



PARA POLİTİKASI

HEDEFLER, GELİŞMELER, RİSKLER

Nisan 2003

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Sunuş Planı

- Para Politikası; Hedefler, Gelişmeler
 - ✓ Genel Çerçeve
 - ✓ Kur Rejimi
 - ✓ Büyüme; Gelişme ve Göstergeler
 - ✓ Enflasyon; Gelişme ve Göstergeler
 - ✓ Enflasyon ve Faiz oranları

Genel Çerçeve

- Mevcut program çerçevesinde **orta vadede** amaçlanan, fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda sürdürülebilir yüksek büyüme oranlarına ulaşmak, istihdamı artırmak ve yoksulluğu azaltmaktır.
- Bu kapsamda;
 - ✓ Mali politikaların kurala bağlanması,
 - ✓ Yapısal reformların hızla ve kararlılıkla gerçekleştirilmesi,
 - ✓ Piyasa ekonomisinin sağlam temeller üzerine oturtulması,
 - ✓ Özel sektörün ekonomideki rolünün güçlendirilmesi,
 - ✓ Verimliliğin ön plana çıkartılması,
 - ✓ Doğrudan yabancı yatırımları teşvik eden önlemlerin hayata geçirilmesi,

son derece önemlidir.

Genel Çerçeve

Uygulanmakta olan program çerçevesinde

- ✓ **Kamu maliyesi disiplini ve parasal disiplin**



Fiyat İstikrarı



İç borç stokunun
sürdürülebilirliği riskinin
ortadan kalkması

Genel Çerçeve

● Para politikası tasarımlarında kullanılacak **politika araçları**;

- ❖ Sermaye hareketleri kısıtlı iken, hem faiz oranları hem de döviz kurları kontrolü; 1980 öncesi.
- ❖ Sermaye hareketleri serbest iken, döviz kurları kontrolü, serbest faiz; pasif para politikası; 1990-2001 döneminde.
- ❖ Sermaye hareketleri serbest iken, faiz oranları kontrolü, serbest kur; aktif para politikası; 2001 yılı sonrası.

Sonuç: Sermaye hareketleri serbest iken hem faiz oranları hem de döviz kuru kontrol edilemez.

Kur Rejimi

Temel varsayım: **dalgalı kur rejimi**

- Döviz kuru **rejiminin seçimi Hükümet ile birlikte** yapılmaktadır.
- Döviz kuru **politikasının uygulanması ise Merkez Bankası'na** aittir.
- Döviz kurları **arz ve talep koşulları altında** serbest piyasada belirlenmektedir.
- Döviz kurlarının düzeyini;
 - ✓ Piyasada farklı türde oyuncuların varlığı; ekonomik temellere göre hareket edenler, teknik analistler, spekülâtörler,
 - ✓ Yatırımcıların portföy tercihlerindeki değişiklikler,
 - ✓ Yapısal reformlar ve verimlilik üzerine etkileri,
 - ✓ İç ve dış siyasi ve ekonomik gelişmeler,
 - ✓ Cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri bekleme eğilimleri,
 - ✓ Kamu kesimi borç stoku, risk primi,
 - ✓ Ekonomideki devresel hareketler,
 - ✓ Ekonomik temeller; örneğin dış ticaret hadleri, verimlilik, kamu maliyesi politikası, yurtdışı ve yurtiçi enflasyon oranlarındaki farklılıklar,

belirler.



Kur Rejimi

- Dalgalı kur rejimi altında **döviz kuru**, politika uygulamalarının artık bir **nedeni değil sonucudur**. Dolayısıyla, diğer politika uygulamalarının olumlu ya da olumsuz etkileri doğrudan kura yansımakta ve kur herkes tarafından takip edilebilen ve çok göz önünde olan bir nitelik taşımaktadır.
- Dalgalı kur rejimi altında döviz kurunda **aşırı oynaklıklara**, **fiyat istikrarı** hedefini **tehlikeye** attığı ölçüde, **şeffaf** bir şekilde müdahale edilebilir.
- Müdahaleler **uyarılar**, **duyurular** ve **denetimler** şeklinde de yapılabilir.
- Piyasadaki döviz likidite fazlasının bir kısmı, **şeffaf** ve **kurala bağlı** mekanizmalarla çekilebilir.
- Dalgalı kur rejiminde **kur riskinin piyasada olması**, “sıcak para” olarak da adlandırılan **kısa vadeli spekülatif sermaye hareketlerini** sınırlamaktadır.
- **Oyuncuların davranışları değişmiştir**. Irak gibi bir dış şok karşısında piyasalardaki dalgalanmaların geçmişle kıyaslanmayacak ölçüde düşük olması bunun bir göstergesidir. Dalgalı kur, Savaşın piyasalar üzerindeki etkisini sınırlamıştır.



BÜYÜME

Büyüme

Hükümetlerin temel hedefi  **büyüme ve istihdam artışı.**
Merkez bankalarının hedefi  **fiyat istikrarı.**

● Hükümet ve Merkez Bankası nasıl, nerede uzlaşır ?

Enflasyon hedefi Hükümet ve Merkez Bankası'nın ortak hedefidir. Merkez Bankası Yasasında öngörüldüğü gibi fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümet'in büyüme ve istihdam politikalarını destekleyecektir.

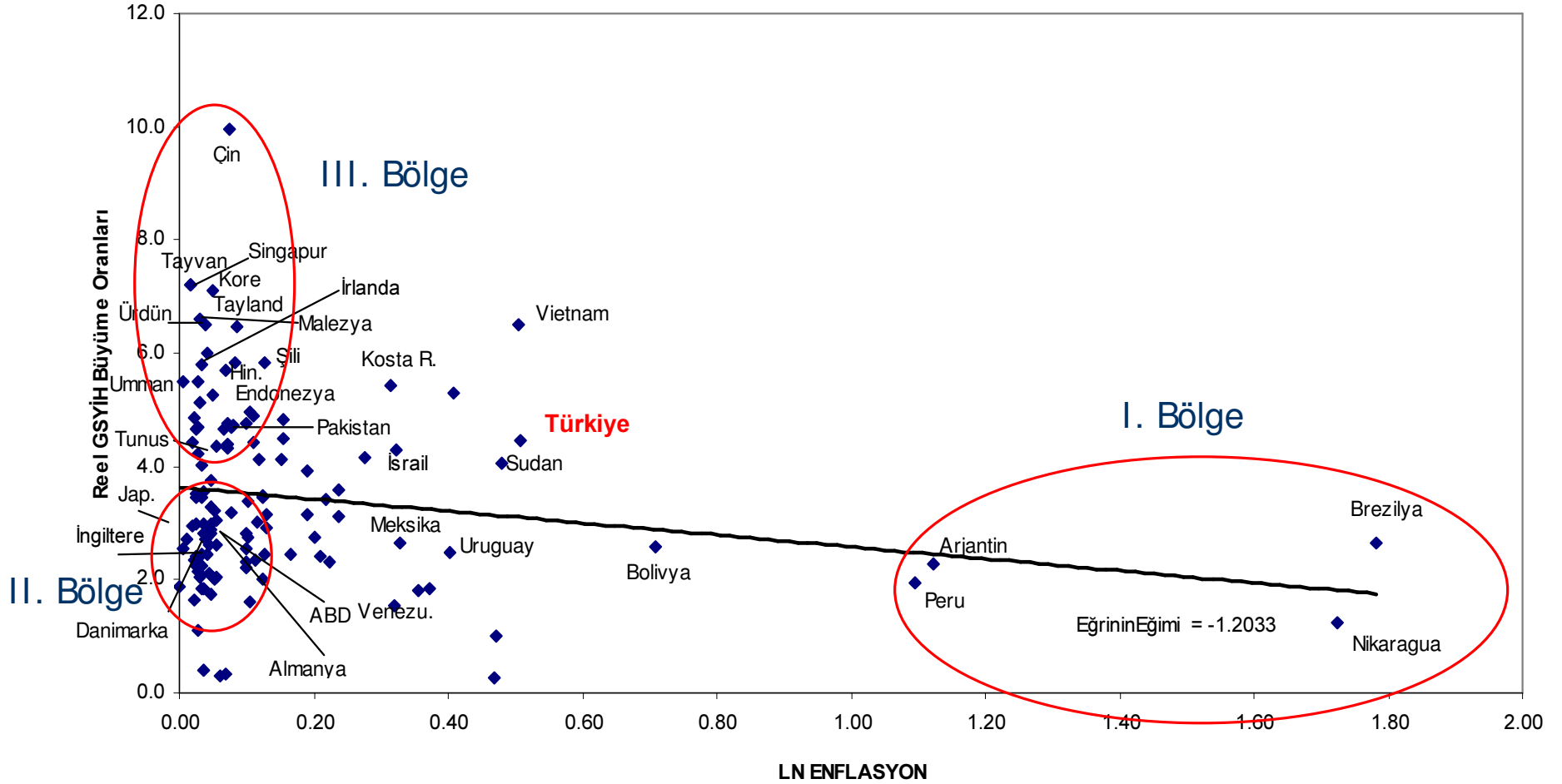
● Neden?

Fiyat istikrarı sürdürülebilir büyümenin olmazsa olmaz önkoşuludur. Merkez Bankası, sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışını fiyat istikrarını sağlayarak destekler.

● **Büyüme - enflasyon ikilemi yanılığı.**

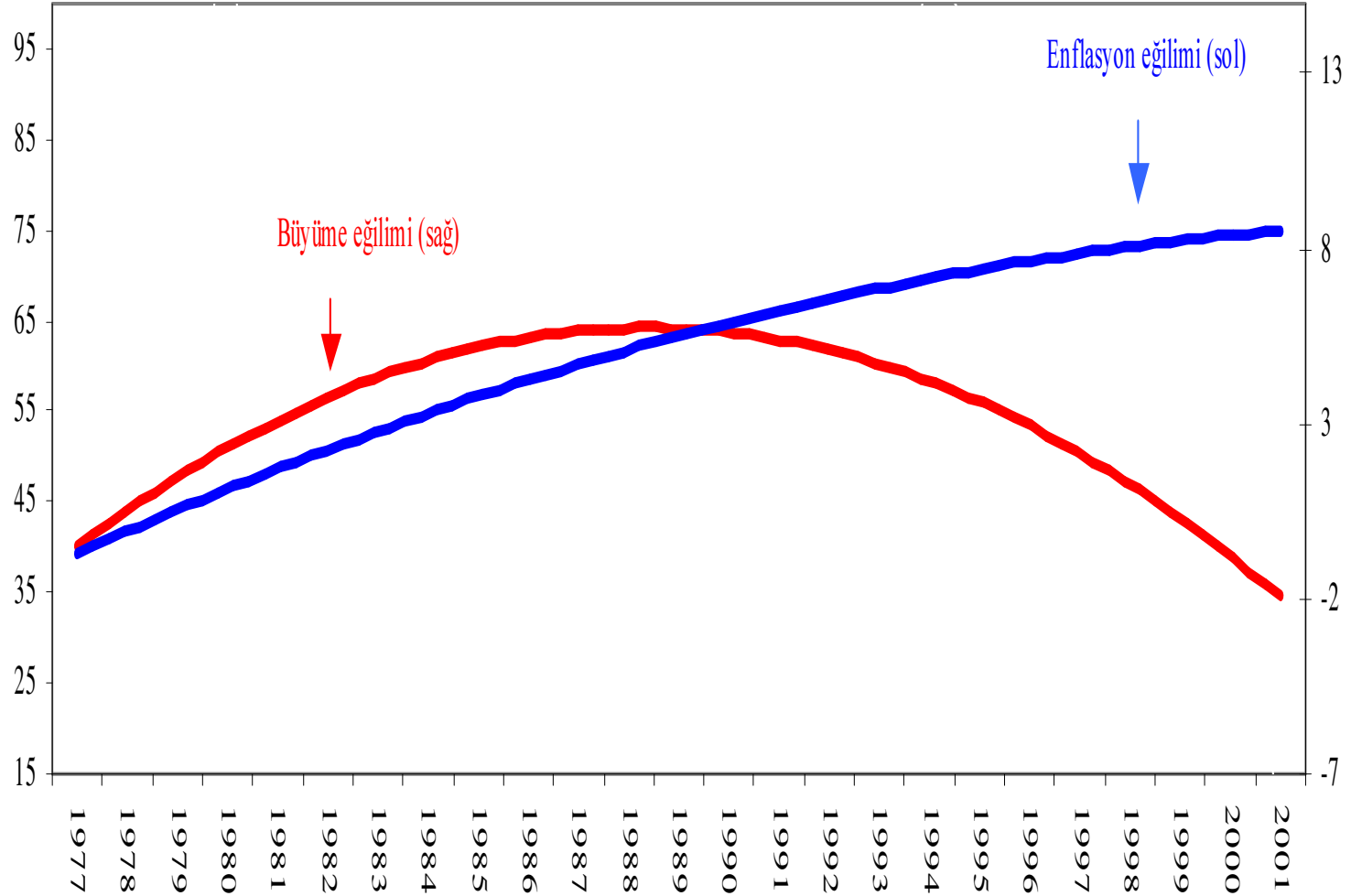
- ✓ Büyüme ve enflasyon arasında, aynı yönde bir ilişki olduğu ve büyüme oranlarında artışın ancak para politikasını biraz gevşeterek, enflasyonu da biraz artırarak sağlanabileceği yanılığı vardır.
- ✓ Oysa, büyüme ve enflasyon arasında böyle bir etkileşim yoktur.
- ✓ Erken iktisat literatürü çerçevesinde yapılan bu yorumlar,
 - ❖ Statik bir ortamda,
 - ❖ Düşük enflasyona sahip ülke örnekleri çerçevesinde, ve
 - ❖ Kısa vade için,yapılmaktadır.
- ✓ 1980'lerden sonra gelişen modeller ve uzun dönem analiz uygulamaları sonucunda, enflasyon ile büyüme arasında uzun vadede tersine bir ilişki olduğu, **sürdürülebilir** ve **daha yüksek bir büyüme** için mutlaka **düşük enflasyon oranlarında fiyat istikrarının** sağlanmış olması gerektiği saptanmıştır.
- ✓ Bu çerçevede, Dünya örneklerinden yola çıkıldığında ve Ülkemizde de son yirmi beş yıla baktığımızda, enflasyon ile büyüme arasında ters yönlü bir ilişki görülmektedir.

Son 20 Yılda Dünya Ekonomilerinde Ortalama Büyüme - Ortalama Enflasyon



Büyüme

Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme Eğilimleri (1977 - 2001)



Trend çizgileri, $y = a + bx + cx^2$ eğrileridir. x =yıllar, y =büyüme ya da enflasyon.

Büyüme

- Sıkı maliye politikası, faiz dışı bütçe fazlası ve büyüme.
 - ✓ Kamunun borcunun yüksek olduğu ülkelerde, **borç stokunun çevrilebilirliği** konusundaki **bekleyişler**, bu ülke ekonomilerindeki gelişmelerin, özellikle de **enflasyon ve büyüme dinamiklerinin temel belirleyicisi** olmaktadır.
 - ✓ Bu nedenle, Ülkemizde **borç stokunun milli gelire oranının zamanla azaltılması**, faiz dışı bütçe fazlası verilmesine, büyüme hızının artmasına, reel faizlerin düşmesine ve Türk lirasının istikrar kazanmasına bağlıdır.
 - ✓ Bu noktada mevcut koşullar altında, yukarıdakiler arasından ekonomi politikasını oluşturanlarca kontrol edilebilir tek değişken, **faiz dışı bütçe fazlasıdır**.
 - ✓ Faiz dışı bütçe fazlası verilmesinin borç stokunun azaltılmasını sağlamasının yanı sıra olumlu etkileri:
 - ❖ Ekonomik birimleri borcun çevrilebilirliği konusunda ikna eder. Bu konudaki olumlu bekleyişler ise, reel faizlerin içindeki risk priminin ve reel faizlerin düşmesini sağlar.
 - ❖ Risk priminin azalması, Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin istikrar kazanmasına yardımcı olur.
 - ❖ Dolayısıyla, uzun vadeli ve güçlü bir sıkı maliye politikası, ekonomik birimlerin bekleyişlerinin olumlu yönde gelişmesine ve güven ortamı sağlanmasına katkıda bulunur. Bunun sonucu olarak, tüketim ve yatırımın, diğer bir ifadeyle toplam talebin artması yoluyla ekonomik büyümeye destek olur. Örn. İrlanda, Danimarka.

Büyüme



Verimlilik ve büyüme.

- ✓ Verimlilik artışı **ekonomik büyümenin lokomotifidir**. Bu kapsamda, **verimlilik artışı** ile **istihdam artışı** arasında da **kuvvetli bir pozitif ilişki** olduğu düşünülmektedir.
Verimli bir ekonomi daha fazla sermaye çeker, yeni iş imkanları sağlar.
- ✓ Ülkemizdeki düşük verimliliğin arkasındaki en büyük etken ise **makro ekonomik ve politik istikrarsızlıktır**. Bu çerçevede, Ülkemizin ekonomik verimlilik sürecinde iki nokta göze çarpmaktadır:
 - ❖ Toplam faktör verimliliğinin büyümesindeki yavaşlama,
 - ❖ Hızla artmasına rağmen yetersiz sermaye girdileri.
Sermaye girdilerinin başlangıç seviyesi çok düşük olduğu için, artan yeni yatırımlara rağmen son on yılda gelen nokta diğer ülkelerin oldukça gerisindedir.
- ✓ Ülkemizde, verimlilik artışı önünde özellikle istikrarsızlıktan kaynaklanan başlıca şu engeller belirlenmiştir:
 - ❖ Yüksek reel faiz oranları verimliliği artırmaya yönelik hassasiyetin azalmasına yol açmaktadır.
 - ❖ Sermaye maliyetinin yüksek olması ve uzun vadeli sermaye piyasalarının gelişmemiş olması dolayısıyla, uzun vadeli rasyonel yatırımlar yapılmamaktadır.
 - ❖ Büyük talep dalgalanmaları kapasite planlamasını ve kullanımını olumsuz etkilemektedir.
 - ❖ Kayıtdışı ekonominin yarattığı haksız rekabet ortamı, tekelci piyasalar ve devlet mülkiyeti verimlilik artışının önünde engel oluşturmaktadır.
- ✓ Bu nedenle, bir taraftan ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik **uygulamaların kararlılıkla sürdürülmesi**, diğer taraftan gerek kamu kesimi gerekse özel kesim tarafından verimliliği artırıcı **politika ve reformlara önem ve öncelik verilmesi** gerekmektedir.

Büyüme - 2002

- 2002 yılı için başlangıçta yüzde 3 olarak öngörülen, daha sonra ise yüzde 6,5 olarak yukarı revize edilen büyüme tahmini, büyük bir oranda aşılmış ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) **2002 yılında yüzde 7,8 düzeyinde** büyümüştür.

İhracat, olumlu bekleşler, sanayi üretimindeki ve tarımsal üretimdeki artış, stok artışı, baz etkisi

- Çok net bir biçimde görüldüğü üzere yılın başından beri pek çok kesimce ifade edilen “Bu programda büyüme olmaz, büyüme olmadan da program yürümez.” söylemi yanlış çıkmıştır.

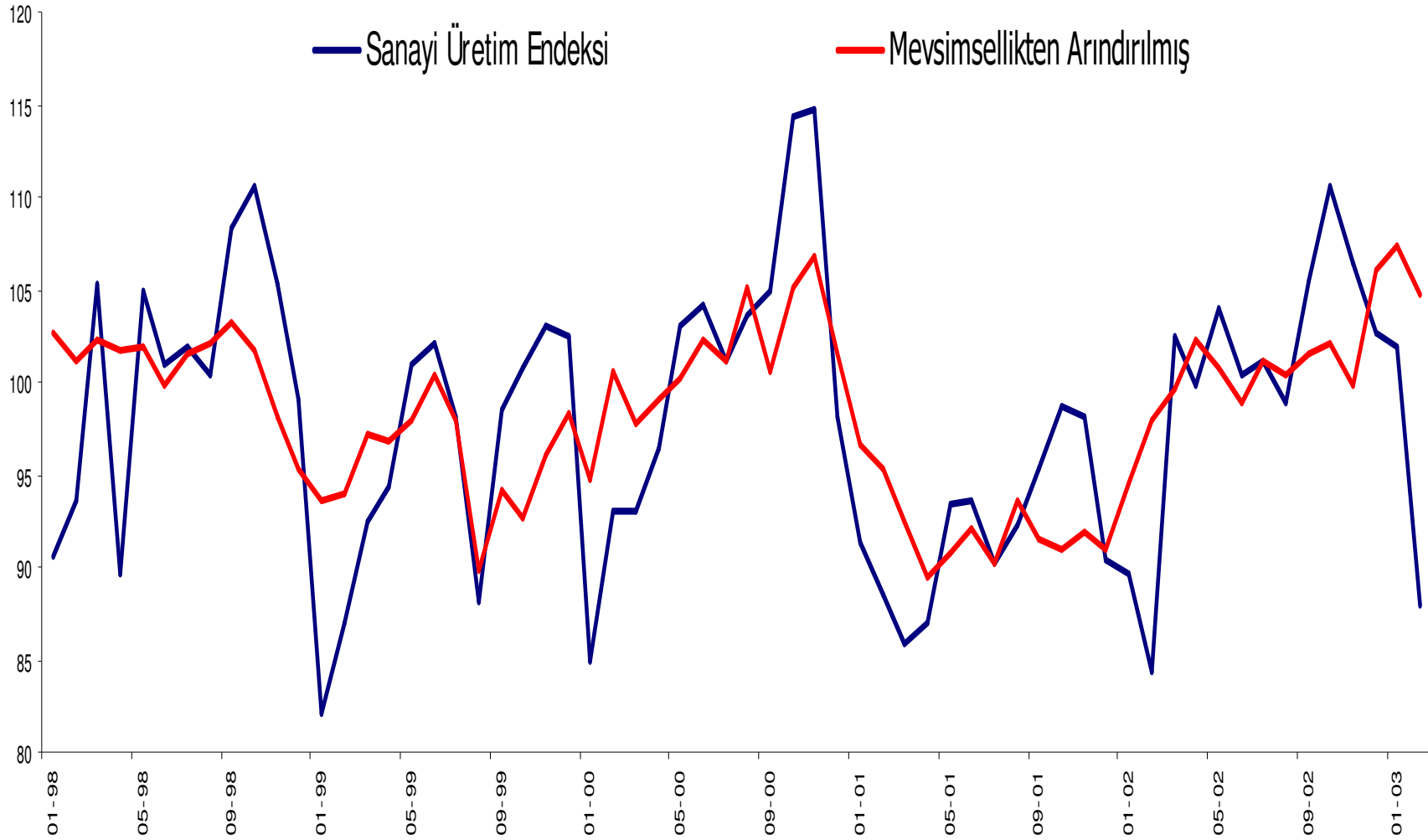
Bu ifadelerin hangi bilgilere dayandığı Tarafımızca merak konusu olmuştur. Ama elimizde ipuçları vardır. Diğer ülkelerin tecrübelerinden biliyoruz ki bir yolsuzluk biçimi olan enflasyonla ciddi bir şekilde mücadelenin başlamış olması, toplumda bazı kesimleri rahatsız edebilmektedir.

Büyümede Görünüm

- 2003 yılı büyüme öngörüsü **yüzde 5**'dir.
- Bugün itibarı ile, 2003 yılında ekonomik büyümeyi destekleyecek faktörler:
 - ✓ **İhracatın** kazanmış olduğu ivme,
 - ✓ **Bankacılık sisteminin** yeniden sermayelendirilme sürecinin tamamlanması ile kredi kanalının daha verimli çalışması sonucu sanayi için kaynak aktarımının daha etkin hale gelmesi,
 - ✓ Başta kamu olmak üzere tüm ekonomide **verimliliği artırıcı politikalara, reformlara** ve **sıkı mali politikalara** önem ve öncelik verilmesi ile gerçekleşmesi beklenen verimlilik artışı,
 - ✓ Mevcut program uygulamasında tereddüt gösterilmemesi sonucu bekleyişlerde görülecek olumlu gelişmeler,
 - ✓ Olumlu bekleyişlerin sonucu **faizlerin daha düşük** seviyelerde **istikrar** kazanması ve **döviz kurlarında hareketliliğin** daha da **azalması** ile birlikte **yatırım** ve **tüketim** harcamalarında görülecek **artış**,
olacaktır.
- Nitekim büyümenin ilk işaretleri olarak,
 - ✓ İhracat Ocak ayında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 13,4 oranında,
 - ✓ Sanayi üretim endeksi ise Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla yıllık yüzde 13,7 ve yüzde 4,4 oranında
artmıştır.

Büyümede Görünüm

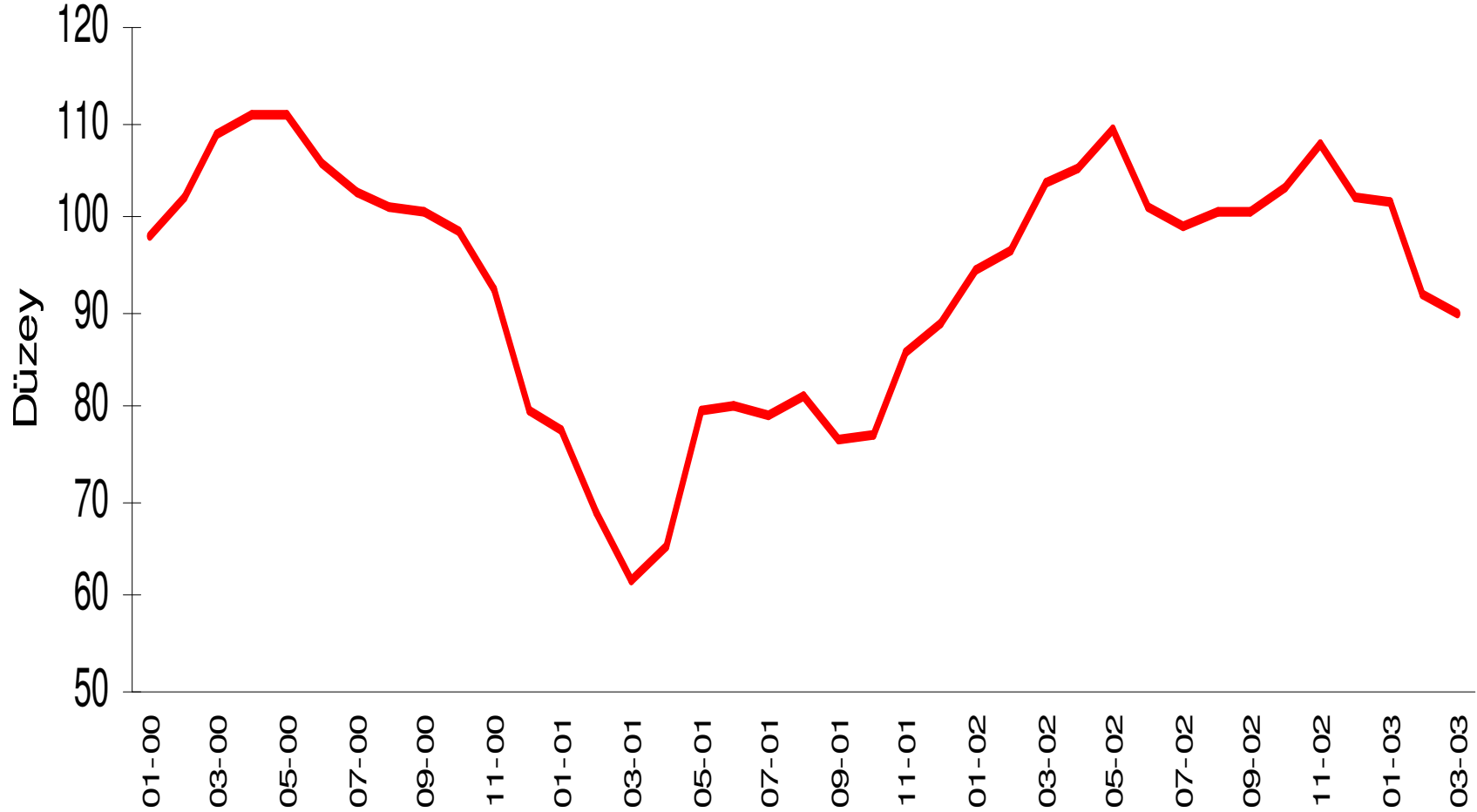
Sanayi Üretim Endeksi



2003 Ocak ayında mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim endeksi artış eğilimini sürdürmüş ve 2001 krizi öncesi seviyesine yaklaşmıştır. Fakat, Şubat ayında endeks bu eğiliminin tersine bir düşüş göstermiştir.

Büyümede Görünüm

Reel Sektör Güven Endeksi



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.

Büyümede Görünüm

- 2003 yılı büyüme beklentileri ise, Merkez Bankası Beklenti Anketi verilerine göre yılbaşından bu yana azalarak **yüzde 3,3 seviyesine gerilemiştir.**
- Bekleyişlerde gerilemeye sebep olan faktörler:
 - ✓ IMF ile yürütülen 4. Gözden Geçirme müzakerelerinin uzun sürmesi,
 - ✓ Irak'a düzenlenen askeri operasyonun ilk etkilerinin petrol fiyatları ve turizm gelirleri üzerinde hissedilmesi,
 - ✓ Düşük baz yılı etkisinin ortadan kalkmasıolmuştur.

Büyümede Görünüm

- Uygulanan program ve kamu sektöründe yapılan reformlar Türkiye'de sermaye birikim sürecini de değiştirmektedir.
 - ✓ Gönüllü veya gönülsüz, kamu destekli bir sermaye birikim sürecinden, piyasa koşullarının hakim olduğu, dünya pazarlarının ölçü ve ölçek alındığı bir birikim sürecine yönelinmiştir.
 - ✓ Bu sürecin sağlıklı ve daha az maliyetli sürdürülebilmesi için kamu sektörü reformları ile özel sektör reformları eşgüdüm içinde gerçekleştirilmelidir.
 - ✓ Verginin tabana yayılması ve herkesten alınması gereklidir. Enflasyon bir vergilendirme metodu değildir. Çünkü hükümetlerin vergi üzerinde kontrolleri varken enflasyon üzerinde kontrolleri yoktur. Dolayısıyla, enflasyonist bir ortamda hangi kesimin fayda sağlayacağını, hangi kesimin zarar göreceğini hükümet de belirleyemez.
- Bankacılık reformu tamamlanmadan, bankalar tekrar kredi verme yeterliği kazanmadan reel kesimin toparlanması mümkün değildir. Bu yüzden bankacılık reformunun bu kesimlerce desteklenmesi gerekmektedir.
 - ✓ Reel kesime asıl katkı 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.

Büyümede Görünüm

- Programın ve Merkez Bankası'nın fiyat istikrarına ciddi bir şekilde yönelmiş olmasının toplumda güveni artırdığı bir gerçektir.

Programa devam edilmesi ve yapısal değişikliklerin hayata geçirilmesi sonucu kazanılan istikrar ile birlikte ekonomik birimlerin güven duygusu daha da artacaktır.

- Seçim sürecinde, kamu maliyesinde görülen gevşemenin düzeltilmesi, programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi halinde, dışsal şoklara rağmen, toplumda güvenin artacağına ve büyüme öngörüsünün gerçekleşeceğine dair şüphemiz bulunmamaktadır.



ENFLASYON

Enflasyon

- Para politikasının temel hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır.
- Bu kapsamda orta vadede hedefimiz enflasyonu tek haneli rakamlara indirmektir.
- Para politikası uygulamalarımız diğer politika amaçları ile sadece bu hedefi çerçevesinde ilgilidir. Bu kapsamda finansal istikrar, enflasyon üzerindeki etkisinden dolayı, gözetilmesi gereken destekleyici bir amaçtır.
- Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulamakta olduğumuz para politikasının nominal çapası para tabanı olmakla beraber örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmakta ve koşulları oluştuğunda doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi öngörülmektedir.

Enflasyon

- **Enflasyon hedeflemesi** rejiminin uygulanmaya başlanması için:

- ✓ Uygun içsel koşulların;
 - ❖ Sürdürülebilir kamu maliyesi disiplini
 - ❖ Geçmişe endeksleme alışkanlığının azalması
 - ❖ Destekleyici gelirler politikası

- ✓ Uygun dışsal koşulların,

sağlanması gerekmektedir.

- Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için gerekli olan kurumsal ve teknik hazırlıklarını tamamlamıştır. Bu çalışmalar,

- ✓ Ekonomik veri tabanının ve raporlama araçlarının güçlendirilmesini,
- ✓ Enflasyon tahmin sistemlerinin geliştirilmesini,
- ✓ Üç aylık çekirdek makro ekonomik model hazırlanmasını,
- ✓ Çeşitli istatistiklerin ve açıklayıcı raporların yayımlanmasını,

kapsamaktadır.

Ayrıca, Para Politikası Kurulu toplantılarına ilişkin ilave basın duyurularının da yayımlanmasına başlanacaktır.

Enflasyon - 2002

- Uygulamakta olduğumuz para politikası çerçevesinde, 2002 yılı için tüketici fiyat enflasyonu yüzde 35 olarak hedeflenmiştir.
- 2002 yılı sonu itibariyle **yüzde 29.7** ile hedefin oldukça altında kalan tüketici fiyat enflasyonu **son yirmi yılın en düşük yıl sonu rakamına** ulaşmıştır.
- Ancak, bu yeterli değildir. Dünyada, hemen hemen tüm ülkelerde enflasyon artık bir sorun olmaktan çıkmıştır.

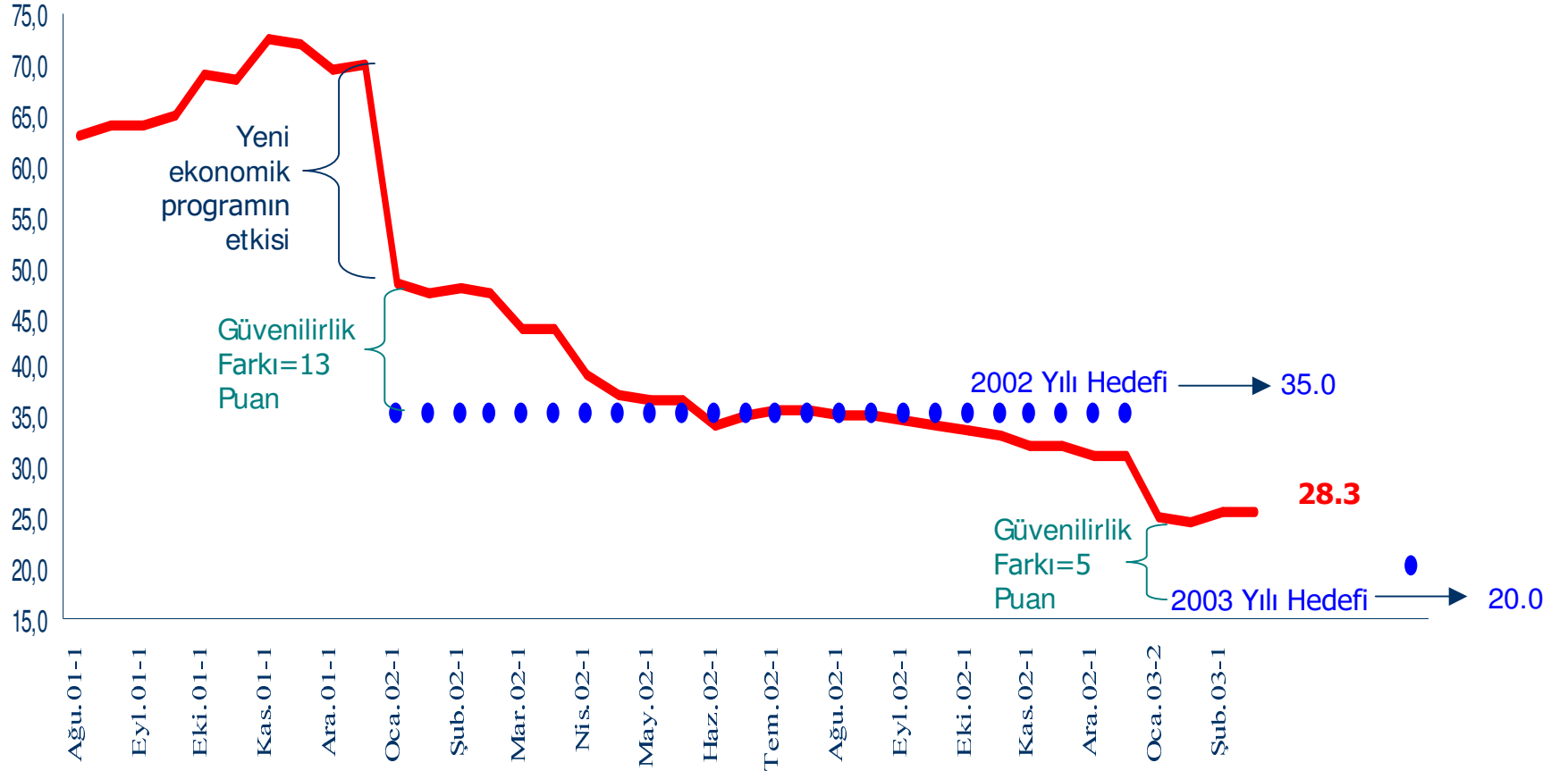
2001 yılında yıllık tüketici fiyat enflasyonu ortalamasına göre 176 ülke arasında sondan beşinci olan Ülkemiz, 2002 yılında enflasyon düşmüş olmasına rağmen sondan üçüncülüğe gerilemiştir. Dolayısıyla enflasyonda geldiğimiz bu noktadan çok daha ileri gitmemiz ve enflasyonu tek haneli rakamlara indirmemiz gerekmektedir.

Enflasyon - 2003

- Hükümet ve Merkez Bankası'nın ortak olarak açıkladığı 2003 yılı tüketici fiyat enflasyonu hedefi ise **yüzde 20'dir**.
- 2003 yılı ilk üç ayında enflasyon:
 - ✓ Ocak: % 2,6
 - ❖ Gerçekleşmeler beklentiler dahilindedir.
 - ❖ Mevsimsellikten arındırılmış fiyat artış hızı Mart 2002'den bu döneme en düşük seviyesindedir.
 - ❖ Artışı sınırlayan kalemler, gıda dayanıklı tüketim malları ve giyim olmuştur.
 - ❖ Kamunun fiyat ayarlamaları etkili olmuştur.
 - ✓ Şubat: % 2,3
 - ❖ Hız kazanan aylık fiyat artış hızı yıllık TÜFE oranının artmasına neden olmuştur.
 - ❖ Gıda fiyatlarında mevsimsel artış.
 - ❖ Petrol ve ulaşım fiyatlarında gözlenen artış hızlanmıştır.
 - ❖ Sağlık sektöründe mevsimsel olarak Ocak ayında görülen artış Şubat ayında da devam etmiştir.
 - ❖ Sınırlayan bir alt kalem olarak kira artışları Şubat ayında, Ocak 1994'den beri en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Yılın geri kalanı için izleyeceği seyir enflasyon hedefi için önemlidir.
 - ❖ Düşük gerçekleşen özel imalat sanayi fiyatları da fiyat artışını sınırlayıcı etki etmiştir.
 - ✓ Mart: % 3,1
 - ❖ Bekleyişlerin üzerinde.
 - ❖ Özellikle gıda fiyatlarındaki artış bekleyişlerin çok üzerinde gerçekleşmiştir.
 - ❖ Sağlık sektöründeki fiyat ayarlamaları bu ayda da devam etmiştir.
 - ❖ Haberleşme sektöründeki fiyat artışları etkili olmuştur.
 - ❖ Ulaşım fiyatlarındaki yükseliş devam etmektedir.
- Tüm bu dönem boyunca tüketici talebinde ciddi bir canlanma görülmemesi fiyat artışlarını önemli ölçüde sınırlamıştır.

Yıl Sonu Enflasyon Bekleyişleri (Tüketici Fiyatları)

2003 yılı için enflasyon bekleyişleri konulan yüzde 20 tüketici fiyat enflasyonu hedefinin üzerindedir.



Enflasyon bekleyişlerindeki bir diğer önemli gelişme ise, 2002 yılı başında enflasyon hedefi yüzde 35, bekleyişler yüzde 48,3 iken yaklaşık 13 puan olan güvenilirlik farkının, 2003 yılı başında hedefin yüzde 20 bekleyişlerin yüzde 24,8 seviyesi ile yaklaşık 5 puana düşmesi olmuştur.

Bu programa olan güvendedeki geçen bir yıldaki gelişmenin göstergesidir.

Enflasyon: Görünüm

- Son dönemde gerek faiz dışı fazlanın ne olması gerektiğine dair tartışmalar, gerek bütçe disiplini sağlanmasına yönelik önlemler hakkında bir kesinliğe ulaşılmadaki gecikme ve gerekse Irak operasyonuna ilişkin belirsizlikler sonucu **bekleyişlerde bozulma** görülmüştür.
- Enflasyonun bundan sonra seyri aslen aşağıdaki unsurlara bağlıdır. Bunlar:
 - ✓ İktisadi temellere bağlı olarak iç talebin izleyeceği seyir, ve
 - ✓ Dış gelişmeler; AB'ye üyelik süreci ve savaş sonrası Irak'la ilgili olası gelişmelerdir.
- **İktisadi temeller** kapsamında,
 - ✓ Uygulanmakta olan programa kesintisiz devam edilmesi,
 - ✓ Faiz dışı fazla hedefinin tutturulması için 2003 yılı bütçesinde yer alan ek önlemlerin hayata geçirilmesi ve mali disiplinin sürdürülmesi ile
 - ✓ Fiyatlardaki geçmişe endeksleme alışkanlığından vazgeçilmesi sonucu,baz etkisi de dikkate alındığında enflasyondaki yükseliş geçici bir sapma olarak kalacak ve 2002 yılında gözlenen düşüş eğilimi devam edecektir.
- Para politikasının etkinliği ve hedeflere ulaşılması için **kamu maliyesi disiplininin** ve **alınan tedbirlerin nitelikleri** de önemlidir. Bu çerçevede 2003 yılı bütçesinde alınan önlemlerin düzenleniş biçimi, önümüzdeki dönemde kamu kaynaklı enflasyonist baskının yüksek olmayacağı sinyalini vermektedir.



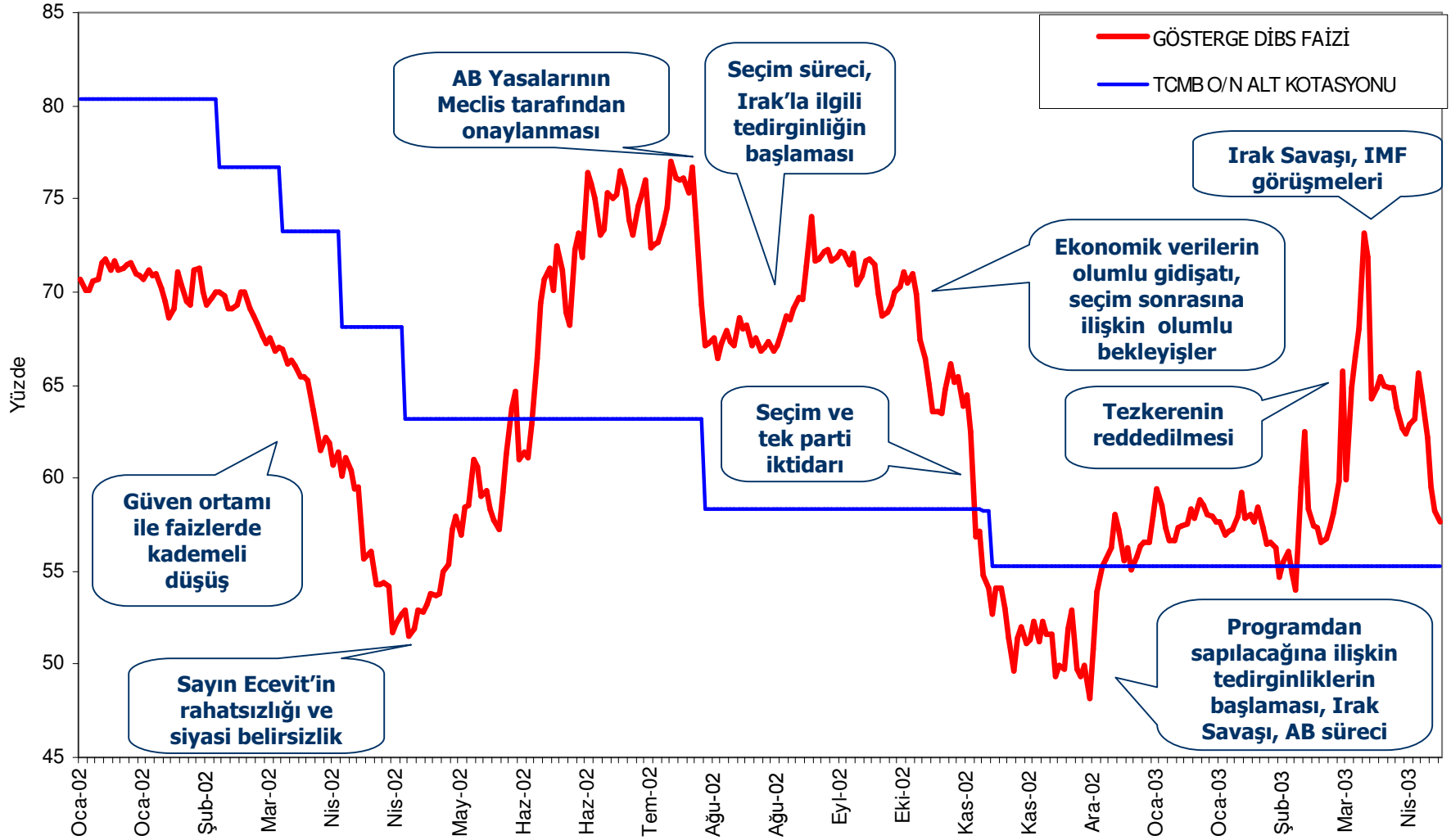
ENFLASYON VE FAİZLER

Enflasyon ve Faizler

- Bugün uygulanmakta olan para politikası rejimi çerçevesinde, dalgalı kur rejimi altında temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamada Merkez Bankası, kararlarını sadece **gelecekteki enflasyona bakarak** almaktadır.
- Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadelede en etkin aracı ise kısa vadeli faiz oranlarıdır.
- Kısa vadeli faiz oranlarıyla ilgili kararları alırken gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için nelere bakılır?
 - ✓ 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.

Enflasyon ve Faizler

TCMB FAİZ ORANI VE GÖSTERGE NİTELİĞİNDEKİ DİBS FAİZİ



Enflasyon ve Faizler

- Sadece enflasyon hedefinin ve öngörülerinin esas alınması; diğer bir deyişle geçmişte olduğu gibi döviz kuru, ödemeler dengesi, büyüme ile kamu maliyesi ve bankaların desteklenmesi gibi konuların doğrudan ya da dolaylı olarak hedeflenmemesi ve gözetilmemesi ekonomik birimlere daha net sinyaller verilmesini sağlamaktadır.
- Bu da,
 1. **Risk priminin** ve dolayısıyla **reel faizlerin** düşmesi
 2. **Sürdürülebilir bir büyüme** ortamının ve istihdam artışının sağlanması için son derece önemlidir.

Enflasyon ve Faizler

- Türkiye'de reel faizlerin yüksek düzeylerde oluşmasının
 - ✓ Nedeni evelden beri yaşanan krizler, yüksek enflasyon ve bu yapının yarattığı kırılğan ortam,
 - ✓ Sonucu ise üretken alanlardaki yatırımların düşüklüğü ve oynak ve düşük ortalama büyümedir.

Yüksek reel faizlerin uygulanan programla birlikte giderek sağlamlaşan 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.

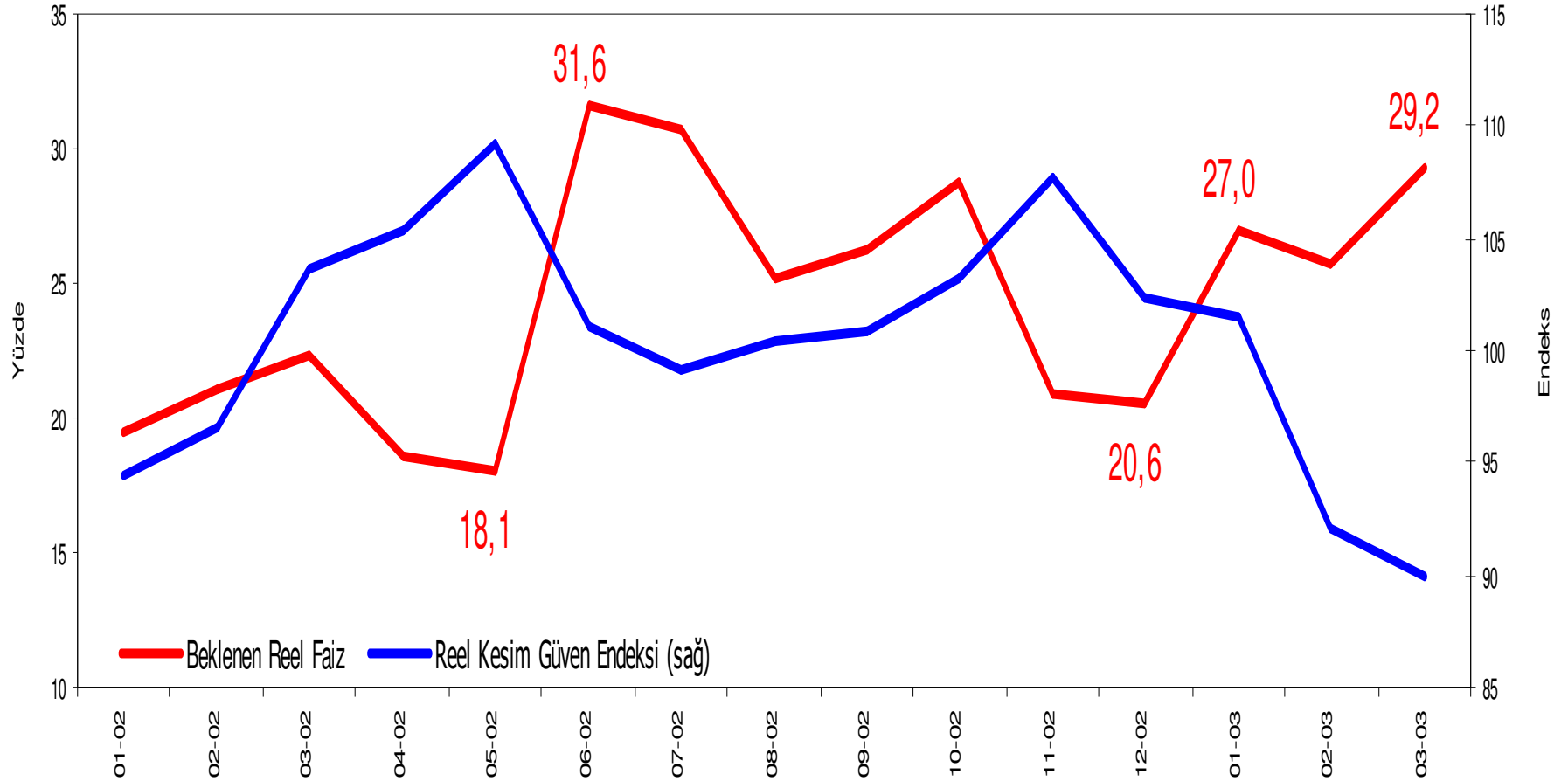
Bu amaçla;

- ✓ Öncelikle enflasyonla mücadelede kararlılık,
- ✓ Sıkı maliye ve para politikalarının uyumluluk ve kararlılıkla uygulanması, ve
- ✓ Ekonomide verimliliği artıracak yapısal reformların süratle hayata geçirilmesi gerekmektedir.

Enflasyon ve Faizler

- Bugün itibariyle, Ülkemiz ekonomisinde faizler genel düzeyini belirleyici anahtar unsur, borç stokunun çevrilebileceğine dair beklentilerdir.
- Bu beklentilerin bozulması, ekonomik birimlerde borcun geri ödenemeyeceği ya da diğer bir ifadeyle konsolidasyon / monetizasyon riskinin artmasına ilişkin beklentilerin oluşmasına neden olacaktır.
- Bu tür beklentiler ise Türk lirası ve döviz piyasalarında istikrarın bozulacağına ve yakın bir gelecekte kriz yaşanacağına dair algılamaları artıracaktır. Bu durum, yatırım araçlarındaki risk priminin, dolayısıyla reel faizlerin yükselmesine ve belirsizliğin artması nedeniyle, borçlanma vadelerinin kısalmasına yol açacaktır.
- Neticede, faiz oranlarını düşürmenin temel yolu ekonomik birimlere güven duyacakları bir ortam sağlamaktır.
- Ancak bu sayede ekonomik birimlerin risk algılamaları ve dolayısıyla reel faizler düşecektir.
- Güven ortamı sağlanmasında ilerleme kaydedilmeden, faiz oranlarının düşürülmesi için suni politikalar uygulamak, bu politikaların başarısız olmasının yanı sıra ekonomik birimlere farklı sinyaller verileceğinden, güvenin kaybolması nedeniyle beklentilerin daha da kötüleşmesine yol açacağından tam ters etki yapabilecektir.
- Yakın zamandaki gelişmeler ise Irak savaşı'nın sona ermesi ve IMF 4. Gözden Geçirme çalışmalarının tamamlanması ile birlikte gereken güven ortamının sağlanmasında önemli adımlar olarak görülmektedir.

Beklenen Reel Faiz Oranları ve RKGE



Ekonomik birimlerin beklentilerinin olumlu olduğu dönemlerde faiz oranları düşmekte, güven ortamının kaybolması ile faiz oranları yükselmektedir.

$$R = \left(\frac{1 + i}{1 + \pi} \right) - 1$$

R = Beklenen reel faiz (**ex-ante**), i = Hazine'nin aylık ortalama nominal borçlanma faizi, π = Merkez Bankası beklenti anketinde yer alan 12 aylık enflasyon beklentileri.

Enflasyon ve Faizler

Likidite

- Merkez Bankası bir süredir, açık piyasa işlemleri ile para piyasalarından yaklaşık 10 katrilyon Türk lirası tutarında bir para miktarını çekmektedir. Bu tutar;
 - ✓ Şubat 2001 Krizi sonrası kamu ve fon bankalarına yönelik operasyonlar,
 - ✓ IMF kredilerinin bir kısmının iç borç ödemelerinde kullanılması sonucu oluşmuştur.
- Söz konusu tutarın piyasalardan çekilmemesi halinde güven ortamı sağlanmadan krediye ve dolayısıyla yatırıma dönüşerek sürdürülebilir bir büyümeye katkı yapması mümkün değildir.
- Böyle bir dönüşüm ancak:
 - ✓ Olumlu beklentilerin artması
 - ✓ Kamu borçlanma gereğinin azalması
 - ✓ Bankacılık reformunun tamamlanması ve böylece bankaların likit kalma tercihlerinin değişmesi sürecinde ortaya çıkacaktır.
- Bu tutar çekilmediği takdirde;
 - ✓ Para politikasının gevşediği izlenimi vereceği için beklentilerde hızlı bir bozulma olacak, enflasyon artacaktır.
 - ✓ Söz konusu tutar Türk lirası piyasalarından, geçmişte örnekleri görüldüğü üzere üretken olmayan alanlara gidecek, kısaca finansal piyasalarda istikrar bozulacaktır.
 - ✓ Tüm bu gelişmelerin sonucu faizlerin genel düzeyinde yükselme yaşanacaktır.

Enflasyon ve Faizler

- **Kamu maliyesinde disiplin** sağlanması, **yapısal reformların aksamadan sürmesi, dış şokların** yol açtığı belirsizliklerin azalması ve bunların **enflasyon öngörülerini olumlu etkilemesi** halinde, uygulanan istikrar programının en başından beri öngördüğü gibi, faizlerin ilerleyen dönemlerde **daha da düşmesi söz konusudur.**