

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 71. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açılış Konuşması

1. Bankamızın Sayın Hissedarları, Değerli Konuklar, Değerli Basın Mensupları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 71. Olağan Genel Kurul Toplantısına hoşgeldiniz.

Bu toplantı vesilesi ile bugün yapacağım konuşmamın genel çerçevesini; enflasyon ve büyüme ilişkisi, merkez bankası bağımsızlığı ve bu doğrultuda Merkez Bankası bünyesinde yapılan değişiklikler, 2002 yılı para ve döviz kuru politikaları ve uygulamaları, 2003 yılı görünümü ve önümüzdeki dönemde uygulanacak olan enflasyon hedeflemesi rejimi oluşturacaktır.

I. Enflasyon ve Büyüme Üzerindeki Etkileri

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

*"Bir ülkeye zorla istikrarı kabul ettirmek mümkün değildir. Bir ülkenin para birimi istikrara kavuşmadan önce, gerçekte mevcut olan durumu saptamaktan öte bir şey yapılamaz. İstikrarı hukuken ilana karar vermeden önce, ülkenin ulusal ekonomisinin istikrara hazır olması gerekir. Bu nedenle, arzu edilen uygun durumu yaratmak için, bir dizi hazırlayıcı önlem alarak işe başlamak gerekir. İstikrar amacıyla yerine getirilecek ilk koşullar; devlet bütçesinin denk olması, para biriminin değerinin aşırı dalgalı bir borçla tehdit edilmemesi, ... özellikle ödemeler dengesinin açık vermemesidir."*¹

¹ Tekeli, İ., İlkin, S., "Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Aşama, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası", TCMB Yayınları, 1997.

Bu alıntıda yer alan konularda, 75 yıl sonra bile hâlâ tereddüt olması ve bu konuların tartışmalara yol açması, geçen sürede neden enflasyonla mücadelede başarılı olunamadığının ve paranın istikrarının sağlanamadığının göstergelerinden biridir.

3. Nitekim, içinde bulunduğumuz ekonomik krizden çıkış döneminde enflasyon-büyüme tartışmalarının yoğun bir şekilde yapıldığı görülmüştür. Bu tartışmaların tekrar tekrar aydınlatılması ve bu çerçevede, enflasyon ve büyüme etkileşiminin doğru temellere oturtulması, enflasyonu düşürme çabalarının desteklenmesi açısından önemli görülmektedir. Bu nedenle, konuşmamın ilk bölümünde, orta ve uzun vadede sürdürülebilir ekonomik büyüme dinamiklerinde fiyat istikrarının önemi üzerinde duracağım.
4. Enflasyonun ekonomik ve sosyal maliyetlerinin analizinde "öngörülen" ve "öngörülemeyen" enflasyon ayırımını yapmakta yarar vardır: Enflasyonun tam öngörüldüğü durumda, tüm fiyatlar enflasyona uyumlu şekilde ayarlanabilecek ve uzun dönemde enflasyonun reel değişkenler üzerinde etkisi olmayacaktır. Dolayısıyla, büyüme ve istihdam gibi reel değişkenlerin uzun dönemde para politikası tarafından etkilenmesi söz konusu olmamaktadır. Ancak, bu görüş yüksek ve değişken enflasyon oranı ile belirsizlik arasındaki güçlü ilişkiyi göz ardı etmektedir. Yüksek ve değişken enflasyon oranları, enflasyonun öngörülmesi olasılığını azaltırken, öngörülemeyen kısmında daha yüksek bir oynaklığa da neden olmaktadır.
5. Yüksek ve değişken enflasyon, içerdiği belirsizlik faktörü nedeni ile, risk primini artırarak firmaların finansman maliyetlerini yükseltmektedir. Bu nedenlerle firmalar, kısa sürede yüksek getiri elde edebilecekleri, diğer bir deyişle, "riskli" yatırımlara yönelmektedirler. Yüksek enflasyon, piyasa oyuncularının uzun vade öngörüsü olmaması nedeniyle finansal aracılık sisteminin verimliliğini de azaltmakta, diğer bir deyişle, kredi hacminin

daralmasına neden olmaktadır. Özellikle Türkiye örneğinde olduğu gibi, kronik sermaye yetersizliği içinde olan firmalar enflasyonun getirdiği belirsizlik nedeniyle uzun vadeli borçlanamamakta ve kredi piyasasının gelişmesinin ön koşulu olan uzun vadeli yatırım talebi engellenmektedir. Enflasyonun, ülkemizde hâlâ tam olarak bilincine varılamayan zararlarından biri de budur.

6. Ülkemizde bankacılık kesiminin mali olmayan kesime verdiği toplam kredilerin Gayri Safi Milli Hasıla'ya oranı yüzde 20'nin altındadır. Dünya örneklerine bakıldığında, Avrupa Birliği ülkelerinde bu oranın yüzde 100'ün üzerinde olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, bankalardaki toplam mevduatların ortalama vadesi 3 ayın altındadır. Toplam kredilerin ise yüzde 70'inden fazlası 1 yıldan kısa vadeli kredilerden oluşmaktadır. Bu göstergeler, enflasyonun tasarruf ve yatırım kararları üzerindeki olumsuz etkisinin ve dolayısıyla bankacılık sektörünün ekonomiye kaynak sağlama görevini etkin bir şekilde yerine getiremediğinin bir kanıtıdır.
7. Yüksek enflasyonun büyüme üzerindeki bir diğer olumsuz etkisi yatırımların verimliliği kanalıyla gerçekleşmektedir. Tasarruf sahipleri birikimlerini enflasyondan korumak amacıyla üretken olmayan yabancı para ve gayrimenkul gibi alanlara kaydırmaktadırlar. Kaynakların büyük bir kısmının bu alana yönltilmesi uzun vadeli yatırımların finansman kaynaklarını kısıtlamaktadır. Nitekim, Ülkemizde de toplam mevduat içinde yabancı para mevduatlarının payı yüzde 60'a yakındır ve tüm mevduatlarda yoğunlaşma 3 aylık vadelerdedir. Bu tasarruf kararlarında Türk lirası aleyhine bozulmanın en iyi göstergesidir ve nedeni enflasyondur. Ayrıca, enflasyonist ortamın yarattığı belirsizlik nedeniyle tasarrufların vadeleri de kısalmaktadır. Ülke ekonomisindeki toplam kaynaklar dikkate alındığında, enflasyonun yarattığı verimsiz kaynak dağılımı ülkenin üretim potansiyelinden daha düşük düzeyde üretmesine neden olmaktadır.

8. Enflasyonun bir diğer maliyeti, göreceli fiyat değişkenliğini artırıyor olmasıdır. Etkin kaynak dağılımı için önemli olan, fiyatların ekonomik ajanlar için doğru bilgiyi içermesidir. Göreceli fiyat değişkenliğinin ve aynı malın değişik dağıtım noktalarındaki fiyat farklılığının, artan enflasyon oranıyla beraber yükseldiği gözlenmektedir. Artan değişkenlik, fiyatların doğru bilgi verme özelliğini sınırlandırarak göreceli fiyat ayarlamasını zorlaştırmakta ve etkin kaynak dağılımını bozmaktadır. Bu da, enflasyonun kendi kendini besler bir süreç haline dönüşmesinde etken olmaktadır.
9. Enflasyon gelir dağılımını değiştiren bir vergi gibi algılanmalıdır. Enflasyonu öngörüp zamanında gerekli ekonomik kararları alan, diğer bir deyişle, maaş, ücret ve diğer gelirlerini enflasyona göre ayarlayabilen kesim enflasyondan korunabilirken -hatta kârlı çıkabilirken- diğer kesim bundan zarar görmektedir. Deneyimler, çoğu zaman düşük gelirli kesimin enflasyonu öngöremediği ve zararı üstlendiği, dolayısıyla gelir dağılımının giderek bozulduğunu göstermektedir. Diğer bir deyişle, yüksek enflasyonun kabul edilmesi adaletsiz gelir dağılımına "evet" demek anlamına gelmektedir. Ayrıca, yaşadığımız ekonomik krizin gelir dağılımını düzelttiği görüşünde olanlar vardır ki bu görüş krizin neden olduğu servet etkisi sonucu ülkemizin yoksullaştığını göz ardı etmektedir.
10. Artan enflasyon, artan işsizlik getirecektir. Enflasyon öngörüsü altında verimlilik artışı ile karşılanmayan ücret artışları firmaların yurt dışı piyasalarda rekabet düzeylerini koruyabilmek için artan işgücü maliyetlerini düşük kâr marjları ile gidermelerini gerektirecektir. Diğer taraftan, artan işgücü maliyetleri istihdamın azalmasına, dolayısıyla işsizliğin artmasına neden olacaktır. İstikrarlı olmayan bir ekonomik ortamda iş arayanlar, özellikle

vasıfsız iseler, geç iş bulmakta ve işlerini de erken kaybetmektedirler.² Enflasyonun oynak ve düşük büyümeye, oynak ve düşük büyümenin ise oynak ve düşük istihdama yol açtığı, dolayısı ile Ülkemizdeki sosyal sorunların önemli bir nedeninin enflasyon olduğu artık anlaşılmalıdır.

11. Firmaların artan maliyetleri nedeniyle dış piyasalarda rekabet gücünün zayıflaması, yurt dışı sermaye piyasalarına erişimlerini de kısıtlamaktadır. Enflasyonun yarattığı belirsizlik uzun vadeli yabancı sermayenin girişini engellemekte, bunun yerine, kısa vadeli ve spekülatif girişler artmaktadır. Bu gelişme, ülke ekonomisinin dış şoklara karşı kırılganlığını artırmaktadır. Ülkemizde de yüksek enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle üretime yönelik doğrudan yabancı sermaye girişleri son derece azdır. Özellikle 1990'ların başından itibaren daha sık aralıklarla pek çok ciddi kriz yaşanmış, ekonomik ve sosyal ağır maliyetler üstlenilmiştir. Bu, enflasyon nedeniyle ekonominin giderek kırılganlaştığının ve makroekonomik dengelerin sağlam temellere oturtulamadığının bir göstergesidir.³

12. Fiyat istikrarına ulaşamamasının olumsuz etkileri sadece ekonomik bir çerçeve ile sınırlı değildir. Enflasyon bir toplumu tüm kesimleri ve bireyleri ile birlikte, yaşam süresinin her aşamasında tahrip eder. Gerek ekonomik gerekse sosyal ve siyasal ilişkilerde kısa vadeli yaklaşımların benimsenmesine yol açar. İnsanların bugünlerine ve geleceklerine ilişkin yaratılan belirsizlik, toplumdaki güven duygusunun zedelenmesine neden olmaktadır. Ancak fiyat istikrarının olması, güven duygusunu beraberinde getirmektedir. Nitekim, insanların kendi paralarına, dolayısıyla, sahip oldukları değerlere, elde ettikleri gelirlere ve nihayetinde geleceklerine güven duymalarını sağlamaktadır. Diğer taraftan, enflasyon nedeniyle gelir ve servet dağılımındaki bozulmanın sonuçları en çok

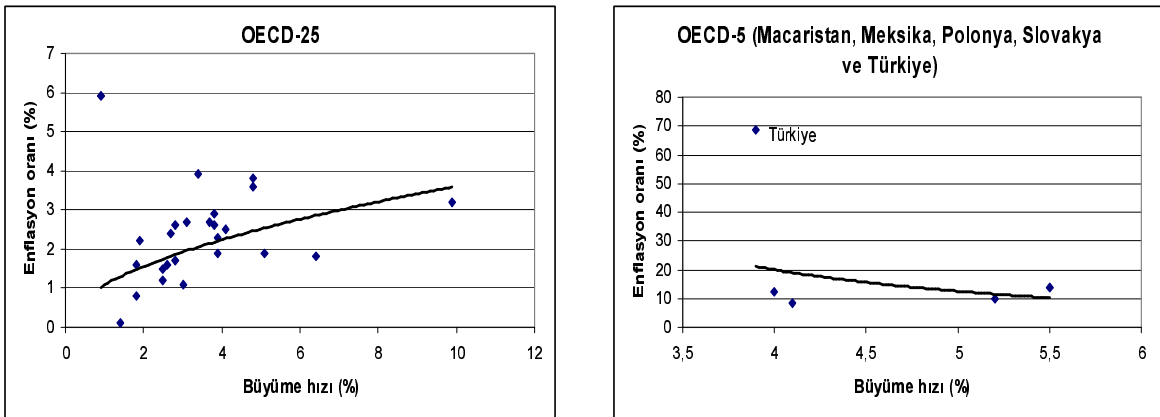
² McDonough W. J. "Merkez Bankası Bağımsızlığının Fiyat İstikrarının Sağlanmasındaki Önemi", konuşma metni, Polonya Merkez Bankası, 2002.

³ Başkan Serdengeçti'nin "Fiyat İstikrarı" konulu konuşması, TCMB İnternet Sitesi.

toplumsal alanda etkisini gösterir. Bu koşullarda, finansal olarak kendini koruma şansı az olan sabit ve düşük gelirli kesimler üzerindeki baskı artar ve ülkenin yoksullaşma oranı yükselir.⁴ Bunun en çarpıcı örneği yaşadığımız ekonomik krizdir.

13. Enflasyonun ekonomik ve sosyal açıdan yarattığı olumsuzluklara bu şekilde kısaca değindikten sonra, enflasyon ve büyüme ilişkisi üzerine yapılan ampirik çalışmalardan da bahsetmek istiyorum. Bu alanda yapılan son çalışmalar ve bulgular enflasyon-büyüme ilişkisinin doğrusal olmadığını göstermektedir. Düşük enflasyonlu ortamlarda enflasyondaki artışın büyümeye kimi zaman çok az da olsa olumlu etkisi olabileceği, ancak belirli "eşik" düzeyler aşıldığında enflasyon-büyüme ilişkisinin ters yönlü olacağı bu çalışmaların ortak sonucudur. Örneğin eşik enflasyon değeri yüzde 10 alındığı zaman, bu değere eşit ve onun altında kalan enflasyon oranları için istatistiksel olarak kuvvetli ve pozitif bir enflasyon-büyüme ilişkisi bulunamamakta, ancak enflasyon oranı yüzde 10'un üzerine çıktığı zaman enflasyon ve büyüme arasında negatif bir ilişki gözlenmektedir.⁵

Grafik 1
OECD Ülkelerinde Ortalama Enflasyon ve Büyüme Hızı (1996-2001)



Kaynak: OECD

⁴ Başkan Serdengeçti'nin "Fiyat İstikrarı" konulu konuşması, TCMB İnternet Sitesi.

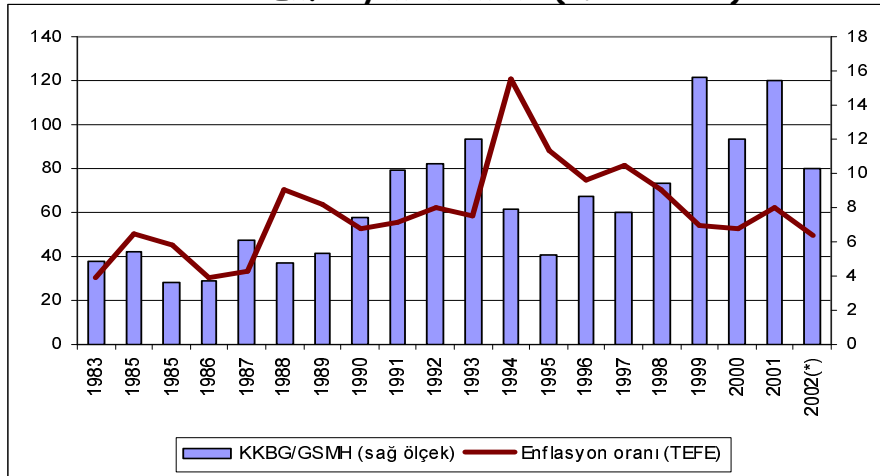
⁵ Akçay, O. C., Alper, C. E., Yılmaz, K., "Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri", Tartışma tebliği, 2002.

14. OECD ülkelerinin 1996-2001 döneminde gerçekleşen ortalama enflasyon ve büyüme oranlarının grafikleri incelendiğinde, söz konusu eşik enflasyon oranı kavramı ve farklı enflasyon-büyüme ilişkileri açıkça gözlenmektedir. Nitekim, görece olarak yüksek enflasyon yaşayan ülkeler dışarıda bırakıldığında, enflasyon ve büyüme arasında pozitif bir ilişki izlenirken, diğer ülke grupları için bu ilişki ters yönlüdür (Grafik 1).
15. Enflasyon-büyüme ilişkisi incelenirken, Türkiye örneği özelinde, bütçe disiplininin önemine değinmekte yarar vardır. Çeyrek asırdır süren yüksek enflasyon sürecinin ilk dönemlerindeki temel enflasyonist neden olarak, yüksek kamu açıkları ve bu açıkların Merkez Bankası kaynakları ile finanse edilmesi ön plana çıkmaktadır. Özellikle 1970'li yılların ikinci yarısı ve 1980'lerin başları bu açıdan dikkat çekicidir. Zaman içinde kamu açıkları Merkez Bankası kaynakları ile finanse edilmese bile -ki 1990'lı yılların büyük bir kısmında böyle olmuştur- enflasyonist süreç devam etmektedir. Bu olgunun arkasında çeşitli nedenler vardır; ancak iki tanesi son derece önemlidir:
16. Birincisi, uzunca bir süre yüksek enflasyon altında yaşayan, sık sık enflasyonla mücadele programları uygulanacağı sözü verilen, ancak bu programların bazen yarıda kesildiği ya da başarısız olduğu gerçeğini gören ekonomik birimler, kendilerini enflasyondan koruyacak mekanizmalar geliştirmektedir. Bu mekanizmalar, genellikle, gelecek dönemde gerçekleşmesi istenilen gelir artışlarının geçmiş enflasyon oranına endekslenmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Böylece geçmiş dönemin enflasyon oranı geleceğe taşınmaktadır.
17. İkincisi, uluslararası tüm ölçütler açısından yüksek düzeyde seyreden, hatta 1990'lı yıllarda olduğu gibi sürekli artan kamu açıklarının, dış kaynağın sınırlı olduğu ve Merkez Bankası kaynakları kullanılmadığı dikkate alındığında, giderek daha fazla iç borçlanma ile finanse edilmesi zorunluluğudur. Bu

durumda, reel faiz oranlarındaki yükselişin sınırlı kalabilmesi için mali piyasaların en az gerçekleşen enflasyon oranında büyümesi gerekmektedir. Diğer bir deyişle, bir istikrar programının uygulanmadığı dönemlerde, parasal genişlemeyi belirleyen unsurlardan birisi de geçmiş dönemin enflasyon oranı olmaktadır.

18. Bu süreç içinde, geçmiş enflasyona bağlı maliyet artışları nedeniyle enflasyon çok fazla oynamamakta, dolayısıyla, bir atalet kazanmaktadır. Geçmişe endekslemenin yanısıra, yabancı para birimi cinsinden veya yabancı para birimlerine endeksli fiyatlama, sözleşme imzalama ve tasarruf yapma/borç edinme gibi alışkanlıklar giderek yaygınlaşmaktadır. Böylelikle döviz kuru artışı enflasyonun önemli belirleyicilerinden birisine dönüşmektedir. Bu sürecin bir diğer uzantısı da bütçe açıkları ile enflasyon oranı arasındaki aynı yönlü ilişkinin zayıflamış, hatta ortadan kalkmış gibi görüntü vermesidir. 1983-2002 döneminde gerçekleşen kamu sektörü borçlanma gereğinin milli gelire oranları ve toptan eşya enflasyon oranları Grafikte gösterilmektedir (Grafik 2).

Grafik 2
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği'nin GSMH İçindeki Payları ve Enflasyon Oranları (1983-2002)



Kaynak: Hazine ve DİE
(*) Gerçekleşme Tahmini

19. Gerçekten de kamu açığı ile enflasyon oranı arasında bir ilişki yok mudur?

Gerçekleşen enflasyon oranları açısından bu sorunun yanıtı "evet, yoktur", potansiyel enflasyon açısından ise "hayır, vardır" şeklindedir. Bütçe açıklarının yüksek düzeylerde olduğu, bu açıkları azaltmaya yönelik politikaların uygulanmadığı ve açıkların giderek artan miktarda iç borçlanma ile finanse edildiği ekonomilerde, aslında enflasyonda her zaman sığrama riski vardır. Diğer bir ifadeyle, bu tür ekonomilerde bir "potansiyel" yüksek enflasyon dengesinden söz etmek mümkündür. Çünkü, bu tür ekonomiler, mevcut enflasyon oranının potansiyel düzeyinin oldukça altında kalmasını sağlayan kamu açıklarının finansman biçiminin sürdürülebilirliğine son derece duyarlı bir hale gelmektedirler. Söz konusu finansman biçiminin sürdürülememesi bu ekonomileri monetizasyon zorunluluğu ile karşı karşıya getirmekte, dolayısıyla, mevcut enflasyon düzeyi kısa sürede potansiyel düzeyine ulaşabilmektedir. Farklı bir anlatımla, bu tür ekonomiler krizlere karşı son derece duyarlı ekonomilerdir.

20. Enflasyon oranının sığrama riskinin gerçekleşmesi, genellikle döviz kurunda ve faiz oranlarında sığrama ile birlikte ya da hemen sonra olmaktadır. Nitekim, ataletin kırılarak enflasyonun sığradığı dönemlerin ikisinde (1994'ün ilk yarısı ile 2001 Şubat krizi sonrası), önce döviz kurunda büyük bir sığrama gerçekleşmiştir. İlginç bir saptama da şudur: Enflasyonun hızla arttığı bazı dönemlerde -1987 sonu 1988 başı, 1994 Nisan ayı sonrası ve 1997 Temmuz-, bu olgunun arkasındaki temel nedenler arasında kamunun ürettiği mal ve hizmetlere yapılan çok yüksek oranlı zamlar vardır.

21. Kamu açığı ve finansman yönteminin enflasyon üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkilerine bu şekilde değindikten sonra, bütçe disiplininin enflasyon-büyüme dinamiklerindeki belirleyici etkisinden bahsetmek istiyorum. Bilindiği gibi,

kamunun borç düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde, borç stokunun çevrilebilirliği konusundaki beklentiler, söz konusu ülke ekonomilerindeki gelişmelerin, özellikle de enflasyon ve büyüme dinamiklerinin temel belirleyicisi olmaktadır. Nitekim, kamu borcunun milli gelire oranı, iç ve dış piyasaların odaklandığı çok önemli bir büyüklüktür ve Maastricht kriterleri arasında da yer almaktadır. Bu oranın mevcut değeri, bir ülkede geçmişten bu yana sürdürülen ekonomi politikalarının ciddiyeti hakkında önemli ipuçları verirken, söz konusu oranın gelecek dönemlerde alacağı değerler de bugün ve bundan sonra izlenecek ekonomi politikalarının doğruluğunun temel göstergesi olacaktır.

22. Ekonomimizde reel faizlerin ulaştığı kabul edilemez düzeyin makul düzeylere indirilmesinin tek yolu, kamu borcunun milli gelire oranının zaman içinde azalma eğilimine sokulmasından geçmektedir. Dolayısıyla bu, Türkiye ekonomisi açısından yerine getirilmesi kaçınılmaz bir zorunluluktur. Bilindiği gibi, borç stokunun milli gelire oranının zaman içinde azalma eğilimine girmesi; faiz dışı bütçe fazlası verilmesine, büyüme hızının artmasına, reel faizlerin düşmesine ve Türk lirasının reel olarak değer kaybetmemesine bağlıdır. Ekonomi politikasını oluşturanlar bunlardan sadece faiz dışı bütçe fazlasının alacağı boyutu kontrol edebilirler. Diğer üç değişken, kontrol altındaki bütçenin ve bu bütçe ile uyumlu diğer ekonomi politikalarının bir sonucu olarak belirleneceklerdir.

23. Borç dinamiğini rayına oturtmak açısından faiz dışı bütçe fazlası verilmesi gerekliliğinin temel nedeni, biraz önce belirtilen ilişki çerçevesinde, yalnızca faiz dışı bütçe fazlasının borcun milli gelire oranını doğrudan düşürüyor olması değildir. Bu doğrudan etkinin yanı sıra, faiz dışı fazla verilmesinin borç dinamiği üzerinde dolaylı yollardan olumlu üç etkisi daha vardır:

- Ekonomik birimlerin borcun çevrilebilirliğine ikna olmaları anahtar olgudur. Faiz dışı bütçe fazlasının alacağı düzey, borcun çevrilebilirliği hakkındaki

düşünceleri yakından etkilemektedir. Borcun çevrilebilirliği hakkındaki olumlu beklentiler ne kadar yaygınlaşır ve güçlenirse, risk primi o denli azalacak, reel faizler o denli düşecektir. 2002 yılının ilk yarısında ve seçim sonrası 2002 Kasım ayında reel faizlerde görülen çarpıcı düşüş bunun en büyük kanıtıdır. Bu birinci etkidir.

- Risk primin azalması, tıpkı 2002 yılının ilk yarısı ve seçimin hemen sonrasında olduğu gibi, Türk lirasının reel olarak değer kaybetmesini engelleyecektir. Bu, borç dinamiği üzerine ikinci olumlu etkidir.
- Üçüncü olumlu etki ise, çoğu kesimlerce henüz ayırımına tam olarak varılamayan büyüme etkisidir. Genellikle, faiz dışı bütçe fazlasının bir yandan kamu harcamalarına getirdiği kısıtlamalara, diğer yandan da vergilerde yol açtığı artışlara dikkat çekilerek, toplam talebi azaltıcı yönde çalıştığı belirtilmekte, dolayısıyla da büyüme üzerine olumsuz etkileri vurgulanmaktadır. Oysa, yeteri kadar faiz dışı bütçe fazlası verilmesinin içerdiği sinyal etkisi; reel faizlerin önemli ölçüde düşmesini ve döviz kurunun istikrar kazanmasını, dolayısıyla, hem tüketici hem de yatırımcı güveninin artarak tüketim ve yatırım harcamalarının uyarılmasını sağlayacaktır. Bunlara ek olarak, böyle bir istikrarlı ortam, Avrupa Birliği'ne aday ülkeler arasında en büyük ekonomiye sahip olan Türkiye'yi, yabancı sermaye açısından da giderek daha cazip bir ortam haline getirecektir. İşte bu etkiler, kamu borcunun yüksek düzeylerde olduğu ülkelerdeki gibi, Türkiye'de de faiz dışı bütçe fazlası verilmesinin büyümeye olumlu katkı yapmasına yol açacaktır.

24. Bu nokta son derece önemli olmakla beraber sadece teorik bir olasılıktan da ibaret değildir. 1980'li yıllarda kamu borç stokunun milli gelire oranının çok yüksek düzeylerde olduğu çok sayıda Avrupa ülkesinde, iki-üç yıllık mali disiplin politikalarının uygulanmasıyla faiz dışı bütçe fazlası önemli boyutlara

yükseltilmiş ve aynı dönemde bu ekonomilerde çok önemli büyüme hızlarına ulaşılmıştır. Çarpıcı olan, ulaşılan büyüme hızlarının, mali disiplinin sağlanmadığı dönemlerde ulaşılan büyüme hızlarından çok daha yüksek olmasıdır.

25.Buraya kadar belirtilenler çerçevesinde, mali disiplinin enflasyon açısından temel öneminin kamu harcamalarını kısıtlayarak toplam talebi sınırlaması olmadığına açıkça ortaya çıkmış olması gerekir. Enflasyon açısından daha önemlisi, faiz dışı bütçe fazlasının borcun çevrilebilirliği hakkında ekonomik birimlere güven vererek mali piyasalarda oluşturduğu istikrardır. Bu istikrar, şüphesiz, maliyet enflasyonunu düşük boyutlara çekmektedir. 2002 yılında, enflasyonda gerçekleşen çarpıcı düşüşün temel nedeni de budur. Diğer bir deyişle, borcun çevrilebilirliği konusunda yaratabileceği etkileri analiz etmeden, salt toplam talebi kısıtlamasına odaklanarak, faiz dışı bütçe fazlasının belli bir enflasyon oranına karşılık geldiği çıkarımını yapmak yanlıştır. Enflasyon oranının alacağı düzeyin temel belirleyicisi, faiz dışı bütçe fazlasının düzeyinin yanısıra, bu düzeyin ekonomik birimler tarafından borcun sürdürülebilirliği hakkında ne ölçüde ikna edici bulunduğudır.

26.Sonuç olarak, Türkiye ekonomisini, ekonomik birimlerin bekleyişlerindeki değişikliklere son derece duyarlı olan mevcut durumundan mutlaka çekip çıkarmak gerekmektedir. Bunu başarmanın yolu bütçe disiplininin geçmektedir. Eşanlı olarak; enflasyonu makul düzeylere indirmek, daha adil gelir dağılımına ve potansiyel büyüme düzeyinde bir büyüme hızına ulaşmak, ancak bu sayede mümkün görünmektedir.

II. Fiyat İstikrarı ve Merkez Bankası

27.Enflasyon-büyüme ilişkisi ve bütçe disiplininin makroekonomik istikrarın sağlanmasındaki gerekliliğine değindikten sonra, konuşmamın bu bölümünde, fiyat istikrarı ve merkez bankasının rolü, bu çerçevede, merkez bankası bağımsızlığının önemi üzerinde durmak istiyorum.

28. Fiyat istikrarı "halkın karar alma mekanizmasında cari ya da gelecek enflasyonun belirleyici olmadığı" durum olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım çerçevesinde ve farklı enflasyon ölçütleri göz önünde bulundurulduğunda, günümüzde Avrupa merkez bankası ve enflasyonu tek haneli düzeye indirmiş diğer ülke merkez bankaları tüketici fiyatları enflasyonunun yıllık yüzde 2 düzeyini geçmemesini fiyat istikrarı olarak görmekte ve para programlarını bu hedef doğrultusunda uygulamaktadırlar.

29. Günümüz merkez bankaları fiyat istikrarının sağlanmasını ve korunmasını tek hedef olarak benimsemiş; büyüme ve istihdam artışı gibi diğer hedeflerin ancak fiyat istikrarı ile çelişmez bulunduğu dikkate alınacağını açık olarak belirtmişlerdir. Bu yöndeki kararlı değişimin nedeni, enflasyonun olası risklerinin geçmişte yaşanmış olması ve para politikasının kısa ve uzun dönemdeki etki alanlarının bilinmesidir. Merkez bankası makroekonomik istikrarın sağlanmasında destekleyici ve etkin bir kurumdur. Sağlanacak olan makroekonomik istikrar yatırım kararlarında belirleyicidir ve para politikasının üretim ve istihdam üzerindeki etkileri bu kanal çerçevesinde şekillenmektedir.

II. 1. Merkez Bankası Bağımsızlığı

30. Ancak, fiyat istikrarı ekonomilerde kendiliğinden doğal olarak gelişen bir olgu değildir. Çeşitli dışsal şoklar bir kenara bırakıldığında, fiyat istikrarını tehdit eden başlıca iki unsur vardır:

- Bunlardan ilki; siyasetçilerin ve politika uygulayıcılarının ekonomik büyümeyi hızlandırmak amacıyla ekonomiyi üretim kapasitesinin üzerinde çalışmaya zorlaması, -ki bu uzun süre sürdürülebilir bir durum değildir-;
- İkincisi ise, hükümetlerin kamu maliyesi açığı vermeye ve bunu merkez bankası kaynakları ile finanse etmeye istekli olmalarıdır, -ki bunun sonucu yüksek enflasyon ve uzun vadede oynak ve düşük büyüme ile artan işsizliktir-. Bu iki unsurun bir arada değerlendirilmesi sonucunda, merkez

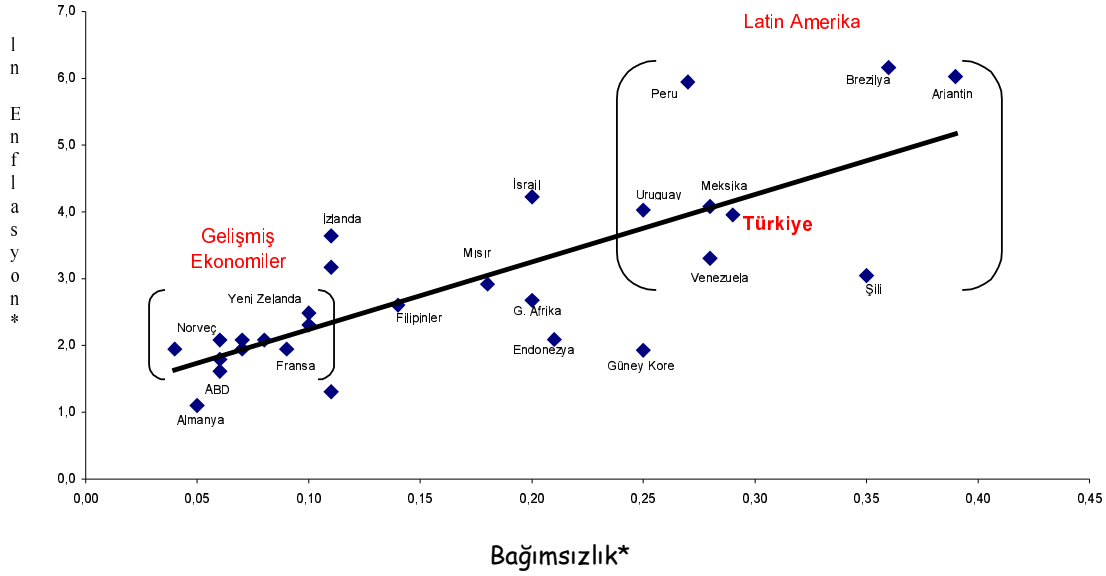
bankalarının fiyat istikrarına karşı bir tehdit olduğunda diğer politika uygulamalarına hayır diyebilmeleri gerekmektedir. Bu, merkez bankası bağımsızlığının temelidir.

31. Bu kapsamda, para politikaları tasarımlarında varılan sonuç, fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyonla mücadelede başarı kazanılması için para politikasının kısa vadeli diğer hedefler uğruna düşük enflasyon hedefinden vazgeçmeyecek muhafazakar bir kurum tarafından yürütülmesinin gerekli olduğudur. Siyasi otoritelerin, siyasetin doğası gereği, özellikle seçim dönemlerinde, daha kısa vadeli düşünmeye yatkın olmaları nedeniyle; enflasyonu kontrol etmek, fiyat istikrarına, tam istihdama ve sürdürülebilir büyümeye ulaşılmasını sağlamak üzere merkez bankaları toplum tarafından siyasi otoriteden bağımsız olarak görevlendirilmektedirler. Diğer bir ifadeyle, bu muhafazakar kurum toplumun uzun vadede sosyal refahını en çoklayan bağımsız bir merkez bankasıdır. Merkez bankalarının kurumsal yapıları ve bu bağlamda merkez bankaları bağımsızlığı; toplumun tercihleri, politika uygulayıcılarının enflasyon yanlısı politika izleyip izlemedikleri ve ekonominin ihtiyaçlarının etkileşimi sonucunda şekillenmektedir. Bu nedenle, merkez bankalarının bağımsızlığının sosyal bir uzlaşma çerçevesinde oluşması tercih edilir.

32. Dinamik bir süreç olan para politikası uygulamalarında toplum, ancak birkaç dönem boyunca enflasyon hedeflerinin tutturulması ve uygulamalarda kararlılık gösterilmesi halinde uygulanmakta olan politikalara ve uygulayıcılara tam olarak güven duymaktadır. Bir önceki dönemde büyüme ve enflasyon ikilemi ile karşı karşıya olan merkez bankası düşük enflasyon hedeflediğini açıklamış, ancak bunu gerçekleştirememiş ise bu gelecek politikalar için kredibilite sorunu yaratmaktadır. Diğer bir deyişle, geçmiş sürprizler gelecek için güven erozyonuna neden olmakta ve politikaların başarısı önünde engel

teşkil etmektedir. Ancak, bu sorun merkez bankası bağımsızlığının yasa ile belirlenmesi ile aşılmaya çalışılmaktadır.

Grafik 3
Enflasyon ve Merkez Bankası Bağımsızlığı



(*) Sağa doğru gidildikçe bağımsızlık azalmakta, yukarıya doğru gidildikçe ortalama enflasyon artmaktadır.

33. Merkez bankalarının bağımsızlığının enflasyonla mücadelede önemli bir araç olmasının bir diğer göstergesi, literatürde bu konuda yapılmış olan ampirik çalışmalardır. 1990'lı yıllarda yapılan ve söz konusu döneme kadar olan süredeki verilerin değerlendirildiği çalışmalarda, merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur (Grafik 3).⁶ Ayrıca, ulaşılan bir diğer sonuç ise; merkez bankasının bağımsız olmasının, toplumun bu kurumlara, enflasyon hedeflerinden sapılmayacağı konusunda daha fazla güven duyması nedeniyle, enflasyonu düşürmenin ve enflasyondaki

⁶ Cukierman, A., Merkez Bankası Stratejisi, Güvenilirlik ve Bağımsızlık, MIT yayınevi, 1995.

oynaklığı azaltmanın kısa vadedeki büyümeyi azaltıcı ya da oynaklığını artırıcı maliyetini en aza indirdiğidir.⁷

34. Merkez bankası bağımsızlığı; merkez bankasının para politikası ile ilgili kararların alınmasında ve yürütülmesinde doğrudan politik baskılardan uzak hareket edebilme yeteneğidir. Konuya ilk yaklaşımda, merkez bankasının hedefleri, politika oluşturulması ve bu süreçte çıkan sorunların çözümü, merkez bankasının kamu finansmanındaki rolü gibi unsurlar politik ve finansal bağımsızlığın temel belirleyicileri arasında sayılmaktadır.

35. İkinci yaklaşımda, merkez bankasının araç ve amaç bağımsızlığı arasında ayırım yapılmaktadır. Araç bağımsızlığı, merkez bankasının para politikasının nihai amacına ulaşmak için kullanacağı araçları, hükümetin ya da başka herhangi bir kurumun müdahale ya da onayı olmaksızın, özgürce seçebilmesini ifade etmektedir. Merkez bankası operasyonel olarak özgürdür. Amaç bağımsızlığı ise merkez bankasının para politikasının nihai amacını tek başına belirleyebilmesi anlamına gelmektedir.

36. Ekonomilerin mevcut koşullarının merkez bankalarının bağımsızlık kavramında vurgulanan unsurlar üzerinde de etkili olduğu görülmektedir. Nitekim, gelişmekte olan ülkelerde çoğunlukla kamu kesimi borç stokunun yüksek olması ve kronik kamu maliyesi açığı verilmesi, bu ülkeler için bağımsızlığın temel özelliğinin mali politikanın baskısından uzak olunması şeklinde tanımlanmasına neden olmaktadır. Yine, kamu maliyesi açıklarının ekonominin üzerinde güçlü baskılarının olduğu ülkelerde, merkez bankalarının bağımsız hareket edebilmesini etkileyen unsurların en önemlilerinden biri, söz konusu kamu açıklarının hangi kaynaklarla finanse edildiğidir. Bu kapsamda, kamuya açılan kredi miktarının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı, merkez bankasının bağımsız hareket edebilirliğine dair bir gösterge olarak görülmektedir.

⁷ Debelle, G., Fischer, S., “Bağımsız Merkez Bankası Nasıl Olmalı?”, Tartışma tebliği, Amerikan Merkez Bankası, Boston, 1994.

37. Para politikasını enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yürüten ülkelerde ise; merkez bankaları bağımsızlığı, seçilen hedefe ulaşmada bağımsız hareket edebilme yeteneği olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, bu tanımın içine merkez bankasının toplumla iletişim yollarının politik baskıdan bağımsız olmasının da dahil edilmesi önemlidir. Bu çerçevede, merkez bankalarının, hükümetlerin sürpriz enflasyon yaratma eğilimini ve diğer birçok riskleri, gerek basın duyuruları gerekse para politikası raporları gibi kendi iletişim mekanizmalarını kullanarak topluma açıklaması ve toplumu uyarabilmesi merkez bankası bağımsızlığının bir parçası olarak kabul edilmektedir.

38. Merkez bankalarının kendi bütçeleri ve çalışanlarının çalışma ilke ve yönetmelikleri üzerindeki kontrolü, merkez bankalarının bağımsızlıklarının bir diğer göstergesidir. Merkez bankalarının kendi bütçelerini yapma ve onaylama süreçlerinde kurum dışı müdahaleden uzak olmaları, aynı zamanda işlevsel harcamalarını serbestçe belirlemelerini de sağlaması nedeniyle, araç bağımsızlığının öğelerinden biri olarak düşünülmektedir. Öte yandan, merkez bankalarının büyük bir çoğunluğu bütçelerini bağımsızca oluşturmalarına rağmen, kârlarını Hükümete aktarmakta, gerek iç gerekse dış denetimlerden geçmekte ve bilançolarını kamuya açıklamaktadırlar. Dolayısıyla, hesap vermektedirler.

39. Gelişmiş ülke merkez bankaları örneklerine baktığımızda, Avrupa Merkez Bankası bütçesinin Yönetim Komitesi'nin teklifi ile Banka Meclisi'nin onayı sonucunda kabul edildiği ve hem iç denetime hem de özel serbest yeminli mali müşavirler tarafından bağımsız denetime tâbi olduğu görülmektedir. Amerikan Merkez Bankası'nda ise bütçe Guvernörler Kurulu tarafından onaylanmakta ve iki yıllık bir süreyi içermektedir. Yine hem iç denetime hem de özel serbest yeminli mali müşavirler tarafından bağımsız denetime tâbidir. Ayrıca Amerikan Merkez Bankası elde ettiği kârı kendi Hazinesine aktarmaktadır.

Benzer şekilde Bankamız uygulamasında da, Merkez Bankası bütçesi Yönetim Komitesi değerlendirmesinden sonra Banka Meclisi'nce karara bağlanır ve hem iç denetime hem de bağımsız dış denetime tâbidir. Merkez Bankası kârı da Hazine'ye aktarılmaktadır.

40. Merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamaya yönelik para politikasını belirlemede ve uygulamada tek yetkili kurum olması, kamuoyuna karşı hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkelerinin de en üst düzeyde gerçekleştirilmesi gerekliliğini de beraberinde getirmektedir. Para politikasının kamuoyuna açıklanması ve hesap verme zorunluluğunun olması para politikası uygulayıcılarının kredibilitelerini yükseltecek ve uygulanmakta olan politikalara karşı güven artacaktır. Artan kamuoyu güveni, beklentileri olumlu etkileyecek, dolayısıyla, para politikasının başarısını artıracaktır. Kamuoyunu bilgilendirme ve hesap verme yükümlülüğü, merkez bankasının bağımsız yapısı üzerine bir sorumluluk getirmekte, bu amaçla da bankanın işlem ve hesaplarının bağımsız dış denetim kuruluşları tarafından denetlenmesi gerekmektedir. Günümüzde, daha önce de belirttiğim gibi, Avrupa Merkez Bankası sistemi içindeki merkez bankalarının ve ABD Merkez Bankası'nın, ayrıca İngiltere, Kanada, Arjantin, Meksika gibi diğer ülke merkez bankalarının işlemleri bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenmektedir.

II.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı ve TCMB

41. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın bağımsızlığı ile ilgili süreç incelenecek olursa, son 30 yılda Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişikliklerle Merkez Bankası'na bağımsızlık tanıma yolunda önemli adımlar atıldığı görülmektedir. Bu çerçevede Merkez Bankası, 1980 başlarında para politikasını yürütmede piyasa araçlarını kullanmaya başlamış, 1986 yılında para ve kur politikasını fiyat istikrarını sağlayacak şekilde belirleme yetkisine sahip olmuş, 1990 yılında ilk kez açıklanan para programı ile kamuya açılan kredilerin de içerildiği

Merkez Bankası bilanço büyüklüklerine sınırlama getirilmiştir. 1994 yılından itibaren Hazine'ye açılan kısa vadeli avans miktarına getirilen kısıtlamalar ve nihayet 1997 yılı ikinci yarısından itibaren kısa vadeli avans kullanımının ay sonları itibariyle sıfırlanması ise önemli atılımlardır. Bu süreçte en çok göze çarpan konu, yasa ile Merkez Bankası'na, para politikasını oluşturma ve yürütme konusunda verilen bağımsızlığa rağmen ekonomik ve finansal yapıdaki bozukluk, uygulamada Merkez Bankası'nı bağımlı kılmıştır. Bu durum uzun yıllar yaşanan yüksek enflasyonun altında yatan temel nedenlerden biri olarak da görülebilir.

42.25 Nisan 2001 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'na ilişkin yapılan yasal düzenlemeler, Merkez Bankası'nın bağımsızlığı için atılmış en büyük adımdır. Bu düzenlemeler ile Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarı olması koşulu sağlanmıştır. Diğer taraftan, enflasyon hedefine yönelik politika araçlarının Banka tarafından belirlenmesine ilişkin araç bağımsızlığı; Merkez Bankası'nın karşılıksız para basmayacağını belirten finansal bağımsızlık; ve para politikasını belirleyen ve uygulayan kişilerin atama ve görevden alınma usullerini belirleyen politik bağımsızlık konusunda düzenlemeler getirilmiş, Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur. Merkez Bankası'na, finansal sistemi izleme ve değerlendirme ve sistemde risk belirdiğinde gerekli tedbirleri alma yetkisi verilmiş, bunun için gereken teknik donanımın sağlanması öngörülmüştür. Fiyat istikrarına yönelik para politikasının gerektirdiği çalışmaların yeterliliğinin artırılması için gerekli veri akışının kolaylaştırılması sağlanmıştır.

43. Diğer taraftan, bağımsızlık ilkesinin temel unsurlarından olan hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkelerinin en üst düzeyde gerçekleştirilmesi benimsenmiştir. Bu çerçevede yılda iki kez sunulan raporlarla, Bakanlar Kurulu ve TBMM Plan Bütçe Komisyonu'nun banka faaliyetleri ve para politikası

uygulamaları ile ilgili bilgilendirilmesi, para politikası hedef ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporların kamuoyuna açıklanması öngörülmüştür. Kanun çerçevesinde, ilk sayısı Kasım 2001 tarihinde çıkan Para Politikası Raporu'nun yayımına başlanmıştır. Bu rapor, üçer aylık dönemler itibariyle enflasyon gelişmeleri ve para politikası uygulamalarını özetlemekte ve ileriye yönelik değerlendirmeler yapmaktadır. Bunun yanısıra, Merkez Bankası her ay açıklanan enflasyon oranı hakkında değerlendirme notları ve beklenti anketi sonuçlarını yayınlamakta, kamuoyunu basın duyuruları kanalı ile bilgilendirmektedir. Bu kapsamda, piyasalara yönelik faiz değişiklikleri ya da benzeri müdahaleler, gerekçeleri ile birlikte, asimetrik bilgi akışına yer vermeden yapıldığı anda, kamuoyuna duyurulmaktadır. Tüm bilgiler Merkez Bankası internet sitesinde mevcuttur.

44.Yine şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri çerçevesinde Merkez Bankası'nın hesapları iç denetimden ve, bağımsız denetim kurumları tarafından yürütülen, bağımsız dış denetimden geçmektedir:

- Kanun'un 15. maddesi uyarınca Genel Kurul, Banka Meclisi'nce verilen yıllık raporu ve Denetleme Kurulu raporunu incelemek, Banka'nın bilanço, kâr ve zarar hesabını incelemek ve karara bağlamak, Banka Meclisi ve Denetleme Kurulu'nu ibra etmek suretiyle Banka'yı denetlemektedir.
- Bir anonim şirket olan Merkez Bankası, bünyesinde bulunan bazı organlar tarafından denetlenmektedir. Kanun'un 24. maddesi gereğince Denetleme Kurulu Banka'nın tüm işlem ve hesaplarını denetlemekte ve hazırlanan rapor Genel Kurul'a sunulmaktadır. Denetleme Kurulu, denetim sırasında görüşlerini yazılı olarak Banka Meclisi'ne bildirdiği gibi, bir kopyasını da Başbakanlığa vermektedir.
- Diğer bir iç denetim mekanizması olarak, Banka işlemleri geriye yönelik hesap kontrolü yapılmak suretiyle soruşturma temelli olarak sürekli

denetlenmektedir. Ayrıca, günümüzde dünyanın önde gelen merkez bankalarında iç denetim faaliyetinin iç kontrol mekanizmalarını geliştirmeye yönelik bir güvence ve danışmanlık hizmeti olarak hızla yeniden yapılandırıldığı gözlenmiştir. Bu noktadan hareketle, Bankamızın çalışmalarını ve politikalarını belirtilen amaçlara uygun bir şekilde yürüttüğüne olan inancın en üst seviyeye çıkarılabilmesi için, risklerin önceden belirlenerek tedbir alınmasına imkan tanıyan risk temelli denetim Bankamızda da geliştirilmektedir. Böylece, iç denetim fonksiyonumuz uluslararası alanda öngörülen standartlar ve uygulamalar paralelinde yeniden yapılandırılmaya başlanmış bulunmaktadır.

- Banka'nın anonim şirket yapısında Genel Kurul ve Denetleme Kurulu'nca yapılan denetimin yanı sıra, Banka'nın görevleri gereği Hazine ile olan yakın işbirliği dikkate alınarak, Banka'nın en büyük hissedarı olan Devlet'e Başbakanlık aracılığı ile özel bir denetim yetkisi verilmiştir. Başbakan, bu denetim yetkisini Başbakanlık Teftiş Kurulu Başkanlığı aracılığı ile yürütmektedir.
- İç denetime ilave olarak, Banka'nın mali tablolarının, kendi personeli olmayan ve Banka'yla herhangi bir organik bağı bulunmayan bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenmesi (Merkez Bankası Kanunu, Madde 42/2) öngörülmüştür. Bağımsız denetim, merkez bankacılığı standartlarını yükseltmenin önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan bir çok ülke merkez bankasının yanı sıra Avrupa Merkez Bankası sistemi içindeki merkez bankalarının mali tablolarının yürürlükteki mali ve hukuki düzenlemeler ile muhasebe standartlarına uygunluğunun uluslararası denetim standartları çerçevesinde çalışan ve uluslararası tecrübeye sahip bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenmesi, güven ve istikrarın sağlanmasında temel bir koşul olarak görülmektedir. Türkiye Cumhuriyet

Merkez Bankası'nın yıllık bilançosu ve gelir tablosunun yürürlükteki mevzuata ve uluslararası muhasebe standartlarına uygunluğu da 2000 yılından bu yana denetlenmekte ve onaylanmaktadır. Bağımsız dış denetim raporları Bankamızın internet sayfasından kamuoyuna duyurulmakta ve Yıllık Rapor içinde yayımlanmaktadır.

III. 2002 Yılı Para ve Kur Politikaları: Uygulama ve Gerçekleşmeler

45. Konuşmamın bu bölümünde, 2002 ve 2003 yılı para programları hakkında bilgi vermek istiyorum. Bilindiği gibi, 2002 yılı başında maliye politikasının GSMH'nin yüzde 6,5'i oranında kamu sektörü faiz dışı fazlası verecek şekilde uygulanacağı, para politikasının ise yüzde 35 enflasyon hedefine odaklanacağı duyurulmuştur. Sıkı maliye ve para politikalarının etkin olacağı bu dönemde reel GSMH artışının yüzde 3 ile sınırlı kalacağı öngörülmüş, ancak programın başarısı ve reel faiz oranlarında sağlanan gerilemeye paralel olarak ekonomik genişlemenin daha yüksek düzeylerde gerçekleşebileceği açıklanmıştır. Bu kapsamda hazırlanan yeni ekonomik program için IMF'den 16 milyar ABD doları tutarında ek dış kaynak sağlanmıştır.

III.1. 2002 Yılı Para ve Kur Politikaları: Uygulamalar

46. 2002 yılı para ve kur politikası tasarlanırken, bütçe disiplininin ödün verilmemesi ve borç stokunun sürdürülebilirliği ile ilgili endişelerin ortadan kalkması; başta bankacılık reformu olmak üzere, uzun dönemde sürdürülebilir bir ekonominin alt yapısını oluşturmayı amaçlayan ve 2001 yılında başlatılan yapısal reformların kesintisiz sürdürülmesi temel varsayımlarından yola çıkılmıştır.

47. Bu temel varsayımlar çerçevesinde, Merkez Bankası nihai hedefi olan enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden "örtük enflasyon hedeflemesi" politikası uygulayacağını, sadece gelecekte enflasyonun alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe

gidebileceğini belirtmiştir. Bu stratejiyi desteklemek, makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek amacıyla parasal hedefleme politikası uygulanmıştır. İleriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve beklentileri şekillendirmek amacıyla Merkez Bankası bilanço kalemi olan para tabanının artışı hedef değişken olarak belirlenmiş ve programın nominal çapası olmuştur. 2002 yılı sonunda bu büyüklüğün yıl sonu enflasyon hedefi ve büyüme hızı öngörüsü paralelinde artacağı taahhüt edilmiş ve performans kriteri olarak takip edilmiştir. Diğer bir performans kriteri ise net uluslararası rezervler kaleminin dönemler itibariyle belli bir alt sınırın aşağısına inmeyeceği taahhüdüdür.

48. Kurların iktisadi temellerle uyumlu olduğu dalgalı kur rejiminin tamamen yerleşmesi öngörülmüş, Merkez Bankası'nın sadece kurlardaki aşırı dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kurların seviyesine yönelik olmayan sınırlı müdahalelerde bulunacağı, bunun yanı sıra, ters para ikamesi sürecinin ve güçlü ödemeler dengesinin sonucu olarak ekonomide döviz arz fazlasının oluşması halinde, döviz rezervlerini artırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapacağı açıklanmıştır.

49. Bu noktada, politika tasarımlarında döviz kuru rejiminin seçimine ilişkin bir hususa değinmekte yarar vardır: Bilindiği gibi para politikalarının tasarımlarında, döviz kuru rejimlerinin belirlenmesi sürecinde ekonominin mevcut koşulları asıl belirleyici olmaktadır. Bu çerçevede, sermaye hareketleri kısıtlı iken, hem faiz oranları hem de döviz kurları kontrol edilebilmekte, sermaye hareketleri serbest olduğunda ise faiz oranları ile döviz kurlarından ancak biri kontrol edilebilmektedir. Bu kapsamda, 1990 ile 2001 yılları arasında ülkemizde sermaye hareketleri serbest iken, döviz kurlarının kontrolü ve serbest faiz politikası, diğer bir ifadeyle, pasif para politikası

uygulanmıştır. 2001 yılı sonrasında ve mevcut uygulamada ise, sermaye hareketleri serbest iken, faiz oranları kontrol edilmeye çalışılmakta, kur ise serbest bırakılarak aktif para politikası uygulaması tercih edilmektedir. Bu kapsamda, dalgalı kur rejimine geçilmesiyle birlikte, Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrolü artmış ve kısa vadeli faiz oranları para politikası uygulamasının temel aracı haline gelmiştir.

50. Mevcut uygulamada, döviz kurunun seviyesinin arz ve talep koşulları altında piyasada oluşması esastır. Merkez Bankası'nın kurun seviyesine yönelik hiçbir hedefi bulunmamaktadır. Uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi çerçevesinde, kısa vadede döviz kurlarının düzeyini; piyasada ekonomik temellere göre hareket edenler, teknik analistler, spekülâtörler gibi farklı türde oyuncuların varlığı, yatırımcıların portföy tercihlerindeki değişiklikler, yapısal reformlar ve verimlilik üzerine etkileri, iç ve dış siyasi - ekonomik gelişmeler, cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri beklentileri, kamu kesimi borç stoku ve risk primi belirlemektedir. Kurların orta ve uzun vadedeki düzeyini ise ekonomideki devresel hareketler ve ekonomik faktörler; örneğin dış ticaret hadleri, verimlilik, kamu maliyesi politikası, yurtdışı ve yurtiçi enflasyon oranındaki farklılıklar gibi değişkenler belirlemektedir. Dolayısıyla, döviz kuru riski piyasa oyuncularının doğrudan dikkate alması gereken önemli bir değişken haline gelmiştir.

51. Burada tekrar belirtilmesi gerekir ki, geçmiş uygulamaların başarılı olamaması ve krizle sonuçlanmaları sabit ya da öngörülebilir artışlı kur rejimlerine olan güveni ortadan kaldırmıştır. Bir taraftan 2001 yılı krizinin derin etkilerinin yarattığı güvensizlik, diğer taraftan da para politikası uygulamasının doğrudan enflasyonun kendisini hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının başarılı olabilmesi için para politikasının döviz kuru gibi başka herhangi bir

büyükölge ilişkin hedef içermemesi gerekliliği, sabit veya öngörülebilir artışlı kur rejimlerinin ölkemizde tekrar uygulanabilirliğini imkansız kılmaktadır.

52.Yıllardır giderek bozulan iktisadi temeller, ekonomik birimleri döviz cinsinden işlemlere yönelmiş ve dolayısıyla döviz kuru, karar alınırken dikkate alınan önemli bir değişken haline gelmiştir. Ücretlerin ve fiyatların yabancı para birimlerine endekslendiği, hatta kimi zaman yabancı para birimleri cinsinden belirlendiği, tasarrufların önemli bir kısmının yabancı para birimleri cinsinden tutulduğu, bilançoların varlık ya da yükümlölük tarafında yabancı para birimi cinsinden kalemlerin önemli bir paya sahip olduğu bir ekonomik yapı, şüphesiz, istenilir ve sürdürülebilir bir ekonomik yapı değildir. Nitekim, böyle bir yapı, krizlere karşı son derece hassas bir yapı anlamına gelmektedir. Bu yapının değiştirilmesi gerekliliği açıktır ve bu değişimin ön koşulu, iktisadi temellerdeki düzelme ve yapısal reformlardır. 2002 yılı ve günümüzde uygulamaya devam edilen dalgalı kur rejimi, bu yapının değişmesine yardımcı olmuştur ve olmaya devam edecektir.

53.Bu noktada, döviz kuru rejimleri ile ilgili olarak daha önce de değindiğim Vissering Raporu'ndan bir alıntı daha yapmak istiyorum:

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

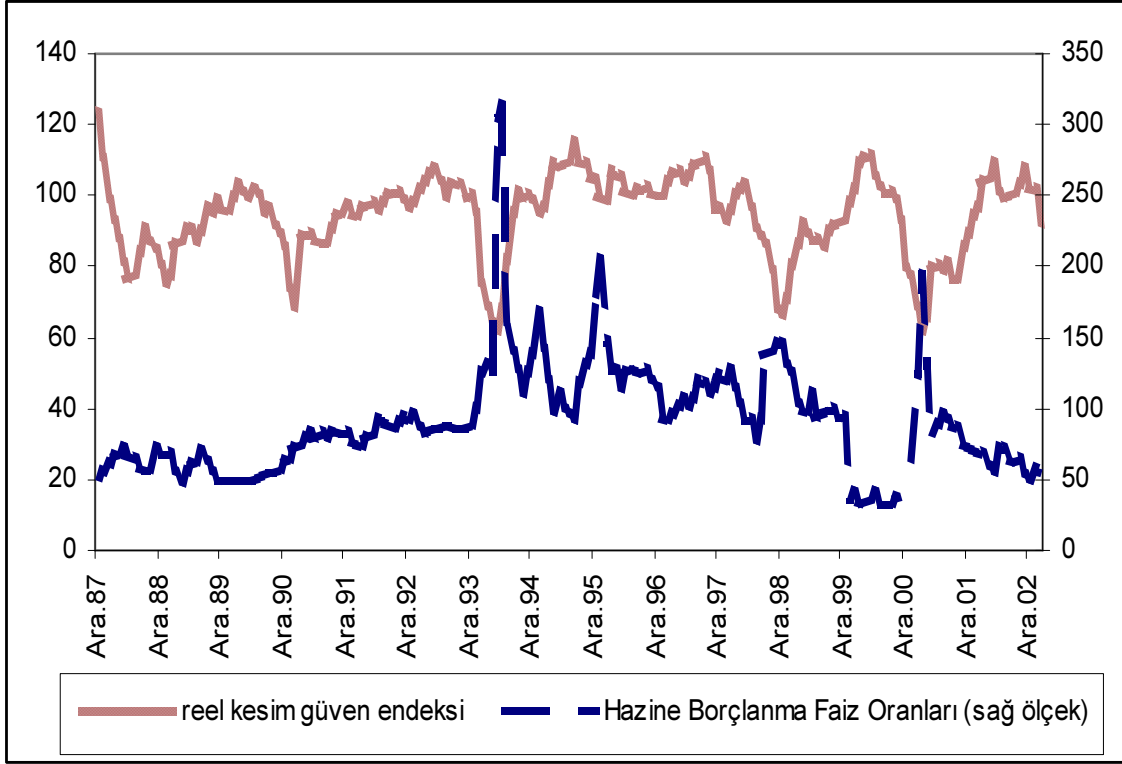
Bu ifade, döviz kuru rejiminin ne olduğunun ve nasıl algılanması gerektiğinin 75 yıl öncesinden günümüze gelen açık bir ifadesidir.

III.2. 2002 Yılı Para ve Kur Politikaları: Gerçekleşmeler

54.Yüksek reel faizler ekonomimizin süregelen bir sorunudur. Uzun yıllar boyunca kabul edilebilir oranların ve dünya ortalamalarının çok üzerinde ödemek zorunda kaldığımız reel faizler yaşadığımız pek çok krizin ve çarpık ekonomik yapının hem nedeni, hem de sonucu haline gelmiştir. Bugün itibarı ile baktığımızda görüyoruz ki, yüksek reel faizlerin nedeni yaşanan krizler, yüksek enflasyon ve bu yapının yarattığı kırılgan ekonomik ortamdır. Sonuç olarak, uzun yıllardır süregelen yüksek reel faizler, üretken alanlardaki yatırımların düşük kalmasının ve ekonomik büyümenin ortalama olarak düşük ve oynak olmasının en önemli nedenlerinden biridir.

55.Yüksek reel faizlerin, uygulanan programla birlikte giderek sağlamaşan makro ekonomik temellerle bağlantılı ve kabul edilebilir bir düzeye indirilmesi son derece önemlidir. Sermayenin kullanım maliyetinin makul seviyelerde olması sürdürülebilir bir büyümenin ve dünya ile sağlıklı bir bütünleşmenin ön şartıdır. Bu amaçla, mutlaka, enflasyonla mücadelede kararlılık, sıkı para ve maliye politikalarının uyumlu bir biçimde, bugün olduğu gibi gelecekte de tavizsiz bir şekilde uygulanması ve ekonomide verimliliği artıracak yapısal reformların süratle hayata geçirilmesi gereklidir. Bu sayılan politikaların ve düzenlemelerin hayata geçirilmesi sonucu ekonomik birimlerin politika uygulayıcılarına ve uygulanan politikalara güven kazanmasıyla birlikte, faiz oranlarının içinde yer alan ve belirsizlikten kaynaklanan risk primi düşecek ve hem reel hem de nominal faiz oranları çok daha düşük seviyelerde istikrar kazanacaktır.

Grafik 4
Reel Kesim Güven Endeksi ve Hazine Borçlanma Faiz Oranları



Kaynak: TCMB

Reel Kesim Güven Endeksi = (Genel gidişat + ihracat imkanları + yatırım harcaması + toplam sipariş + mamul mal stok miktarı + toplam istihdam + üretim hacmi + iç pazara satılan mal hacmi + hammadde stok eğilimi)'ne dair beklentiler. Endeksin büyüklüğünün 100'den büyük olması beklentilerin olumlu, düşük olması ise olumsuz yönde hareketini göstermektedir.

56.Grafikte ekonomik birimlerin beklentilerinin olumlu olduğu dönemlerde nominal faiz oranlarının düştüğü, ancak, güven ortamının kaybolması ile beklentilerin bozulduğu ve nominal faiz oranlarının yükseldiği görülmektedir. Güven ortamı ile nominal faizler arasındaki bu ilişki, özellikle 1994 krizinden sonra daha da belirginleşmiştir (Grafik 4).

57.Daha önce de belirtildiği gibi, 2002 yılı programı örtük enflasyon hedeflemesi uygulaması çerçevesinde, esas amaç olan fiyat istikrarına yönelik olarak kullanılan temel araç kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Faiz oranlarına yönelik kararlar alınırken gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için pek çok değişkene

bakılmaktadır ki bunlar arasında; enflasyon bekleyiş anketleri ve Merkez Bankası'nın içsel enflasyon tahminleri, kamu ve özel sektörün fiyatlama davranışları, döviz kurları ve ödemeler dengesi, ücretler, istihdam ve işgücü birim maliyetleri, toplam arz ve talep, maliye politikası göstergeleri, parasal göstergeler ve kredi büyüklükleri ile dış ekonomik gelişmeler sayılabilir.

58.Politikalarımızın uygulanma dönemi içinde, tüm bu değişkenlerdeki gelişmeler hedeflenen enflasyon oranı çerçevesinde değerlendirilmiş ve hedeflerin gerçekleştirilmesini sağlamaya yönelik kararlar alınmıştır: 2002 yılı Ocak-Nisan döneminde uygulanmakta olan ekonomik programın kararlılıkla sürdürülmesi ve programın IMF tarafından ek kaynak ile desteklenmesi programa olan güveni artırmış ve iç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları ortadan kaldırmıştır. Bu dönemde, Türk lirası nominal olarak yüzde 8 civarında değerlenmiş, Hazine iç borçlanma faiz oranları ise 20 puan kadar gerilemiştir. Piyasalarda belirsizliklerin azalması, geleceğe yönelik güveni olumlu yönde etkileyerek enflasyon beklentilerinin aşağıya çekilmesini sağlamıştır. Maliyet yönlü enflasyonist baskıların azalmasının yanısıra, iç talepteki yetersizliğin sürmesi de fiyat artışlarının yavaşlamasına katkıda bulunmuştur. Söz konusu ekonomik gelişmeler ışığında, Merkez Bankası gecelik faiz oranlarını kademeli olarak düşürmüş, Ocak-Nisan 2002 döneminde gecelik borçlanma faiz oranı yüzde 59'dan yüzde 48'e, borç verme faiz oranı ise yüzde 62'den yüzde 55'e gerilemiştir.

59.Ancak, Mayıs ayı başında yaşanan olumsuz politik gelişmeler ve erken seçim olasılığının gündeme gelmesi, Avrupa Birliği'ne (AB) katılım sürecinde önemli bir adım olan Uyum Yasaları'nın kabulü konusunda ortaya çıkan anlaşmazlıklar, yılın ilk aylarında sağlanan olumlu ekonomik gelişmenin hızını kesmiştir. Nitekim bu dönemde, Türk lirası ve döviz piyasalarında dalgalanmalar artmış, enflasyon oranındaki gerileme yavaşlamış ve faiz indirimleri önünde engel

teşkil etmiştir. Ağustos ayına gelindiğinde ise, seçim tarihinin belirlenmesi, AB Uyum Yasalarının kabul edilmesi ve ekonomik programın genel seçimden sonra da sürdürüleceğine ilişkin güvenin sağlanması siyasi belirsizlik algılamasını azaltırken, gecikmiş kamu zamlarının program dahilinde yapılması KİT açıkları sorununun o dönem için çözülmesini sağlamıştır. Bu gelişmelerin enflasyon beklentilerini ve gerçekleştirmelerini olumlu etkileyeceği öngörüsüne dayalı olarak Ağustos ayı başında tekrar faiz indirimine gidilmiştir.

2002 yılında TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranları

		Önceki oranlar	20 Şubat	14 Mart	8 Nisan	30 Nisan	5 Ağustos	11 Kasım
Gecelik (O/N)	Borçlanma	59	57	54	51	48	46	44
	Borç verme	62	62	61	58	55	53	51
1 Hafta	Borçlanma	62	59	55	52	49	46	44

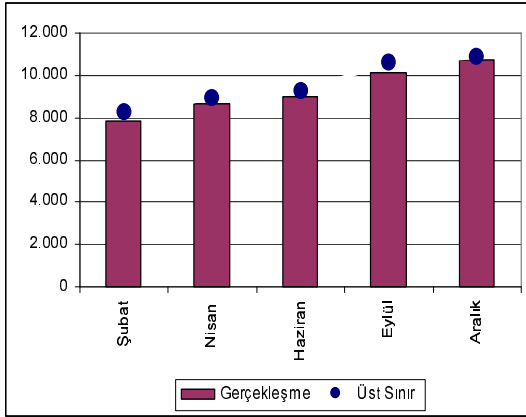
Kaynak: TCMB

60. Seçim ortamının yarattığı belirsizlik, kamu maliyesinde görülen bozulma ve bazı yapısal düzenlemelerdeki gecikmelerin enflasyonist beklentileri etkileme riski nedeniyle Ağustos ayından Kasım ayına kadar olan süre içinde kısa vadeli faiz oranlarında indirim yapılmamıştır. Kasım ayına gelindiğinde ise, siyasi belirsizlik algılamasının ortadan kalkmasının ve yapısal reformlar ile mali disiplinin sürmesi ihtimalinin artmasının enflasyon eğilimleri üzerindeki olumlu etkisi dikkate alınarak, 11 Kasım 2002 tarihinde gecelik borçlanma faiz oranı yüzde 44'e, borç verme faiz oranı ise yüzde 51'e düşürülmüştür.

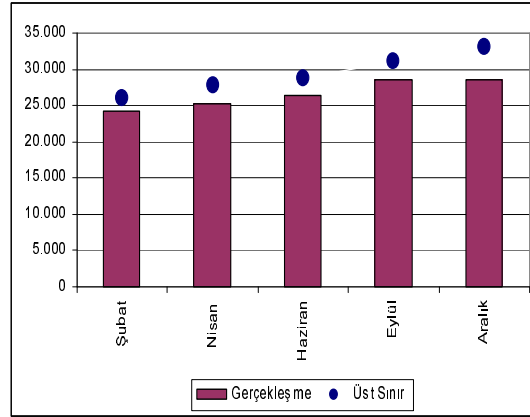
61. Para programı ile Merkez Bankası bilanço büyüklükleri üzerine konulan sayısal hedefler para politikası uygulamasının bir diğer önemli yönünü oluşturmuştur. Bu çerçevede, 18 Ocak ve 30 Temmuz 2002 tarihli niyet mektuplarıyla performans kriteri olarak belirlenen Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervler ile gösterge niteliğinde belirlenen Net İç Varlıklar'a ilişkin rakamsal hedeflere ulaşılmıştır.

Grafik 5

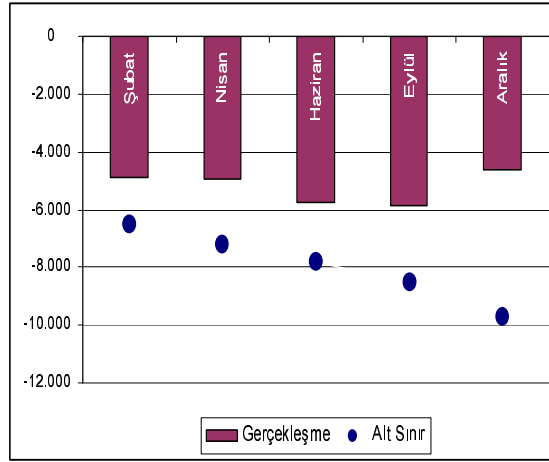
Para Tabanı (Trilyon TL)



Net İç Varlıklar (Trilyon TL)



**Net Uluslararası Rezervler
(Milyon ABD doları)**

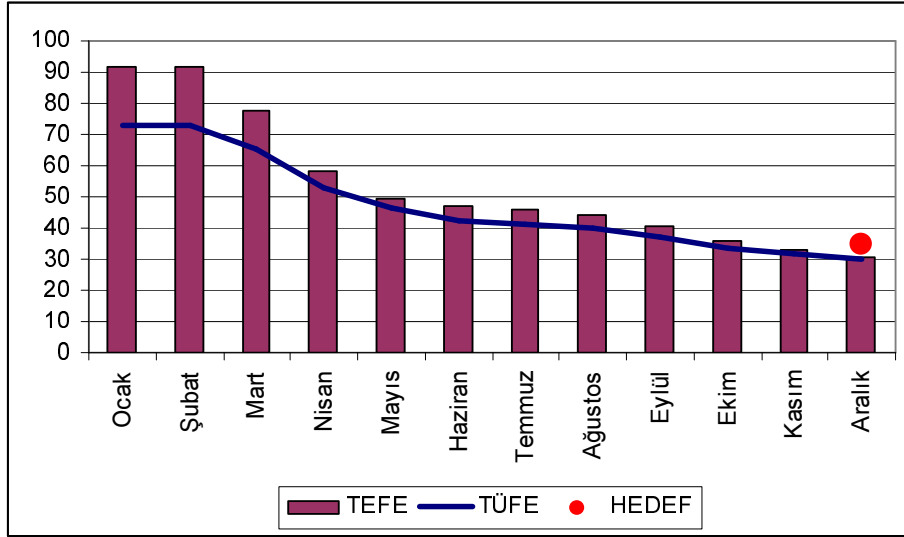


Kaynak: TCMB

62.2002 para programında nominal çapa olarak kullanılan Para Tabanı için performans kriteri niteliğinde belirlenen Aralık ayı sonu üst sınırı 10.850 trilyon Türk lirası olup, hesaplama son 5 iş günü ortalaması alınarak yapılmıştır. Aralık ayı son 5 iş günü Para Tabanı ortalaması 10.720 trilyon Türk lirası olarak gerçekleşerek, 10.850 trilyon Türk liralık üst sınırın altında kalmıştır. 2002 yılında para tabanının nominal artış hızı yüzde 37.4'tür ve yıl sonu hedefi olan yüzde 40'lık artış oranının altındadır. Benzer şekilde, Net Uluslararası Rezervler ve Net İç Varlıklar gerçekleştirmeleri de hedeflerin altındadır (Grafik 5).

63.2002 yılında, TÜFE enflasyonu yüzde 29,7 oranı ile, yüzde 35'lik yıl sonu enflasyon hedefinin altında kalmıştır. 2002 yılında, son 20 yılda görülen en düşük oranda gerçekleşen tüketici enflasyonu aynı zamanda, TCMB Beklenti Anketi yıl sonu beklentisi olan yüzde 31'in de altında kalmıştır (Grafik 6).

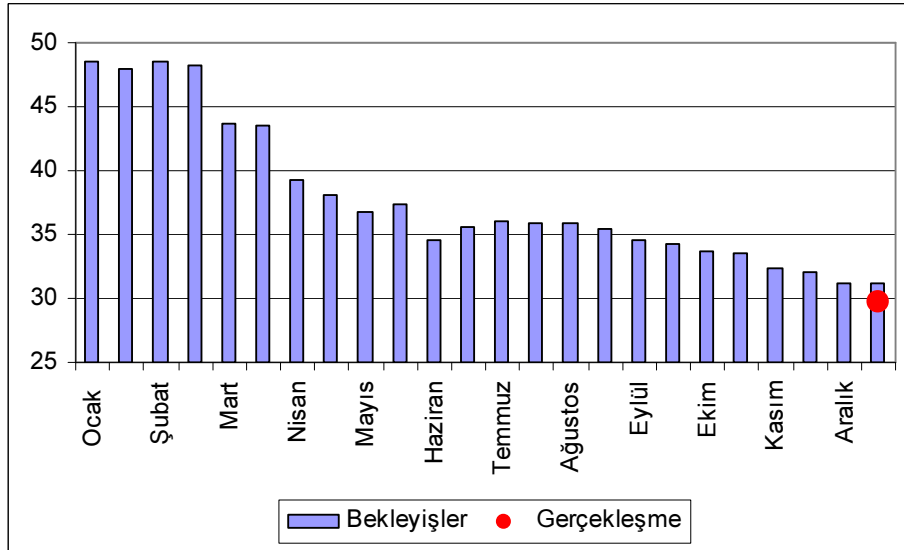
Grafik 6
Enflasyon Gerçekleşmeleri (2002)
(yıllıklandırılmış % değişim)



Kaynak: DİE

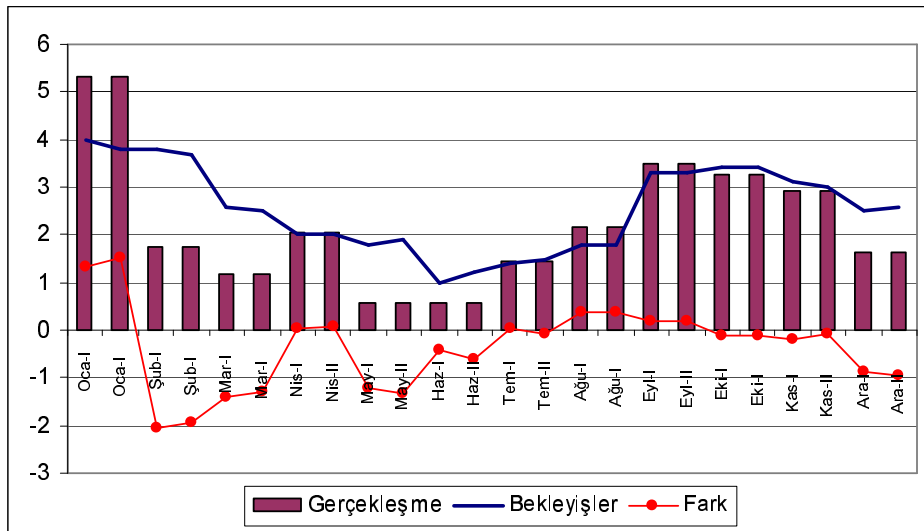
64. Kuşkusuz 2002 yılında uygulanan parasal ve mali politikalar ve gerçekleştirilen yapısal reformlar ve enflasyonla mücadeledeki kararlılığın ortaya konması, enflasyonla mücadeledeki başarının arkasındaki en önemli unsurlardır. Bunun yanı sıra bazı makroekonomik gelişmeler de 2002 yılında enflasyondaki gerilemeye katkıda bulunmuştur. Bunların başında iç talep yetersizliği yer almaktadır. Üretimde gözlenen yüksek oranlı artış daha çok stok birikimi ve ihracattaki canlanmadan kaynaklanmış, tüketim harcamalarındaki artış büyük ölçüde sınırlı kalırken yatırım harcamaları gerilemiştir. Özellikle kentsel yerlerdeki işsizlik oranının 2002 yılında önceki yıla göre artması ve reel ücretlerin gerilemesi hanehalkının tüketim talebini baskı altında tutan etkenler olmuştur.

Grafik 7
Yıl sonu Enflasyon Oranı Bekleyişleri (2002)
(TCMB Anket Sonuçları)



Kaynak: TCMB

Grafik 8
Cari Ay Enflasyon Oranı Bekleyişleri ve Aylık Gerçekleşmeler (2002)
(TCMB Anket Sonuçları)



Kaynak: TCMB

65. Gerçekleşen enflasyonun hedeflenenin de altında kalmasına yol açan sebeplerden bir diğeri de dalgalı kur rejimi ve iç talep yetersizliğinin, kur artışının hızlı olduğu dönemlerde kur hareketlerinden fiyatlara olan

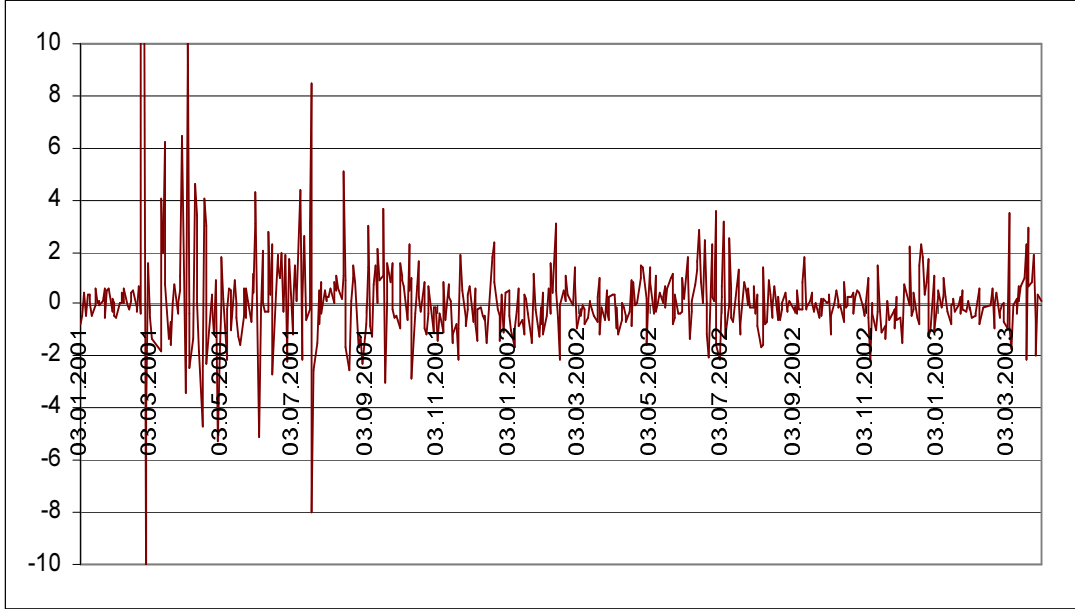
yansımanın boyutunu ve hızını sınırlamasıdır. Bunlara ilave olarak, gıda grubu fiyat artışlarının son 15 yılın en düşük düzeyinde gerçekleşmesi de enflasyonun hedefin altında kalmasına katkıda bulunmuştur.

66. Merkez Bankası Bekleyiş Anketi sonuçlarının gösterdiği uzun vadeli enflasyon beklentileri, özellikle Mayıs ayı sonrasında, Merkez Bankası hedefleri ile paralellik göstermektedir. Mayıs ayından başlayarak ortaya çıkan siyasi belirsizlik algılamasının Temmuz ayının son haftası itibariyle etkisinin azalması ve seçimler sonrasında kaybolması, uygulanmakta olan ekonomik program çerçevesinde öngörülen yapısal ve operasyonel kararların alınmaya devam edilmesi ile birlikte sıkı para ve maliye politikaları sonucu ekonominin kırılma eğiliminin azaltılması, başarısı açık bir biçimde görülen ekonomik programın ekonomi dışı gelişmelerle kesintiye uğramayacağına dair oluşan genel kanaat ve döviz kurlarının Temmuz ayının ikinci yarısından itibaren görece olarak istikrar kazanması enflasyon beklentilerini belirleyen temel faktörlerdir. Nitekim anket sonuçları, Mayıs ayından itibaren aylık enflasyon beklentilerinin yıl sonu hedefine yakınsadığını ve aylık enflasyon beklenti hatası paylarının giderek azaldığını göstermektedir (Grafik 7 ve Grafik 8).

67. 2001 yılı Mayıs ayında "Güçlü Ekonomiye Geçiş" adı altında uygulanmaya başlanan ve ekonomiyi enflasyonist olmayan sürdürülebilir bir büyüme sürecine sokmayı hedefleyen program çerçevesinde bugüne kadar yapılanlar sonrasında mali piyasalar ile ilgili göstergelere baktığımızda karşımıza çıkan tablo şudur: Dalgalı kur rejimi gerekliliği olarak döviz piyasalarına Merkez Bankası müdahalesi azalmıştır. Döviz kurunun seviyesi piyasa koşulları altında piyasa oyuncuları tarafından belirlenmektedir. Böyle bir ortamda, bir taraftan Merkez Bankası'nın piyasalara müdahalesi azalırken diğer taraftan döviz kurundaki oynaklık, Irak ile ilgili gelişmelerin etkili olmaya başladığı son dönem hariç, düşmektedir. Bu iki olgunun birlikte gerçekleşmesi, piyasa oyuncularının

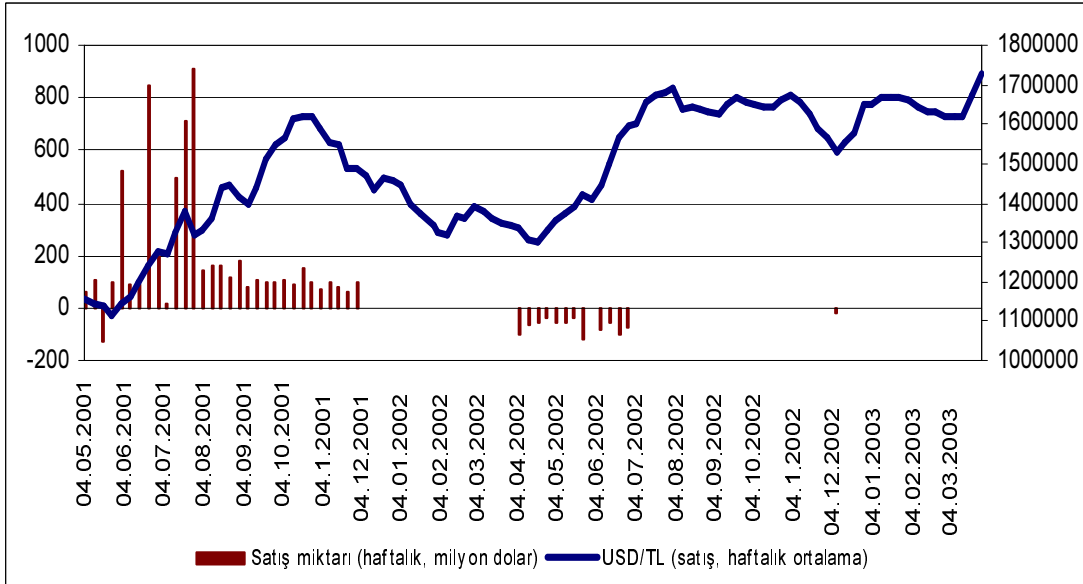
dalgalı kur rejimine uyumlarının arttığını göstermektedir (Grafik 9 ve Grafik 10).

Grafik 9
TL/ABD doları Döviz Kuru (günlük % değişim)



Kaynak: TCMB

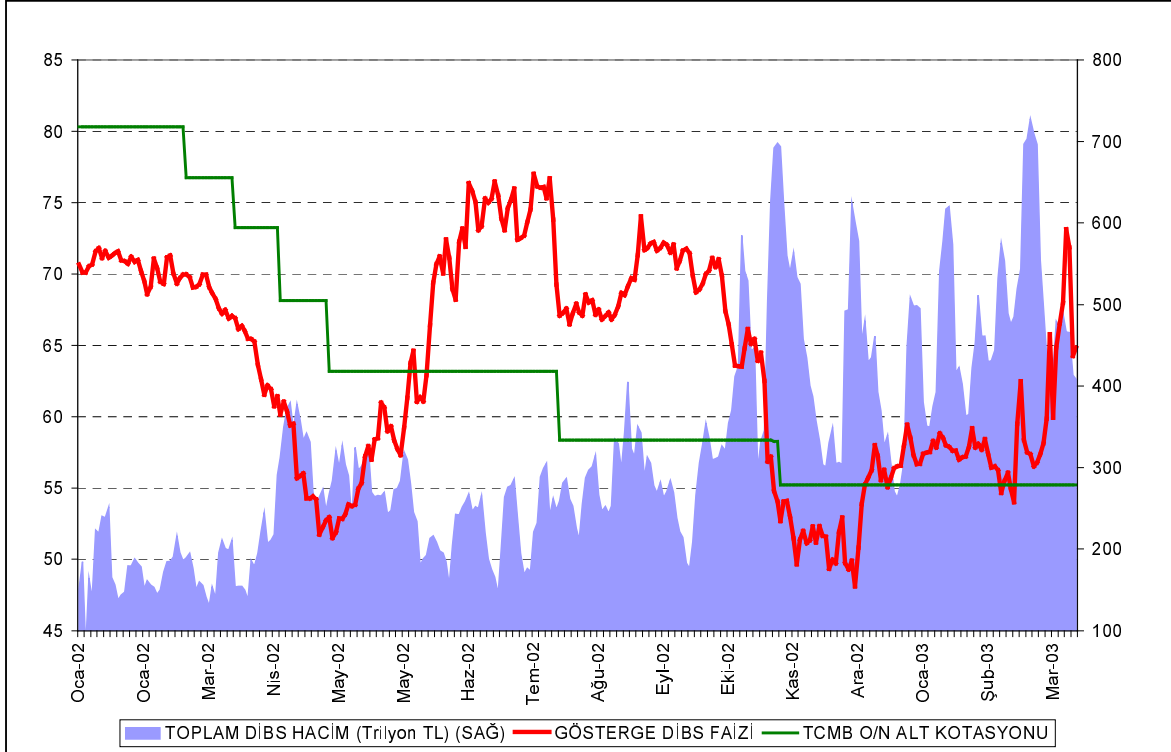
Grafik 10
Döviz İşlemleri



Kaynak: TCMB

68.Faiz oranlarındaki gelişmelere baktığımızda ise, programın uygulanmaya başlanması ve mesafe alınması ile birlikte oranların hızla düştüğünü, ancak Mayıs ayında siyasi alanda ortaya çıkan gelişmeler sonrasında tekrar yükselme eğilimine girdiğini görmekteyiz. Bu belirsizlik ortamı döviz kurlarına da yansımış ve söz konusu dönemde Türk lirasında değer kaybı gözlenmiştir. Yine o dönemde, Türk tahvillerinin yurt dışı değerlerinin düştüğünü ve risk primlerinin arttığını görmekteyiz (Grafik 11 ve Grafik 12).

Grafik 11
TCMB Faiz Oranı, En Uzun Vadeli Gösterge Niteliğindeki DİBS Faizi ve İşlem hacmi



Kaynak: TCMB

Grafik 12
Türk Eurobond Spreadleri



Kaynak: Bloomberg ve Hazine

69. Bu dönemi takiben, Kasım ayına gelindiğinde ise genel seçimlerin sonuçlanmasıyla beraber siyasi belirsizlik göreceli olarak ortadan kalkmış ve uygulanmakta olan programın ve yapısal reformların kesintiye uğramayacağına duyulan güvenin yarattığı istikrarlı ortam nedeniyle yurt içi piyasalarda faiz oranları düşmüş, işlem hacimleri ise artmıştır

70. 2003 yılı başlarında, özellikle Şubat ayı sonrasında, yurt içi piyasalarda faiz oranlarının yükseldiğini ve Türk tahvillerinin yurt dışı değerlerinin düştüğünü görmekteyiz. Irak sorunu etrafında oluşan belirsizliklerin bu gelişmede önemli bir rol oynadığı açıktır. Diğer taraftan, faiz dışı bütçe fazlasının ne olması gerektiğine dair tartışmaların gündeme gelmesi ve bütçe disiplini sağlanmasına yönelik önlemler paketinin açıklanmasındaki gecikme bu olumsuz gidişatı hızlandırmıştır. Burada değinilmesi gereken bir nokta da, iç ve dış ekonomik gelişmelerin olumsuz olduğu dönemlerde, Merkez Bankası'nın kontrolü altında olan kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli piyasa faiz oranları arasındaki

ilişkinin koptuğudur. Nitekim, siyasi belirsizlik algılamasının arttığı 2002 yılı yaz döneminde, Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranları değişmezken, Hazine ihale faiz oranları sürekli olarak artış eğilimi göstermiştir. İkinci bir örnek de içinde bulunduğumuz dönemdir (Grafik 11).

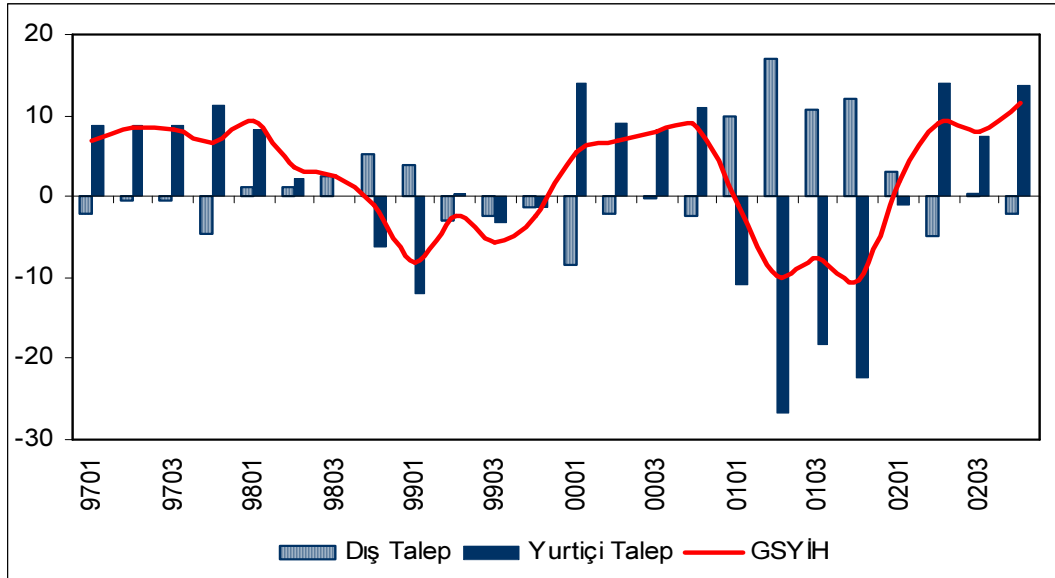
III.3. 2002 Yılında Büyüme ve Maliye Politikaları: Gerçekleşmeler

71. Türkiye Ekonomisi, 2001 yılında yaşanan hızlı daralmanın ardından 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılında reel GSMH ve reel GSYİH artışları yüzde 7,8 oranında gerçekleşmiştir. Cari fiyatlarla GSMH 2001'deki 144,5 milyar ABD doları olan seviyesinden, 2002 yılında 179,9 milyar ABD dolarına ulaşmış, kişi başına milli gelir ise 2106 ABD dolarından 2584 ABD dolarına yükselmiştir. Gerçekleşmeler yıl başında yüzde 3 olarak öngörülen ve daha sonra, sırasıyla yüzde 4 ve yüzde 6,5 düzeyine revize edilen büyüme tahmininin çok üstündedir. Büyümenin yüzde 8'e yaklaşmasında, yılın son çeyreğinde yüzde 11,5 gibi çok yüksek bir büyüme oranına erişilmesi etkili olmuştur.

72. Kasım ayında gerçekleşen erken seçim ve seçimin getirdiği siyasi belirsizliğe rağmen yıl genelinde sağlanan mali istikrar ve faiz oranlarındaki gerileme ekonomik canlanmanın beklenenin üzerinde gerçekleşmesini sağlamıştır. Uygulanan ekonomik programa güvenin oluşması ve mali piyasalarda sağlanan istikrarın bekleyişleri olumlu etkilemesi, Avrupa ekonomisinde beklenen iyileşmenin gecikmesine rağmen sağlanan yüksek ihracat performansı, tarımsal üretimde görülen artış, firmaların talep artışı bekleyişleri nedeniyle stok miktarlarını normal düzeye yükseltmeleri 2002 yılında gerçekleşen büyümenin kaynaklarını oluşturmuştur. Bununla birlikte yaşanan kriz nedeniyle 2001 yılında üretimde gerçekleşen ekonomik daralmanın yarattığı baz etkisi de büyümeye bir ölçüde katkıda bulunmuştur (Grafik 13).

73.2001 yılında, işgücü piyasasında ortaya çıkan olumsuz gelişmelerin 2002 yılında da devam etmesi ve özel sektörde ücretlerin reel olarak gerilemesi, özel tüketim harcamalarının büyümeye katkısını sınırlamıştır. Ancak, belirtilmesi gerekir ki, nihai yurt içi talep yılın ikinci üç aylık döneminden itibaren sınırlı fakat sürekli artış eğilimi göstermiştir. Bu çerçevede, yılın son üç aylık döneminde özel harcamalar stoklardan sonra büyümeye en fazla katkı sağlayan talep bileşeni olmuştur. Ayrıca, erken seçim kararı sonrasında artan kamu harcamaları da son üç aylık dönemde büyümeye olumlu katkı yapmıştır.

Grafik 13
GSYİH Büyümesine Katkılar



Kaynak: DİE

74.Yıl genelinde yaşanan sınırlı iç talep artışı nedeni ile özel firmaların üretimlerini dış pazarlara yönelmeleri mal ihracatının artmasına neden olmuştur. Diğer taraftan, özellikle yılın ilk yarısında Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında güçlenmesi, faizlerdeki düşüş ve iç talepte canlanma beklentileri, özel firmaların stok yenileme amaçlı üretimlerini artırmalarını sağlamıştır. Ayrıca, hammadde stoklarının yenilenmesi, ara malı ithalatını hızlandırmıştır. Bu durum, özel firmaların gerek mamul mal ve gerekse

hammadde stoklarının yükselmesini sağlayarak büyümenin belirleyici unsuru olmuştur.

75.2002 yılında, üretimde gözlenen yüksek oranlı büyüme nedeniyle ithalat ihracattan daha yüksek oranda artmış ve dış ticaret açığı büyümüştür. Söz konusu genişleme, turizm ve bavul ticaretinde gözlenen artışla bir ölçüde telafi edilmiş ve cari işlemler dengesi 2002 yılında 1,8 milyar ABD doları açık vermiştir.

76.2002 yılında kamu kesimi faiz dışı fazlası yıl sonu hedefi olan *GSMH*'nin yüzde 6,5'i düzeyine ulaşamamıştır. Faiz dışı fazla hedefinin tutturulamaması esas olarak harcama kalemlerinin öngörülen düzeyin üzerinde artmasından kaynaklanmaktadır. Sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transferler, artan ihracat gelirlerine paralel olarak vergi iadelerindeki yükselme bu artışta belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, seçim sürecine girilmesiyle birlikte yapısal reformlardaki kısmen duraksama ve bazı harcamalarda program dışı artış faiz dışı dengeyi olumsuz etkilemiştir. Ayrıca, gelir vergisinin hedeflenenin gerisinde kalması da bu gelişmede etkili olmuştur.

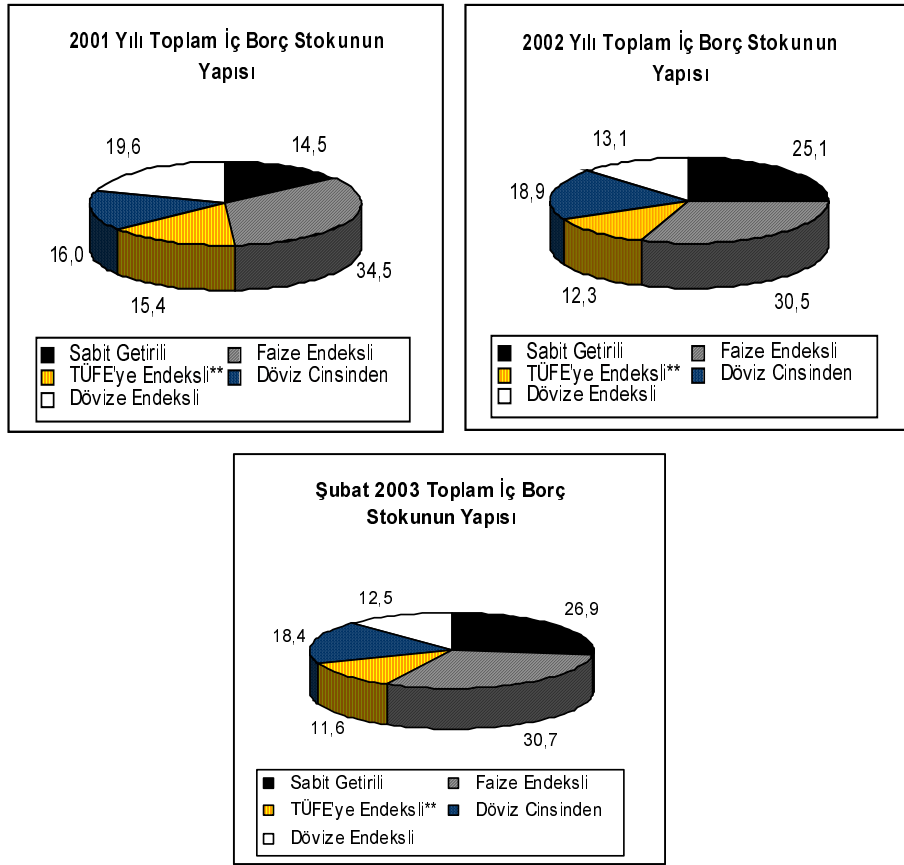
77.2001 yılı sonunda 122,2 katrilyon Türk lirası olan iç borç stoku, 2002 yılı sonunda yüzde 22,7 oranında artarak 149,9 katrilyon Türk lirası düzeyine ulaşmıştır. İç borç stokundaki bu sınırlı artışta, 7 Şubat 2002 tarihinde Hazine hesaplarına aktarılan *IMF* kredisinin kullanımı etkili olmuştur. Sonuç olarak, 2001 yılında yüzde 69,2 olan toplam iç borç stokunun *GSMH*'ye oranı, 2002 yılında yüzde 54,8 düzeyine gerilemiştir. 2002 yılında borç stokunun hem borçlanma araçlarına hem de alıcılarına göre dağılımında 2001 yılına göre önemli değişiklikler olmuştur. Toplam borç stoku içinde nakit borç stokunun payı artarken, borçlanma araçlarına göre de sabit getirili iskontolu senetler ile döviz cinsi kağıtların payı artmıştır (Grafik 14). 2002 yılında borçlanma maliyetleri azalırken, vadeleri uzamıştır.

78.2003 yılı maliye politikalarına ilişkin gelişmelerin en önemlisi, 2003 Mali Yılı Bütçe tasarısı üzerindeki görüşmelerin sona ermesi ve Bütçe Yasası'nın 29 Mart tarihinde T.B.M.M. Genel Kurulu'nda kabul edilmesidir. 2003 yılı bütçesinde 145,9 katrilyon Türk lirası düzeyinde harcama öngörülmekte, bunun 65,5 katrilyon Türk liralık bölümünü faiz harcamaları oluşturmaktadır. Diğer taraftan, 86 katrilyon Türk lirası vergi gelirleri olmak üzere, toplam bütçe gelirleri öngürüsü 100,8 katrilyon Türk lirası düzeyindedir. Buna göre, 2003 yılında 45,2 katrilyon Türk liralık bir bütçe açığı verilmesi ve 20,3 katrilyon Türk liralık bir faiz dışı fazla sağlanması hedeflenmiştir. Bu öngörüler, GSMH'nin yüzde 6,5'i oranındaki yıl sonu faiz dışı fazla hedefi ile tutarlıdır.

79.2002 yılı sonunda 149,9 katrilyon Türk lirası düzeyinde olan iç borç stoku 2003 yılı Şubat ayı sonunda 159,4 katrilyon Türk lirasına yükselmiştir. Daha ayrıntılı incelendiğinde, Şubat ayı sonunda iç borç stokunda gerçekleşen yaklaşık 10 katrilyon Türk liralık artışın ağırlıklı olarak bono stokundaki artıştan (8,8 katrilyon Türk lirası) kaynaklandığı görülmektedir. Şubat ayı itibariyle iç borç stokunun yüzde 76'sı devlet tahvillerinden, yüzde 24'ü ise hazine bonolarından oluşmaktadır.

80.İç borç stokunun alıcılara göre dağılımına bakıldığında, 2002 yıl sonunda yüzde 47,2 olan piyasa payının 2002 yılı Şubat ayı sonunda yüzde 48,5'e yükseldiği görülmektedir. Döviz-faiz yapısı incelendiğinde ise, iç borç stokunun yüzde 27'sini sabit getirili Türk lirası enstrümanlar, yüzde 42'sini değişken faizli Türk lirası enstrümanlar, yüzde 31'ini de döviz cinsinden ve dövizde endeksli borçlanma araçları oluşturmaktadır. Bu dağılım, 2002 yıl sonuna göre farklılık göstermemiştir (Grafik 14). Öte yandan, iç borç stokunun dolar cinsinden değeri ise 2002 yılı sonunda 91,4 milyar ABD doları iken Şubat ayı sonunda 100,3 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

Grafik 14
İç Borç Stokunun Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı
(Yüzde Dağılımı)



Kaynak: Hazine

III.4. 2003 Yılı Para ve Kur Politikaları: Uygulamalar

81.2003 yılı para programı uygulaması 2002 yılındaki uygulamanın devamı niteliğindedir. Merkez Bankası Yasası'na göre enflasyon hedefi Hükümet ve Merkez Bankası tarafından ortaklaşa belirlenmektedir. 2003 yılı enflasyon hedefi, 17 Aralık 2002 tarihli Devlet Bakanlığı ve Merkez Bankası ortak basın duyurusunda belirtildiği üzere, yüzde 20 olarak belirlenmiş, büyüme öngörüsü ise yüzde 5 olarak açıklanmıştır. Programın nihai hedefi ise, orta vadeli bir perspektifte, enflasyon oranını gelişmiş ülkelerde gözlenen düzeylere yaklaştırmak ve sürdürülebilir yüksek bir büyüme hızına ulaşmaktır. Kamu

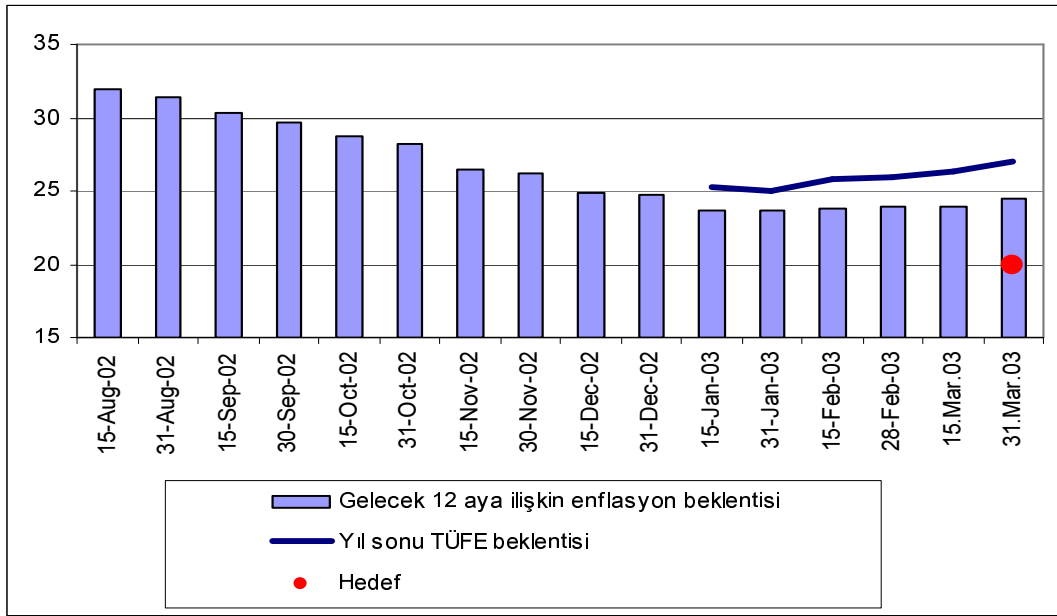
maliyesindeki disiplinin korunması, ayrıca yapısal reformlara devam edilerek mevcut programın temel ilkelerine uyulması halinde, Irak sorunu benzeri dışsal şok risklerine karşın, bu hihai hedefe arzulanan sürede ulaşılması mümkün görülmektedir.

82.Para politikası, 2002 yılında olduğu gibi, 2003 yılında da Merkez Bankası Yasası'nda belirtilen fiyat istikrarı temel amacı çerçevesinde oluşturulacak; temel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranları sadece enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla etkin olarak kullanılacaktır. Enflasyon hedeflemesine geçilene kadar, "örtük enflasyon hedeflemesi" stratejisine devam edilecek ve para tabanı yine ek bir çapa işlevi görecektir. Ancak, tek başına para politikası yoluyla enflasyonla mücadele etmek mümkün değildir. Kamu maliyesinde disiplin sağlanmadan, beklentileri doğrudan etkileyen reform süreci kesintisiz uygulanmadan, enflasyonla mücadelede kalıcı bir başarı sağlanması mümkün görülmemektedir. Bu açıdan, mali disiplin ve reformların aksatılmadan sürdürülmesi, 2003 yılındaki enflasyonla mücadelenin başarısında belirleyici faktörler olacaktır.

83.Mart ayı itibariyle enflasyon oranları yıllık bazda değerlendirildiğinde, toptan eşya ve tüketici fiyatları enflasyonunun Ocak ve Şubat aylarından itibaren yükseliş eğilimine girdiği görülmektedir. Yıllık enflasyon toptan eşya fiyatlarında yüzde 35,2'ye, tüketici fiyatlarında ise yüzde 29,4'e yükselmiştir. Ocak-Mart döneminde ise toptan eşya fiyatları artışı 2002 yılı aynı döneminde yüzde 8,8 iken 2003 yılında yüzde 12,4'e yükselmiş, tüketici fiyatlarındaki artış oranı da 2002 yılı ilk üç ayında yüzde 8,4 iken, 2003 yılında yüzde 8,2'ye gerilemiştir. Bu gelişmede, büyük ölçüde, yüksek oranda artan tarım ve gıda fiyatları etkili olmuştur. Nitekim, aynı dönemler için gıda dışı tüketici fiyatları karşılaştırıldığında, 2002 yılı ilk üç ayında yüzde 7,1 oranında gerçekleşen artış oranı 2003 yılında yüzde 5,6'ya gerilemiştir. Öte

yandan, tarım dışı toptan eşya fiyatlarının ilk üç aylık seyri incelendiğinde, 2002 yılında yüzde 4,6 oranında artış gerçekleşirken 2003 yılında bu oran yüzde 9,4'e yükselmiştir. Bu gelişmede, uluslararası petrol fiyatları ve kur gelişmelerine bağlı olarak artan akaryakıt fiyatları ile kamu fiyat ayarlamaları etkili olmuştur. 2003 yılı Ocak-Mart dönemi genel olarak maliyetlerin önemli ölçüde yükseldiği bir dönem olmasına rağmen, tüketim talebinde henüz önemli oranda bir canlanma gözlenmemesi, artan maliyetlerin özellikle tüketici fiyatlarına yansımalarını sınırlamıştır.

Grafik 15
Enflasyon Bekleyişleri (2003)
(TCMB Anket Sonuçları)



Kaynak: TCMB

84. TCMB Beklenti Anketi Mart ayı ikinci dönem sonuçlarına göre, yıl sonu TÜFE artış beklentisi enflasyon hedefinin 7 puan üzerindedir. Diğer taraftan, Ağustos 2002 tarihinden itibaren enflasyon bekleyişlerinde gözlenen düşüş eğilimi Şubat ayında kesintiye uğramıştır. Gelecek 12 aya ilişkin beklenti

ortalaması Ocak ayı ikinci dönem anketinde yüzde 23,6 iken, Mart ayı ikinci döneminde yüzde 24,5'e yükselmiştir (Grafik 15).

85. Bu durum, büyük ölçüde, şu an içinde bulunduğumuz Irak sorunundan kaynaklanmaktadır. Ancak belirtilmesi gereken nokta, enflasyonla mücadeledeki başarısı yüksek olan programın kararlılıkla uygulanması halinde, enflasyondaki düşüş eğiliminin temel eğilim olacağı, içinde bulunduğumuz olağanüstü dönemde oluşabilecek maliyet yönlü baskıların yaratabileceği fiyat artışlarının, bu temel eğilimden geçici sapmalar olarak kalacağıdır.

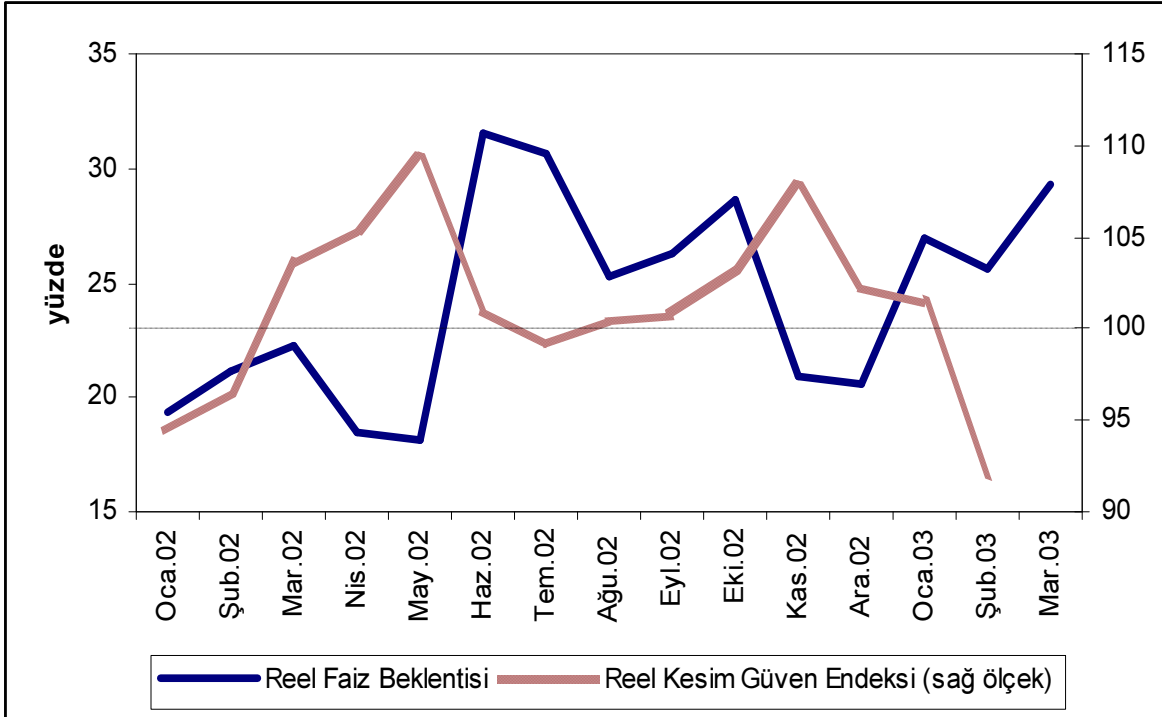
86. Büyüme ile ilgili öncü göstergelere bakıldığında ise, 2003 yılı Ocak ayında toplam sanayi üretimi geçen yılın aynı ayına göre yüzde 13,2, imalat sanayii üretimi de yüzde 16,1 oranında artış göstermiştir. Sanayi üretiminde gözlenen yüksek oranlı artışın yanı sıra, DİE Aylık İmalat Sanayi Eğilim Anketi sonuçlarına göre firmaların üretim artışının Şubat ayında da süreceğini tahmin etmeleri, sanayi katma değeri artışının 2003 yılının ilk üç aylık döneminde de devam edeceğini göstermektedir. Ancak, kapasite kullanım oranlarının Ocak ve Şubat aylarında önceki aylara göre düşüş göstermesi, söz konusu üretim artışının yavaşlayarak süreceğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, 2002 yılında ihracat piyasasında gözlenen olumlu performans 2003 yılının ilk iki ayında da devam etmiştir. Bu gelişme de büyümeye katkıda bulunacaktır.

87. İktisadi Yönelim Anketi göstergelerinin geleceğe ilişkin beklentilerinin toplulaştırılması ile hazırlanan Reel Kesim Güven Endeksi'nde iyimser beklentiler yönündeki gelişim 2002 yılının son çeyreğinde hızlanmış, ancak Aralık ayından itibaren bu eğilim tersine dönmüş ve Şubat ayında endeks önemli bir düşüş göstermiştir (Grafik 16).

88. Bu durum, Irak sorunu ve ekonomik politika uygulamalarına ilişkin tereddütlerden etkilenmiştir. Ancak, savaş ortamının yarattığı belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla birlikte iyimser beklentilerin artacağı ve ekonomik

birimlerin üretim, tüketim ve yatırım kararlarında etkili olacağı düşünülmektedir. Programın kararlılıkla uygulanması ve Irak sorununun bitmesi sonrasında oluşacak güven ortamına bağlı olarak 2003 yılında iç talebin canlanacağı, büyümenin destekleneceği tahmin edilmektedir.

Grafik 16
Reel Kesim Güven Endeksi ve Reel Faiz Beklentisi



Kaynak: TCMB

Reel Kesim Güven Endeksi = (Genel gidişat + ihracat imkanları + yatırım harcaması + toplam sipariş + mamul mal stok miktarı + toplam istihdam + üretim hacmi + iç pazara satılan mal hacmi + hammadde stok eğilimi)'ne dair beklentiler. Endeksin büyüklüğünün 100'den büyük olması beklentilerin olumlu, düşük olması ise olumsuz yönde hareketini göstermektedir.

89.Tekrar özetlenecek olursa; bugün itibariyle, yüzde 5 olması öngörülen 2003 yılı büyümesini destekleyecek faktörler; (i) ihracat artışının sürekliliği; (ii) bankacılık sisteminin yeniden sermayelendirme sürecinin tamamlanması ve kredi kanalının daha verimli çalışması ile sanayi sektörüne etkin kaynak aktarımının sağlanması; (iii) başta kamu kesimi olmak üzere, tüm ekonomide

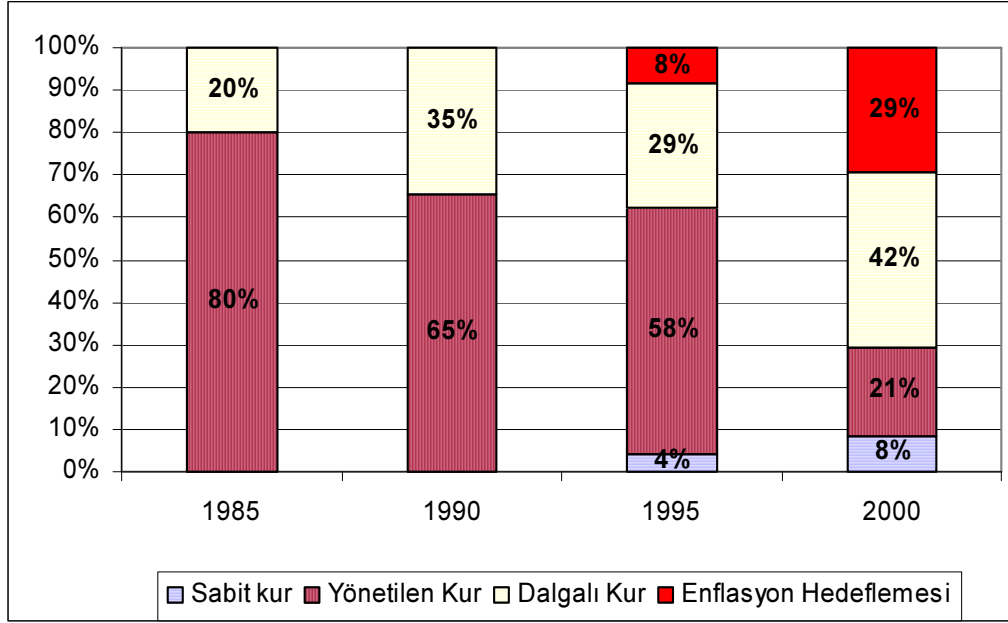
verimliliği artırıcı politikalara, reformlara ve sıkı mali politikalara önem ve öncelik verilmesi, dolayısıyla verimliliğin artması; ve (iii) mevcut ekonomik program uygulamasında tereddüt gösterilmemesi, bu kararlılığın bekleyişleri iyileştirmesidir. Nitekim olumlu bekleyişler, daha önce de belirtildiği gibi, faiz oranlarının düşük seviyelerde istikrar kazanmasını ve döviz kurlarında hareketliliğin azalmasını sağlayacak, yatırım ve tüketim harcamalarını uyararak ekonomik büyümeye destek olacaktır.

III.5. Enflasyon Hedeflemesi ve TCMB

90.2003 yılı para politikası nihai tasarımı, şartları oluştuğunda enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi öngörülmektedir. Enflasyon hedeflemesi geleceğe dönük bakış açısını vurgulayan bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım, enflasyonu kalıcı bir şekilde kontrol altına almak için enflasyon beklentilerini aşağı çekmenin ve ekonomi politikalarının güvenilirliğini artırmanın önemini vurgular. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında Merkez Bankası ve Hükümet tarafından ilan edilen yıllık ya da daha uzun vadelerdeki enflasyon hedefi programın nominal çapası olmaktadır.

91.Enflasyon hedeflemesi ile ilgili olarak dünya uygulamaları incelendiğinde, zaman içinde para politikası tasarımlarında açık bir biçimde enflasyon hedeflemesine geçen ülke sayısının hızla arttığı gözlenmektedir. 1985 yılında gelişmekte olan ülkelerin hiçbirinde bu tür bir rejim uygulanmazken ve para politikası tasarımları daha çok döviz kurlarına dayandırılmışken, 2000 yılında bu ülkelerin yüzde 29'u açık bir biçimde enflasyon hedeflemesi rejimine yönelmiştir (Grafik 17).

Grafik 17
Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikası Rejimleri



Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünüm, Mayıs 2001

92.Enflasyon hedeflemesi uygulamasının 1990'lı yıllarda artmasının en önemli nedeni merkez bankaları tarafından ara hedef olarak kullanılan M1 ve M2 gibi genel parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki nedensellik ilişkisinin 1980'li yıllardan itibaren kaybolmasıdır. Enflasyon hedeflemesi böyle bir ortamda gündeme gelmiş ve 1990'lı yılların ilk yarısında enflasyonu diğer gelişmiş ülkelere göre daha yüksek seyreden Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Avustralya, Finlandiya ve İspanya uygulamada öncülük etmişlerdir. Günümüzde 20'den fazla ülke resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçmiş bulunmaktadır.

93.Enflasyon hedeflemesinde diğer nominal çapa politikalarından farklı olarak, merkez bankaları, hedeflenen enflasyon oranına ulaşmada değişik para politikası araçlarını kullanma serbestisine sahiptirler. Bu yaklaşım, para politikasının tek bir değişken yerine enflasyonu etkileyebilecek her türlü faktör göz önünde bulundurularak belirlenmesine olanak tanımaktadır. Enflasyon hedeflemesinin diğer bir avantajı, bu yaklaşımın kamuoyu tarafından

kolay anlaşılabilmesi ve takip edilebilmesi, dolayısıyla şeffaflık içeren bir yaklaşım özelliği göstermesidir. Belli bir hedefin ilan ediliyor olması merkez bankasının tutarsızlık göstermesine engel olmaktadır.

94.Enflasyonun doğrudan hedeflendiği rejimlerde para politikasının şeffaf olması ve kamuoyuna düzenli olarak bilgilendirme yapılması esastır. Söz konusu özellikler bu rejimin başarısı için çok önemlidir. Bu çerçevede, enflasyonu doğrudan hedefleyen merkez bankaları enflasyon ve para politikasının geçmiş ve gelecek performansını açık bir şekilde ortaya koymak amacıyla düzenli olarak raporlar yayınlamakta ve kamuoyunu bilgilendirmektedirler.

95.Enflasyon hedeflemesi uygulamasına resmen geçmiş ve deneyim kazanmış ülke örnekleri incelendiğinde, merkez bankalarının enflasyon hedeflerini tutturmaları ve bu başarılarını tekrarlamaları uygulanan politikaların kredibilitelerini artıran en önemli unsur olmuştur. Uygulanan politikaların ekonomik birimler tarafından benimsenmesi ve enflasyon hedefinin tutturulacağına dair duydukları güven, politika işleyişini destekleyen yaklaşımların da gelişmesine olanak tanımıştır. Örneğin, Avustralya, Şili ve Yeni Zelanda'da enflasyon oranının düşmesi ve hedeflenen oranda gerçekleşmesi, döviz kurunda gerçekleşen dalgalanmaların fiyat istikrarını tehdit etmeyeceği görüşünün benimsenmesine, dolayısıyla, döviz kurunun fiyatlama davranışındaki öneminin azalmasına neden olmuştur. Bir başka deyişle, söz konusu ülkelerde döviz kurundan yurt içi fiyatlara olan etkileşimin zayıfladığı görülmektedir. Bu rejimin uygulanmaya başlaması ile birlikte geçmiş enflasyonun cari enflasyona olan geçişkenliğinin azaldığı, ileriye yönelik enflasyon beklentilerinin düştüğü ve cari enflasyon üzerinde etkisinin arttığı, enflasyondaki katılığın kademeli olarak azaldığı gözlemlenmiştir.

96.Yüksek yurt içi faiz oranları ile özdeşleştirilen sermaye girişlerinin ve döviz kurunun oynak yapısı, dışa açık ve dış borcu olan ülkeler için tehdit unsuru

oluşturabilmektedir. Ancak ülke deneyimleri göstermiştir ki, enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerde Merkez Bankası tarafından yapılan açık ve düzenli açıklamalar ile kararlı uygulamalar, para politikasına dair belirsizliği ortadan kaldırmakta ve -kaynağı politika belirsizliği olan- spekülasyon sermaye girişlerini engellemektedir. Sermaye girişlerinde sağlanan istikrar döviz kuru dalgalanmalarını da azaltmıştır.

97. Genel olarak para politikası uygulaması dört ana başlık altında incelenmektedir. Bunlar: Açık Piyasa İşlemleri, mevduat münzam karşılık ve disonibilite oranları gibi politika araçları; para tabanı, faiz oranı, döviz kuru gibi operasyonel hedefler; parasal büyüklükler veya enflasyon bekleyişleri gibi ara hedefler; ve fiyat istikrarı, reel ekonomik istikrar, finansal piyasalarda istikrar gibi ana hedeflerdir. Bu çerçevede, alternatif para politikası uygulamaları karşılaştırılabilir. Örneğin, parasal genişlemenin kontrol altına alınması ile enflasyonist sürecin kırılmasının amaçlandığı parasal hedefleme stratejisinde, parasal taban operasyonel hedef işlevi görmektedir, parasal büyüklükler ara hedef olmaktadır. Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı uygulamalarda, döviz kurunun belirlenen değerleri programın operasyonel hedefidir. Ara hedef değişkenler ise kur çapasının etkilediği değişkenlerdir ve enflasyonist bekleyişler, ticarete konu malların fiyatları ya da ileriye yönelik fiyatlandırma mekanizmasının gelişimi gibi sıralanabilir. Enflasyon hedeflemesinde ise ara hedef değişkeni merkez bankasının modelleme çerçevesinde belirlediği orta vadede gerçekleşmesi beklenen koşullu enflasyon tahminidir. Bu çerçevede, koşullu enflasyon tahmini ve yine aynı vade için hedeflenen enflasyon oranı arasındaki fark para politikasının odak noktasını oluşturacaktır. Politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikler aracılığı ile tahmin ve hedef enflasyon arasındaki farkın giderilmesi, diğer bir deyişle, ana hedefe ulaşılması sağlanacaktır.

98.Enflasyon hedeflemesi tasarımımda belirlenmesi gereken bazı operasyonel konular vardır. Bunlar hakkında da kısaca bilgi vermek istiyorum: Öncelikle, kullanılacak fiyat endeksinin seçimi, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde önemli bir teknik konu olarak değerlendirilmektedir. Endeksin anlaşılabilir olması ve toplumsal desteğin kazanılabilmesi için gündelik hayatı yansıtmaları gerekir. Tüketici fiyat endeksi bu amaca en yakın endekstir. Ancak bu endeks, hava koşulları gibi Merkez Bankası kontrolü dışında olan değişkenlerden doğrudan etkilenen gıda, enerji ve benzeri kalemleri içermektedir. Bu nedenle, kontrolünde güçlükler yaşanabilmektedir. Bu tür sorunlara karşılık, söz konusu kalemleri dışarıda bırakan çekirdek fiyat endeksleri oluşturulması gündeme gelmektedir. Bu noktada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus, hedefe ve endekslere yönelik seçimlerin kredibilite ile esneklik arasında bir ödünleşme içerdiğidir. Hedefin geniş bir aralık içinde tespit edilmesi, fiyat endekslerinde bazı unsurların dışarıda tutulması gibi uygulamalar ile rejime esnek bir çerçeve çizilmesi, politikaların daha az kredibilite taşıması anlamına da gelebilmektedir.

99.Enflasyon hedefi olarak seçilecek büyüklüğün niteliği konusunda; nokta hedeflemesi, aralık hedeflemesi ve merkez bir değer etrafında aralık hedeflemesi gibi değişik uygulamalar mevcuttur. Literatürde bu konulara ilişkin tartışmalar nokta hedef, aralık hedef ve aralık genişliği üzerine yoğunlaşmaktadır. Tek bir enflasyon hedefi açıklanmasını gerektiren nokta hedef seçilmesi halinde, gıda ve enerji fiyatları gibi kontrol edilemeyen fiyat artışları nedeniyle nokta hedeften sapma olasılığı yüksektir. Buna rağmen, nokta hedef kamuoyu tarafından daha kolay takip edilebilir olması açısından avantajlıdır. Aralık hedef verilmesi durumunda ise Merkez Bankası'nın ekonomideki şoklara daha esnek cevap verebildiği ancak, bekleyişlerin yukarı sınıra daha yakın olduğu ve bunun da para politikası açısından zorluk yarattığı göz ardı edilmemelidir. Bununla birlikte, seçilen bandın aralığının dar

olması enflasyon hedeflemesinin bağlayıcılığını artırırken faiz oranlarının daha oynak olmasına yol açmaktadır.

100. Enflasyon hedeflemesiyle ilgili diğer bir önemli operasyonel konu, merkez bankasının hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak için belirlediği dönem olan hedef ufkunun belirlenmesine ilişkindir. Enflasyon hedefleri, kamuoyunun daha iyi izleyebilmesini sağlamak amacıyla her ay ya da üç ayda bir gerçekleşecek yıllık değişimler olmak üzere daha detaylı şekilde de tanımlanabilmektedir. Bu çerçevede, literatürde hedefler için yılda yalnızca bir dönem belirlenmesinin - yılsonu enflasyon hedefi gibi- merkez bankasının tüm yıl boyunca sergilediği performansa ilişkin hesap verebilirliğine gölge düşürebileceği ve yıl içinde enflasyonu düşürmeye yönelik performans hakkında yanıltıcı olabileceği görüşleri de yer almaktadır. Diğer yandan, kamuoyuna sadece yıllık hedeflerin açıklanması, merkez bankasının kendisini çok iddialı olabilecek bir enflasyonla mücadele politikasına bağlamadığı için, kısa dönemli fiyat şoklarına daha esnek şekilde yaklaşılabilmesine ve üretimdeki dalgalanmaların hafifletilmesine olanak tanımaktadır.

101. Enflasyon hedeflemesine dayalı para politikasının tam anlamıyla ve başarıyla uygulanması için bazı ön koşullar vardır: Bu ön koşullar arasında dalgalı kur politikasını, siyasi otoriteden bağımsızlığı yasalar tarafından garanti altına alınmış ve şeffaf politikalar izleyen bir merkez bankası varlığını, kamu maliyesinde sorumluluk anlayışının yerleşmesini, finansal derinleşmeyi, fiyatlar ve ücretlerde geriye endeksleme mekanizmalarının azaltılmasını, ayrıca merkez bankasının değişik vadelerde küçük hata payları ile enflasyon tahminleri yapacak teknik kapasiteye ve güvenilirliğe sahip olmasını sayabiliriz.⁸

⁸ Başkan Serdengeçti'nin "Para Politikası Uygulamaları, Makro Ekonomik Görünüm ve Bekleyişler" konulu Bakanlar Kurulu sunumu, TCMB İnternet Sitesi.

102. Bu ön koşullar altında, Merkez Bankası enflasyon hedeflemesine geçiş için teknik alt yapı hazırlıklarını tamamlamıştır: Kısa ve orta dönem enflasyon tahmin modelleri oluşturulmuş, ekonomik birimlerin enflasyon ve genel ekonomik gidişata dair beklentilerinin ölçüldüğü anketler geliştirilmiş, enflasyon gelişmelerinin detaylı bir şekilde incelendiği çalışmalar yapılmış ve bunlar kamuoyuna sunulmuştur. Bunun yanısıra, Merkez Bankası, Yasası'nda yapılan değişikliklerle görev ve sorumlulukları bakımından da doğrudan enflasyon hedeflemesine uygun bir kurumsal yapı oluşturmuştur.
103. Merkez Bankası'nın tamamlamış olduğu teknik ve kurumsal hazırlıklarının yanı sıra, daha önce de belirtildiği gibi, bankacılık reform sürecinin tamamlanması ve mali disiplinin sağlanması, kamu fiyatlama ve gelirler politikalarının hedeflenen enflasyon ile tutarlı olması, resmi olarak enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçiş sürecimizi belirlememizde önemli unsurlardır. Önümüzdeki dönemde, söz konusu içsel faktörlere ek olarak, Merkez Bankası'nın izlemesi gereken ve enflasyonist süreci etkileyen bazı dışsal bilinmeyenler de vardır. Bunların başında Irak operasyonu ve petrol fiyatlarının seyri gelmektedir. Düşüncemiz, 2003 yılı içinde, söz konusu bilinmeyenlerin netleşmesi sonrasında içsel ve dışsal faktörlerin etkileri değerlendirilerek enflasyon hedeflemesi rejimine resmi olarak geçilmesidir.
104. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının başlangıç aşamasında ise, uygulanacak ekonomik programlar kapsamında, Merkez Bankası'nın uygulayacağı para politikasının ihtiyatlı, içinde yapısal reformları da barındıran maliye ve gelirler politikalarının ise daha aktif olması, özellikle Ülkemiz gibi iç borç stokunun yurt içi piyasalar üzerinde baskı yarattığı gelişmekte olan ülkeler açısından gereklidir.

IV. 2003 Yılı Görünümü ve Olası Riskler

105. Faiz dışı fazla hedefinin tutturulması için 2003 yılı bütçesinde alınan ek önlemler ve süren parasal disiplin, iktisadi temellerin daha da sağlamlaştırılacağı anlamına gelmektedir. Programın enflasyonu 2002 yılı içinde keskin bir biçimde düşürmede gösterdiği başarı da dikkate alındığında, alınan önlemlerin zamanında ve kararlılıkla hayata geçirilmesi koşuluyla, hem nominal hem de reel faizlerin programda öngörülen düzeylere inmesi mümkün olacaktır. Ancak bu koşullar altında, programda öngörülen büyümenin gerçekleşmesini ve enflasyondaki düşüş eğiliminin sürmesini beklemek gerçekçi olacaktır.
106. Daha önce de belirtildiği gibi, içinde bulunduğumuz olağanüstü durumun sona ermesi ile birlikte talep artışının gerçekleşeceği beklenmektedir. Söz konusu talep artışının enflasyonist baskısı büyük ölçüde talebin kompozisyonuna bağlı olacaktır. Toplam tüketim harcamalarındaki büyümenin, toplam arz düzeyinin değişmemesi durumunda, enflasyonist baskı yaratacağı açıktır. Ancak, yatırım harcamalarının ya da kapasite kullanım oranlarının artması, potansiyel üretim düzeyinin yükselmesine yol açacağından, tüketim yönlü talebin fiyatlar üzerinde oluşturacağı etkiyi telafi edebilecektir.
107. Enflasyondaki düşüş eğiliminin sürmesi açısından, kamu sektörünün fiyatlandırma ile maaş ve ücret politikaları kadar, özel sektörün fiyatlandırma ve gelirler politikaları da önem kazanacaktır. Piyasalarda, kamu fiyatları ile özellikle kamu maaş ve ücret artışları, kamunun enflasyonla mücadelede ne kadar samimi olduğunun bir göstergesi olarak alınmakta, beklentileri doğrudan etkilemektedir. Diğer yandan, özel kesimin iç talepteki canlanmayı kâr marjını artırma fırsatı olarak görmemesi hem enflasyonla mücadele açısından, hem de enflasyonla mücadelenin maliyetlerinin en aza indirilmesi açısından son derece önemlidir.

108. Türkiye’de dalgalı döviz kuru rejimiyle beraber kurların bir çapa olarak görülme alışkanlığının yavaş yavaş terk edilmeye başladığı ancak kur-fiyat ilişkisinin henüz istenilen düzeyde zayıflamadığı gözlenmektedir. Dalgalı kur rejimine geçişin ve enflasyonla mücadelenin başarısı sonucu, kurların fiyatları etkileme hızında bir azalma görülmekle birlikte, ülkemizde kurlar hâlâ orta ve uzun dönemde fiyatları belirleyen değişkenlerin başında yer almaktadır. Yani döviz kuru seviyesinde kalıcı olarak algılanan bir sıçrama enflasyon üzerinde yukarıya doğru baskı oluşturmaktadır. Ancak, Türkiye’de son dönemde döviz kurlarındaki değişimlerin enflasyonu, geçmişte olduğu gibi, hemen değil, belirli bir gecikmeyle etkilemeye başladığı hakkında önemli ipuçları bulunmuştur. Bu değişimin, talepte canlanma olması durumunda bile kalıcı olabileceği düşünülmektedir. Ayrıca, dalgalı kur rejimiyle beraber ekonomik birimler döviz kurunun yukarıya doğru olduğu gibi aşağıya doğru da hareket edebileceğini öğrenmeye başlamış, geçici ve kalıcı hareketler arasındaki ayırım önem kazanmıştır.

109. Bu noktada Irak operasyonunun süresi son derece önem taşımaktadır. Ekonomik birimlerin kur yükselmesinden kaynaklanacak maliyet artışlarını fiyatlara yansıtmadan önce bir süre beklediği ve söz konusu artışların geçici olması durumunda fiyatlara yansıtmadığı göz önüne alınırsa, kısa sürecek bir operasyonun dalgalı kur rejiminde enflasyon üzerinde kalıcı bir baskı yaratma ihtimali düşük görünmektedir.

110. Her ne kadar döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisindeki zayıflamanın kısmen iç talepteki durgunluktan kaynaklanmış olabileceği söz konusu olsa da, gerek ekonomik birimlerin dalgalı kur rejiminin oyun kurallarını daha iyi öğrenmesi, gerekse uygulanan politikaların kredibilitésinin artması sonucu, talep koşullarından bağımsız olarak, söz konusu geçiş etkisindeki zayıflamanın kalıcı nitelikte olacağı düşünülmektedir.

V. Sonuç

111. 2003 yılı enflasyon hedefi, ekonomik program çerçevesinde yüzde 20 olarak belirlenmiştir. Daha önce bahsedilen risklere karşın, bu hedefe ulaşılabilmesi, uygulanmakta olan para politikasının: (i) mali disiplinin sürdürülmesi; (ii) kamu fiyatlandırma ve gelirler politikalarının enflasyon hedefiyle uyumlu bir şekilde belirlenmesi; ve (iii) gerekli yapısal reformların aksatılmadan gerçekleştirilmesiyle desteklenmesi durumunda mümkün görünmektedir.
112. 2002 yılı ekonomik gelişmeleri, uygulanmakta olan ekonomik programın içsel tutarlılığına ve sürdürülebilirliğine ilişkin düşüncelerle belirlenirken, bugün geldiğimiz noktada, programın etkinliğine dair bir şüpheye yer kalmamıştır. Dolayısıyla, programın uygulanmasından sorumlu tüm ekonomik birimlerin uygulanan programa sıkı sıkıya bağlı kalması, sorumluluklarını eşgüdüm içinde yerine getirmesi ve kamuoyunun temel doğrultudan hiç bir şekilde sapma olmayacağına ikna edilmesi büyük önem taşımaktadır.