

**1997 YILININ İLK YARISINDA TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ GELİŞMELER PARA  
POLİTİKASI VE 1997 YILI İKİNCİ YARI BEKLENTİLERİ**

**GAZİ ERÇEL**

**BAŞKAN**

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI**

**ANKARA**

**19 HAZİRAN 1997**

1997 yılının ilk yarısında Türkiye ekonomisi büyümenin devam ettiği, enflasyon oranlarında ise görece düşüşlerin gözlemlendiği olumlu bir konjunktür sergilemiştir. Özellikle yılın ilk aylarında iç borçlanma vadesinde ortaya çıkan artış ve faiz oranlarındaki düşüş bu olumlu konjunktürü destekleyen unsurlar olmuştur.

1997 yılı ilk yarısı ile ilgili GSMH rakamları henüz belli olmamakla birlikte, yılın ilk dört ayında sanayi üretimi ortalama olarak yüzde 6 artmıştır. Bu durum 1997 yılı büyümesinin öngörülen yüzde 4'lük oranın üzerinde gerçekleşebileceğini göstermektedir. Gerek sanayi üretimi içinde artış gösteren kalemlere, gerek bu dönemdeki iktisadi yönelim anketleri sonuçlarına bakıldığında büyümenin iç talep artışından kaynaklandığı görülmektedir. Son bir yıldır yüksek oranda gerçekleşen ücret artışları, yılın ilk yarısında yapılan nema ödemeleri, faiz ve enflasyon oranlarında yaşanan görece düşüşler iç talebi canlı kılan temel faktörler olarak öne çıkmaktadır.

1997 yılının ilk yarısında ekonomide ortaya çıkan en önemli gelişme iç borçlanma vadesindeki uzama ve faizlerdeki düşüştür. 1996 yılının son aylarında iç borçlanmanın vade yapısında başlayan iyileşme 1997 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Uzun bir süredir 4-5 ay gibi kısa sürelerle sıkışan iç borçlanmanın vade yapısı, Hazine'nin başarı ve kararlılıkla uyguladığı iç borçlanma stratejisinin sonucu olarak 15 aya yükselmiştir. Aynı dönemde iç borçlanma faizlerinde de düşüşler yaşanmıştır. Vade uzamasının piyasalarca benimsenmesi ile birlikte iç borcun çevrilebilirliğinin kolaylaşması bu durumla ilişkilendirilen risk priminde azalmaya yol açmıştır. Enflasyon gelişmelerinde ve enflasyon beklentilerinde gözlenen azalma bu dönemde faiz oranlarındaki düşüşü sağlayan diğer önemli bir nedendir.

Merkez Bankası, nominal faizler üzerinde, ülkedeki enflasyon ve enflasyon beklentilerini değiştirdiği, reel faizler üzerinde de finansal piyasalardaki belirsizliği azaltabildiği oranda bir etki gösterebilmektedir. Yılın ilk yarısında faizlerde ortaya çıkan düşüşe Merkez Bankası'nın bu açıdan katkısının olduğu söylenebilir.

Burada TÜFE X'li borçlanmalara da değinmem gerekir. Bu yeni geliştirilmiş enstrüman, beklendiği gibi iç borçlanmanın vade yapısının uzamasına katkıda bulunmuştur. Bu tür borçlanmanın devam etmesi, ileride enflasyonla mücadelede siyasi iradenin oluşturulmasına da katkı sağlayacaktır. Çünkü satıcı konumunda bulunan hükümet, enflasyonu düşürdüğünde, faiz giderlerinin de düşeceği bilincine varacaktır. Sabit faizli borçlanmaların bir sonucu olarak ortaya

çıkabilen reel borç yükünü azaltmak için enflasyon artışı baskısı, bu tür borçlanmalarda oluşmamaktadır.

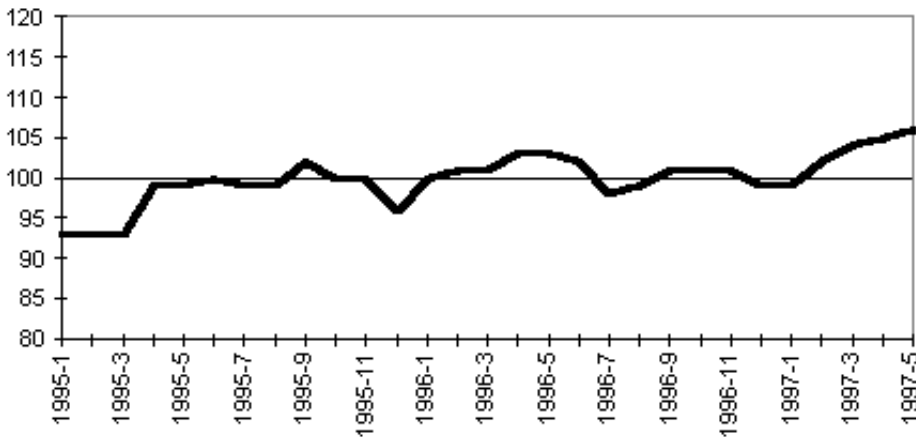
Yılın ilk yarısı ile ilgili bütçe gerçekleşme rakamları belli olmamakla birlikte, geçen seneki yüksek büyüme oranının ve bu yılın ilk yarısında enflasyon oranında meydana gelen düşüşün bir sonucu olarak, vergi gelirlerinde enflasyon rakamının üzerinde bir artış olduğu tahmin edilmektedir. Bütçe harcamalarında da öngörülen limitlerde sapmayı ortaya çıkaracak gelişmelerin ilk yarıda yaşanmadığı düşünülürse, faiz dışı bütçenin fazla verme eğiliminin bu dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Bu eğilimin yılın ikinci yarısında da korunması, bütçe açığının finansmanının sürdürülebilirliğinin sağlanması açısından büyük önem taşımaktadır.

Geçtiğimiz günlerde Mart 1997 tarihi itibariyle açıklanan ödemeler dengesi rakamları, 1997 yılının ilk yarısında, cari işlemler açığının korkutucu bir seviyede olmayacağını ortaya koymuştur. Reel kurlarda istikrara yönelik politikaların ihracat üzerindeki olumlu etkisi ve 1996 yılında Gümrük Birliği'ne girilmesinin getirdiği "ölçek etkisi"nin ortadan kalkması ile ithalat artışının yavaşlıyor olması, cari işlemler açığının 1997 yılının bütününde de finanse edilebilir boyutlarda gerçekleşeceğini göstermektedir.

Döviz kurlarında son iki yıllık dönemde görülen istikrarlı hareket 1997 yılının ilk yarısında artarak devam etmiştir. Bu dönemde döviz kurlarında cari işlemler açığından kaynaklanan bir talep baskısının olmaması ve faizlerdeki düşüğe rağmen Türk lirası varlık tutmanın dönem boyunca karlılığını koruması, döviz kurlarının istikrar içinde hareketine ortam hazırlamıştır. 1987 yılını baz alan reel kur endeksi dar bir band içindeki dalgalanmasını sürdürmüştür. (Grafik 1).

<Grafik 1>

Reel Kur Endeksi (1987=100)

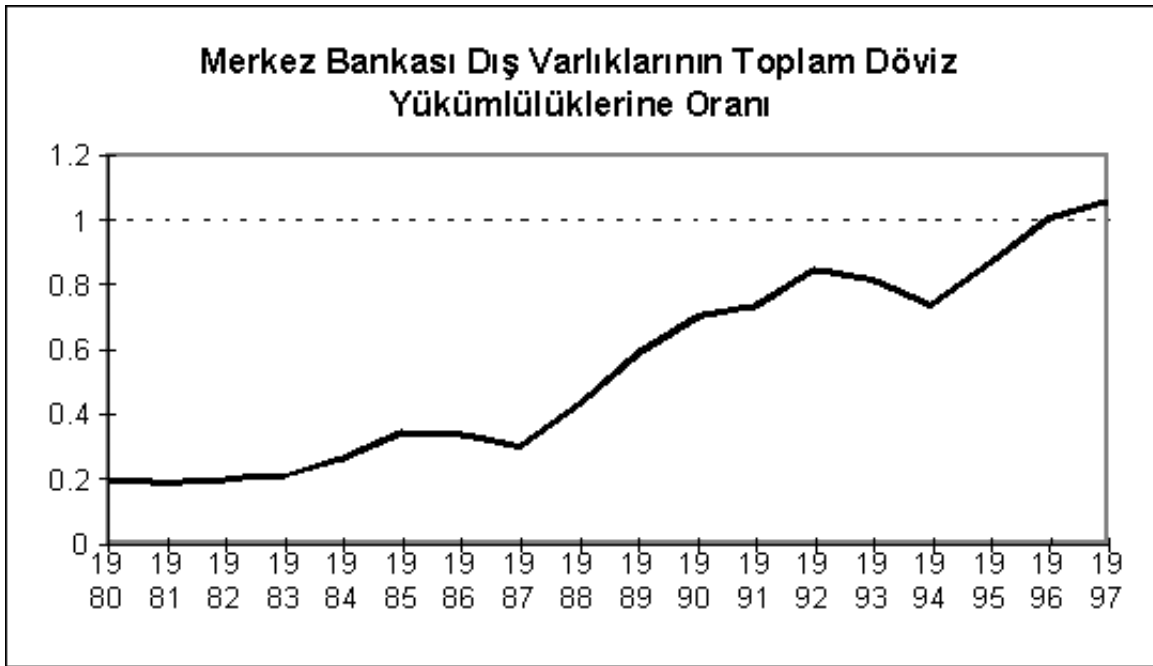


Merkez Bankası'nın son iki yıldır sürdürdüğü kur politikasının bu dönemdeki ekonomik konjonktürün bir sonucu olduğunun altını çizmek gerekmektedir. Artık kronik bir hal almış enflasyonun düşürülmesinde, Merkez Bankası'nın tek başına yürüteceği anti-enflasyonist politikaların kalıcı bir etkisinin olamayacağını kabul edilmesi gerekmektedir. Enflasyonun yüksek seyrettiği ve belirsizliklerin fazla olduğu böylesi bir konjonktürde reel kurların istikrarı, sistemde krize karşı bir "subap" görevi yapmaktadır. Kurların sürdürülebilir bir dengede reel değerini koruması, cari işlemler açığının finanse edilebilirliğini sağlarken, finansal dengelerde

bozulmaya yol açabilen kısa vadeli sermaye hareketlerinin de önüne geçilmesine katkıda bulunmaktadır.

Yılın ilk yarısında Merkez Bankası bilançosundaki gelişmeler incelendiğinde, iç varlık artışının sınırlı olduğu ve Türk lirası yükümlülüklerdeki artışın temelinde net dış varlıklardaki artışın yattığı görülmektedir. Grafik 2'de 1980 yılından bu yana Merkez Bankası dış varlıklarının toplam döviz yükümlülüklerine oranı verilmektedir. Bu oranın birin altında seyretmesi Merkez Bankası'nın "açık pozisyon" taşıdığını göstermektedir. Çok uzun yıllardır birin altında seyreden bu oran, ilk defa 1995 yılında kısa bir süre için birin üzerine çıkmıştır. Yaklaşık son bir yıldır ise bu oran sürekli birin üzerinde seyretmektedir. Bu dönemdeki Merkez Bankası Türk lirası yükümlülük artışının temelinde net döviz pozisyonundaki sözkonusu artış yatmaktadır.

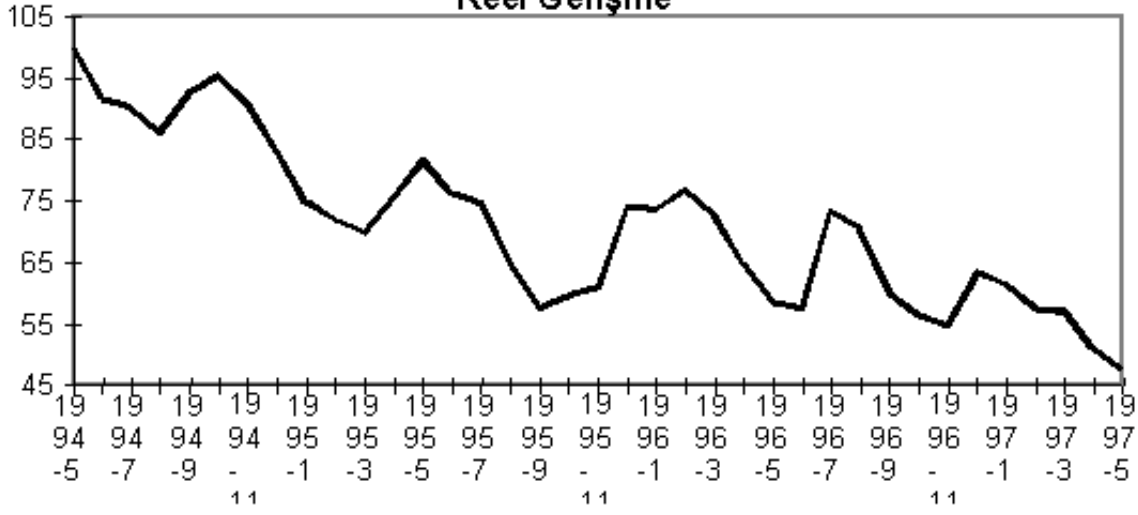
<Grafik 2>



Merkez Bankası'ndan kamuya açılan toplam krediler hem bilançoya oran olarak hem de reel olarak azalmaktadır. Mayıs ayından Mayıs ayına karşılaştırıldığında, son üç yıldır kamuya açılan toplam krediler sırasıyla yüzde 45, yüzde 25 ve yüzde 39 artarken, bu dönemlerdeki yıllık enflasyon sırasıyla yüzde 78, yüzde 75 ve yüzde 72 olmuştur. 1994 Mayıs ayı baz alınıp kamu kredileri ve fiyat endeksi artışları hesaplandığında 1997 Mayıs ayı itibariyle Merkez Bankası'ndan açılan toplam kamu kredilerinde reel olarak yüzde 50 oranında bir azalış meydana gelmiştir. Bu reel azalmanın yaklaşık 25 puanlık kısmı 1997 yılına aittir (Grafik 3).

<Grafik 3>

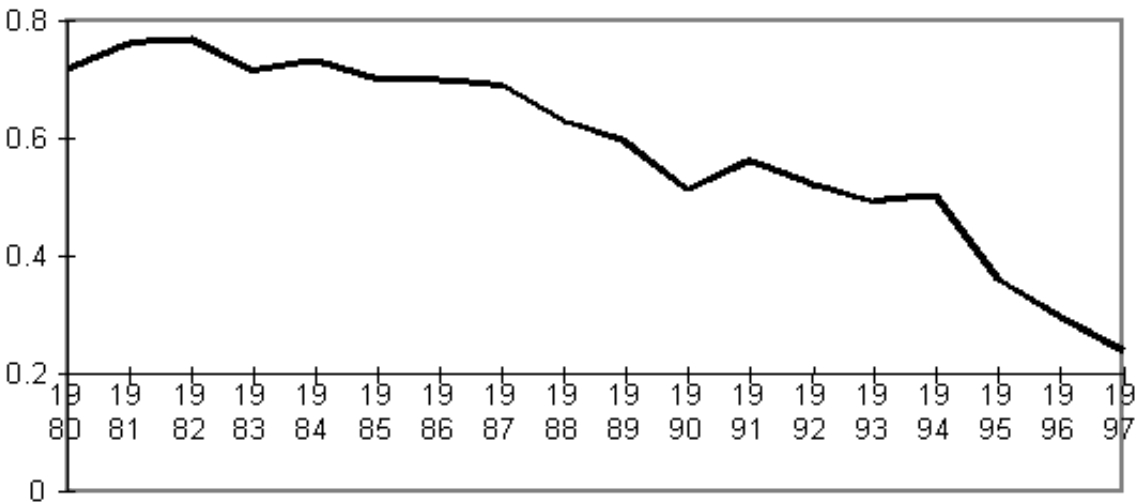
### Merkez Bankası Toplam Kamu Kredilerindeki Reel Gelişme



Toplam kamu kredilerinin bilanço büyüklüğüne oranı da aynı düşüş eğilimini göstermektedir. 1994 yılı sonunda yüzde 50 olan bu oran 1997 yılı Mayıs ayı sonunda yüzde 23'e inmiştir (Grafik 4).

<Grafik 4>

### Toplam Kamu Kredilerinin Merkez Bankası Bilançosu İçindeki Payı



Kamuya açılan krediler kalemininin daha da küçültülmesinin, orta vadede bu kalemden sadece

açık piyasa işlemlerinde kullanmak üzere gerekli olan bono portföyünü bulundurarak diğer bütün kredilerin tasfiye edilmesinin, önemini belirtmek gerekmektedir.

1980'li yılların sonundan itibaren izlenen politikaların bir sonucu olarak Merkez Bankası bilançosu oldukça sağlıklı bir yapıya kavuşmuştur. Günümüzde de izlenen politika bu eğilimin devam etmesine yöneliktir. Merkez Bankası'nın sağlıklı bir bilanço yapısına kavuşması yürüttüğü para politikasının etkinliğini artıracak bir durumdur. Benzer bir eğilimin diğer kamu bankalarında da başlaması ülkemiz finansal sisteminin güçlü bir yapıya kavuşmasına katkıda bulunacaktır.

Özetlemek gerekirse, 1997 yılının ilk yarısında Merkez Bankası Hazine ile yürüttüğü koordinasyon ile birlikte kamuya açtığı kredileri reel olarak azaltırken, net dış varlıklarındaki değişimin karşılığında para yaratmaya özen göstermiştir. Bu dönem içinde çeşitli nedenlerle (örneğin maaş ödemelerinin ve Bayram tatillerinin olduğu dönemler) ortaya çıkan kısa süreli likidite taleplerini de, yürüttüğü açık piyasa işlemleri ile karşılama yoluna gitmiştir. Enflasyonun ve faiz oranlarının azalış eğiliminde olması, büyümenin devam etmesi, bu dönemdeki nakit talebini artırmıştır. Emisyon arzı oluşan bu talep doğrultusunda belirlenmiştir.

Yılın ilk yarısında enflasyonda ortaya çıkan gelişmelere bakıldığında 1996 yılı sonunda yüzde 85 olan yıllık toptan eşya fiyatlarındaki artış, Mayıs 1997 itibariyle yüzde 75 olarak gerçekleşmiştir. Her ne kadar Haziran enflasyonu henüz belli değilse de yılın ilk yarısındaki enflasyon rakamının 70'li seviyelerde gerçekleşeceği anlaşılmaktadır. Bu rakam Merkez Bankası olarak, 1996 yılı sonunda 1997 yılının ilk yarısı için öngördüğümüz ve kamuya açıkladığımız enflasyon rakamı ile tutarlıdır.

Enflasyon rakamları incelendiğinde yılın ilk beş ayında enerji sektöründeki fiyat artışı ortalama fiyat artışından daha yüksek, tarım fiyatlarındaki artış daha düşük, imalat sanayi fiyatlarındaki artış ise ortalama fiyat artışı düzeyinde gerçekleşmiştir. Kısaca yılın ilk yarısında tarım fiyatlarında ortaya çıkan gelişmeler enflasyonda daha hızlı bir düşüşü engellemiştir.

Bunun dışında Mayıs ayı itibariyle imalat sanayindeki yıllık enflasyon rakamı, bu tarihteki döviz sepetindeki yıllık yüzde artışa eşittir. Bu durum Merkez Bankası'nın yıl başında açıkladığı enflasyon öngörüsünün itibarlı bulunduğu ve imalat sanayindeki fiyat davranışlarının bu öngörüye göre şekillendirildiğini göstermektedir.

Enflasyon rakamlarında ortaya çıkan görece düşüşe rağmen mutlak değer olarak enflasyon kabul edilemez bir seviyededir ve bugün için Türkiye ekonomisinin en önemli sorununu teşkil etmektedir.

Yukarıda ana hatlarıyla anlatılan ekonomik gelişmeler bizlere yılın ilk yarısı için olumlu bir tablo göstermektedir. Ekonomi büyümekte, enflasyon rakamları görece olarak azalmaktadır. İç borçlanmanın vadesi uzarken, finansal piyasalarda istikrar hakimdir. İşte bu ortamı değerlendirmek ve yaşanan olumlu gelişmeleri kalıcı hale getirebilmek amacıyla Merkez Bankası Şubat ayı içinde orta vadeli bir istikrar programının uygulamasını tartışmaya açmıştır. Enflasyonun kalıcı olarak düşürülmesini hedef alan bir program uygulamasının gerekliliği artık toplumun bütün kesimlerince kabul edilmektedir. Merkez Bankası'nda, böylesi bir program uygulamasına hazırlık amacıyla, başlatılan teknik çalışmalar halen devam etmektedir. Bu teknik çalışmalardan amaç, program uygulaması için uygun bir siyasi ortam oluştuğunda yararlanılmak üzere gerekli olan alt yapıyı oluşturmaktır.

Haziran 1997 tarihi itibariyle ekonomiye baktığımızda ilk yarıda ortaya çıkan kimi olumlu eğilimlerin güç kaybetmeye başladığı görülmektedir. Enflasyondaki düşüş eğiliminin sonuna gelindiğine dair işaretler vardır.

Son aylarda tarımda açıklanan yüksek destekleme alım fiyatlarının ve çalışanlara yılın ikinci yarısı için verilecek maaş zamlarının canlı giden iç talebi daha da artıracığı tahmin edilmektedir. Bu durumun enflasyonu artırıcı yönde baskı yapması beklenebilir.

Enflasyon oranlarında ortaya çıkan artış eğilimi, yılın ikinci yarısında sıkı para politikası uygulaması için "yeterli" koşulun var olduğunu göstermektedir.

Böylesi bir politika uygulaması için "gerekli" koşulların oluşturulması da önemlidir.

Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullanabileceği kısa vadeli avansın önemli kısmının yıl içinde kullanılmış olması, yılın ikinci yarısında bu kaynaktan doğabilecek iç varlık artış baskısını azaltmaktadır. Merkez Bankası reeskont penceresinin geçmiş üç yılda olduğu gibi kapalı tutulması, sıkı para politikası uygulamasının diğer bir gerekli koşulunu oluşturacaktır.

Yılın ikinci yarısında, itfa ödemelerinin az olmasının getirdiği rahatlama ile Hükümetin bütçe dengelerini kötüleştirecek harcamalara girişmesi, enflasyon üzerinde ek baskılar yaratacağından, kaçınılması gereken bir tutumdur.

Mevcut bütçe disiplininin yılın ikinci yarısında da devam etmesi ve bu anlamda faiz dışı bütçe fazlasının devamlılığı, Merkez Bankası'nın enflasyon ile mücadelesinde en önemli desteği olacaktır.

---