



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI
MAKRO EKONOMİK GÖRÜNÜM VE BEKLEYİŞLER

OCAK 2003
ANKARA

PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI - MAKRO EKONOMİK GÖRÜNÜM VE BEKLEYİŞLER

I. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

I.1- Para Politikasının Genel Çerçevesi ve Kur Rejimi

1. Herhangi bir ekonomide seçilen kur rejimi, para politikası uygulamalarında temel belirleyicidir. Diğer bir ifadeyle merkez bankalarının para politikası uygulamaları, seçilen kur rejimine bağlı olarak farklılık göstermektedir.

2. Türkiye'de de kur rejimi, Yasa'ya göre Hükümet ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın ortak kararıyla belirlenmektedir. Rejimin seçimine yönelik karar alınırken temel ekonomi politikası önceliklerinin yanı sıra, ekonominin mevcut yapısı da önemli bir rol oynamaktadır.

3. Dünyada ve Türkiye'de kur rejimlerinin ve para politikalarının yakın geçmişteki evrimine baktığımızda, şu saptamaları yapmak mümkündür: Uluslararası sermaye hareketlerine kapalı veya sınırlı ölçüde açık olan ekonomilerde merkez bankaları, ekonominin bu özelliğinden dolayı, hem döviz kuru seviyesi hem de faiz oranları üzerinde belirleyici rol oynayabilmektedirler. Nitekim 1980'li yılların başına kadar hemen hemen bütün gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de "sabit kur, kontrollü faiz" uygulaması para politikasının temelini oluşturmuştur.

4. Ancak, 1980'li yıllara gelindiğinde tüm dünyada, içe dönük ithal ikameci ve kontrollü dış ticaret politikaları yerini, dışa açık liberal politikalara bırakmıştır. Dünyadaki bu genel eğilimlere paralel olarak, Türkiye'de de 80'li yıllar boyunca dışa açık liberal bir ekonominin altyapısı oluşturulmaya çalışılmış, ticaretin serbestleştirilmesinin yanı sıra para, döviz ve menkul kıymet piyasaları kurulmuş ve geliştirilmiştir. Sermaye hareketlerinin henüz az olduğu bu dönemde, Türkiye

Cumhuriyet Merkez Bankası para politikası uygulamalarında döviz kurunun kontrolüne yönelmiş ancak faiz oranları üzerindeki kontrolünü de devam ettirebilmiştir.

5. 1990'lı yıllarda ise, uluslararası sermaye hareketlerinin daha da serbestleştirilmesi ve buna paralel olarak hızlanması, bunun sonucu olarak da özellikle gelişmekte olan ülkelerde ani ve büyük oranda sermaye giriş ve çıkışlarının yaşanması sonucu meydana gelen krizler, dünya ekonomik konjonktürünün ana hatlarını belirlemiştir.

6. Bu dönemin, gelişmekte olan ülkelerin para politikaları açısından ortak özelliği, döviz kurunun yine sabit veya öngörülebilir olması, ancak ekonomilerin dışa daha da açık olmaları nedeni ile merkez bankalarının yurtiçi faiz oranları üzerindeki etkilerinin son derece sınırlı kalmasıdır. Bu uygulamada merkez bankaları, taahhüt ettikleri kur seviyesini korumaya çalışmakta, parasal büyüklükler ve faiz oranları ise büyük ölçüde yabancı sermayenin giriş veya çıkışına bağlı olarak belirlenmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu dönemde merkez bankalarının parasal büyüklükler üzerindeki kontrolü son derece sınırlıdır. Bu uygulamada, döviz kurundaki öngörülebilirlik, rejimin sürdürülebileceği inancı devam ettikçe spekülatif amaçlı sermaye girişlerini hızlandırabilmekte; ancak, bekleyişlerin bozulmaya başlaması ile birlikte söz konusu sermaye ani bir biçimde ülkeyi terk etmekte ve bu çıkışlar çok ciddi krizlere neden olmaktadır. Nitekim Türkiye'nin yanı sıra bazı Uzakdoğu Asya ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlerin tetikleyicisi de bu ani sermaye çıkışları olmuştur.

7. Bugün gelinen noktada kur rejimi konusunda dünyada giderek ağırlık kazanan temel yaklaşım "dalgalı kur rejimi"dir. Diğer bir ifadeyle, merkez bankaları daha aktif bir para politikası uygulamasına yönelmekte, özellikle kısa vadeli faiz oranlarını kontrol etmeye çalışmakta ve döviz kuru seviyesinin piyasa şartları altında belirlenmesi yaklaşımını kabul etmektedirler. Bu sistemde, kur artık nominal çapa

olarak kullanılamayacağı için özellikle bekleyişlerin yönlendirilmesi amacıyla enflasyonun kendisi çapa olarak seçilmekte, ve merkez bankaları uygulamalarını sadece hedeflenen enflasyon çerçevesinde şekillendirmektedirler.

8. Sonuç olarak üç temel politika seçeneği vardır ve bu seçenekler Türkiye açısından değerlendirildiğinde: i. 1980 öncesi ve kısmen 1980 - 1990 döneminde: Sermaye hareketlerinin kısıtlı olduğu bir ortamda, faiz oranlarının kontrolü ve sabit veya öngörülebilir kur rejimi; ii. 1990 - 2001 döneminde: Sermaye hareketlerinin serbestliği ve sabit veya öngörülebilir kur rejimi, diğer bir deyişle pasif para politikası; iii. 2001 yılı sonrasında ise: Sermaye hareketlerinin serbestliği, faiz oranlarının kontrolü ve bu çerçevede aktif para politikası tercih edilmiş ve uygulanmaya konmuştur.

9. Bu bilgiler ışığında, para politikası ve kur rejimi uygulamaları açısından 2000 yılından bugüne kadar olan sürece daha yakından baktığımızda, nihai amaçları aynı olmasına karşılık, uygulamada veri olarak alınan koşulların farklı olduğu iki ayrı dönem söz konusudur. Bunlardan birincisi, 2000 yılı başında uygulamaya konan ve öngörülebilir artışlı sabit kur rejiminin merkezde olduğu döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulaması, diğeri ise 2001 yılı Mayıs ayında, "Güçlü Ekonomiye Geçiş" adı altında bir önceki programın yapısal unsurlarının güçlendirilmesine dayanan, ancak döviz kurunun çapa özelliğini kaybettiği ve dalgalı kur rejimi uygulamasının geçerli olduğu halen sürdürülmekte olan istikrar programı uygulamasıdır.

10. Kur rejimi uygulamasının farklı olduğu bu iki dönemde para politikasının, amaçları aynı ve fiyat istikrarı iken, uygulamaları ve bu uygulamaların piyasaya yansımaları farklı olmuştur. 2000 yılı programında, döviz kuru çapa olarak kullanıldığı için, para politikası uygulamasının kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi yok denecek kadar azdır. Bu dönemde Merkez Bankası, kur taahhüdünde bulunduğu için

kur riskini üstlenmiş, ancak faiz riskini doğrudan piyasaya bırakmıştır. Dalgalı kur rejimine geçilmesiyle, diğer bir deyişle döviz kurunun dışsal bir değişken niteliği kazanması ile birlikte, para politikası, Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranları üzerindeki belirleyiciliğini artıran bir çerçeveye oturtulmuştur. Bu dönemde kısa vadeli faiz oranları para politikası uygulamasının temel aracı haline gelmiştir. Mevcut uygulamada, döviz kurunun seviyesinin arz ve talep koşulları altında piyasada oluşması esastır. Merkez Bankası'nın kurun seviyesine yönelik hiçbir taahhüdü bulunmamaktadır. Dolayısıyla, döviz kuru riski piyasa oyuncularının doğrudan dikkate alması gereken önemli bir değişken haline gelmiştir.

11. Bu iki dönemdeki farklı döviz kuru rejimlerinin seçimi, içinde bulunulan şartlar, uygulanan programın amaçları ve özellikleri doğrultusunda yapılmıştır. Bu noktada bir hususu hatırlatmakta fayda bulunmaktadır: Halen uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi bir önceki programın da nihai olarak hedeflediği kur rejimi idi. Ancak, bu rejime ekonominin temelleri sağlamlaşmadan ve bir kriz sonrası geçilmek zorunda kalınmıştır.

12. Bu rejimlere bakıldığında, her iki kur rejiminin de avantajlı ve dezavantajlı yönlerinin olduğu görülmektedir. Sabit veya öngörülebilir kur rejimi; anlaşılabilir ve kamuoyu tarafından kolay takip edilebilir olması nedeniyle, kur rejimi ile uyumlu maliye politikasının uygulandığı ve sağlıklı bankacılık sisteminin bulunduğu ekonomilerde, bekleyişleri yönlendirmede etkin bir çapa niteliği taşıyabilmektedir. Ayrıca, özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun enflasyon ile kuvvetli bir etkileşim içinde olması, sürdürülebilir olduğu süre içinde, kurun enflasyona karşı etkili bir araç olarak kullanımını da mümkün kılmaktadır. Ancak, bu avantajlarının yanı sıra bu tür bir rejim, kurun savunulmasını gerektirdiği için merkez bankalarının yüksek seviyede uluslararası döviz rezervi tutmasını mecbur kılmaktadır. Ayrıca, yüksek rezervlere ilaveten, kriz dönemlerine yönelik olarak taahhüt edilen kur seviyesinin korunmasını sağlamak amacı ile ek döviz rezervi kolaylıklarının da

bulunması gerekmektedir. Bunların yanı sıra sabit veya öngörülebilir artışlı kur sisteminin, dış şoklara karşı hemen hemen hiçbir esnekliğinin olmaması ve kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerinin artmasına yol açması gibi diğer bazı dezavantajları da söz konusu olabilmektedir.

13. Dalgalı kur rejiminde ise, Ülkemiz örneğinde de görüldüğü gibi, döviz kurunun çapa özelliğini kaybetmesinden dolayı, yeni bir çapaya ihtiyaç duyulmakta ve genelde enflasyonun kendisi enflasyon hedeflemesi adı altında bir para politikası rejimi çerçevesinde bu rolü üstlenmektedir. Bu rejim altında herhangi bir kur seviyesi hedeflenmediği için döviz rezervlerinin kuru savunmak amacı ile eskisi gibi yüksek tutulması gerekliliği zayıflamakta; ancak, dış borç servisinin sorunsuz bir biçimde gerçekleştirilmesi, güven unsurunun sağlanabilmesi, korunması ve bunun sonucunda kur istikrarının oluşması için, benzer ülke örneklerinde de görüldüğü gibi, belirli seviyelerde bir rezervin tutulması gerektiği düşünülmektedir. Dalgalı kur rejimi dışsal şoklara karşı esnekliği yüksek olan bir rejimdir. Bu tür şoklarla karşılaşılması halinde, döviz kurunun seviyesinde meydana gelecek olan değişiklikler piyasalardaki döviz arz ve talebinin mevcut koşullar çerçevesinde yeniden dengeye gelmesini sağlamaktadır. Benzer şekilde, bu tür bir rejim, kurun seviyesini doğrudan piyasaya bıraktığı için, diğer bir deyişle kur riski piyasada kaldığı için, "sıcak para" olarak da adlandırılan spekülâtif sermaye hareketlerini sınırlayıcı bir özellik taşımaktadır. Bu tür bir rejim altında piyasa oyuncuları, öngörülebilir artışlı kur rejiminde olduğu gibi sadece kur seviyesini taahhüt eden kurumun bu seviyeyi sürdürüp sürdüremeyeceğini gözeterek işlem yapmalarının aksine, artık piyasadaki tüm oyuncuların döviz kuruna yönelik davranışlarını dikkate almak zorunda kalmaktadırlar. Bu yapı bir yandan tüm piyasa oyuncularını çok daha dikkatli olmaya yönlendirip kısa vadeli ve spekülâtif sermaye hareketlerini (sıcak para) sınırlamaya yardım ederken, diğer taraftan döviz kurunda büyük oranlı hareketlerin önüne geçerek kur istikrarının sağlanmasına katkıda bulunmaktadır.

14. Bu rejimde, kısa dönemde kurun seviyesini belirleyen önemli etkenler: Yurtiçi yerleşiklerin ve yerleşik olmayanların yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları farkı ve beklentilerine bağlı yerli para - yabancı para portföylerine yönelik tercihlerindeki değişiklikler; iç ve dış siyasi ve ekonomik gelişmeler ile ödemeler dengesi gerçekleştirmeleri ve ödemeler dengesine yönelik beklentiler olmaktadır. Ülkemiz örneğinde ise, sık karşılaşılan siyasi istikrarsızlık ya da ekonominin gerekleri ile bağdaşmayan ve uygulanmakta olan ekonomik programdan sapma olduğu izlenimi veren siyasi kararlar, döviz ve vadeli işlem piyasalarının yeterince gelişmemiş olması ve kur riski yönetimi kültürünün gerek finansal, gerekse reel sektörde yeterince yerleşmemiş olması döviz kurlarının seviyesinde dalgalanmalara neden olmakta ve kur seviyesinin oluşmasında önemli bir etken olarak ortaya çıkmaktadır. Uzun dönemde döviz kurlarının seviyesinin belirlenmesinde ise yurtiçi ve yurtdışı enflasyon oranlarındaki farklılıklar da önem kazanmaktadır. Bu konuya, 99, 100 ve 101 numaralı paragraflarda detaylı bir biçimde değinilmektedir.

15. Dalgalı kur rejiminin ekonomide belirsizliği, ve dolayısıyla borçlanma araçları üzerindeki risk primini artırdığı görüşüne ilişkin olarak ise; yapılan uluslararası akademik çalışmalarda, dalgalı kur sistemini benimseyen ülkelerin sabit veya öngörülebilir kur sistemini benimseyen ülkelere göre, borçlanırken daha fazla risk primi ödediği sonucuna varılmamıştır¹.

16. Benzer şekilde, dalgalı kur uygulaması, kura yönelik herhangi bir taahhüt içermediği ve döviz kurunun seviyesinin belirlenmesini piyasaya bıraktığı için herkes tarafından takip edilebilen ve çok göz önünde olan bir rejimdir. Dolayısıyla, diğer politika uygulamalarının olumlu ya da olumsuz etkileri doğrudan kura yansımaktadır. Bu yüzden dalgalı kur uygulaması altında, mali ve parasal disiplin Latin Amerika ülkelerinde de görüldüğü üzere daha etkin olarak sağlanabilmektedir.

¹ Felipe Larrain B., Velasco A., Nisan 2001, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kur Politikası: Dalgalı Kur Örneği".

17. Dalgalı kur rejimlerinin bir diğ er avantajı ise, kur riski piyasaya bırakıldığı için ekonomik birimleri, dövizde açık pozisyon taşıyarak yüklendikleri riski kendi kontrol edebilecekleri düzeyde tutmaları yönünde motive etmesidir. Buna paralel olarak, yaşanan krizler sonrasında, döviz kurundaki sıçrama nedeniyle ekonomik birimlerin nakit akımlarının ve bilançolarının son derece olumsuz etkilenmesi sonucu üretimde meydana gelen büyük miktardaki düşüşlerin başlıca nedeninin, ekonomik birimlerin yüksek miktarda açık pozisyon ta ımalarının olması dikkate alındığında, dalgalı kur rejiminin açık pozisyon miktarında sabit veya öngörülebilir kur rejimlerine göre daha fazla kontrol sağlamasının önemi, daha iyi anlaşılmaktadır.

18. Dalgalı kur rejimi uygulaması altında oluşturulan para politikası uygulamalarımızın başarılı olması bazı unsurların varlığına bağlıdır. Bunlar; dalgalı kur rejiminin para politikasının nihai hedefi olan fiyat istikrarına yönelik olarak etkin işleyiŐinin taviz verilmeksizin devam ettirilmesi, kamu borç stokunun azaltılması amacı ile faiz dışı fazlanın hedefler çerçevesinde sürdürülmesi, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırma sürecinin sonuçlandırılması; mali sektör - reel sektör fon aktarım kanalının kalıcı olarak işler duruma gelmesi ve ekonomide özel sektörün rolünün g clendirilmesidir.

19. Bugün artık geldiğimiz noktada, sabit veya öngörülebilir artışlı kur sistemlerine dönüŐ mümkün değildir. Geçmiş uygulamaların başarılı olamaması ve krizle sonu lanmaları bu tür rejimlere olan güveni ortadan kaldırmıŐtır. Bir taraftan güven unsurunun olmaması, diğ er taraftan da para politikası uygulamamızın doğrudan enflasyonun kendisini hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının başarılı olabilmesi için para politikasının döviz kuru gibi başka herhangi bir büyüklüğe ilişkin taahhüt içermemesi gerekliliği, sabit veya öngörülebilir artışlı kur rejimlerinin ülkemizde tekrar uygulanabilirliğini imkansız kılmaktadır. Dünya uygulamalarına baktığımızda da, sabit veya öngörülebilir kur rejimlerinin hızla terk edildiğini görüyoruz.

20. Kur rejimi konusunda, zaman zaman gündeme getirilen bir diğerkonu ise Avrupa Para Birliği'ne üyeliğimiz gerçekleşmeden, tek taraflı olarak Euro'ya geçilmesinin mümkün olup olmadığıdır. Bu bize göre mümkün değildir. Çünkü öncelikle bu tür bir uygulama Merkez Bankası'nın " borç veren son mercii" fonksiyonunu kaybetmesine neden olacaktır. Diğerkonu bir deyişle Merkez Bankası mali piyasalarda ortaya çıkabilecek ve nihai aşamada sistemin likidite sorunlarının giderilmesini gerektirecek durumlara doğrudan müdahale edemeyecektir. Çünkü, basmadığı bir para cinsinden likidite verebilmesi mümkün değildir. Ülkemiz ekonomisinin içinde bulunduğu mevcut koşullar çerçevesinde değerlendirildiğinde ise, Merkez Bankası'nın "borç veren son mercii" fonksiyonunun korunması yüksek kamu borç stoku ve halen göreceli olarak hassas bir yapıda olan bankacılık sektörü nedeniyle daha da önemli olmaktadır. Tek taraflı Euro uygulamasının diğerkonu bir sakıncası ise, para basma yetkisinin ortadan kalkması ile para basma yetkisini elinde tutan kurum olan Merkez Bankası'nın, bu yetkisi dolayısıyla para basarak elde ettiği ve Hazine'ye aktardığı reel gelirden, yani senyoraждан, yoksun kalmasıdır. Tüm bunlara ek olarak, tek taraflı Euro uygulamasına Avrupa Merkez Bankası'nın da olumsuz baktığı görüşü yaygındır.

21. Son olarak bir hususu tekrar belirtmekte fayda vardır; dalgalı kur rejimi uygulamasına Hükümet ve Merkez Bankası tarafından birlikte karar verilmiştir. Dolayısıyla, mevcut kur rejimi Hükümet ve Merkez Bankası'nın ortak sorumluluğudur. Kur rejiminin belirlenmesindeki bu ortak yetki ve sorumluluk, geçmişte olduğu gibi bugünkü yasal çerçevede de vardır. Ancak, kur politikası, diğerkonu bir deyişle seçilmiş olan kur rejiminin doğru bir biçimde uygulanması Merkez Bankası'nın sorumluluğundadır.

I.2- Politika Hedefi Olarak Enflasyon ve Faiz Oranları

22. Bugün, Merkez Bankası temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak için tüm kararlarını gelecekteki enflasyona bakarak almaktadır. Politika uygulamalarında sadece enflasyon hedefinin ve öngörülerinin esas alınması; geçmişte olduğu gibi döviz kuru, ödemeler dengesi, büyüme ile kamu maliyesinin ve bankaların desteklenmesi gibi konuların doğrudan veya dolaylı olarak hedeflenmemesi ve gözetilmemesi, ekonomik birimlere daha net sinyaller verilmesini sağlamaktadır. Bu husus yatırım araçları üzerindeki risk primlerinin düşmesinde ve reel faizlerin ekonomik temeller ile uyumlu, makul bir seviyede oluşmasında son derece önemlidir. Ancak bu şekilde Ülkemiz ekonomisinde, sürdürülebilir bir büyüme ortamı ve istihdam artışı sağlamak mümkündür.

23. 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, nominal faizlerin yüksek olması değil, yaşanan krizler, yüksek enflasyon ve bu yapının yarattığı kırılgan ortamdır. Yüksek reel faizlerin, uygulanan programla birlikte giderek sağlamaşan makro ekonomik temellerle bağlantılı, 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.

24. Programın genel çerçevesi içinde, esas amacımız olan fiyat istikrarına yönelik olarak kullandığımız temel araç kısa vadeli faiz oranlarıdır. Kısa vadeli faiz oranları aracılığı ile bekleyişlerin ve ekonomik kararların hedeflerimiz doğrultusunda şekillendirilmesi amaçlanmaktadır. Bu nedenle, faiz oranlarına yönelik olarak kararlarımızı nasıl aldığımızın kamuoyu tarafından anlaşılması, enflasyonla mücadele konusundaki kararlılığımızı göstermemiz ve uygulamalarımızdan istediğimiz sonuçları istediğimiz süre içinde alabilmemiz açısından son derece önemlidir. Faiz oranlarına yönelik kararlarımızı alırken gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için pek çok değişkene bakmaktayız. Bunlar;

- Enflasyon bekleyiş anketleri ve Merkez Bankası'nın içsel enflasyon tahminleri,
 - Kamu ve özel sektörün fiyatlama davranışları,
 - Döviz kurları ve ödemeler dengesi,
 - Ücretler, istihdam ve işgücü birim maliyetleri,
 - Toplam arz ve talep,
 - Maliye politikası göstergeleri,
 - Parasal göstergeler ve kredi büyüklükleri,
 - Dış ekonomik gelişmeler,
- olarak sayılabilir.

25. Politikalarımızın uygulanma dönemi içinde, tüm bu değişkenlerdeki gelişmeler hedeflenen enflasyon oranı çerçevesinde değerlendirilmiş ve hedeflerin gerçekleştirilmesini sağlamaya yönelik kararlar alınmıştır. Ocak - Nisan döneminde bu verilere ilişkin değerlendirmeler ışığında kısa vadeli faiz oranlarımız kontrollü bir biçimde düşürülmüştür. Bu dönemde gecelik borçlanma oranlarımız % 59 seviyesinden 11 puanlık düşüşle % 48'e, 1 haftalık borçlanma oranlarımız ise % 62

seviyesinden 13 puanlık bir düşüşle % 49 seviyesine çekilmiştir. Ancak, Mayıs ayından itibaren, ekonomik verilerdeki olumlu gidişin hızlanarak devam etmesine rağmen, gelecek dönemlere ilişkin özellikle siyasi alandaki belirsizlikler ile birlikte para ve döviz piyasalarında ortaya çıkan istikrarsızlıklar ve sonrasında bekleyişlerdeki iyileşmelerin hız kaybetmesi, kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesinde önemli bir engel teşkil etmiştir. Ağustos ayında ise, seçim tarihinin belli olması, Avrupa Birliği'ne katılım sürecinde önemli adımlar atılması, gecikmiş kamu zamlarının program dahilinde yapılması ile KİT açıkları sorununun o dönem için çözülmesi ile tüm bunların enflasyon bekleyişleri ve gerçekleşmeleri üzerinde olumlu etkiler yapacağı öngörüsü sonrasında faiz oranlarında indirim gidilmiştir.

Tablo 1. TCMB Kısa Vadeli Faiz Oranlarının Gelişimi

Vadeler	Kotasyonlar	Önceki Oranlar	20 Şubat 2002	14 Mart 2002	8 Nisan 2002	30 Nisan 2002	5 Ağustos 2002	11 Kasım 2002
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

26. Ağustos ayından itibaren ise Merkez Bankası, para politikası uygulamasında 2003 yılı enflasyonu üzerinde yoğunlaşmaya başlamıştır. Bu tarihten sonra, Ülkemizin içinde bulunduğu seçim ortamının yarattığı belirsizlik, kamu maliyesinde görülen bozulma ve bazı yapısal düzenlemelerdeki gecikmelerin enflasyonist bekleyişleri etkileme riski nedeniyle Kasım ayına kadar olan süre içinde kısa vadeli faiz oranlarında indirim yapılmamıştır.

27. Kasım ayına gelindiğinde ise, siyasi belirsizlik algılamasının ortadan kalkmasının ve uygulanmakta olan programın bugüne kadar geçen sürede başarısının görülmesi

sonucu yapısal reformlar ile mali disiplinin sürme ihtimalinin artmasının enflasyon beklentileri ve enflasyonu belirleyen diğer unsurlar üzerindeki olumlu etkisi dikkate alınarak 11 Kasım 2002 tarihinde kısa vadeli faiz oranlarında tekrar indirime gidilmiştir. Kamu maliyesinde son altı aydaki gevşemenin terkedilerek yeniden disiplin sağlanması, yapısal reformların aksamadan sürmesi ve bunların enflasyon öngörülerini olumlu etkilemesi halinde, uygulanan istikrar programının en başından beri öngördüğü gibi, faizlerin ilerleyen dönemlerde daha da düşmesi söz konusudur.

I.3- Parasal Hedefler

28. Bugün uygulamakta olduğumuz para politikasında, resmi bir şekilde enflasyon hedeflemesi rejimine geçilinceye kadar, ekonominin ihtiyaç duyduğu nominal çapa görevini yerine getirmek üzere para tabanı büyüklükleri üzerine dönemsel hedefler konulmuş, ancak para politikası kararlarında Para Tabanı gelişmelerinden çok, asıl olarak gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyici olması öngörülmüştür. Diğer bir deyişle, mevcut para politikasının nominal çapası örtük enflasyon hedeflemesi olmakta ve Para Tabanı da ek bir çapa işlevi görmektedir. Para tabanı, bazı önemli dezavantajlarına² rağmen, geçiş dönemi için para programını yönlendirebilecek, kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir ve takip edilebilecek bir büyüklük olması nedeniyle seçilmiştir. Ancak, Para Tabanı hedeflerinin tutturulmasına rağmen gelecekte enflasyonist baskılarda bir artış öngörüldüğü takdirde, Merkez Bankası faiz oranlarını yükselterek para politikasında hedeflenen enflasyon doğrultusunda gerekli ayarlamaları yapacaktır.

29. Mevcut para programında, Para Tabanı hedefi reel büyüme ve hedef enflasyon oranı ile tutarlı olacak şekilde belirlenmiştir. Bu çerçevede, 2002 yılının sonunda

² Nominal çapa olarak parasal bir büyüklüğün kullanılmasının bazı önemli dezavantajları vardır: i. Hedef olarak belirlenecek para tabanı büyüklüğünün tespiti, ekonomideki para talebi miktarının tahmin edilmesini gerektirdiğinden kronik enflasyon yaşanan ekonomilerde para talebinin çok büyük oynaklık göstermesi nedeniyle sorun yaratabilmektedir; ii. Uzun süre enflasyon yaşanan ekonomilerde para tabanı ile enflasyon arasındaki ilişki büyük ölçüde zayıflamakta ve bu enflasyonla mücadelenin önünde kısıt oluşturmaktadır.

para tabanının nominal olarak yüzde 40 oranında artması hedeflenmiştir. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilene kadar ters para ikamesinin kuvvetlenmesi gibi durumlar karşısında para talebindeki gelişmelere bağlı olarak hedef değerlerin yeniden belirlenebilmesi de mevcut program çerçevesinde en baştan ifade edilmiştir.

30. Para politikasının tüm bu çerçevesi ve yöntemleri, ekonomik ajanların enflasyon beklentilerini program hedeflerine doğru yönlendirmede belirleyici olmaktadır.

31. Bu noktada bir hususu tekrar vurgulamakta fayda vardır: Sıkı maliye politikasının sürdürülmesi ve programlanan yapısal reformların gerçekleştirilmesi, bir taraftan enflasyonun düşürülme maliyetini azaltırken, diğer taraftan enflasyon beklentileri ve hedefleri arasındaki farklılıkları azaltarak para politikasının etkinliğini desteklemektedir.

I. 4- Enflasyon Hedeflemesi

32. Para politikası stratejimizin nihai tasarımında, şartları oluştuğunda enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi öngörülmektedir. Bu rejim altında para politikası enflasyonun kendisini doğrudan hedefleyecek ve bu hedef sistemin nominal çapası olacaktır. Diğer bir deyişle enflasyon hedefi ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde ve enflasyona yönelik beklentilerinde referans olarak kullanabilecekleri bir büyüklük haline gelecektir. Bu rejim çerçevesinde Merkez Bankası para politikası araçlarını yalnızca enflasyon hedefini gerçekleştirmeye yönelik olarak kullanacaktır. Açıklanan hedeflere ulaşmada gösterilen başarı, kamuoyunun Hükümete ve politika uygulayıcılarına olan güvenini artıracaktır.

33. Dalgalı kur rejimi altında; şu anda örtük, ileride açık bir biçimde uygulanacak olan enflasyon hedeflemesi politikasının tasarımında Merkez Bankası'nın herhangi bir döviz kuru hedefi yoktur. Uygulamada tek amaç enflasyonun kendisi olacak ve

Merkez Bankası kendisini diğer başka unsurlar ve kısıtlar ile bağılı hissetmeksizin geniş bir hareket alanı içinde, enflasyona yönelik her türlü gelişmenin ve şokların kaynağına ve beklenen süresine göre takdir yetkisini kullanarak tepki verecektir.

34. Bu uygulama ile Merkez Bankası'nın sorumluluğı ve yetkisi artmakta, hareket alanı genişlemektedir. Bu yüzden, söz konusu politikanın tasarımındaki temel unsurların çok net bir biçimde tanımlanması gerekmektedir.

35. Bu uygulamada, toplumun tüm kesimlerini doğrudan ilgilendirmesi ve mevcut programın temel amacı olarak ifade edilen sürdürülebilir büyümenin olmazsa olmaz bir önkoşulu olmasından dolayı, enflasyonun düşürülmesi Hükümet ve Merkez Bankası'nın ortak hedefidir.

36. Enflasyonun düşürülmesi temel amaç olup, enflasyon hedeflemesi uygulaması diğer politika amaçları ile sadece bu hedefi çerçevesinde ilgilidir. Bu kapsamda finansal istikrar, enflasyon üzerindeki etkisinden dolayı, gözetilmesi gereken destekleyici bir amaçtır.

37. Enflasyon hedeflemesi ile amaçlanan tek haneli bir enflasyon seviyesine ulaşmak ve o seviyelerde kalmaktır. Dolayısı ile hedefleme uzun bir dönemi içermektedir. Ancak, 2002 yılında öngörülen yüzde 35 enflasyon oranının gerçekleştirilmesi uygulamanın ön kredibilite kazanması açısından son derece önemlidir ve bu gerçekleşmiş bulunmaktadır.

38. Enflasyon hedeflemesi rejiminde, enflasyon hedefine konu olacak endeksin seçimi önemlidir. Endeksin kolay anlaşılabilir olması ve toplumsal desteğın kazanılabilmesi için gündelik hayatı yansıtmalıdır. Tüketici fiyat endeksi bu amaca en yakın endekstir. Öte yandan söz konusu endeksin, hava koşulları ve dış gelişmeler gibi etkimiz altında olmayan değişkenlerden doğrudan etkilenen gıda, enerji ve benzeri kalemleri içermesi nedeniyle, kontrolünde güçlükler yaşanması gibi

bazı mahsurları söz konusudur. Enflasyonist eğilimlerin daha etkin izlenmesi amacı ile dışsal etkilere (enerji fiyatları, mevsimsel koşullar, maliye politikası, vb.) daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyabilen enerji, temel gıda maddeleri ve dolaylı vergiler gibi kalemleri içermeyen çekirdek endekslerin takibi ve politika değerlendirmelerinde kullanılması da söz konusudur. Bu noktada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus, hedefe ve endekslere yönelik seçimlerin kredibilite ile esneklik arasında bir değiş tokuş içerdiğiidir. 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 gelebilmektedir.

39. Diğer taraftan, enflasyon hedefi olarak seçilecek büyüklüğün niteliği önemlidir. Bu alanda, 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. Enflasyon hedefinin tek bir rakam olarak açıklanmasını gerektiren nokta hedef seçilmesi halinde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlandığı dönemlerde, gıda ve enerji fiyatları gibi kontrol edilemeyen fiyatlar yüzünden, hedeflerden sapma olma 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 üst 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. Buna karşın, enflasyon hedeflemesine yüksek bir enflasyon rakamıyla başlayan ülkelerde bant hedeflenmesinin daha uygun olduğu görüşü de vardır.

40. Ayrıca enflasyon hedefi uygulamasında, hedef olarak seçilen endeksin ne sıklıkla gözden geçirileceğinin tespiti de önem taşımaktadır. Yıllık enflasyon rakamının hedeflenerek ve bu rakamın yılda bir kez kontrol edilmesi, bir yandan Merkez Bankası'nın güvenilirliğine olumsuz etki etmesi nedeniyle dezavantajlı iken; bir yandan da Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadeleye daha uzun vadeli odaklanmasını ve ekonomideki şokları daha iyi yumuşatmasını sağlaması açısından avantajlıdır. Bu çerçevede, gösterge niteliğinde üç ayda bir, yıllık enflasyon rakamlarının izlenmesi uygulamalardan bir tanesidir. Üç aylık aralıklarla ölçülen yıllık enflasyon rakamının, yıllık hedef ile ilişkilendirilmesi açısından Merkez Bankası'nın kamuoyu ile iletişimi, bu tarz bir uygulamada çok büyük önem kazanmaktadır.

41. Hükümet ile birlikte enflasyon hedefinin tespit edilmesi sonrasında, Merkez Bankası bu hedefin gerçekleştirilmesinden Hükümet ile beraber sorumlu olmaktadır. Dolayısıyla Merkez Bankası, sahip olduğu tüm politika araçlarını sadece bu hedefin gerçekleştirilmesi yönünde serbestçe kullanacaktır. Taşdığı sorumluluk Merkez Bankası'nın başka bir hedef gözetmemesini ve sadece bu hedefe yoğunlaşmasını gerektirmektedir. Öte yandan, Hükümetin ise doğal olarak enflasyon hedefi ile uyumlu maliye ve gelirler politikaları izlemesi normaldir.

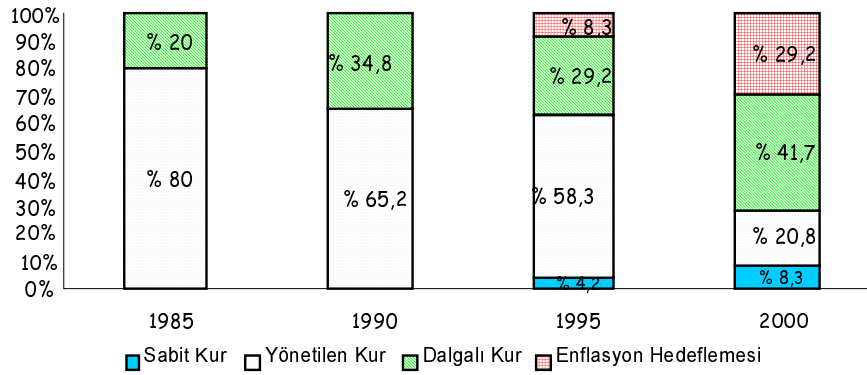
42. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında tüm kararlar gelecek enflasyona yönelik olarak alınmaktadır. Alınan kararların, örneğin faiz oranlarında yapılan bir değişikliğin enflasyon üzerindeki etkisi ise belli bir sürenin geçmesini gerektirmektedir. Bu nedenle etkin öngörü modellerine sahip olmak ve aktarım mekanizmalarının işleyişini sağlıklı bir biçimde ortaya koymak son derece önemlidir.

43. Hedeflerin uzun vadeli olması ve hedeflere ulaşmada kararlılık sergilenmesi bekleyişlerin arzu edildiği biçimde şekillendirilmesinde bir diğer önemli unsurdur.

44. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının başarısında bazı önkoşullar vardır. Bunlar;

- i. Kamu maliyesinde sorumluluk anlayışının yerleşmesi,
 - ii. Finansal derinleşme,
 - iii. Ekonomide geçmiş enflasyonun gelecek enflasyonu belirlemesinin önüne geçilmesi; fiyatlar ve ücretlerde geriye endeksleme mekanizmalarının azaltılması,
 - iv. Mal ve faktör piyasalarında sağlanacak esneklikle birlikte görece fiyat yapısında oluşabilecek sorunların aşılması
- dır.

Grafik 1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikası Rejimleri



Kaynak: IMF, Dünya Ekonomik Görünüm, Mayıs 2001, s. 134.

45. Enflasyon hedeflemesi ile ilgili olarak dünya uygulamalarına baktığımızda karşımıza şöyle bir tablo çıkmaktadır: Zaman içinde para politikası tasarımlarında açık bir biçimde enflasyon hedeflemesine geçen ülke sayısı hızla artmıştır. 1985 yılında gelişmekte olan ülkelerin hiçbirisi bu tür bir rejim uygulamazken para politikası tasarımları daha çok döviz kurlarına dayandırılmıştır. 2000 yılı itibarı ile ise bu ülkelerin % 29'u açık bir biçimde enflasyon hedeflemesi rejimine yönelmiştir. Özellikle, gelişmekte olan ülkeler için en uygun rejim olduğu bugüne kadar görülen uygulamalarla kanıtlanmıştır.

46. Bu rejimin uygulanmaya başlaması ile birlikte bu ülkelerde enflasyon oranlarının düştüğü görülmektedir. Düşüşün nedenlerine bakıldığında enflasyon hedeflemesi uygulaması ile geçmiş enflasyonun cari enflasyona olan geçişkenliğinin azaldığı,

enflasyon beklendiğinin düştüğü ve cari enflasyon üzerinde etkisinin arttığı ve enflasyondaki katılığın kademeli olarak azaldığı gözlemlenmiştir. Bu tür bir yapı, 1997 Asya Krizi, 2000 yılı petrol şokunda Avustralya, Şili ve İsrail örneklerinde görüldüğü gibi zaman içinde olumsuz şoklara karşı sınanmış ve bu sınavlardan başarıyla çıkmıştır.

47. Söz konusu ülkeler, enflasyon hedeflemesi ile birlikte, döviz kuru rejimlerinde dalgalı kur uygulamasına yönelmişler ve zaman içinde döviz kurunun ekonomik faaliyetlere yön vermedeki merkezi rolünün azaldığı ve kurun enflasyon üzerindeki etkisinin zayıfladığı görülmüştür. Diğer bir deyişle, bu rejim ile birlikte döviz kurunun merkez bankaları için bir politika hedefi olarak önemi kademeli olarak azalmıştır.

48. Enflasyonla mücadele programlarında kısa vadede enflasyon - büyüme ikilemi olduğu, bu ikilemin enflasyon hedeflemesi uygulamasında daha belirgin olabileceği tartışılmaktadır. Bu konuya "Fiyat İstikrarı" sunumunda daha ayrıntılı olarak değinilmektedir. Ancak bu noktada, bu rejimi uygulayan gelişmekte olan ülkelere baktığımızda, özveri oranlarının, yani bir kriz sonrasında enflasyonla mücadeleye ciddi bir şekilde başlanması ile birlikte ilk aşamada büyümede görülen sıkıntının aşıldığı; uygulanan politikaların üretimde meydana gelen düşüşlere yanıt verebilme yeteneklerinin arttığı; ayrıca zaman içinde hem büyüme oranlarının oynaklığında düşüşlerin ortaya çıktığı hem de büyüme oranının yükseldiği görülmektedir³.

49. Bugün itibariyle, Ülkemizde, enflasyon hedeflemesine geçilmesi için gerekli olan önkoşullara baktığımızda pek çok alanda önemli ilerlemeler kaydedildiğini görmekteyiz.

³ Corbo, V. ve diğerleri, 2001, "Dünyada On yıllık Deneyimin Ardından Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi", Journal of Economics and Finance, Vol.6, s. 343-368.

50. Bu konuda en önemli hususlardan olan Merkez Bankası'nın bağımsızlığı yeni Yasamız ile sağlanmış ve tam bir güvence altına alınmıştır. Yasamızla fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi tek ve öncelikli hedefimiz haline getirilmiş, Hükümet ile birlikte tespit edilecek enflasyon hedefi sonrasında, bu hedefin gerçekleştirilmesi için tam bir araç bağımsızlığı elde edilmiştir. Yüklenilen sorumluluğun ve buna bağlı olarak temin edilen bağımsızlığın bir gereği olarak şeffaflık ve hesapverebilirlik konusunda gerekli tüm hususlar yine Yasamızda yer almaktadır.

51. Kamu maliyesinin konumu enflasyon hedeflemesi politikasında başarıya ulaşmak için son derece önemlidir. Bu konuya ilişkin olarak, Hazine'nin yeni Borçlanma Yasası önemli bir aşamadır. Yasa kamu sektörüne otomatik bir disiplin ve şeffaflık getirerek kamu maliyesi politikasının enflasyon hedeflemesine uyum sürecini kolaylaştıracaktır. Doğal olarak, borçlanma ve para politikalarının eşgüdümüne özel bir önem vermek gerekmektedir.

52. Bir diğer önemli husus, sağlıklı öngörü ve politika analizlerine sahip olmak ve bilgi tabanını genişletmektir. Bankamız bu konuda oldukça iyi bir noktaya gelmiştir. Uluslararası kuruluşlar ve diğer merkez bankalarından teknik destek alınmaktadır. Kısa ve uzun dönem öngörü modelleri; öncü göstergelere dayalı istatistiksel modeller, zaman serisi modelleri, yapısal dinamik modeller, yargısal modeller ve genel denge modelleri üzerine çalışmalar devam etmektedir. İstatistiki bilgi tabanının genişletilmesine ilişkin olarak ise, "Sanayi ve Finansal Kesim Bekleyiş Anketleri" düzenlenmektedir. Ayrıca, perakende sektörünün ay içindeki fiyat hareketlerinin takibi ve analiz edilmesi için, belirli kıstaslara göre oluşturulmuş bir mal ve hizmet sepetinin fiyatları günlük bazda izlenmektedir. Ekonominin harcamalar yönündeki gelişmelerinin izlenmesine yönelik olarak yapılması planlanan tüketici güveninin ölçülmesi çalışması ile firmaların fiyatlandırma davranışlarının tespiti çalışmalarının hazırlıkları da sürmektedir. Bunun yanı sıra, derlenen bilgiler

ve yapılan analizler, giderek artan bir biçimde, internet sitemiz aracılığı ile kamuoyuna aktarılmaktadır.

53. Ancak, gelişmekte olan diğer ülkelerde de ortaya çıkan ve bu rejimin uygulamadaki başarısını etkileyebilecek bir takım riskler de bulunmaktadır. Bugünden bu risklere dikkat çekmek ileride nelerle karşılaşabileceğimizi görmek açısından önemlidir.

54. Bunlar;

- İç, dış siyasal ve ekonomik belirsizlik algılaması, dışsal şoklar,
 - Yapısal reformların planlandığı şekilde sürdürülmemesi durumunda bekleyişlerin kötüleşmesi ve enflasyonu düşürme maliyetinin azaltılamaması,
 - Konut (kira), eğitim ve sağlık sektörlerindeki enflasyon katılığı,
 - Geçmiş enflasyona endeksleme alışkanlığının devamı, fiyat ve gelirler politikalarının enflasyon hedefi ile uyumlu hale gelememesi,
 - Para politikası aktarım mekanizmasının etkin ve zamanlı olarak işleyebilmesi için gerekli olan bankacılık sektöründeki yeniden yapılanmanın kalıcı bir biçimde sağlanamaması, rekabetin gerekli idari ve yasal tedbirler alınarak artırılmaması ve dışsal şoklara karşı direncin yükselememesi,
 - Maliye politikası-para politikası uyumunun aksaması,
- şeklinde sıralanabilir.

55. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş sürecinde elde edilen kazanımlar sonrasında, uygulamanın 2002 yılı sonunda başlatılması öngörülmüştü. Ancak, siyasi alanda yaşanan ve bekleyişleri etkileyen gelişmeler, seçim öncesi dönemde faiz oranlarında gözlenen artışın 2003 yılı borç yönetimi üzerinde baskı yaratması, sosyal güvenlik sistemi kaynaklı açıklar, vergi tahsilatında görülen gecikmeler gibi gelişmelerle kamu maliyesinin tekrar bozulma riskini gündeme getirmesi, kamu maliyesindeki bu bozulmanın yeniden yoğun kamu zamlarına neden olma ihtimali,

gelirler politikasında gevşeme görülmesi ve söz konusu rejimin tasarımında son derece önemli olan 2003 yılının bütününe ait kamu maliyesi uygulamasının seçim süreci nedeni ile netleşmemesi, uygulamaya daha ileri bir tarihte geçilmesini gerektirmektedir. Bunlara ek olarak, düşüncemiz, 2003 yılı içinde, söz konusu tablonun net bir biçimde ortaya konması sonrasında, enflasyon hedeflemesi rejimine resmi olarak geçilmesidir.

56. 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 yurtiçi piyasalar üzerinde baskı yarattığı gelişmekte olan ülkeler açısından gereklidir.

II. MAKRO EKONOMİK GÖRÜNÜM VE BEKLEYİŞLER

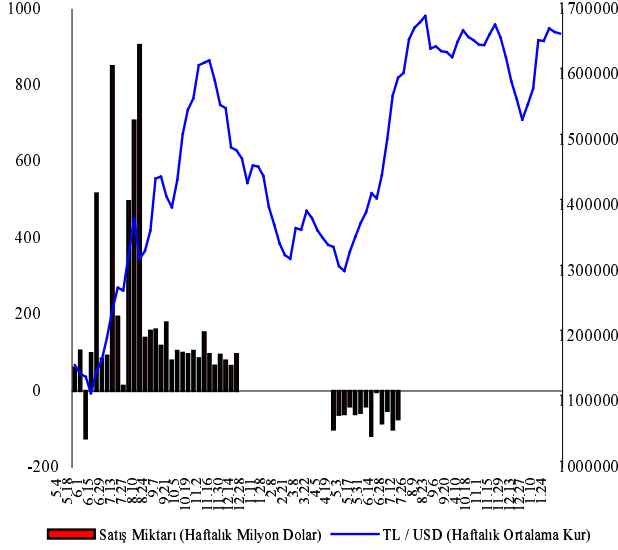
II.1- Mali Piyasalarda Görünüm

57. Herhangi bir politika uygulamasında başarının bağlı olduğu en önemli unsurlardan bir tanesi de başlangıç koşullarıdır. Bu nedenle, makro ekonomik durum ve beklentiler başlığı altında mevcut ekonomik durumun genel bir değerlendirmesini yapmakta fayda vardır.

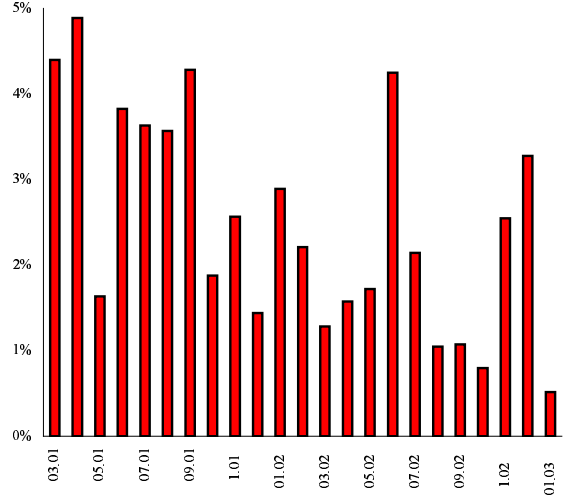
58. 2001 yılı Mayıs ayında "Güçlü Ekonomiye Geçiş" adı altında uygulanmaya başlanan ve ekonomiyi enflasyonist olmayan sürdürülebilir bir büyüme sürecine sokmayı hedefleyen program çerçevesinde bugüne kadar yapılanlar sonrasında mali piyasalar ile ilgili göstergelere baktığımızda karşımıza çıkan tablo şudur: Döviz piyasalarına Merkez Bankası müdahalesi, dalgalı kur rejimlerinde olması gerektiği gibi, 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, hala zaman

zaman beklendiğinin kırılmalığın nedeni ile artmakla beraber, düşme eğilimindedir. Bu iki olgunun birlikte gerçekleşmesi, piyasa oyuncularının dalgalı kur rejimine uyumlarının arttığını göstermektedir.

Grafik 2. Döviz İşlemleri



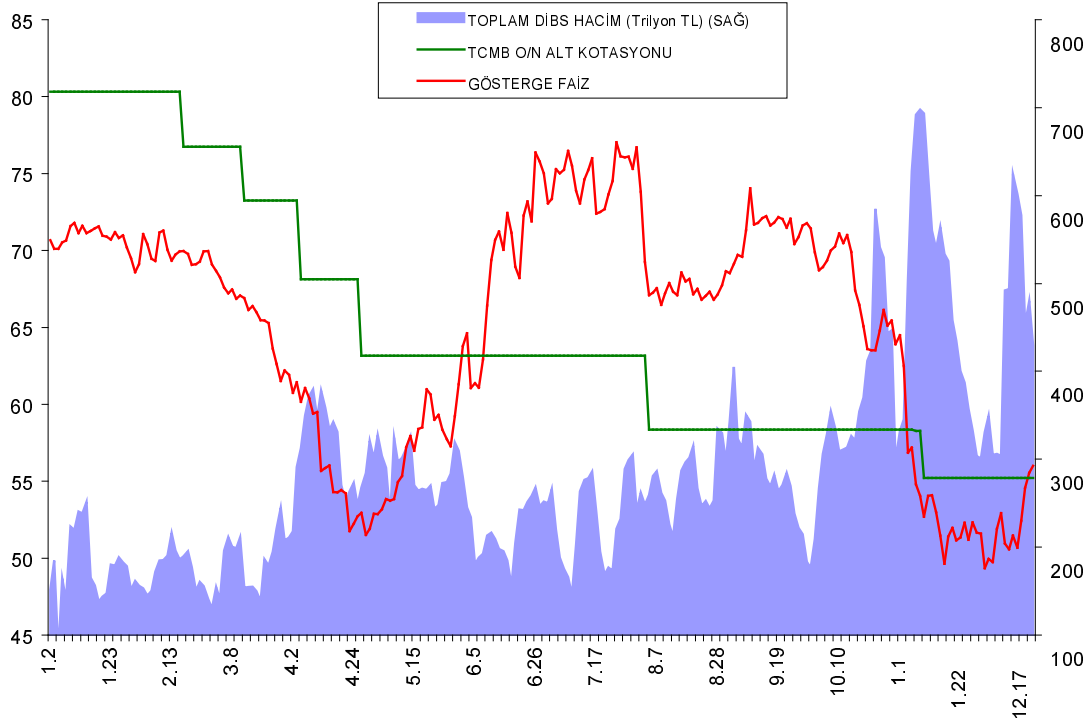
Grafik 3. Kurlardaki Oynaklık (TL/USD Değişim Katsayısı)



59. 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 gözlemlenmiştir. Yine o dönemde, Türk tahvillerinin risk primlerinin arttığını ve yurtdışı fiyatlarının düştüğünü görmekteyiz.

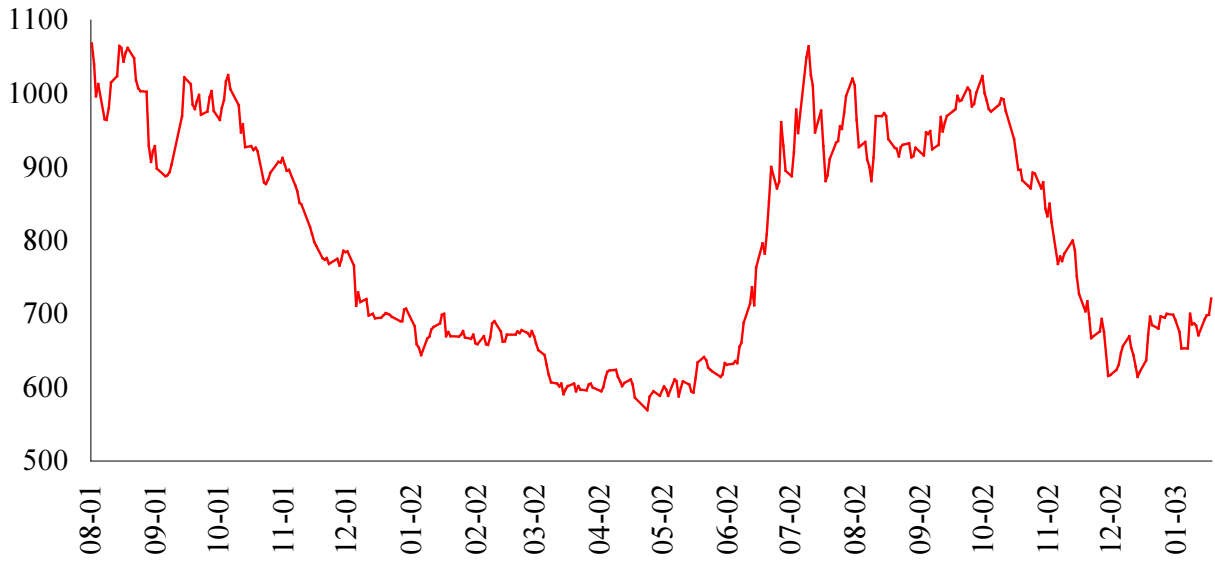
60. Kasım ayına gelindiğinde ise genel seçimlerin sonuçlanmasıyla beraber siyasi belirsizlik görece olarak ortadan kalkmış ve uygulanmakta olan programın kesintiye uğramayacağına duyulan güvenin yarattığı istikrarlı ortam nedeniyle yurtiçi piyasalarda faiz oranları düşmüş ve işlem hacimleri artmıştır.

Grafik 4. TCMB Faiz Oranı, En Uzun Vadeli Gösterge Niteliğindeki DİBS Faizi ve İşlem hacmi

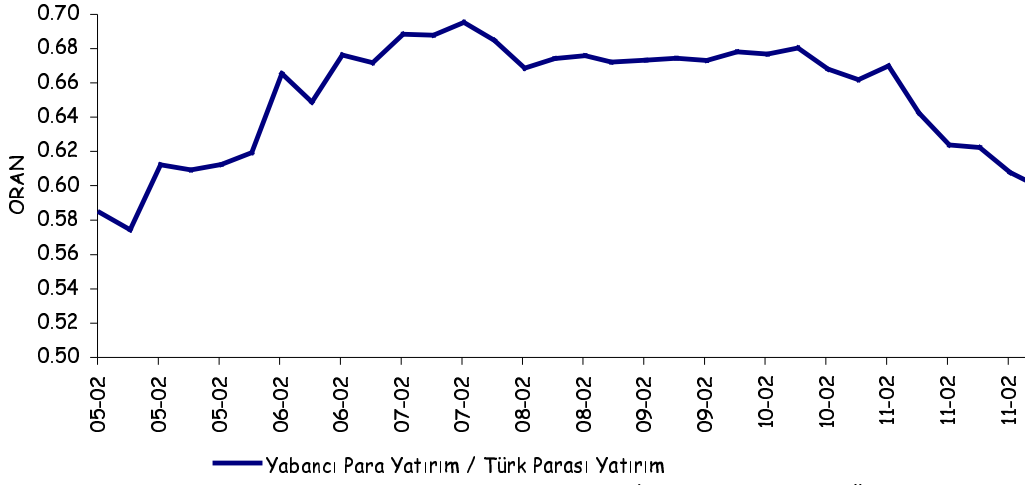


61. Yurtdışı piyasalardaki Türk tahvillerinin faiz oranlarında da önemli düşüşler gözlenmiştir.

Grafik 5. Türk Eurobond Spreadleri*

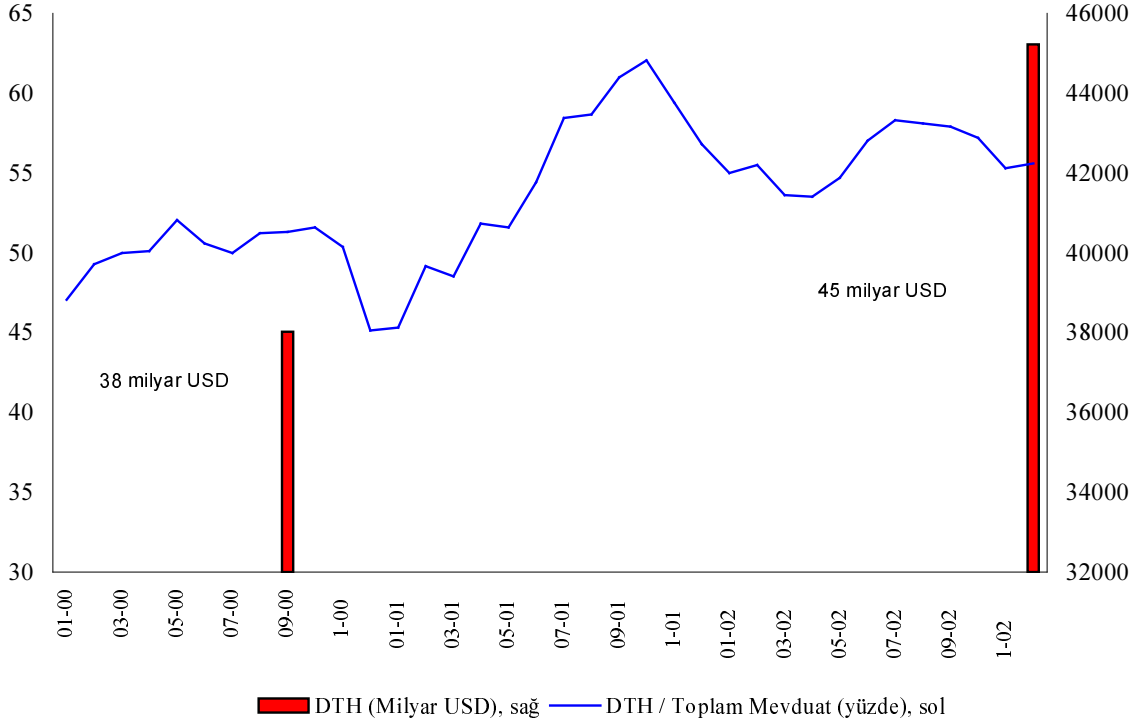


Grafik 6. a. Banka Dışı Yurtiçi Yerleşiklerin Portföy Tercihleri



Yabancı Para Yatırım = Yabancı para cinsinden (Mevduat + Devlet İç Borçlanma Senedi + Özel Finans Kurumu Katılım Hesabı + Menkul Kıymet Yatırım Fonu)
Türk Parası Yatırım = Dolanımdaki Para + Türk Parası cinsinden (Mevduat + Devlet İç Borçlanma Senedi + Özel Finans Kurumu Katılım Hesabı + Menkul Kıymet Yatırım Fonu) + Repo + Hisse Senedi

Grafik 6. b. DTH / Toplam Mevduat



62. Yatırımcıların portföy tercihlerini gösteren değişkenlere bakıldığında ise, bir dönem yaşanan siyasi belirsizlikle birlikte yabancı para cinsinden yatırımlarda yeniden bir artış söz konusu olmuştur. Ancak bu artışın para ikamesinin tekrar

başladığına işaret ettiğini söylemek zordur. Yabancı para cinsinden yatırımlarda görülen bu artış, Mayıs ayında başlayan siyasi alandaki belirsizliğin sonucu olarak, yatırımcıların tercihlerini döviz cinsinden yatırımlar yönünde kullanmasından kaynaklanmıştır. Buna karşın, son dönemde kazanılan görece istikrar ortamıyla 2001 yılı Eylül ayı başından itibaren, Grafik 6a ve 6b'de de görüldüğü gibi yabancı para cinsinden mevduatların toplam mevduat içindeki payının duraklamasından ve yabancı para cinsinden yatırımlarda görülen azalıştan da anlaşıldığı gibi Türk lirası yatırımlara bir yöneliş olduğu görülmektedir. Bu gelişme ise siyasi alanda yaşanan dönemsel belirsizliklere rağmen, Türk lirasına olan güvenin sağlanmasında gösterdiğimiz ilerlemenin bir diğer göstergesidir.

63. Sonuç itibarı ile bugün karşımızda olan bu yapı, program uygulaması ile birlikte pek çok göstergenin hızlı bir biçimde olumluya döndüğünü ancak Mayıs ayından itibaren siyaset kaynaklı gelişmeler sonrasında mali piyasalara ilişkin göstergelerdeki iyileşmelerin, ekonomik göstergelerin beklenenin üzerinde iyi çıkmasına rağmen, durduğunu; bu göstergelerden koptuğunu, ve bir bekleme sürecine girildiğini göstermektedir. Kasım ayına geldiğimizde ise, genel seçimlerin sonuçlanmasıyla birlikte sağlanan siyasi istikrarın etkisiyle oluşan iyimser ve istikrarlı ortam nedeniyle mali piyasalara ilişkin göstergelerin, olumlu ekonomik gelişmelere de bağlı olarak tekrar iyileşme sürecine girdiği görülmüştür.

64. Ancak, son haftalarda görüldüğü gibi, programın sürdürülebilirliğine ilişkin yerli/yersiz kuşku bekleyişlerde çok çabuk bozulmalara yol açabilmekte ve program hedefleri açısından tehlike yaratabilmektedir.

II.2- Büyümede Neredeyiz?

65. Büyüme ile ilgili ekonomik verilere baktığımızda, kriz ve sonrasında yaşanan üretim daralmasının artık geride kaldığını görmekteyiz. Türkiye Ekonomisi, 2001 yılında yaşanan hızlı daralmanın ardından 2002 yılında yeniden büyüme sürecine

girmiştir. Kriz sonrası uygulanan para ve maliye politikalarının mal ve finans piyasalarında sağladığı istikrar ve olumlu beklentiler ile yapısal düzenlemeler, başta sanayi sektörü olmak üzere ekonominin tüm sektörlerinde büyüme sürecinin başlamasına katkıda bulunmuştur. Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) 2002 yılının ilk çeyreğinde yüzde 0.3, ikinci çeyreğinde yüzde 8.8 ve üçüncü çeyreğinde ise yüzde 7.8 oranında büyüme göstermiştir. Dokuz aylık ortalama GSMH büyümesi ise yüzde 6.2 düzeyindedir. Bu gelişmeler 2002 yılı için başlangıçta yüzde 3 olarak öngörülen, daha sonra ise yüzde 4 olarak yukarı revize edilen büyüme tahmininin rahatlıkla aşılacağını göstermektedir.

66. Yüzde 3' lük tahminle ilgili olarak pek çok kesimin yılın başından itibaren ciddi kuşkuları bulunmaktaydı. Ancak, Merkez Bankası olarak biz, bu büyüme öngörüsünün ulaşılabilir olduğunu, gerek yıl başındaki basın duyurularımızda gerek Para Politikası Raporlarında kamuoyuna defalarca açıklamıştık. Bu açıklamalarda, büyümeyi olumlu etkileyecek unsurlar belirtilmişti. Bunlar;

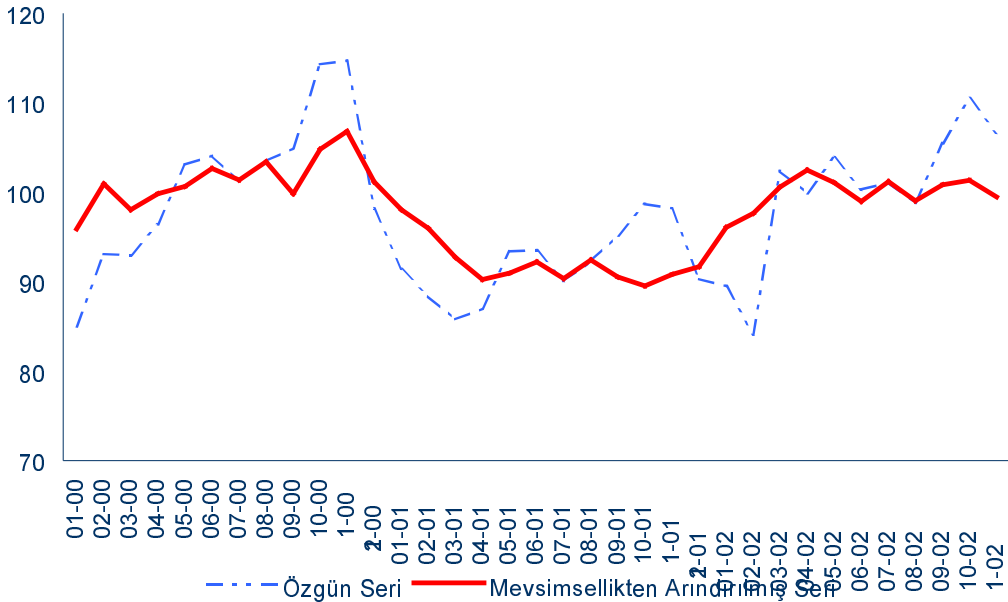
- i. 2001 yılında ekonominin kazandığı rekabet gücünün ihracatı ve büyümeyi olumlu etkilemesi,
 - ii. Ters para ikamesine yol açan nedenlerin, özellikle de döviz kurunun istikrar kazanmasının iç talebi uyarması,
 - iii. Mali piyasalardaki istikrarın, ertelenmiş yatırım ve tüketim harcamalarını uyarması,
 - iv. Bankacılık sisteminin güçlenmesi ve kredi hacminin artması,
 - v. 2001 yılında hızla azalan stokların tekrar artmaya başlaması,
 - vi. Tarımsal üretimdeki artış beklentisi,
- şeklinde idi.

67. Bugün geriye dönüp baktığımızda gerçekleştirmeler, halen devam eden bankacılık reformu hariç, vurguladığımız unsurlar çerçevesinde olduğunu görmekteyiz.

68. Benzer şekilde 2002 yılının ilk üç çeyreğindeki bu büyüme eğiliminin yılın son çeyreğinde de sürmesini beklemekteyiz.

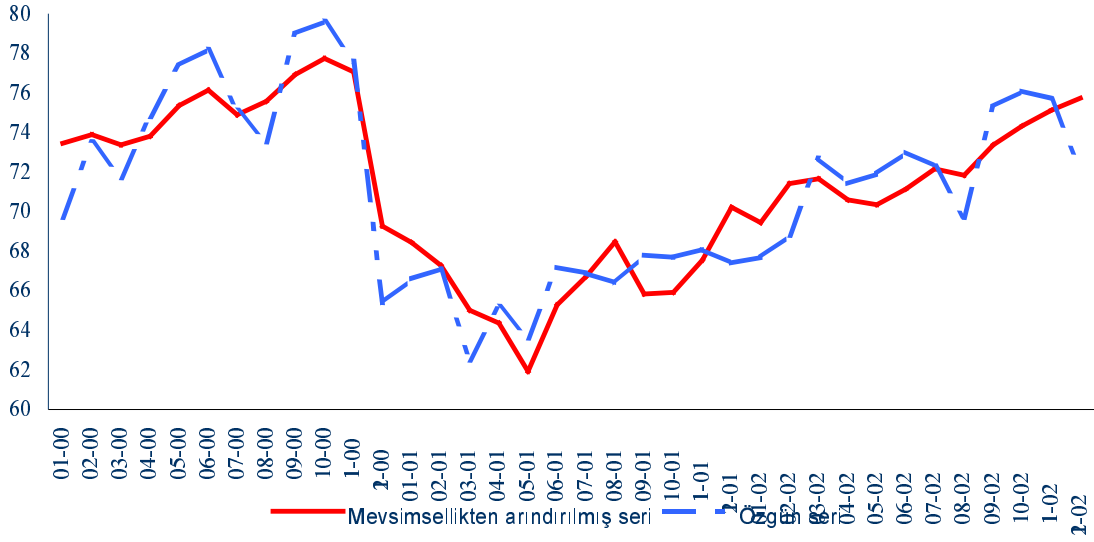
69. Nitekim, ekonomideki canlanmanın ve büyümenin doğrudan bir göstergesi olan imalat sanayi üretimi Kasım ayında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 9.8 oranında artış göstermiştir. Bu ayla birlikte Ocak - Kasım dönemindeki toplam artış yüzde 10.2 gibi yüksek bir orana ulaşmıştır.

Grafik 7. Toplam Sanayi Üretimi (endeks değerleri)



70. Ayrıca, gerek yılbaşından bugüne artış eğilimi gösteren ve Aralık ayında yüzde 76.7 seviyesinde olan (Ekim ayındaki 80.6 seviyesi, 2001 yılı başından bugüne en yüksek seviyedir) kapasite kullanım oranı, gerekse dış ticarete ilişkin veriler bundan sonra da üretim artışları olacağına bir diğer işaretidir. Bu canlanmada, programda da öngörüldüğü gibi, dış talebe yönelik sektörlerdeki üretim artışının etkisi daha ağırlıklıdır.

Grafik 8. Özel İmalat Sanayi Kapasite Kullanımı



71. Bu noktada geriye dönüp baktığımızda, Mayıs ayının ikinci yarısından itibaren oluşan siyasi belirsizlik ortamının, faiz oranları ve döviz kurunun artmasına ve bir miktar istikrarsız bir yapı göstermesine neden olduğu görülmektedir. Bu durumun üretim ve talebi bir ölçüde olumsuz yönde etkilemiş olması söz konusudur. Ancak, Kasım ayında yapılan seçimler sonrası siyasi belirsizlik algılamasının ortadan kalkması ile oluşan iyimser havanın yanı sıra kamu maliyesindeki son yedi aydaki bozulmanın kısa vadedeki etkisiyle iç talepte belirgin bir canlanma gözlenmektedir. Uzun vadede tehlikeli sonuçlar verebilecek kamu maliyesi bozulmasının yeniden düzelme sürecine girmesinin, son dönemdeki bu iyimser havanın bozulmasını önleyerek, faiz oranlarında ve döviz kurlarında kazanılacak istikrar ile birlikte üretimi olumlu etkileyeceği düşünülmektedir.

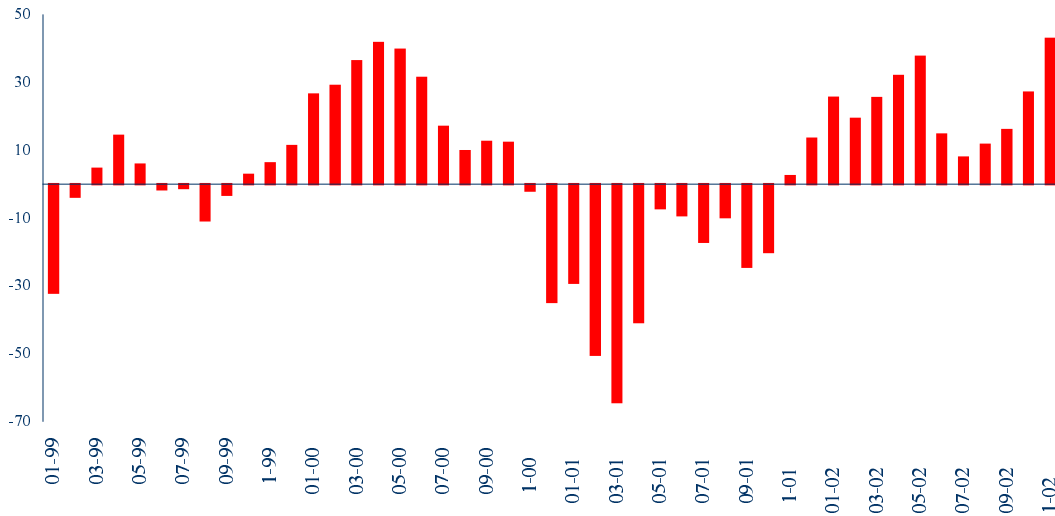
72. İhracatın kazanmış olduğu ivme ve bankacılık sisteminin yeniden sermayelendirilme sürecinin tamamlanmasıyla sanayi için kaynak aktarımının daha etkin hale gelmesi de bu süreçte büyümeyi destekleyen faktörler olacaktır.

73. Bekleyişlerle ilgili anketimizdeki büyüme ile ilgili bölüme baktığımızda da, bu olumlu havanın da etkisiyle, 2002 yılı büyüme beklentilerinin yılbaşından itibaren

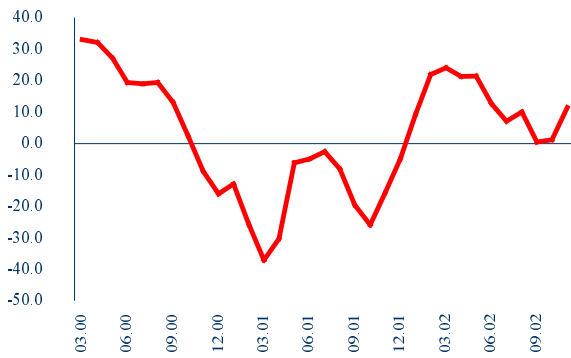
yükselerek en son yüzde 6 seviyesine ulaştığını, 2003 yılı için büyüme beklentilerinin ise yüzde 4.4 seviyesinde olduğunu görmekteyiz.

74. Bankamız anketlerinin diğer bölümleri incelendiğinde de, hem ekonominin genel durumuna hem de üretim hacmi, istihdam ve ihracat gibi büyüme göstergelerine ilişkin beklentilerin, belirli bir dönem siyasi belirsizlik ortamından etkilenmekle beraber yukarıda belirtilen çerçeveye uygun olarak seyrettiği belirlenmektedir.

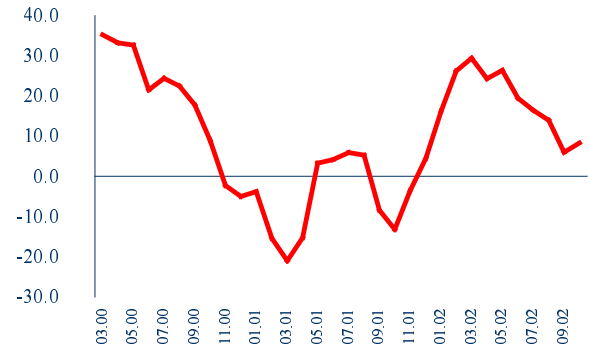
Grafik 9. Sanayi Sektöründe Genel Gidişat Konusunda Bir Ay Öncesine Göre Görüşler (İyimser - Kötümser)

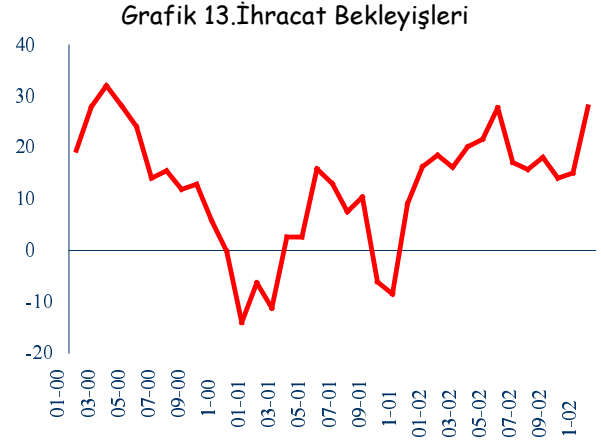
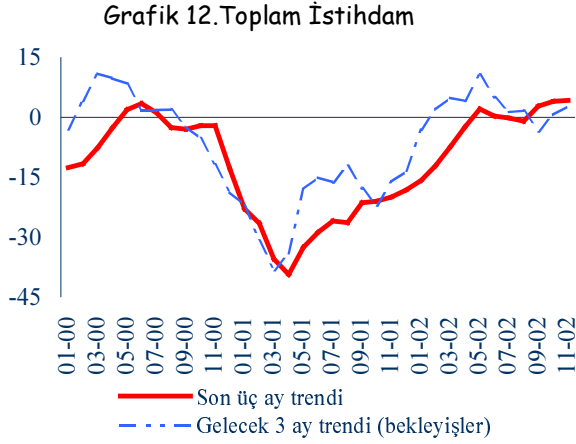


Grafik 10. İç Pazara Satılan Mal Hacmi Eğilimi



Grafik 11. Üretim Hacmi Eğilimi





75. Bu noktada büyüme tartışmaları çerçevesinde bazı hususların açıklığa kavuşturulması önemlidir:

- 2002 yılında, sık sık görsel ve yazılı basına yansıyan "Bu programda büyüme olmaz, büyüme olmadan da program yürümez" söylemine karşılık Merkez Bankası'nın sürekli söylemi, elimizdeki veri ve tahminlerin yüzde 3'lük büyümenin gerçekleşmeyeceğine işaret etmediği şeklinde olmuştur. Buna rağmen tartışmaların sürmesi akla diğer ülkelerin tecrübelerini getirmektedir. İstikrar programı uygulayan diğer ülkelerin tecrübelerinden biliyoruz ki, bir yolsuzluk biçimi olan enflasyonla ciddi bir şekilde mücadelenin başlamış olması, toplumda bazı kesimleri rahatsız edebilmektedir.

- Uygulanan program ve kamu sektöründe yapılan reformlar, gönüllü veya gönülsüz Türkiye'de sermaye birikim sürecini de değiştirmektedir. Ülkemiz, kamu destekli bir sermaye birikim sürecinden, piyasa koşullarının hakim olduğu, dünya pazarlarının ölçü ve ölçek alındığı, verimlilik ve rekabete dayalı bir üretim yapısı içinde sermaye birikiminin gerçekleştirilebileceği bir sürece yönelmiştir. Bu sağlıklı bir ekonomik büyüme için gerekli olan bir dönüşüm sürecidir. Bu sürecin başlangıcında, uygulanan programda yer alan yapısal reformlarla birlikte, daha önce kamunun yüklenmiş olduğu maliyetlerin bir kısmının, özel sektöre ve tüketicilere transfer olması söz konusudur. Bu durumun başlıca örneği, Sosyal Güvenlik Reformu ile birlikte

şirketlerin işgücü maliyetlerinde öngörülen artıştır. Ancak, bu sürecin sağlıklı ve daha az maliyetli sürdürülebilmesi için, kamu sektörü reformları ile özel sektör reformları eşgüdüm içinde gerçekleştirilmelidir. Çünkü, bir yandan artık kamu desteğinin olmaması, öte yandan ise henüz vergi reformunu gerçekleştirememiş, vergi tabanını yaygınlaştıramamış, vergi idaresini iyileştirememiş olmamız ve yapısal reformlar nedeniyle devletten transfer edilen maliyetlerin, üstüne maliyet yüklenmemiş şirketleri de içine alarak, ekonomik birimler üzerinde iyi dağıtılamamış olması; özel kesim üzerinde yük oluşturmakta ve yukarıda sözünü ettiğimiz kesimlerin sıkıntısını da açıklamaktadır⁴.

- Esas olarak, bankacılık reformu tamamlanmadan, bankalar tekrar kredi verme yeterliği kazanmadan reel kesimin toparlanması mümkün değildir. Bankaların karlılığı kapsamında aracılık maliyetlerinin tekrar gözden geçirilmesi, kredi kanalının tekrar etkin işlerliğine kavuşmasına yardımcı olmasının yanı sıra bankacılık sisteminin kırılabilirliğinin azalmasına da yardımcı olması dolayısıyla Merkez Bankası'nın politika uygulamaları açısından da önemlidir. Bu yüzden bankacılık reformunun reel kesimce desteklenmesi gerekmektedir. Reel kesime programın asıl katkısı ise makro ekonomik istikrardan gelecektir. Sermaye yetersizliği çeken şirketlerin kendilerini uzun vadeli finanse edebilmeleri ve büyümeleri, ancak enflasyonun, dolayısı ile reel ve nominal faizlerin düşmesi ve uzun vadeli kredi piyasalarının oluşması ile mümkündür.

- Büyüme ve enflasyon rakamları ve hesaplama yöntemleri her zaman herkes tarafından tartışılabilir olmakla beraber, yöntemler aynı olduğu halde bu tartışmaların büyüme yüzde -8 ve enflasyon yüzde 70'lerin üzerinde iken yapılmamış olması düşündürücüdür. Enflasyonla mücadelenin ciddi bir şekilde başlamış olmasının bazı kesimleri rahatsız ediyor olması burada da karşımıza çıkmakta, gelecekteki direnç yönelik ipuçları da vermektedir.

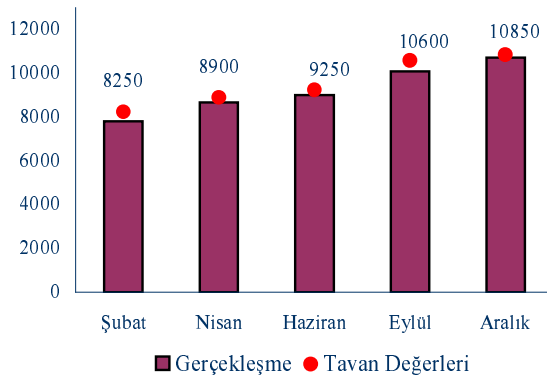
⁴ Sak, G., 2002, Basılmamış Notlar.

- Programın ve Merkez Bankası'nın fiyat istikrarına ciddi bir şekilde yönelmiş olmasının toplumda güveni artırdığı bir gerçektir. Bunun, 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında ekonomideki toparlanmada da çok önemli payı vardır. Ancak, ekonomideki bu iyileşmede, Kamu Mali Yönetimi ve Mali Kontrol Yasası, İcra İflas Yasası ve diğerleri gibi yapısal değişikliklerin uygulamaya konulması ve bankacılık reformunun sürdürülmesi ile devamlılık sağlanacaktır. Bu yapısal değişikliklerin hayata geçirilmesi ile birlikte, ekonomik birimlerin "istikrar duygusu" kazanmaları ve ihtiyatlı davranmayı bırakarak normal tüketim alışkanlıklarına dönmeleri mümkün olacaktır. Bunun sonucu ise Türk lirasına olan güvenin artması, nominal faizlerde düşüşle birlikte iç talebin canlanması, istikrar ve sürdürülebilir ekonomik büyümedir.

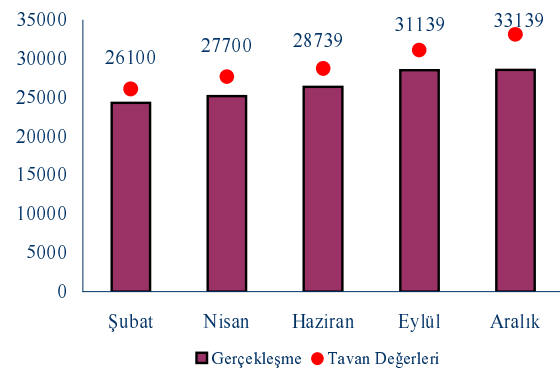
II.3- Parasal Göstergeler

76. Mevcut program çerçevesinde, parasal göstergelere baktığımızda, bugüne kadar geçen sürede Merkez Bankası Bilançosu üzerinden tanımlı göstergelerin tümünün öngörülen hedefler içinde kaldığını görmekteyiz.

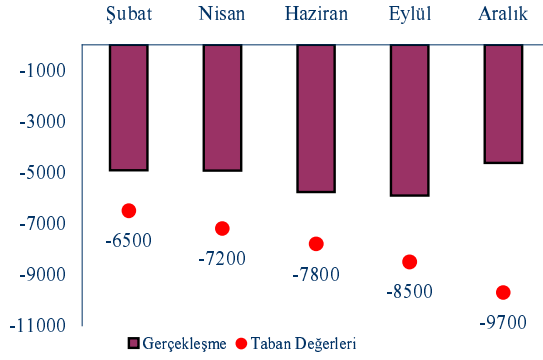
Grafik 14. Para Tabanı (Trl TL)



Grafik 15. Net İç Varlıklar (Trl TL)



Grafik 16. Net Uluslararası Rezervler (Milyon ABD Doları)



77. Ancak, bir yandan kamu maliyesindeki bozulma -ki düzeltilmezse ileride tehlikeli olabilir- diğer yandan seçim sonrasında oluşan olumlu hava nedeniyle gerçekleşen iç talepteki canlanma eğilimi sonucunda para talebinde bir artış görülmektedir. Buna rağmen, uygulanmakta olan para programı çerçevesinde 2002 yılı Aralık ayı sonu için belirlenen Para Tabanı hedefi tutturulmuştur. Yıl sonu itibariyle yıllık nominal artış yüzde 37.4 ve reel artış ise yüzde 5.9 olarak gerçekleşmiş ve yıl sonu nominal yüzde 40 artış olan Para Tabanı artışı üst sınırının altında kalmıştır.

II-4. Ödemeler Dengesi

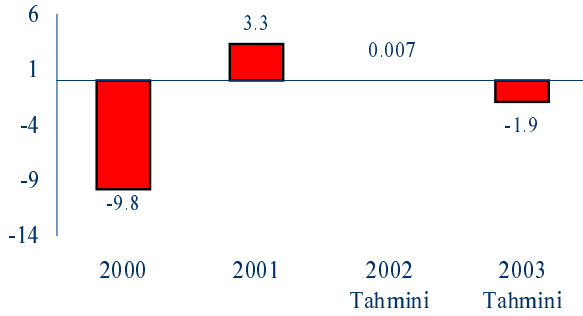
78. Ödemeler dengesine ilişkin gerçekleştirmeler program öngörülerimiz çerçevesindedir.

79. 2000 yılı sonunda 9.8 milyar ABD Doları olan cari işlemler açığı, ekonomideki daralmaya ve Türk lirasındaki hızlı değer kaybına bağlı olarak, 2001 yılı sonunda 3.4 milyar ABD dolarlık fazlaya dönmüştür.

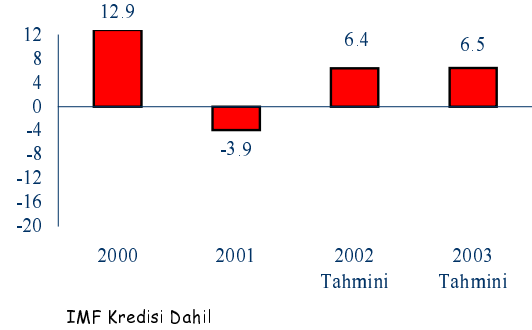
80. Cari işlemler dengesinin 2002 yılında dengeye çok yakın bir değerde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2002 yılı Ocak - Ekim döneminde cari işlemler 594 milyon ABD Doları fazla vermiştir. Cari işlemler dengesinin 2003 yılında ise 1.9 milyar ABD doları açık vermesi beklenmektedir.

81. Bu noktada işçi dövizleri ile ilgili bir hususa değinmek istiyorum. 2002 yılı Ocak - Ekim döneminde, cari işlemler başlığı altında karşılıksız transferler kalemi içinde yer alan işçi gelirlerinde bir azalma olduğu göze çarpmaktadır. Ancak, sermaye hareketleri başlığı altında tanımlanan Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarına bakıldığında ise bu kalemin net bakiyesinde artış olduğunu görmekteyiz. Bu yapı bize, genel bir çerçeve içinde, söz konusu dönemde, yurtdışında yerleşik vatandaşlarımızın Türkiye'deki harcama eğilimlerinin azaldığını, ancak yatırım eğilimlerinin düşen döviz faizlerine rağmen artmakta olduğunu göstermektedir. Bankamız nezdindeki hesaplarda görülen söz konusu artış uygulanmakta olan programa olan güvenin, bizce, bir diğer göstergesidir. Hiç şüphesiz, iç ve dış gelişmelere paralel olarak bu girişlerde azalma/artma görülebilecektir.

Grafik 17. Cari İşlemler Dengesi (Milyar USD)

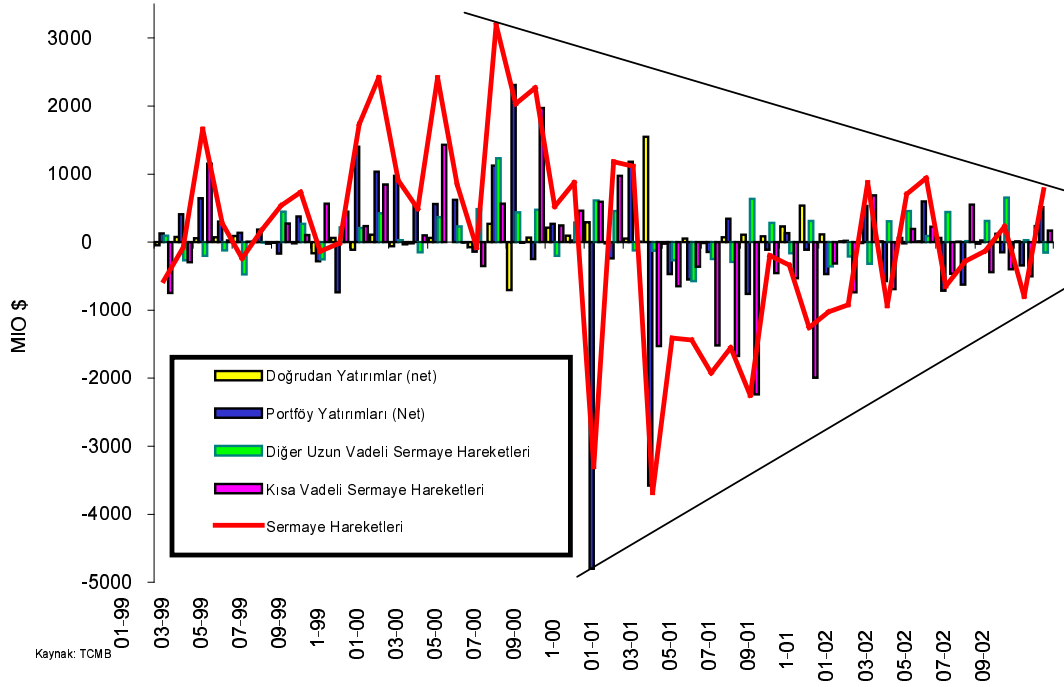


Grafik 18. Sermaye Hareketleri (Milyar USD)



82. 2000 yılı sonunda 13 milyar ABD doları tutarındaki net sermaye girişleri, Şubat 2001 krizi ile birlikte 4 milyar ABD doları net çıkışa dönmüştür. 2002 yılındaki sermaye girişlerinin 6.4 milyar ABD doları ve 2003 yılında da 6.5 milyar ABD doları düzeyinde olması beklenmektedir.

Grafik 19. Sermaye Hareketleri (Aralık 1999 - Ekim 2002)



83. Grafik 19'dan da görüldüğü üzere, sermaye hareketlerinde geçmişte kısa vadeli (sıcak para) yatırımlardan kaynaklanan oynaklık da giderek azalmaktadır. Bu noktada, sermaye hareketlerindeki oynaklıktaki azalmanın başlıca nedenlerinin, uygulamakta olduğumuz dalgalı kur politikası ve bugüne değin geçen zamanda programın başarılı bir şekilde devam ettirilmesi sonucu oluşan güven ortamı olduğunu belirtmek gerekmektedir.

84. 2002 yılı Ocak-Ekim dönemindeki sermaye hareketlerindeki gelişmelere daha yakından bakıldığında; söz konusu dönemde, doğrudan yatırımların net 491 milyon ABD doları giriş gösterdiği, buna mukabil portföy yatırımlarının 746 milyon ABD doları net çıkışla sonuçlandığı görülmektedir. Portföy yatırımlarının alt kalemlerine bakıldığında, söz konusu dönemde 306 milyon ABD doları tutarındaki tahvil ihracı yoluyla net borçlanma yapılmış olmasına karşılık net menkul kıymet yatırımlarında yurtiçi yerleşiklerin 1.6 milyar ABD doları net alım yaptığı görülmektedir. Portföy yatırımlarındaki bu hareketin başlıca kaynağı bankaların yurtdışı kaynaklı borçlarını

tekrar yurtdışından borçlanmadan kapatmalarıdır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde baktığımızda ise ilgili dönemde 666 milyon ABD doları net çıkış gerçekleştiği görülmektedir. Uzun vadeli sermaye hareketlerinde ise 1.8 milyar ABD doları net giriş gerçekleşmiştir. Uzun vadeli sermaye hareketlerindeki bu hareket ise, Dünya Bankası'ndan alınan kredilerden ve özellikle bankacılık ve kamu dışında kalan sektörlerin uzun vadeli döviz kredisi kullanımlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

II.5- Fiyat Gelişmeleri ve Enflasyon Bekleyişleri

85. Uygulanan program çerçevesinde, enflasyondaki gelişmeler temel referans noktamızdır. Bu kapsamda 2002 yılı Ocak ayından bugüne kadar olan fiyat hareketlerinin değerlendirmesi aşağıdadır:

86. 2002 yılı Ocak ayında aylık fiyat artış hızı beklenenin üzerinde gerçekleşmiş, ancak Şubat - Mayıs döneminde enflasyon hızlı bir düşme eğilimine girmiştir. Enflasyonist beklentilerde de Şubat ayından sonra önemli gerilemeler kaydedilmiştir. Diğer bir ifadeyle, gerek fiyat artış hızı, gerek beklentiler açısından Şubat ayı bir dönüm noktası olmuştur.

87. Şubat - Mayıs döneminde aylık fiyat artış hızları ve yine bazı önemli kalemlerdeki fiyat artışları son 15 yılın en düşük seviyelerinde gerçekleşmiştir. Yılın bu ilk beş ayı değerlendirildiğinde fiyat hareketlerini belirleyen temel unsurlar:

- i. Programa olan güvenin sağlanmasıyla birlikte beklentilerin olumluya dönmesi ve para ve döviz piyasalarında sağlanan istikrar,
- ii. Türk lirasının nominal değerlenmesi,
- iii. Sıkı maliye ve para politikalarının uygulanmasıyla iç talebin kontrol altında artması,

iv. Olumlu hava koşullarıyla birlikte Mart ayından sonra tarımsal ürün arzının artması,
olmuştur.

88. Ancak, Mayıs ayının ikinci yarısından itibaren ekonomi dışında yaşanan belirsizlikler, faiz oranları ve döviz kurunu hızlı bir artış eğilimine sokmuş ve bu durum özellikle fiyatlar üzerinde maliyet yönlü bir baskı oluşturmuştur. Nitekim, yılın ilk beş ayında yüzde 0.6 ile yüzde 2 arasında değişen imalat sanayi fiyatları, Haziran ayında yüzde 3.5, Temmuz ayında ise yüzde 4.3 oranında artmıştır. Bu gelişmede büyük ölçüde ithal girdi kullanılan petrol ve kimyasal madde ürünleri ile ana metal sektöründeki fiyat artışları belirleyici olmuştur. Ayrıca, kamu imalat sanayinin çeşitli alt sektörlerinde finansman amaçlı fiyat ayarlamaları gözlenmiştir.

89. Mayıs ayından itibaren kamu fiyatlarında görülen artışın ve Türk lirasının değer kaybetmesinin tüketici fiyatları üzerindeki olumsuz etkisi, Temmuz ayı enflasyon rakamlarında belirginleşmiştir.

90. Ancak, Ağustos ayı ve sonrası rakamlarına bakıldığında enflasyonun yılın ilk beş ayındaki trendine geri döndüğü, özellikle Kasım ayındaki erken seçim sonrasında siyasi belirsizlik algılamalarının büyük ölçüde ortadan kalkmasıyla istikrar kazanan faizler ve kurlar ile bu istikrarın bekleyişler üzerindeki olumlu etkisi ve maliyet baskısının azalmasına karşın iç talebin enflasyon üzerinde henüz baskı yaratmaması sonucunda fiyat artışları sınırlı kalmıştır. Özellikle döviz kurundaki olumlu gelişmelerin etkisiyle imalat sanayi fiyat artışının Kasım ayında yüzde 1.1 ve Aralık ayında ise 2.3 seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir.

91. Dönem dönem ortaya çıkan ve daha çok siyasi gelişmelerden kaynaklanan belirsizlikler, 2002 yılının ilk yarısında ekonomik birimlerin kısa vadeli enflasyon

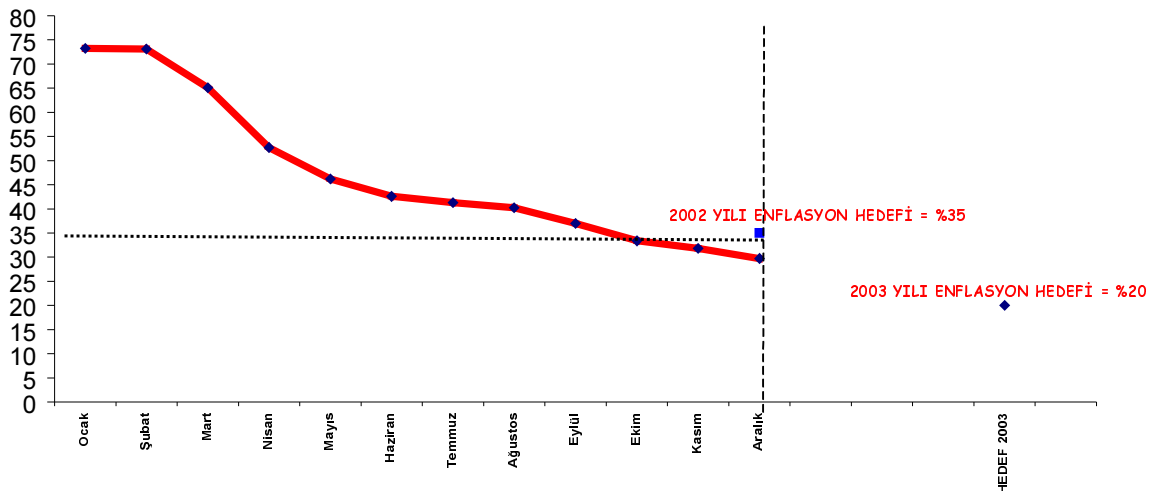
bekleyişlerini olumsuz etkilerken, gerek yıl sonu gerek önümüzdeki 12 aylık dönemdeki fiyat artış beklentilerinde önemli bir bozulmaya yol açmamıştır.

92. Merkez Bankası Bekleyiş Anketi sonuçlarının da gösterdiği üzere uzun vadeli enflasyon beklentilerinin Merkez Bankası hedefleri ile aynı oranlarda kalmasında;

- i. Mayıs ayından başlayarak ortaya çıkan siyasi belirsizlik algılamasının Temmuz ayının son haftası itibariyle etkisinin azalmakta ve seçimler sonrasında kaybolmakta olması,
 - ii. Uygulanmakta olan ekonomik program çerçevesinde öngörülen yapısal ve operasyonel kararların alınmaya devam edilmesi ile birlikte sıkı para ve maliye politikaları sonucu ekonominin kırılganlığının azaltılması,
 - iii. Başarısı açık bir biçimde görülen ekonomik programın ekonomi dışı gelişmelerle kesintiye uğramayacağına dair oluşan genel kana,
 - iv. Döviz kurlarının Temmuz ayının ikinci yarısından itibaren görece olarak istikrar kazanması,
- etkili olmuştur.

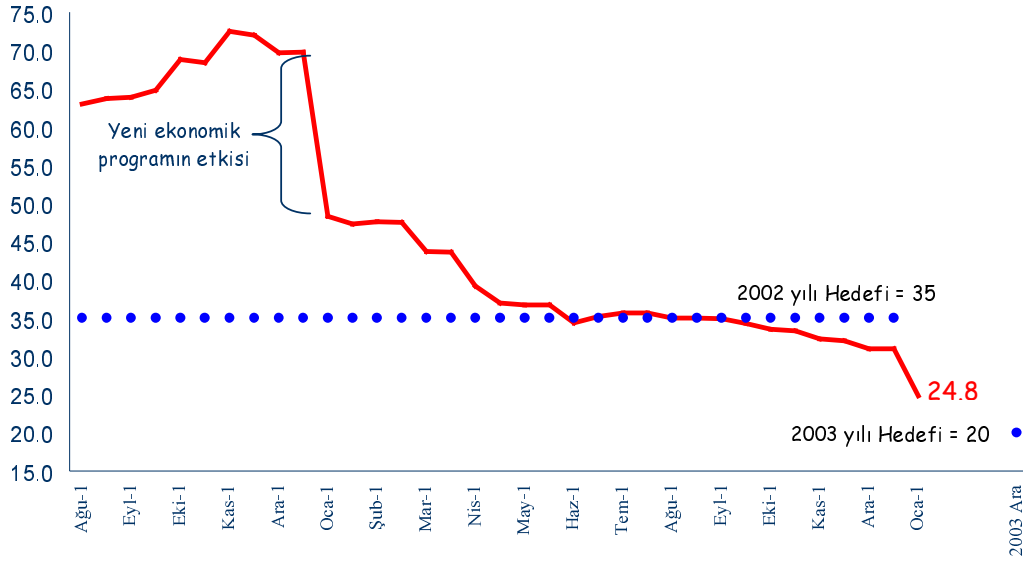
93. 2002 yıl sonu itibarı ile yüzde 29.7 seviyesine kadar gerileyen tüketici fiyat enflasyonu, Grafik 20'de de görüldüğü gibi 2002 yıl sonu hedefimiz olan yüzde 35'in altında kalmış ve son yirmi yılın en düşük yıl sonu seviyesinde gerçekleşmiştir.

Grafik 20. Yıllık TÜFE ve Hedef



94. Mayıs ayından itibaren bekleyiş anketlerine baktığımızda da çok uzun zamandır ilk defa bu programla birlikte kamuoyunun enflasyon bekleyişleri ile hedeflerin aynı seviyelerde çakıştığını, hatta, bekleyişlerin hedefin bir miktar daha altında oluştuğunu görmekteyiz.

Grafik 21. Yıl Sonu Enflasyon Bekleyişleri (TÜFE)



95. 2002 yılında hedefin de altında kalan Tüketici Fiyat Enflasyonu için 2003 yılı hedefimiz yüzde 20'dir. 2003 yılı için enflasyon bekleyişleri hedefe doğru yaklaşmakla beraber henüz üzerindedir.

96. Orta ve uzun vadeli hedefimiz ise enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek ve bu seviyelerde fiyat istikrarını sağlamaktır.

97. Ancak bu hedefimize yönelik çabalarımızda karşı karşıya kalabileceğimiz bir takım riskler de söz konusudur. Bunlar;

- i. Program uygulanmasında rehavete kapılınması: 2002 yılında yüzde 35 olan tüketici fiyat enflasyonu hedefimize ulaşılmış ve hatta bu hedefin altında kalınmıştır. Ancak, bu seviyelere inilmesi Ülkemizde fiyat istikrarının sağlandığı anlamına gelmemektedir. Tüm ülkelere bakıldığında Türkiye enflasyonda hala en

üst sıralardadır. Hedefe ulaşılması sadece uzun bir sürecin ilk aşamasıdır. Bu nedenle hedefe ulaşılınca, daha önce de pek çok politika uygulamasında gördüğümüz gibi, rehavete kapılmaması gerekir. Kamu zamları, program dışında, KİT açıklarını kapatmak için sürdürülür, bunun yanısıra gevşemiş olan kamu maliyesi disiplini düzeltilemezse bunların 2003 enflasyon hedefini tehlikeye sokacağı açıktır. Bu noktada, aslında siyasi bir belge olan bütçenin temel dengesinin artık siyasi değil teknik bir gösterge olduğu kabul edilmelidir. Bu teknik gösterge, kamu borç stokunun zaman içinde nasıl azaltılacağını gösteren bir değişkendir. Bu nedenle, mali disiplin için gereken faiz dışı fazla, gelir artırıcı tedbirlerle sağlanmalıdır. Bu uygulamaların girdi maliyetini artırıcı ve iç talebi daraltıcı etkisinin çözümü vergi reformu, yani vergi tabanının yaygınlaştırılması ve vergi idaresinin iyileştirilmesidir.

- ii. Yukarıda değinildiği gibi, 2002 yılı bütçe gerçekleştirmelerinde karşımıza çıkan bazı sorunların 2003 yılı bütçesinde çözüme kavuşturulmadan tekrarlanması mali disiplin anlayışı açısından, 2003 yılı enflasyon hedefimiz için önemli bir risktir. 2002 yılı bütçe gelir tahsilatında görülen yavaşlama, ileriye yönelik gelir artırıcı tedbirler alınmasının ve uygulanan politikalardaki eşgüdüm eksikliğini giderilmesinin gerekliliğini işaret etmektedir. Ayrıca, sosyal güvenlik sisteminin bütçeye yüklediği maliyetin 2002 yılında da artmış olması, bu konuda yapısal tedbirler alınmasını ve bu yapısal değişikliklerin ivedilikle hayata geçirilmesini gerektirmektedir. Bu çerçevede, büyüme, verimlilik ve reel kesime yönelik politikaların oluşturulması ve işlerlik kazanabilmesi, için kamuda siyasi koordinasyon mekanizmalarının güçlendirilerek koordinasyon sorunları yaşanmasının önüne geçilmesi gerekmektedir.
- iii. Fiyatlama ile vergi politikalarının kamu kesiminin finansman ihtiyaçları doğrultusunda oluşturulması bir risk unsurudur.

- iv. Yeterli güven ortamı hala sağlanamamıştır. Enflasyonun daha da aşağı çekilmesi için daha fazla ve kalıcı bir güven ortamının oluşması gerekir.
- v. Geçmiş enflasyona endeksli fiyatlama davranışlarının devamı (özellikle eğitim, sağlık, konut sektörlerinde), önemli bir risktir.
- vi. Öte yandan özellikle Hükümet ve Merkez Bankası'nın doğal olarak kontrolü dışında olan gıda ve tarım fiyatlarının, yaz aylarında gözlenen gerileme eğiliminin tersine dönmesi ile yüksek seyretme ihtimali,
- vii. Belirsizliklerin ortadan kalkması ve güven artışına bağlı olarak ortaya çıkabilecek talep artışının, özel kesimce kar marjını artıracak bir fırsat olarak görülmesiyle fiyatlarda, özellikle 2001 yılından itibaren yatay bir seyir izleyen hizmet grubu fiyatlarında artışa yönelmesi,
- viii. Gelirler politikasında verimlilik dışı faktörlerin ağırlık kazanması ve uygulamalarda geçmişe endekslemenin devamı,
- ix. Uluslararası siyaset alanında Irak'a askeri hareket düzenlenmesi gibi belirsizlik yaratabilecek gelişmeler sonucu uluslararası petrol fiyatları ve buna bağlı olarak enerji fiyatlarında Hükümet ve Merkez Bankası'nın kontrol edemeyeceği ani yükselişler gibi dışsal şoklar, yine birer risk unsurudur.

98. Enflasyon ile ilgili hedefler, uygulamalar ve gerçekleştirmelerle ilgili olarak çizilen bu genel çerçeveden sonra döviz kuru ve Türk lirası politikalarımıza ve bu kapsamda piyasa düzenlemelerine ilişkin bazı hususların netleştirilmesinde fayda bulunmaktadır.

III. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARIMIZ - OPERASYONEL ÇERÇEVE

III.1- Kur Politikası: Genel Değerlendirme

99. Döviz kuru politikamız, Sunum'un başında kur rejimleri çerçevesinde açıklanan dalgalı kur rejimi uygulaması çerçevesinde şekillenmektedir. Dalgalı kur uygulamasında, kurun seviyesinin piyasa koşulları altında piyasa oyuncuları tarafından belirlenmesi esastır. Bu rejim altında döviz kurlarının düzeyine etki eden unsurlar;

100. Kısa ve orta vadede;

- i. Piyasada farklı türde oyuncuların varlığı; ekonomik temellere göre hareket edenler, teknik analistler, spekülâtörler,
- ii. Yapısal reformlar ve verimlilik üzerine etkileri,
- iii. İç ve dış siyasi gelişmeler,
- iv. Global şoklar,
- v. Cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri bekleyişleri,
- vi. Kamu kesimi borç stoku, risk primi,
- vii. Ekonomik birimlerinin geleceğe yönelik karar alma süreçlerinin vadesi;

101. Uzun vadede ise;

Ekonomik temeller; örneğin,

- i. Dış ticaret hadleri,
- ii. Verimlilik ,
- iii. Kamu maliyesi politikası,
- iv. Yurtiçi ve yurtdışı enflasyon oranlarındaki farklılıklardır.

102. Mevcut program altında döviz kuru artık bir neden değil sonuç haline gelmiştir. Bugün, kurun seviyesi mevcut tüm politika uygulamalarının sonucunu

yansıtır bir niteliktedir. Bu kapsamda kurun genel eğilimine bakıldığında; yapısal reformların yapılması, kamu maliyesi disiplininin sürmesi ve dış finansal destek Türk lirasına değer kazandırırken, siyasi belirsizlik algılaması, dolayısı ile programın sürdürülebileceğine ilişkin kuşklar Türk lirasına değer kaybettirmektedir.

103. Kur politikasının sahibi olan Merkez Bankası döviz kurundaki gelişmeleri sadece enflasyon hedefi doğrultusunda değerlendirecektir. Kurun seviyesinin herhangi bir kesime; bankalara, ihracatçılara, ithalatçılara, döviz borcu veya alacağı olanlara göre ayarlanması söz konusu değildir.

104. Öte yandan, enflasyon hedeflemesi rejimine gidilirken dalgalı kur rejiminde mümkün olduğu kadar az Merkez Bankası müdahalesi ile kur istikrarının sağlanması çok önemlidir. Enflasyon ile birlikte reel ve nominal faizler düştükçe, özellikle de Türk lirası verim eğrisi daha sağlıklı bir biçimde oluştuğca, ekonomik temellere bağlı olarak kur için bir istikrar alanı oluşacaktır.

105. Bu noktada döviz kurunun seviyesi ile ilgili olarak çok sık vurgulanan bir hususa değinmekte fayda bulunmaktadır. Dalgalı kur uygulaması ile birlikte, Türk lirasının değer kazandığı dönemlerde, kurun mevcut seviyesinin Ülkemizin rekabet gücüne zarar verdiği, mutlaka müdahale edilmesi gerektiği öne sürülmüş ve kur politikasının bu çerçevede yürütülmesinin şart olduğu bazı kesimler tarafından ifade edilmiştir. Oysa; bir ülkenin rekabet gücünün salt reel döviz kurunun seviyesi ile belirlenmediği açıktır. Rekabet gücünü belirleyen unsurlar⁵:

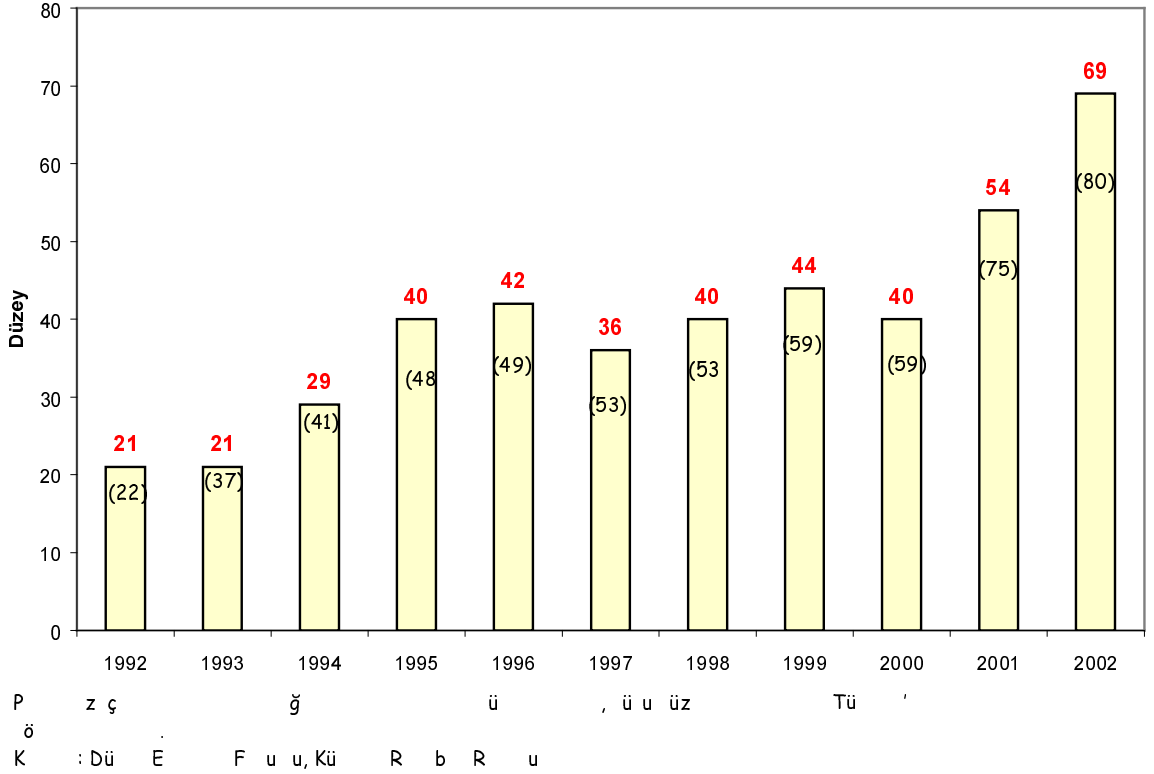
- Fiyat rekabeti başlığı altında; reel kurlar, yurtiçindeki kur ve fiyatların göreceli hareketini gösteren nisbi pozisyonlar ve birim ücretler;
- Niteliksel unsurlar kapsamında; satış sonrası hizmet, üründe standartlaşma;
- Yapısal unsurlar başlığı altında; makro ekonomik performans, ekonomik ve sosyal gelişmişlik düzeyi, verimlilik, nitelikli işgücü ve araştırma - geliştirme çalışmalarıdır.

⁵ Kotan, Z., Şubat 2002, Uluslararası Rekabet Gücü Göstergeleri: Türkiye Örneği, Araştırma Tebliği.

106. Bu kapsamda, Türkiye ihracata dayalı bir büyüme stratejisi izleyecekse, ekonomideki bütün birimler rekabet gücü kazanmak için verimlilik artışı ve teknolojik yenilenmeye yönelmeli ve firmaların artan girdi maliyetleri yakından incelenmelidir.

107. Grafik 22 zaman içinde tüm bu unsurlara bağlı olarak rekabet gücümüzün bir türlü istenilen düzeye gelemediğinin bir göstergesidir. Görüldüğü gibi 1994 ve 2001 devalüasyonları da aslında rekabet gücümüzü artırmamıştır.

Grafik 22. Global Rekabet İçinde Türkiye Nerede ?



III.2- Kur Politikası: Operasyonel Düzenlemeler

108. Bankamız döviz piyasalarının gelişmesine ve etkinliğinin artmasına yönelik tedbirlere önem vermektedir. Bu kapsamda kur riskine karşı korunma sağlayan vadeli işlem piyasalarının işler hale gelmesi ve gelişmesi için gereken her türlü desteği vermektedir. Yine Bankamız, döviz piyasalarında serbest piyasa koşullarının

oluşmasını sağlamak diğer bir deyişle bu piyasaları daha etkin bir yapıya kavuşturmak amacı ile, aracılık rolünden kademeli olarak çekilmiştir. Bankamızın aracılık rolünden çekilmesi, piyasa katılımcılarının bundan böyle işlemlerinde karşı taraf riskini de gözetmelerini gerektirmekte ve spekülatif hareketlerin sınırlandırılmasına yardımcı olmaktadır.

109. Benzer şekilde, Bankamız olumlu ödemeler dengesi gelişmeleri ve ters para ikamesi sonucunda piyasada oluşabilecek döviz arz fazlasını, sadece döviz rezervlerini kuvvetlendirmek amacı ile, daha önce de döviz alım ihaleleri ile yaptığı gibi, şeffaf ve kurala bağlı mekanizmalarla satın almış ve tekrar alabilecektir. Bu tür bir uygulamadan temel amaç, artan döviz rezervleri ile piyasa güvenini yükseltmek ve Ülkemizi dışsal şoklara karşı daha dayanıklı kılmaktır.

110. Daha önce de belirtildiği gibi Bankamızın döviz kurunun seviyesine ilişkin hiçbir taahhüdü bulunmamaktadır. Sadece aşırı oynaklıklara, fiyat istikrarı hedefini tehlikeye attığı ölçüde müdahale edilecektir. Bu müdahaleler piyasalarda doğrudan alım veya satım şeklinde olabileceği gibi ekonomik birimlerin açık pozisyon taşımaları, yani farklı para cinsinden kıymet bulundurmaları nedeniyle varlıkları ile yükümlülükleri arasında uyumsuzluk olması halinde taşıdıkları riskin boyutu ile ilgili saptamalar, uyarılar ve denetimler şeklinde de olabilecektir ve olmaktadır.

III.3- Türk Lirası Politikası

111. Merkez Bankası mevcut program esasları çerçevesinde Türk lirası piyasalarının işleyişine ve geliştirmesine yönelik olarak da pek çok uygulamayı başlatmış veya destek vermiş bulunmaktadır. Bu kapsamda;

- i. Bankaların likidite yönetimlerine esneklik sağlamak, mali piyasaların daha istikrarlı bir yapıya ulaşmasına katkıda bulunmak ve aracılık maliyetlerini düşürmek amacıyla; disponibilitate ve zorunlu karşılık oranları değiştirilmeden,

hesaplama, tesis ve bildirim süreleri ikişer hafta olarak belirlenmiş, yabancı para ve Türk lirası zorunlu karşılıkların 3'er puanlık bölümlerinin 2 haftalık ortalama olarak tutulmasına imkan verilmiş, kasa ve efektif deposu likit değerler arasından çıkarılmış, yabancı para ve mevduat dışı diğer Türk lirası yükümlülükler için tesis edilen zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi kararlaştırılmıştır.

- ii. Merkez Bankası, Türk lirası piyasalarındaki "aracılık işlevi"ne, tedrici olarak 1 Temmuz'dan başlayarak 2 Aralık 2002 tarihinde son vermiş bulunmaktadır.
- iii. Fiyat istikrarı amacı için destekleyici amaç olan finansal istikrar için; geçici likidite sıkışıklığı oluşması durumunda; açık piyasa işlemleri ile gecelik vadede gün içi repo ihalesi açılarak piyasaya ilave Türk lirası likiditesi verilecektir. Bankamız, "borç veren son mercii" olma fonksiyonu çerçevesinde "Geç Likidite Penceresi" nden gerekirse işlem yapacaktır. Bu ve buna benzer finansal istikrar tedbirleri 11 Eylül 2001 krizinde uygulanmış, ve daha sonra muhtelif duyurularla birçok defalar açıklanmıştır.
- iv. Sterilizasyonun etkinliğini artırmak amacıyla 1 Nisan 2002 tarihinden itibaren, programlı, piyasa likiditesini önemli düzeyde etkilemeyecek, sınırlı miktarda, 4 hafta vadeli Türk lirası Depo Alım İhaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. Depo Alım İhaleleri ile; Merkez Bankası Türk lirası piyasalarındaki likidite fazlalığını sterilize etme işlemlerini etkinleştirmekte, piyasada işlem yapılmayan 4 hafta vadede referans faiz oranı oluşturulmakta, piyasanın risk algılaması hakkında bilgi alınmakta, döviz, para ve menkul kıymet piyasaları için çok önemli olan verim eğrisi oluşumuna yardımcı olunmaktadır.

112. Türk lirası piyasalarına yönelik doğrudan Merkez Bankası düzenlemelerine ek olarak;

- i. Türkiye Bankalar Birliği organizasyonunda; bankalararası para piyasasının likiditesinin ve şeffaflığının artırılması, hem bankaların kredileri hem de diğer finansal araçlara ilişkin güvenilir referans oranlarının belirlenmesi, sağlıklı bir

verim eğrisinin oluşmasına katkıda bulunması ve finansal araçların daha kolay fiyatlandırılması suretiyle vadeli işlemlerin gelişmesine olanak sağlaması amacıyla, Türk lirası Referans Faiz Oranı (TRLİBOR) uygulaması 1 Ağustos 2002 tarihinden itibaren uygulamaya geçirilmiştir.

ii. Borç yönetiminde etkinlik ve DİBS'lerin ikincil piyasa likiditelerini artırmak amacı ile "piyasa yapıcılığı" uygulaması Hazine tarafından tekrar başlatılmıştır.

113. Bu kapsamda, Merkez Bankası tüm bu uygulamalara gerekli desteği vermektedir.