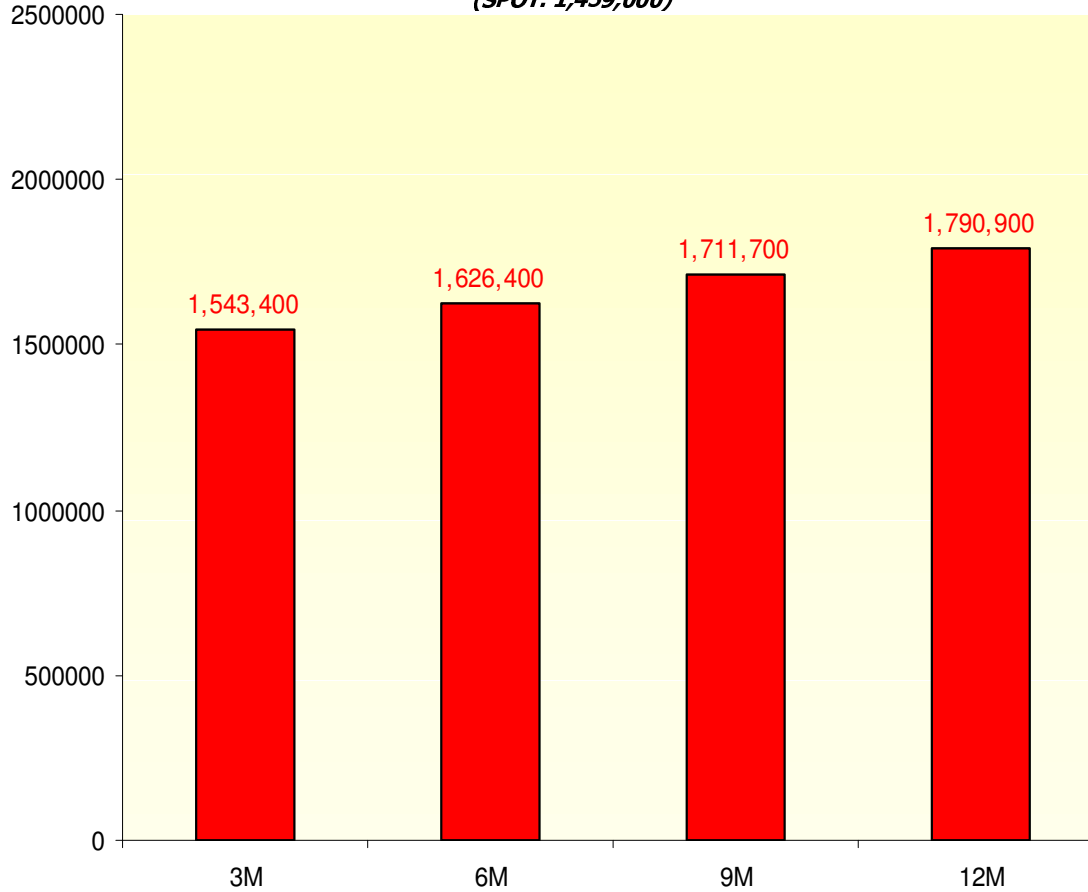
Kaynak: TCMB

- ✓ Dünyada zaman içinde vadeli piyasaların (türev ürünler) işlem hacmi spot piyasaların işlem hacmini aşarken, Ülkemizde bu oran son derece düşük bir seviyededir.
- ✓ Aynen enflasyonla mücadelede olduğu gibi, "bizde olmaz", "sırası değil" denilmesinin anlamı yoktur.

Dalgalı Kur Rejimi

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

03.12.2003 TARİHİNDEKİ VADELİ KURLAR
(SPOT: 1,459,000)



✓ Oysa, Ülkemizde döviz üzerine vadeli piyasaların altyapısı hazırdır. Bankalar vadeli döviz kotasyonları vermektedir.

✓ Yandaki Grafikte 3 Aralık 2003 tarihinde bankaların 3-12 ay arası verdiği vadeli döviz alış kurları görülmektedir. Bu tarihte bir anlaşma yapıldığında, ABD dolarının 6 ay sonra 1.626.400 bin liradan satılabileceği görülmektedir. Dolayısıyla, vadeli piyasalarda işlem yapılarak riskten korunabileceği açıktır.

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.
- ✓ İMKB nezdindeki VİP'e uzaktan erişim sistemi sorunu Aralık 2001 itibariyle çözülmüştür.

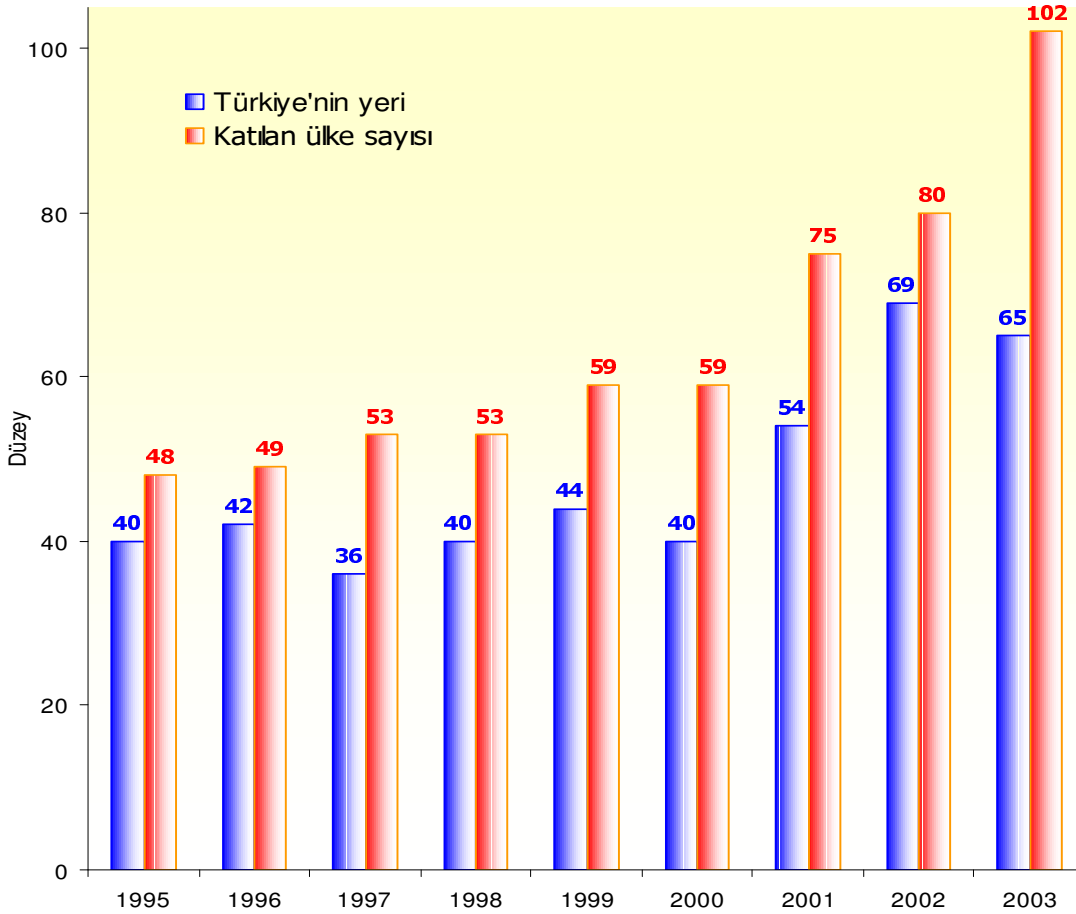
Bugün itibariyle, bu piyasaların yaygın kullanımının sağlanması için;

- ✓ İMKB nezdindeki VİP'in yeterince tanıtımının yapılması,
- ✓ Modern anlamda **riskten korunma kültürünün** yerleşmesi gerekmektedir.
- ✓ Bu konuda sivil toplum örgütlerine önemli roller düşmektedir.

Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kuru rekabetin tek ve en önemli unsuru değildir.

KÜRESEL REKABET İÇİNDE TÜRKİYE NEREDE?



Devalüasyonlara rağmen rekabet gücümüzde sürekli gerileme



Rekabet gücü bir bütündür.

- ✓ Döviz kuru rekabet gücünü etkileyen unsurlardan sadece birisidir.
- ✓ Kur ayarlamaları ile sürdürülebilir rekabet gücü kazanılamaz.

Nihayet 2003 yılında, kurdaki değer kazanımına rağmen, rekabet gücümüz halen oldukça gerilerde olsa bile, bir miktar iyileşmiştir.

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

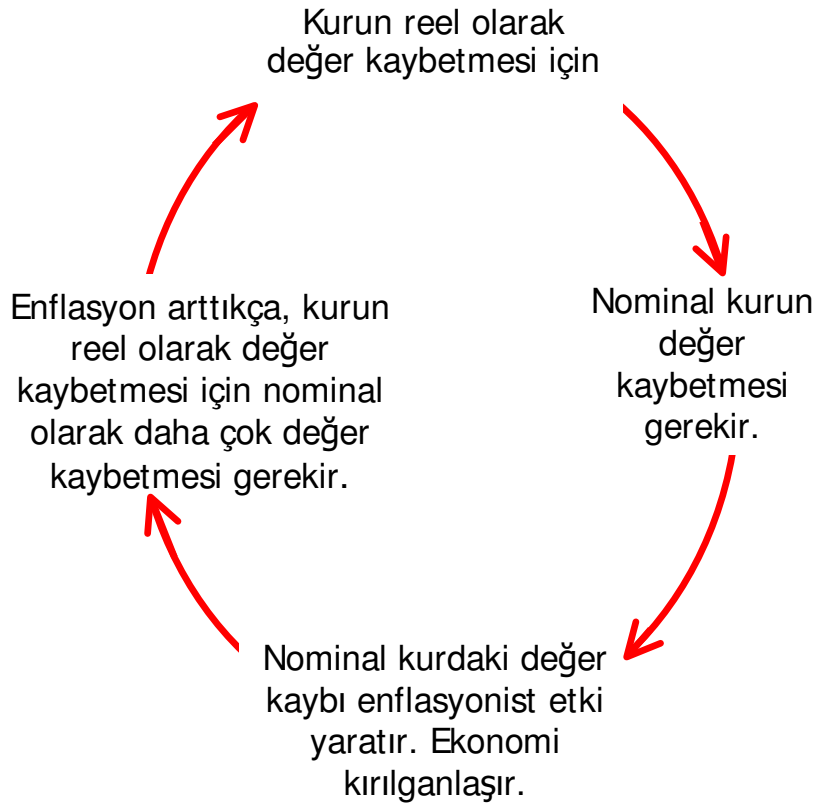
Yapısal Unsurlar

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

Tüm bunların yanı sıra, firmaların dünya piyasalarında rekabet edebilmeleri için girdi maliyetlerinin dünya ölçeklerinde makul seviyelerde olması gerekmektedir.

Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kuru ile ihracatın desteklenmesi ne sonuç verir ?



Enflasyon sorununun öncelikli olarak çözülmesiyle;

- ✓ Kısır döngü kırılır,
- ✓ Sağlıklı bir ekonomik ortam oluşur.
- ✓ Kur, makro ekonomik göstergelere uygun bir denge seviyesine gelir.
- ✓ Ekonomiyi tahrip etmeden ihracata destek olur.

Dalgalı Kur Rejimi

Cari denge riski ne kadardır ?

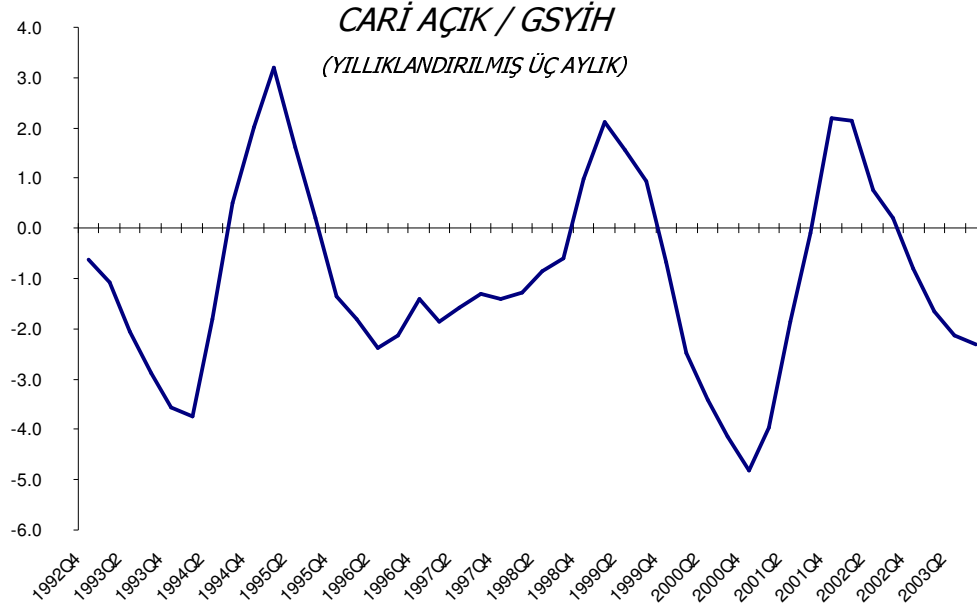
Cari denge son dönemde açık verme eğilimi göstermektedir.

✓ Ancak, koşullar farklıdır:

1. Bankacılık reformu sonrasında, finans sistemindeki açık pozisyon miktarı çok daha azdır.
2. Türk lirası Merkez Bankası'nın döviz satması suretiyle suni olarak değerli tutulmamaktadır. Tam tersine, Merkez Bankası döviz almıştır.
3. Kısa vadeli sermaye teşvik edilmemektedir, döviz kuru riski vardır.

✓ Merkez Bankası döviz rezervi geçmişe göre oldukça yüksek seviyelerdedir.

✓ Maliye politikası, program çerçevesinde sıkı bir biçimde uygulanmaktadır.



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:

Kısa vadeli faiz oranları düşürüldüğünde, üç tür gelişme olabilir:

1

Türk lirası cinsinden varlıkların getirisi düşer.



Döviz talebi artar.



TL üzerinde **değer kaybetme** baskısı oluşur.

2

Gidişatla ilgili olumlu sinyal



Güven artar.

Ters para ikamesi güçlenir.



TL üzerinde **değer kazanma** baskısı oluşur.

3

Döviz likiditesindeki gelişmelere bağlı olarak döviz kuru, **ekonomik temellerden kopuk** hareket eder.

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.



Olumlu
döngü

Merkez Bankası ne yapabilir ?

- ✓ Türk lirasına geçiş
- ✓ Sermaye girişi ve giriş bekleyişi



Döviz arz fazlası



TL üzerinde
değerlenme
baskısı

■

Kısa vadeli faiz oranları sadece enflasyon öngörüsü doğrultusunda düşürülmektedir; o halde

Döviz arz fazlasının dalgalı kur rejimi ile tutarlı şeffaf politikalarla sterilize edilmesi en iyi çözümdür.



Döviz alım ihaleleri

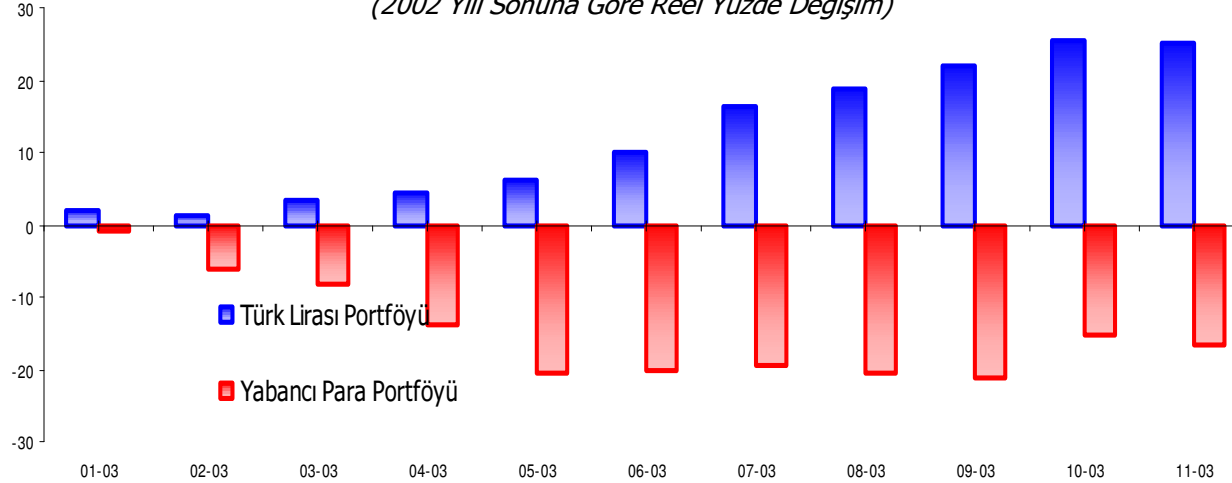


Döviz rezervleri güçlenmektedir.

Piyasalar

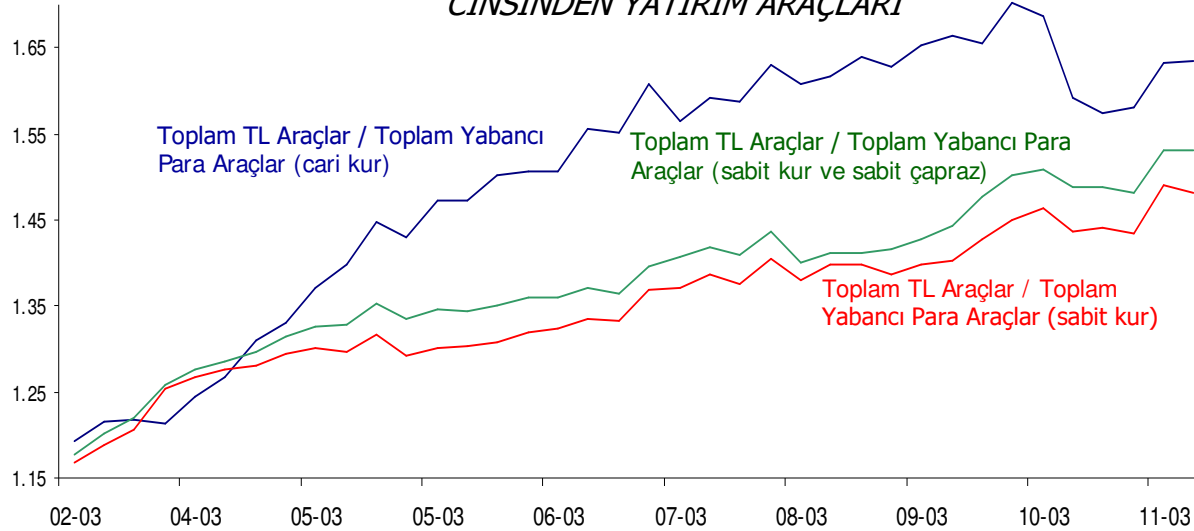
YERLEŞİKLERİN PORTFÖY TERCİHLERİ (BANKACILIK DIŞI)

(2002 Yılı Sonuna Göre Reel Yüzde Değişim)



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

TÜRK LİRASI CİNSİNDEN YATIRIM ARAÇLARI / YABANCI PARA CİNSİNDEN YATIRIM ARAÇLARI



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

- ✓ Bankacılık dışı yerleşik kesim, 2003 yılı başından itibaren, reel olarak Türk lirası portföylerini artırmakta, yabancı para portföylerini ise azaltmaktadırlar.
- ✓ Türk lirası cinsinden yatırım araçlarının, yabancı para cinsinden yatırım araçlarına oranı artmaktadır.
- ✓ Döviz kuru ve çapraz kurdaki değişimlerden arındırıldığında bile oranın artma eğilimi belirgindir. Hatta son dönem itibariyle oldukça yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir.

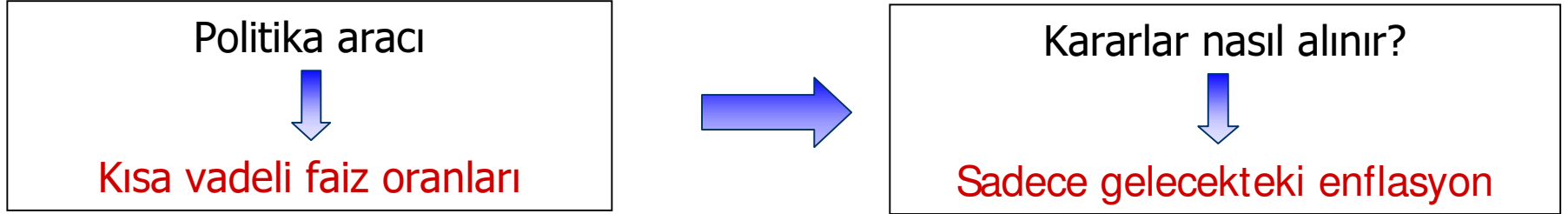
Sonuç:

TL yanlısı portföy değişimi, ekonomik ve siyasi perspektifin güvenilirliği ile ilişkilidir.



ENFLASYON VE FAİZ ORANLARI

Enflasyon ve Faiz Oranları



Merkez Bankası, kısa vadeli faiz oranları ile ilgili kararlarını **enflasyonun gelecekteki izleyeceği seyrin enflasyon hedefi ile uyumunu** gözetererek vermektedir.

Gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için nelere bakılır?



Enflasyon ve Faiz Oranları

Neden sadece enflasyon gözetiliyor?

Sadece enflasyon hedefinin ve öngörülerinin esas alınması,
Geçmişte olduğu gibi, döviz kuru, ödemeler dengesi, büyüme, kamu maliyesi, bankacılığın desteklenmesi gibi hedeflerin gözetilmemesi ile:



Ekonomik birimlere net sinyaller verilir.



Yatırım araçlarının risk primi ↓



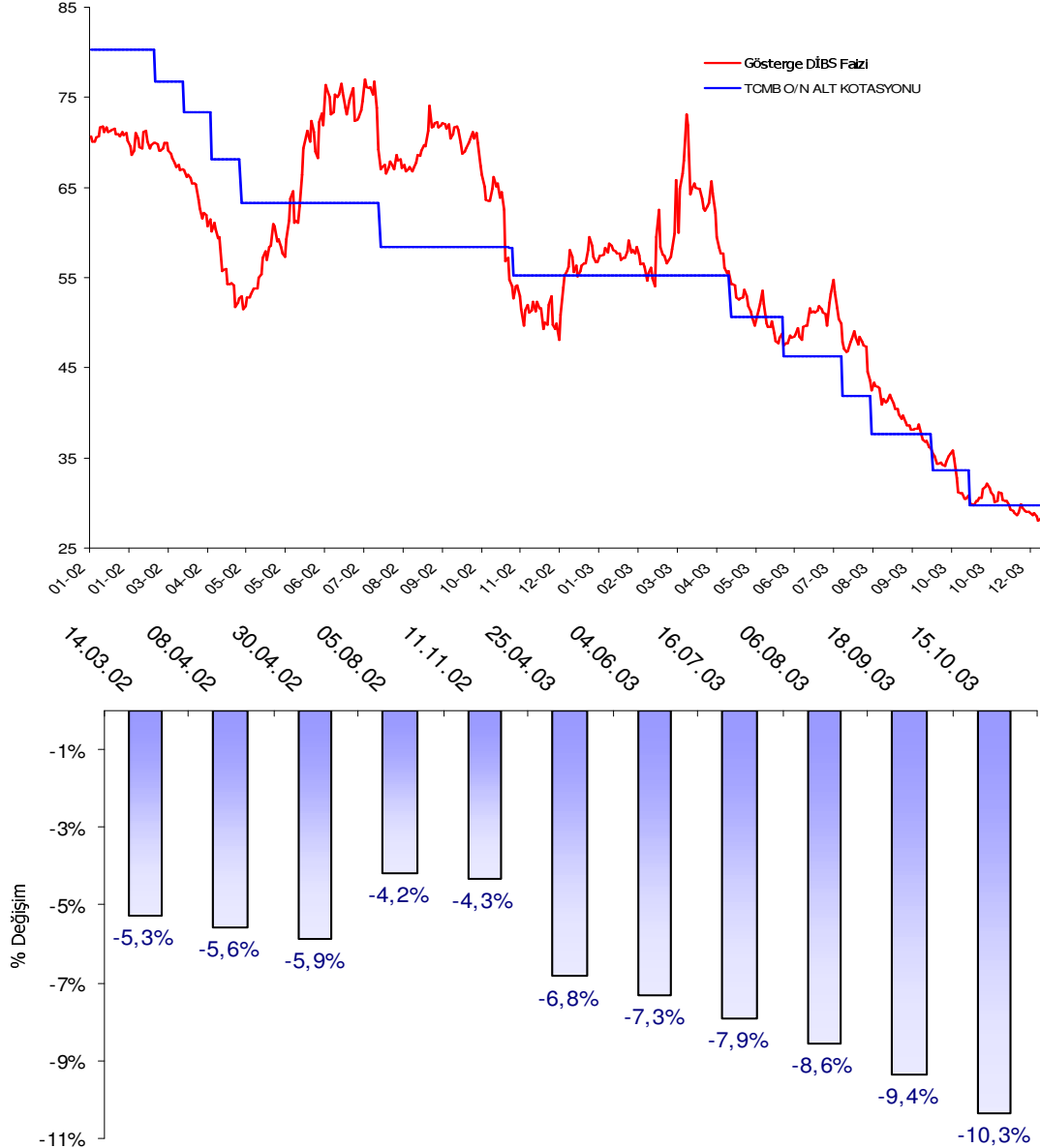
Reel faizler ↓



Sürdürülebilir büyüme ortamı ve
İstihdam artışı

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.

- ✓ Bazı dönemlerde,
 - ❖ Merkez Bankası'nın faiz indirimine rağmen faizlerin yükseldiği,
- ✓ Diğer bazı dönemlerde ise
 - ❖ Piyasa faizlerinin Merkez Bankası oranlarının oldukça altında seyrettiği görülmektedir.

Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranları ile faizler genel seviyesini doğrudan etkilemesi şu an için beklenmemelidir.

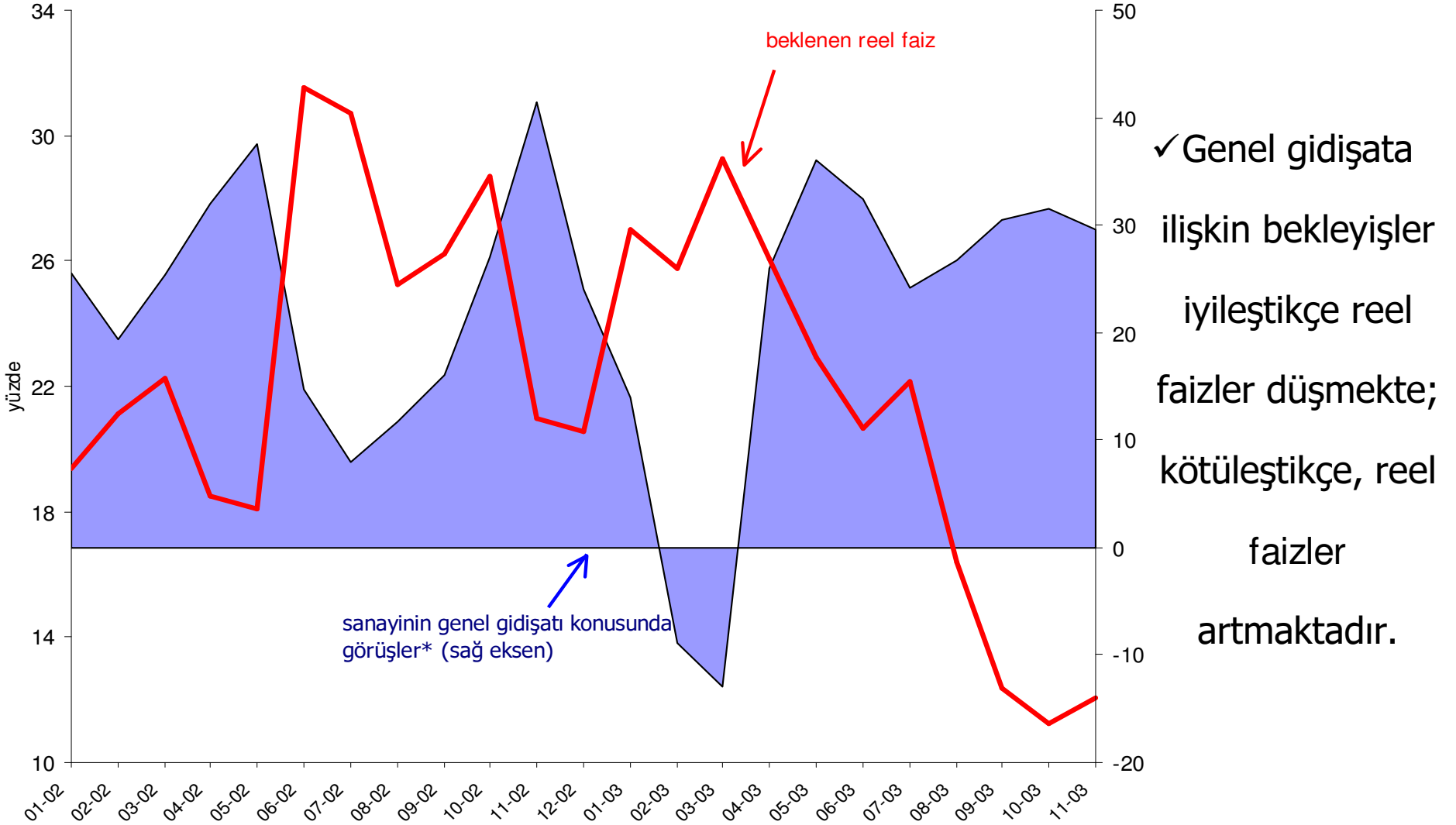
- ✓ Bugün için faizler genel düzeyi daha çok, geçmişte yaşanan kırılmalardan dolayı,
 - ❖ kamu maliyesi,
 - ❖ siyasi gelişmeler ve
 - ❖ neticesinde programa ilişkin beklentiler çerçevesinde şekillenmektedir.

Merkez Bankası faizleri hangi hızla düşürmüştür ?

- ✓ Merkez Bankası enflasyonun gelecekteki olası seyrini dikkate alarak 2003 yılında faiz oranlarını 6 defa 3'er puan indirmiştir. Yüzde değişim olarak bakıldığında ise faiz oranlarının giderek hızlanan bir şekilde düşürüldüğü Grafikten net bir şekilde görülmektedir.

Faiz Oranları

BEKLENEN REEL FAİZ VE SANAYİNİN GENEL GİDİŞATI

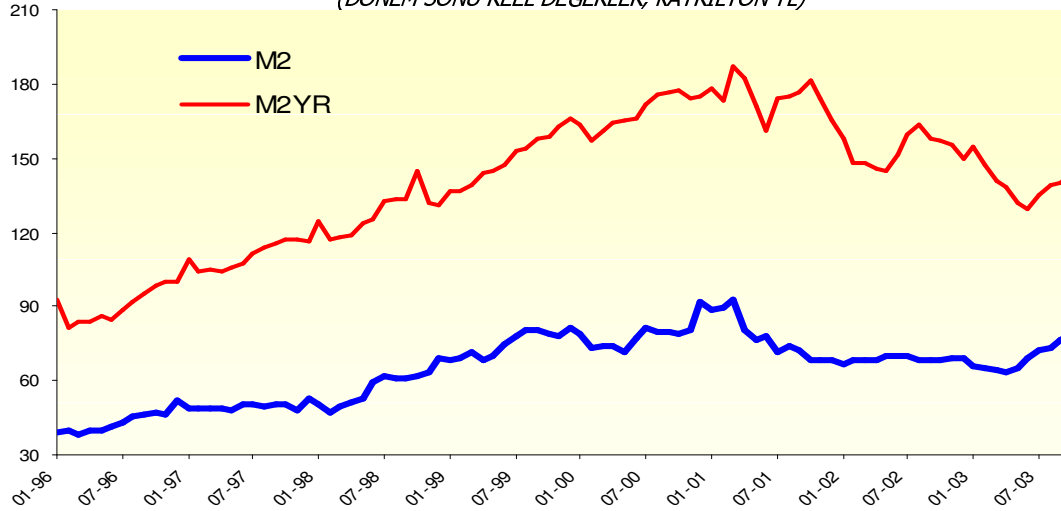


* TCMB İktisadi Yönelim Anketi, sanayinin genel gidişat eğilimi konusunda görüşler: İyimser - Kötümser

Parasal Büyüklükler

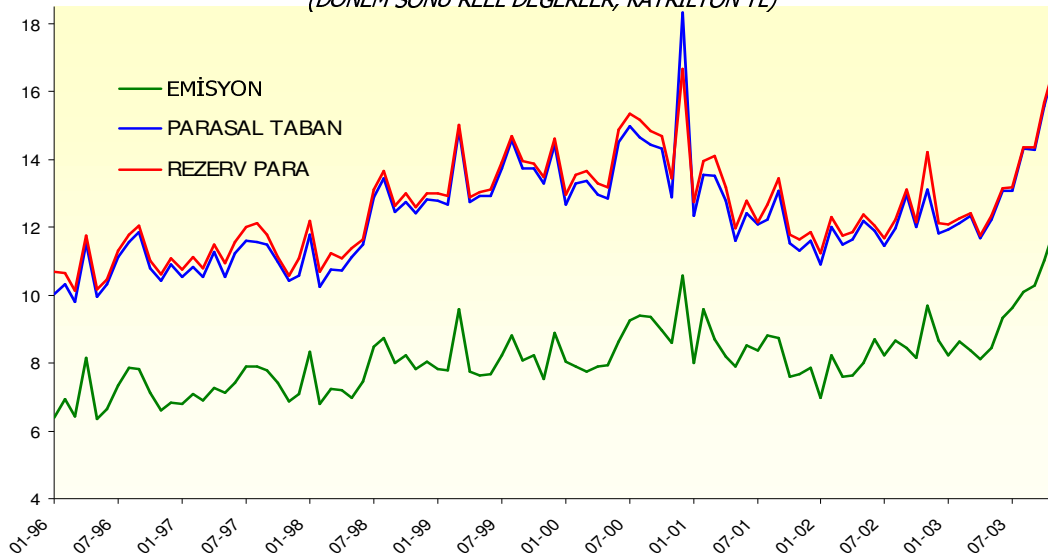
M2 ve M2YR

(DÖNEM SONU REEL DEĞERLER, KATRİLYON TL)



EMİSYON, PARASAL TABAN VE REZERV PARA

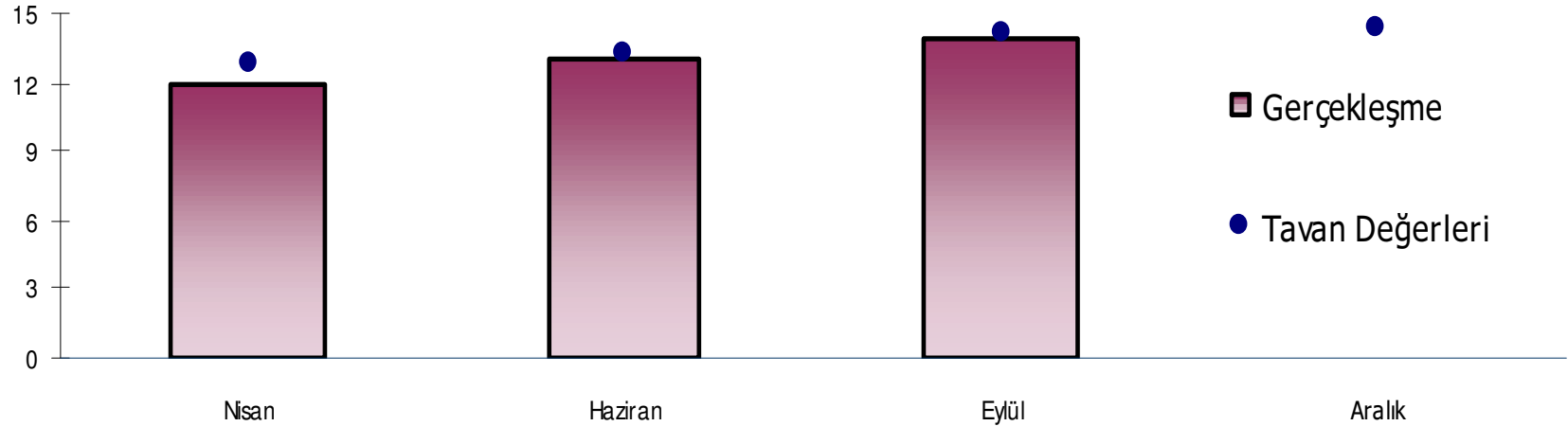
(DÖNEM SONU REEL DEĞERLER, KATRİLYON TL)



- ✓ Bir süredir parasal büyüklükler reel olarak artma eğilimindedir.
- ✓ Bileşenlerine baktığımızda, en yüksek artışın emisyon hacminde olduğu görülmektedir.
- ✓ Söz konusu artışlar, para talebindeki yükselişten kaynaklanmakta olup, Türk lirasına olan güvendedeki artışın bir göstergesi niteliğindedir. Dolayısıyla, enflasyonist bir etki yaratması beklenmemektedir.

Para Tabanı

PARA TABANI (Katrilyon TL)



- ✓ Para talebindeki artışa bağlı olarak gözlenen emisyon artışı sonrasında yıl sonu para talebi hedefinin tutturulamaması olasılığı görülmektedir.
- ✓ Ancak uygulamakta olduğumuz örtük enflasyon hedeflemesi politikamız çerçevesinde, para politikamız açısından Para Tabanı hedefinin değil, yüzde 20 enflasyon hedefinin şimdiden tutturulmuş olması daha önemli ve önceliklidir.



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



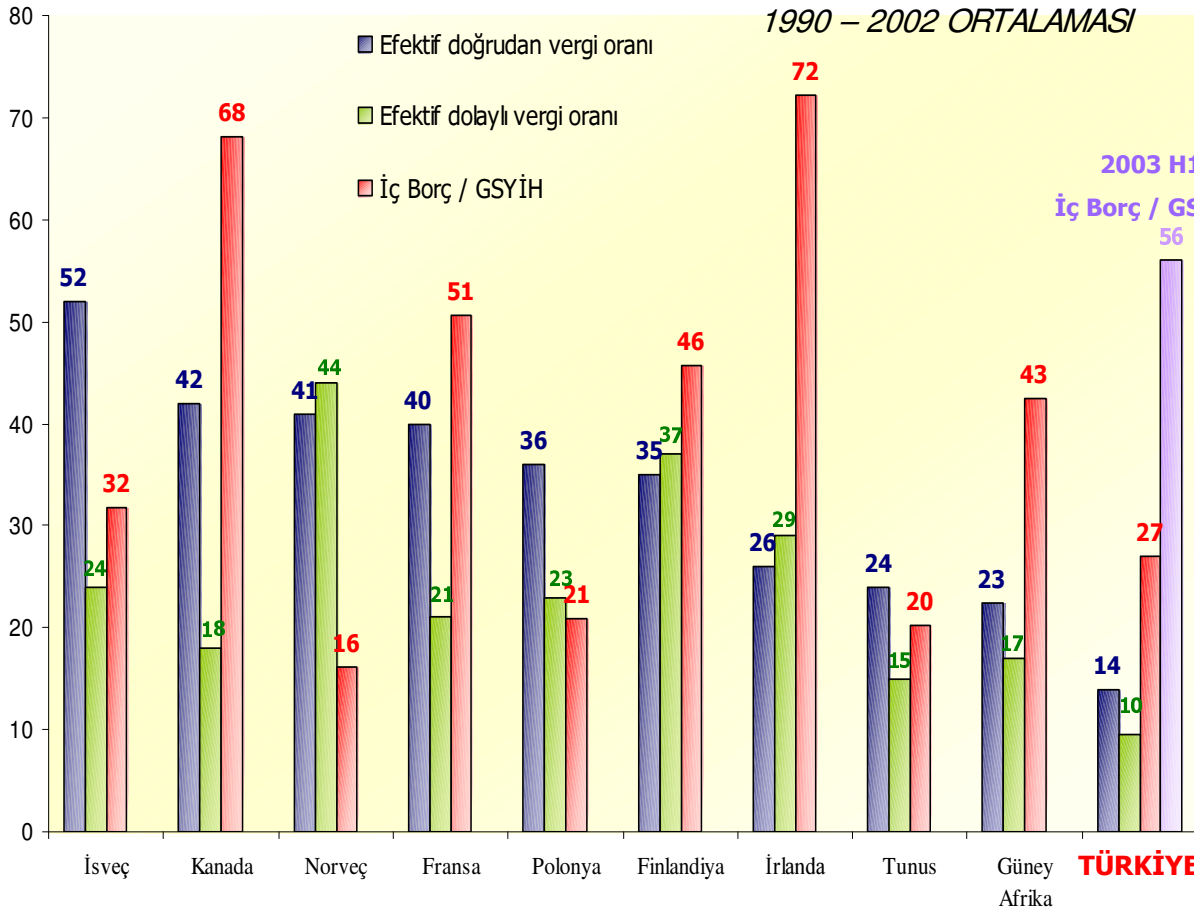
- ✓ Büyüme hızının artması,
- ✓ **Faiz dışı bütçe fazlası** verilmesi,
- ✓ Reel faizlerin düşmesi,
- ✓ Türk lirasının istikrar kazanması, gerekir.

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

Kamu Borç Stoku - Maliye Politikası

Önemli bir diğer nokta:

Borcun sürdürülebilirliği bir stok sorunu olduğu kadar, aynı zamanda bir akım sorunudur.



Kaynak: IFS, TCMB

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

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

- ✓ Bir ülkede **sürdürülebilir borcun** seviyesini belirleyen en önemli unsur kamunun sağlam kaynaklara, diğer bir deyişle vergilere dayanan gelir yaratma kapasitesidir.
- ✓ Türkiye’de gerek dolaylı gerekse ve özellikle de doğrudan **efektif** vergi oranlarının son derece düşük olması, borcun sürdürülebilirliği sorununu, borç stokunun GSYİH’ya oranının diğer ülkelere göre oldukça düşük olduğu dönemlerde dahi, sürekli gündemde tutmuştur.
- ✓ Düşük **efektif vergi oranları**, iyi işlemeyen vergi sisteminden, vergi muafiyetlerinden ve büyük boyuttaki kayıtdışı ekonomiden kaynaklanmaktadır.
- ✓ Dolayısıyla, bu alanlara yönelik alınacak tedbirler ile efektif vergi oranlarının diğer ülke seviyelerine yükseltilmesi, ilk aşamada borç stokunun azaltılması imkanını verecek, sonrasında ise sürdürülebilirlik sorununu hafifletecektir.

Kamu Borç Stoku - Maliye Politikası

Sonuç olarak, yapılması gereken;

- ✓ Enflasyonla mücadelede kararlılık
- ✓ Sıkı maliye ve para politikalarının uyumluluk ve kararlılıkla uygulanması
- ✓ Ekonomik programın da öngördüğü yapısal reformların titizlikle hayata geçirilmesi
- ✓ Ekonomik programı tehlikeye atacak uygulamalardan kaçınılmasıdır.