

BASIN DUYURUSU

2002 YILINDA PARA VE KUR POLİTİKASI VE MUHTEMEL GELİŞMELER

I. EKONOMİK ORTAMA İLİŞKİN TEMEL VARSAYIMLAR

1. Önümüzdeki dönemin para ve kur politikası tasarlanırken, çok önemli miktarda faizdışı bütçe fazlasına dayanan bir mali disiplinin sağlanacağı, mali disiplin ve kamu kesiminde yeniden yapılanma ile ilgili uzun vadeli taahhütlerin gündeme geleceği, bankacılık sektörünün 2001 yılında alınan önlemlerle güçlendirilen yapısının ek önlemlerle daha da kuvvetlendirileceği ve böylece Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile başlatılan bankacılık reformunun tamamlanacağı, iktisadi temelleri giderek sağlamlaştıran ve Türkiye ekonomisinin geleceğine daha güvenle bakılmasını sağlayan iktisadi reformların süreceği, resmi dış kaynak girişi ile borç stokunun kısa vadede sürdürülebilirliği ile ilgili endişelerin ortadan kaldırılacağı bir ekonomik ortamın oluşturulacağı temel varsayımından yola çıkılmıştır.

2. Öncelikle belirtmek istenen nokta, bu olumlu ekonomik ortamın sağlanması olasılığının son derece yüksek olmasıdır. Bu yargının temel nedeni 2001 yılında gerçekleştirilenlerdir. 2001 yılında, bir dizi yapısal reform hayata geçirilmiş, uluslararası ölçütler açısından son derece iddialı bir faizdışı bütçe fazlası hedefi açıklanmış ve bu hedefe ulaşılmış, bankacılık alanında bir dizi önlem alınmış, kamu bankaları yıllardan beri ilk defa kar edebilir konuma getirilmişlerdir. Öte yandan, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri ile, 2001'in yaz aylarında yaşanan ekonomik gelişmeler, reform sürecinden sapılmasının, ya da bu sürecin

aksatılmasının ne gibi sonuçlar doğuracağını çok net biçimde herkese göstermiştir. Arjantin'de yaşananlar da bu açıdan sayısız ders ile doludur. Kısacası, para ve kur politikasını tasarlarken kontrol etme şansımız olmayan ekonomik ortama ilişkin yukarıda yapılan temel varsayım, 2001 deneyimi ışığında son derece gerçekçi bir varsayım olarak görünmektedir.

3. Ancak, yine 2001 deneyimi, iktisadi temellerin giderek düzeltilmesinin her zaman istenilen sonuçların elde edilmesini garanti etmediğini, bir kez daha göstermiştir. 2001 Şubat krizinden Ağustos ayına kadar olan dönem ile 11 Eylül olaylarını izleyen bir aylık dönemde, iktisadi temellerdeki düzelmeye karşın, faiz haddi yüksek düzeylerde kalmış ve Türk Lirası sürekli olarak değer yitirmiştir. Bu durum, iç borçlanmanın çevrilemeyeceği şüphesini yaygınlaştırmış, bunun sonucunda artan risk primi nedeniyle, faiz haddi daha da yükselmiş ve döviz kuru sürekli yükselme eğiliminde olmuştur. Bu gelişmeler iç borçlanmanın sürdürülebilirliği hakkındaki şüpheleri daha da artırmıştır. Başka bir ifadeyle, kendi kendini besleyen olumsuz bir süreç gözlenmiştir.

4. İktisadi temellerdeki düzelmelerin hedeflere ulaşılması için tek başına yeterli olmayacağı, iktisat literatüründeki son teorik gelişmeleri yakından izleyenler ve ülke deneyimlerini inceleyenler açısından hiç de sürpriz değildir. Nitekim, 17 Ağustos 2001 tarihinde kamuoyuna yapılan açıklama ile bu gerçeğe dikkatler çekilmiş ve aynı iktisadi temellerin çok farklı sonuçlara yol açabileceği vurgulanmıştı. Farklı sonuçlara ulaşılmasının arkasındaki temel neden, iktisadi birimlerin bekleyişleridir. Aynı iktisadi temeller, bekleyişlerin olumlu olması halinde ekonomiyi daha düşük faiz ve döviz kuru dengesine doğru yönlendirecekken, olumsuz bekleyişler ekonomiyi yüksek faiz ve yüksek döviz kuru dengesine sürükleyecektir. Teknik deyiş ile, bir ekonomide herhangi bir anda ulaşılması mümkün denge sayısı birden fazla olabilmektedir.

5. Ağustos ayının özellikle ikinci yarısından başlayan ve 11 Eylül 2001'de sona eren dönem ile, 2001 Ekim ortalarından itibaren yaşadıklarımız bunun en açık kanıtıdır. Özellikle bu ikinci dönemde, 2002 yılında da çok ciddi bir mali disiplin sağlanacağı ve yapısal reformlara devam edileceğinin anlaşılması ve IMF'nin de bu durumu dikkate alarak

ek dış finansman sağlayacağını belli olması, olumsuz iktisadi beklentileri olumluya çevirmiştir. Beklentilerdeki bu değişiklik nedeniyle, faiz oranlarında önemli bir düşüş sağlanmış ve daha önceki basın duyurularımızda olduğu gibi döviz kurundaki köpük patlamıştır.

6. Para ve kur politikasını tasarlarken yapılan ikinci temel varsayım, 2001 yılında iktisadi temellerdeki düzelmeye karşın iktisadi beklentilerin olumsuz olmasına yol açan ve her biri birer şok niteliğindeki gelişmelerin 2002 yılında yaşanmayacağıdır. Şüphesiz Merkez Bankası olarak bu tür şokların oluşması halinde ne tür bir politika izleneceğine dair planlar mevcuttur, ancak, 2002 yılına ilişkin temel senaryoda bu tür şoklara yer yoktur. Burada, özellikle iki tür şoka dikkat çekmek istiyoruz. Birincisi, programdan sorumlu olanların "Acaba, programdan vaz mı geçiliyor?" şüphesini uyandıran tartışmalarıdır. Sevinerek gözlenmektedir ki, bu tür tartışmalar Ağustos 2001'den itibaren gündemden düşmüştür. İkincisi, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde oluşabilecek bir mali krizdir. Yine, memnuniyetle ifade edilmesi gerekir ki, hem maliye hem de para politikası uygulamaları açısından Arjantin ekonomisi ile Türkiye ekonomisinin son derece farklı iki ekonomi oldukları artık iyice anlaşılmıştır.

7. Öte yandan, iktisadi beklentileri daha iyiye götürmek açısından Merkez Bankası'na da önemli görevler düşmektedir. Bunun yolu şeffaflıktan, diğer bir deyişle, gelecekte uygulanacak para politikalarının ana çerçevesinin ve operasyonel kurallardaki değişikliklerin şimdiden kamuoyuna açıklanmasından ve bu çerçevede alınacak kararların arkasındaki gerekçelerin duyurulmasından geçmektedir. Bu duyurunun temel amaçlarından birisi de budur.

II. BEKLENTİLERİN ŞEKİLLENDİRİLMESİ

1. Ekonomik birimlerin aldıkları iktisadi kararların çoğu geleceğe ilişkindir. Faiz oranlarının, döviz kurunun, enflasyonun ve büyüme hızının gelecekte alabilecekleri değerlerin şimdiden kestirilebilmesi, geleceğe ilişkin belirsizlikleri azaltacak ve daha sağlıklı kararlar alınmasını sağlayacaktır. Bu genel saptamadan yola çıkarak, faiz oranlarının, döviz kurunun, fiyatlar genel düzeyinin ve büyüme hızının uzunca bir süre sabit

kalacağı bir "ideal" denge durumundan sözedilebilir. Böyle bir denge durumuna ulaşmak mümkün müdür?

2. Açıktır ki, gelir dağılımı üzerine yapılabilecek tartışmalar bir tarafa, böyle bir denge durumuna ulaşmaya kimsenin bir itirazı olmayacaktır. Asıl sorun, bunun nasıl gerçekleştirileceğidir. Şüphesiz, gerçek hayatta ekonomiler "laboratuvar şartlarında" çalışmamakta, sürekli olarak şu ya da bu ölçüde şoklara maruz kalmaktadırlar. Bu durumda, böyle bir denge durumuna ne kadar yaklaşılacağı sorusu daha anlamlı bir soru olmaktadır.

3. İstikrarlı bir ekonomik ortamın önkoşulu, iktisadi temellerin düzgün olmasıdır. İktisadi temellerin düzgün olmadığı bir ülkede, şu ya da bu para politikası ya da kur rejimi ile, istikrarlı bir ekonomik ortam yaratmak hiçbir zaman mümkün olmayacaktır. 2001 yılı içerisinde dalgalı kur rejimi çerçevesinde yapılan tartışmaların büyük kısmı ne yazık ki bu yalın gerçeği gözardı etmiştir. Oysa, yukarıda da belirtildiği gibi, Türkiye ekonomisinin bir yandan iktisadi temelleri düzeltilmekte, bir yandan da geçmişteki bozukluklara yolaçan yapı kalıcı biçimde ve olumlu yönde dönüştürülmektedir.

4. Şüphesiz, sadece sıkı para ve maliye politikası ile yapısal reformlara bel bağlayıp, bekleyişleri gözardı etmek, arzu edilen sonuçlara ulaşılmasını geciktirecektir. Para politikasının temel işlevlerinden birisi de bekleyişlerin şekillenmesine yardımcı olmaktır. 2002 yılında bu amaçla kullanılacak üç temel alternatif karşımıza çıkmaktadır: Döviz kuru çapası, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi. Döviz çapasından kasıt, sabit döviz kuru ya da artış hızı sabit döviz kuru politikasıdır. Bu tür bir kur rejiminin çok daha "gevşegi", pek çapa işlevi görmese de merkez bankalarının sık müdahaleleriyle döviz kurunu öngörülebilir bir düzeyde tutmaya çalıştıkları kur rejimidir. İzleyen bölümde 2002 yılında izlenecek kur politikası anlatılmakta, daha sonraki bölümde ise parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi bir arada ele alınıp para politikası hakkında bilgi verilmektedir.

III. KUR POLİTİKASI

1. 2002 yılında sabit, artış hızı sabit ya da sık sık müdahale edilen ve döviz kurunun iktisadi temellerle uyuşmayan bir düzeyde tutulmaya çalışıldığı bir kur rejimi uygulanmayacaktır. İki nedenle: Birincisi, 2000 yılında bu tür bir kur rejimi uygulanmaya başlanmış ve Şubat 2001 Krizi ile bu rejim "çökmüştür". Çöken bir rejimin yerine kısa sürede aynısını ya da benzerini koymaya çalışmak, bu rejimlerin "inandırıcılık, kredibilite" gibi unsurlara temelden bağlı oldukları dikkate alındığında hiç de gerçekçi değildir. Üstelik, son yıllarda pek çok ülke bu tür kur rejimlerini terk etmiş ve dalgalı kur rejimine geçmişlerdir.

2. Böyle bir kur rejimi uygulanmayacak olmasının ikinci ve esas nedeni ise, bu tür bir rejimin mevcut koşullarda Türkiye ekonomisi için yararlı görülmemesidir. Neden sabit ya da öngörülebilir kur rejimi istenmektedir? Sorunun yanıtı basittir, ama çok önemlidir: Yıllardır giderek bozulan iktisadi temeller, ekonomik birimleri döviz cinsinden işlemlere yöneltmiş ve dolayısıyla döviz kuru, karar alınırken dikkate alınan önemli bir değişken haline gelmiştir. Ücretlerin ve fiyatların yabancı para birimlerine endekslendiği, hatta kimi zaman yabancı para birimleri cinsinden belirlendiği, tasarrufların önemli bir kısmının yabancı para birimleri cinsinden tutulduğu, bilançoların varlık ya da yükümlülük tarafında yabancı para birimi cinsinden kalemlerin önemli bir paya sahip olduğu bir ekonomik yapı, şüphesiz, istenilir ve sürdürülebilir bir ekonomik yapı değildir. Zira böyle bir yapı, krizlere karşı son derece hassas bir yapı anlamına gelmektedir.

3. Bu durum mutlaka değişmelidir. Bu değişimin yolu, döviz kurunu suni ve sürdürülemez yollarla "öngörülebilir" kılmaktan geçmemektedir. İktisadi temellerdeki düzelme ve yapısal reformlar bu yapıyı değiştirmenin önkoşuludur. 2002 yılında da uygulamaya devam edilecek olan dalgalı kur rejimi, bu yapının değişmesine yardımcı olacaktır. 2002 yılında, tıpkı 2001 Ağustos ayından itibaren olduğu gibi, Merkez Bankası müdahaleleri en alt düzeyde tutulacaktır. Merkez Bankası sadece aşırı oynamalara müdahale edecektir.

4. Bir noktaya dikkat çekilmesi gerekir: IMF tarafından bütçe açığının finansmanı için verilen mali desteğin Merkez Bankası'na gelmesi ve Hazine'ce Türk Lirası'na çevrilerek iç finansman gereksiniminin giderilmesi için kullanılması sonucu, 2001 yılında programlı biçimde piyasaya Türk Lirası likidite çıkmıştır. Merkez Bankası, Mayıs ayında

kamuoyuna açıklandığı gibi, piyasaya çıkan bu likiditeyi çekmek üzere, diğer bir deyişle sterilize etmek amacıyla, programlı döviz satış ihaleleri gerçekleştirmiştir. Dolayısıyla, IMF'nin mali desteği nedeniyle piyasaya çıkan likidite, yine IMF'den gelen mali destek kullanılarak piyasadandan çekilmiştir. Ne bu yolla piyasaya likidite çıkması bir "monetizasyon"dur, ne de bu likiditenin çekilmesi döviz kurunu belli bir düzeyde tutmak için yapılan bir müdahaledir. Değişik bir şekilde söylemek gerekirse, IMF 2001 yılında önemli ölçüde dış destek vermiştir, bu ek kaynak bütçe finansmanı içindir, IMF'nin iç düzenlemeleri nedeniyle bu kaynağı Hazine Merkez Bankası üzerinden kullanabilmiştir, sonuçta sisteme geçici bir süre için Türk Lirası likidite çıkmış, ancak hemen geri çekilmiştir. Ne yazık ki, kimi zaman bu yalın gerçek gözardı edilmiş ve bu ihaleler döviz müdahale olarak algılanmıştır. Aralık 2001 tarihinde son verilen bu ihalelere, 2002 yılında aynı koşullar oluşursa, önceden kamuoyuna bilgi vererek tekrar geçilebilecektir.

5. Ramazan bayramının hemen öncesinde ve sonrasında, döviz kurlarının daha fazla düşmesini engellemek üzere Merkez Bankası'nın kamu bankalarını kullanarak piyasaya dolaylı müdahalede bulunduğu söylentileri gündeme gelmiştir. Bu tür bir dolaylı müdahale, giderek çok sayıda ekonomik birimi dalgalı kur sistemine en üst düzeyde alıştırmaya ve böylelikle bu sistemi yerli yerine oturtma amacı ile temelden çalışmaktadır. Dalgalı döviz kuruna dayalı ekonomik program uygulayan ülke deneyimlerine benzer şekilde, ülkemizde de, önümüzdeki dönemlerde olası bir ters para ikamesi sürecinin ve güçlü ödemeler dengesinin sonucu olarak, 2001 yılının tersine, ekonomide döviz arz fazlasının oluşması kuvvetli bir olasılıktır. Bu durumda, dalgalı döviz kuru rejimi ile çalışmayacak ve döviz kurunun uzun dönemli trendini ve doğal denge değerini bozmayacak şekilde döviz rezervlerini arttırmaya yönelik yöntemlerin şeffaf biçimde kullanılması sözkonusu olabilecektir. Bu tür yöntemleri kullanma gereği ortaya çıkarsa, Bankamızca yapılacak düzenlemeler şeffaflık ilkesi uyarınca önceden bankalara ve kamuoyuna eşanlı olarak duyurulacaktır.

6. Önemli bir noktanın daha altının çizilmesinde yarar görülmektedir. Döviz cinsinden işlemlere ve döviz kuruna dayalı ekonomik yapının değişmesinin gerektiğini söylemek, bu yapıyı gözardı etmek ya da bu yapının bugünden yarına değişebileceği düşüncesine

kapılmak anlamına gelmemektedir. Aksine, bir yandan bu yapıyı değiştirme sürecini mümkün olduğunca çabuklaştırmaya çalışmak, diğer yandan da bu yapıyı dikkate alarak bazı düzenlemeler yapmak gerekmektedir.

7. Bu amaçla bankalararası para ve döviz efektif piyasalarına ilişkin bir dizi düzenlemeye gidilmektedir. Ayrıntıları "Para Politikasının Operasyonel Çerçevesine Yönelik Düzenlemeler" bölümünde verilen bu düzenlemelerin temel amacı, Merkez Bankası'nın bu piyasaların oluşturulması sürecinde üstlendiği "aracılık" işlevine, bu işlevin artık tamamlanmış olması nedeniyle tedrici biçimde son verilmesidir. Böylelikle, piyasa katılımcıları maruz kaldıkları "kredi riskini" daha sağlıklı biçimde algılayabilecek, bu ve benzeri riskler fiyatlara en uygun biçimde yansıtılabilecek ve yeni mali araçların geliştirilmesi özendirilmiş olacaktır. Bankamızın aracılık işlemlerine tedrici olarak son verilecek olması, bankaların bu piyasalar kanalıyla ulaşma imkanı buldukları likidite miktarında azalmaya neden olmayacaktır.

8. Yine aynı amaçla, vadeli döviz sözleşmelerinin işlem gördüğü vadeli işlemler piyasasına işlerlik kazandırılmasına yönelik bir dizi önlem kısa zamanda hayata geçirilecektir. Türk Lirası faiz oranı üzerinden vadeli işlem yapılacak bir piyasanın da oluşturulmasının yararlı olacağı düşünülmektedir. Dalgalı döviz kuru rejiminin daha sağlıklı işlemesine yardımcı olacak bu piyasalar için düşünülen önlemler de "Para Politikasının Operasyonel Çerçevesine Yönelik Düzenlemeler" bölümünde açıklanmaktadır.

IV. PARA POLİTİKASI

1. Yukarıda belirtildiği gibi, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla 2002 yılında kullanabilecek iki tür nominal çapa bulunmaktadır: Parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi. 2002 yılına parasal hedefleme ile başlanılacak ve aynı zamanda ayrıntıları aşağıda belirtilen biçimde "gelecek dönem enflasyonu"na odaklanan bir para politikası uygulanacaktır. Dikkat edilirse, "gelecek dönem enflasyonu"na odaklanan bir para politikası, aynı zamanda "örtük bir enflasyon hedeflemesi" anlamına gelmektedir.

Koşullar oluştuğunda ise açık biçimde enflasyon hedeflemesi politikasına geçilecektir.

2. Hedeflenen temel parasal büyüklük "para tabanı"dır. Para tabanı, Merkez Bankası bilançosundan seçilmiş bir büyüklüktür ve Merkez Bankası'nın kendisi dışında kalan ekonomik kesimlere olan net yükümlülüğünü ifade etmektedir. Para tabanı üç değişkenin toplamından oluşmaktadır: Emisyon, Türk Lirası cinsinden zorunlu karşılıklar ve serbest mevduat. 2002 yılında para tabanının, nominal milli gelir büyüme hızı kadar artması hedeflenmektedir. Böylelikle, 2002 yılı sonunda para tabanı bir yıl öncesinin aynı dönemine kıyasla yüzde 40 oranında yükselecektir. Ayrıca, yeni "Niyet Mektubu"nda para tabanı bir performans kriterine dönüştürülmektedir. Bilindiği gibi, 2001 yılında uygulanan programda para tabanı için gösterge niteliğinde bir tavan vardır. Para tabanının gösterge niteliğinden performans kriterine yükseltilmesinin temel nedeni, enflasyona karşı daha güçlü bir çapa atmak arzusudur. Bir diğer performans kriteri değişkeni olan "net uluslararası rezervler" in dönemler itibariyle belli bir alt sınırın aşığına inmeyeceği taahhüt edilmektedir. Bilançonun bir diğer alt kalemi olan ve yurtiçine kredi açmak suretiyle Merkez Bankası'nın ne ölçüde para yarattığını ölçen "net iç varlıklar" kalemi ise gösterge niteliğinde bir büyüklüğe dönüştürülmektedir.

3. Yeni program çerçevesinde uluslararası kuruluşlar tarafından sağlanması beklenen ek dış finansmanın Hazine tarafından bütçe ihtiyaçlarında kullanımı piyasaya ek likidite çıkmasına sebep olacaktır. Merkez Bankası yaratılan fazla likiditeyi Hazine ile koordineli bir şekilde ve piyasa mekanizmalarına dayalı şeffaf yöntemlerle hedeflenen enflasyon doğrultusunda çekecektir.

4. Açıktır ki, para tabanı için koyduğumuz hedef ile 2002 yılına ilişkin para talebi tahminleri arasında yakın ilişki vardır. Her tahmin için geçerli olduğu gibi, bu tahminde de bir hata payı sözkonusudur. Bankamız Araştırma Genel Müdürlüğü, güncel yöntemleri kullanarak bu hata payını en aza indirmeye çalışmıştır. Özellikle, 2002'de gerçekleşmesi beklenen "ters para ikamesi"nin alacağı boyuta bağlı olarak tahmin hatasının düzeyi değişebilir. Bu nedenle, ters para ikamesine bağlı olarak para tabanı artış hızı hedefini ileride revize etmek sözkonusu olabilecektir. Nominal çapa olarak seçilen bir

büyükliğe ilişkin revizyon ihtimalinden söz etmek ilk bakışta bir çelişki gibi görünebilir. Ancak, aşağıda belirtilen iki nokta dikkate alındığında, böyle bir çelişkinin sözkonusu olmadığı ortaya çıkmaktadır:

5. Birincisi, parasal hedefleme ile amaçlanan, makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek, diğer bir deyişle para arz fazlası yaratmamak ve yaratılmayacağına ilişkin bekleyiş oluşturmaktır. Ters para ikamesi, Türk Lirası talebinin döviz talebi aleyhine artması anlamına gelmekte, diğer bir deyişle, bu koşullar altında para talebi artmış olmaktadır. Talepteki bu artış dikkate alınarak para tabanı arzına ilişkin hedefin revize edilmesi, para arzı fazlası oluşacağı anlamına gelmeyecektir. Dolayısıyla da, bu revizyon nedeniyle programın öngördüğünün üzerinde bir enflasyon düzeyine ulaşılması olasılığı yoktur.

6. İkincisi, Merkez Bankası enflasyon hedeflemesine geçmeyi beklemeden kısa vadeli faizleri enflasyona yönelik kullanacaktır. Diğer bir deyişle, para tabanı talebi tahmininde bazı sorunlar olsa da veya başka ülkelerde gözlendiği gibi para tabanı ile enflasyon oranı arasındaki ilişki bazen zayıflasa da, "örtük enflasyon hedeflemesi" politikası, sözkonusu sakıncaları en aza indirecek ve ek bir çapa işlevi görecektir. Merkez Bankası, enflasyonun gelecekte alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebilecektir. Böylelikle, sadece para tabanı çapası ile yetinilmemekte; bir de öngörülen enflasyona bağlı olarak ek önlemler alınacağı taahhüt edilmektedir.

7. Kısa vadeli faiz oranlarının Merkez Bankası tarafından daha etkin kullanılabilmesi açısından, çok önemli ve bazen dikkatlerden kaçan bir iktisadi gerçeğe kamuoyunun dikkatinin çekilmesinde fayda görülmektedir. Her ekonomide cari enflasyon oranı, geçmişte yaşananların bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer bir deyişle, yakın geçmişteki maliyet ve talep unsurları ile ekonomik birimlerin bekleyişleri, belli bir gecikmeyle cari dönemdeki enflasyon oranını belirlemektedir. Eğer, cari dönemdeki enflasyon oranını belirleyen bu unsurların geçmişte kalan hareketlerinin aynen gelecekte de devamı sözkonusu ise, şüphesiz, geleceğin enflasyon oranı da cari dönemdekinden ve geçmiştekenden farklı olmayacaktır. Aksine, enflasyon oranını belirleyen unsurlardaki geçmiş hareketlerin

gelecekte sürmeyeceği ve tersine döneceği ihtimali çok kuvvetli ise, gelecek dönemin enflasyonunun cari dönem enflasyonundan giderek farklılaşması ihtimali de çok kuvvetli olacaktır. Bu nedenle, fiyat istikrarını amaçlayan merkez bankaları geçmişte ve cari dönemde enflasyonda yaşanan gerçekleştirmelerin arkasındaki nedenleri değerlendirmekte, bu nedenlerin gelecekte ne ölçüde geçerli olacaklarını irdelemekte ve kararlarını bu irdelemenin sonuçlarına göre almaktadırlar.

8. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da fiyat istikrarına ulaşma temel amacı doğrultusunda alacağı para politikası kararlarını, enflasyonu belirleyen unsurlardaki geçmiş birkaç aylık gelişmelere bakarak değil, geleceğe bakarak oluşturmaktadır. Bu nedenle, piyasa oyuncularınca sadece o ay için açıklanan enflasyon oranının düzeyine bakılarak Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranlarını ne yönde değiştirmesi gerektiğinin irdelenmesi hatalı olacaktır. Sözcüğümlü, o ayın enflasyon düzeyi kalıcı olmayan nedenlerle yüksek çıkmış olabilir. Ancak, enflasyonu belirleyen unsurlardaki hareketler enflasyonun yakın gelecekte kalıcı bir azalma eğilimine gireceğini gösteriyor olabilir. Bu durumda, sadece mevcut ayın enflasyon oranına göre Merkez Bankası'nın alabileceği tavır kestirmeye çalışmak, son derece yanlış sonuçlara ulaştıracaktır.

9. Para politikası tümüyle enflasyona odaklanacağından, enflasyonun mevcut düzeyi ve gelecekte alabileceği değerler hakkındaki Merkez Bankası değerlendirmeleri kamuoyu açısından önem taşıyacaktır. Şeffaflık ilkesi gereği, bu değerlendirmeler kamuoyu ile paylaşılacaktır. Her ay açıklanan enflasyon oranı hakkındaki Merkez Bankası analizi, her iki anketten elde edilen geleceğe yönelik enflasyon bekleyişleri ve ileriye yönelik Merkez Bankası bekleyişleri açıklanacaktır. Böylelikle, bir önceki maddede değinilen yanlış değerlendirme riskinin de en aza ineceği düşünülmektedir.

10. Enflasyon hedeflemesi rejiminin koşulları oluştuğunda ise bu rejim açıklıkla uygulanmaya başlanacaktır. 2001 yılı içinde böyle bir rejime geçilmesini engelleyen temel unsurlardan birisi, iç borçların sürdürülebilirliği hakkındaki şüpheler olmuştur. Bu şüphelerin yaygınlaşması, kısa vadeli faiz oranlarının enflasyonist gelişmelere karşı kullanılmasını zorlaştırmıştır. Yukarıda da belirtildiği gibi, son aylarda gerçekleşen son derece olumlu gelişmeler sayesinde iç borçların

sürdürülebilirliği çerçevesinde yapılan tartışmalar gündemden çıkmıştır. 2002 yılı için düşünülen ekonomik ortamın gerçekleşmesi ile bu tür tartışmalara 2002 yılında da yer olmayacaktır. Dolayısıyla, reform sürecinin 2002 yılında da aksamadan sürdürülmesi ve faizdışı fazla hedefine uygun gelişmelerin yaşanması, enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin önündeki engellerden bir tanesini kaldıracaktır.

11. Bu rejime geçişin ertelenmesine yol açan iki unsur daha vardır. Birincisi, geçmiş enflasyona dayalı fiyatlandırma alışkanlığıdır. Geçmiş enflasyon yerine gelecekteki enflasyona endekslenen fiyatlandırma biçiminin giderek yaygınlaşması, enflasyon hedeflemesi uygulamasının sonuç vermesini kolaylaştıracaktır. Bu çerçevede, özellikle kamu sektörünü ilgilendiren bazı alanlardaki geçmişe endeksli fiyatlandırma mekanizmalarının en aza indirilmesi gerekmektedir. Bu mekanizmaların kaldırılması önündeki engellerden birisi şüphesiz oluşacak gelir kayıplarıdır. Ancak, bu gelir kayıplarını telafi edecek yöntemlerin bulunması gerekmektedir. İkincisi ise, döviz kuru artış hızı ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin hala çok kuvvetli olmasıdır. Dalgalı kur rejiminin, diğer ülke deneyimlerinde de olduğu gibi bu ilişkiyi zayıflatacağı düşünülmektedir.

12. Para tabanının artış hızı üzerine konulan kısıtlar ve "örtük enflasyon hedeflemesi" uygulaması, açıktır ki sadece enflasyon bekleyişlerini şekillendirmeyi amaçlamamaktadır. Bu politikamızın bir diğer önemli amacı da enflasyonu belirleyen iç talep ve maliyetleri etkileyen unsurları, enflasyonu düşürecek yönde ve doğrudan kontrol etmeye çalışmaktır. Şüphesiz, tek başına para politikası yoluyla enflasyonla mücadele etmek mümkün değildir. Mali disiplin sağlanmadan, bekleyişleri doğrudan etkileyen reform süreci kesintisiz uygulanmadan, enflasyonla mücadele yapılamaz. 2002 yılında uygulamaya konulacak yeni üç yıllık program bu açıdan bir bütündür ve amaçlarından birisi de enflasyonla sağlıklı bir biçimde mücadele edilmesidir.

V. PARA VE KUR POLİTİKALARININ OPERASYONEL ÇERÇEVESİNE YÖNELİK DÜZENLEMELER

1. Bu düzenlemeler Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranlarını belirleme, piyasaların Türk Lirası likiditesini ayarlama

uygulamaları ile, Bankalararası Para Piyasası (BPP) ve Döviz ve Efektif Piyasaları (DEP)'nda Merkez Bankası'nın aracılık fonksiyonunun sona erdirilmesine yöneliktir. Söz konusu düzenlemelerin dayandırıldığı temel unsurlar ve düzenlemelerin ana hatları aşağıda verilmektedir.

2. Mayıs 2001'de değiştirilen Yasası ile araç bağımsızlığını kazanan Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Bu çerçevede, 2002 yılı içinde para politikasının ana amacı enflasyonu düşürmek olacaktır. Yukarıda belirtildiği gibi, Merkez Bankası enflasyon hedeflemesine geçmeyi beklemeden kısa vadeli faizleri enflasyona yönelik kullanmaya başlayacak, diğer bir deyişle, enflasyonun gelecekte alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebilecektir.

3. Kısa vadeli faiz oranları yoluyla enflasyonla mücadelede beklenen sonuçların alınabilmesi, kısa vadeli faiz oranlarındaki dalgalanmaların dar bir aralıkta sınırlandırılmasını gerektirecektir. Bu da Merkez Bankası'nın Türk Lirası borçlanma ve Türk Lirası fonlama faizleri arasındaki koridorunun amaç doğrultusunda belirlenmesi ve Açık Piyasa İşlemleri (APİ) çerçevesinde etkin bir Türk Lirası likidite yönetimi yapılması suretiyle başarılacaktır.

4. Bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması sürmektedir. Bu çerçevede özel sermayeli bankaların kuvvetlendirilmesi, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kapsamına alınan bankaların hızla tasfiyesi veya satışı, kamu bankalarının yeniden yapılandırılması ve bankacılık sektörünün denetlenmesi ve düzenlenmesi açısından yapılan çalışmalar çok önemli aşamalar geçirmiştir. Bu çalışmaların önümüzdeki süreçte de hız kesmeden süreceği düşünülmektedir. 2002'de uygulanacak olan dış finansman imkanları ile kuvvetlendirilmiş ekonomik program mali piyasa koşullarında son dönemde gözlemlenen düzelmeye kalıcı olmasını sağlayabilecektir.

5. Bankacılık sisteminin kuvvetlendirilmesine 2002 yılında da devam edilecek olmasının bir yan sonucu olarak para politikasının yüz yüze kalacağı baskı hafifleyecektir. Bu çerçevede, Türk Lirası likiditesini düzenleme operasyonlarına taraf olan bankaların kuvvetlendirilmiş bir bankacılık sisteminin üyeleri olacak olmaları

nedeniyle, Merkez Bankası BPP'da 16:00-16:30 saatleri arasında "borç veren son merci" fonksiyonu çerçevesinde "geç likidite penceresi" uygulamasına başlayacaktır. Bu imkan çerçevesinde, Merkez Bankası teminat karşılığında, ancak, limitsiz olarak bankaları fonlayacaktır. Bunun pratikte anlamı, bankacılık sisteminin geneline yayılmış bir likidite ihtiyacı halinde finansal istikrarsızlığın önüne geçilebilecek olması, sistemik bir sorun yok iken belli bir bankanın likidite problemi olması halinde ise, sorundan kamu otoritelerinin çok daha çabuk haberdar edilmeleri ve sorunun lokalize edilerek çözülmesinin imkan dahiline girmesidir.

6. Dalgalı döviz kuru rejiminin uygulanmaya başladığı 2001 Şubat'ından bu yana faiz oranlarındaki dalgalanma önemli derecede azalmıştır. Bunun sonucu olarak bankalararası para piyasasının derinleştirilmesi ve bankalararası "Türk Lirası referans faiz oranı" oluşturulması için şartlar uygun hale gelmeye başlamıştır. Referans faiz oranının belirlenmesi, kredi fiyatlamasında ve vadeli döviz fiyatları da dahil diğer mali araçların fiyatlamasında önemli rol oynayacaktır. Referans faiz oranı belirlenmesi konusunda Türkiye Bankalar Birliği'nin koordinasyonunda yoğun bir çalışma yürütülmektedir. Bunlara ilaveten, yukarıda değinildiği üzere, TMSF bünyesindeki bankaların pek çoğunun satılması veya kapatılması ve özel bankacılık sisteminin kuvvetlendirilmesi için atılan ve önümüzdeki yakın süreçte atılacak adımlar dikkate alınarak, Merkez Bankası, BPP ve DEP'de üstlendiği aracılık fonksiyonunu 2002'de tedricen sona erdirecektir.

7. Merkez Bankası'nın BPP ve DEP'de üstlendiği aracılık fonksiyonunun tedricen sona erdirilecek olması, bankaların bu piyasalar kanalıyla ulaşma imkanı buldukları Türk Lirası veya döviz likiditesi miktarında herhangi bir sınırlamaya yol açmayacaktır. Bir başka ifade ile, bankaların mevcut borç alabilme limitleri korunacaktır. Ayrıca, yeni bir likidite imkanı olarak, Merkez Bankası'nın en pahalı fonlama imkanı olacak "geç likidite penceresi"nden bankalar herhangi bir sınır olmadan borçlanabileceklerdir. Ancak, sistemik bir sorunun olmadığı durumlarda "geç likidite penceresi"nin çok seyrek olarak kullanılacağı beklenmelidir.

8. Başarılı bir dalgalı kur rejimi uygulamasının gerekli unsurlarından biri de vadeli piyasalardır. Bu piyasalar vasıtasıyla geleceğe yönelik belirsizlik azaltılabilir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) 2001 Ağustos ayı içinde vadeli döviz piyasası açılmıştır. Bu piyasanın gelişmesi ve derinlik kazanmasının önündeki engellerin aşılması için çalışmalar sürdürülmektedir. Ayrıca önümüzdeki aylarda faiz oranı üzerine düzenlenmiş kontratların işlem göreceği organize bir piyasanın kurulması için de çalışmalar yapılacaktır.

9. Merkez Bankası'nın Türk Lirası ve döviz piyasalarındaki aracılık rolünü tedricen bırakmasının, bankalararası piyasaların geliştirilmesi için uygun ortam yaratacağı düşünülmektedir. Aşağıda BPP ve DEP'e ilişkin düzenleme takviminden de görüleceği üzere, aracılık faaliyetlerinin azaltılmasında benimsenen aşamalı geçiş, son derece ihtiyatlı bir değerlendirmeyi yansıtmaktadır. Özellikle 2002'nin ilk yarısının, yukarıda da değinilen bankacılık sisteminin kuvvetlendirilmesi ile Türk Lirası ve döviz piyasalarının geliştirilmesine yönelik çalışmalar için kullanılacağı düşünülmüş ve bu çerçevede yeni düzenlemeler yılın ikinci yarısında yoğunlaştırılmıştır.

10. Merkez Bankası'nın Türk Lirası ve döviz piyasalarında, bu piyasaların oluşturulduğu dönemdeki özel şartlar nedeniyle tarafların kredi risklerini üstlenerek işlemlere aracılık etmesi, artık piyasaların derinliğini artırmaya ilave bir fayda sağlamadığı gibi, risk algılamalarının tam olarak yansıtılmadığı fiyatlama mekanizmalarının doğmasına neden olmaktadır.

11. Ayrıca, Merkez Bankası bünyesindeki piyasalarda piyasa katılımcılarının kendi aralarında gerçekleştirdiği işlemler zaman zaman, Merkez Bankası taraflı işlemler olarak algılanmaktadır. Bu da para ve döviz kuru politikaları hakkında piyasalara yanlış ya da karışık mesajlar verilmesine neden olabilmektedir. Temel hedefi fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlenmiş olan Merkez Bankası'nın Türk Lirası ve döviz piyasalarındaki rolünün de, bu hedefin gerçekleştirilmesine yönelik para ve döviz kuru politikalarının daha iyi uygulanması ve anlaşılmasını sağlayacak şekilde yeniden yapılandırılması gerekmektedir. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın "Açık Piyasa İşlemleri", "Bankalararası Para Piyasası" ve "Döviz ve

Efektif Piyasaları" uygulamaları aşağıdaki şekilde yeniden düzenlenmiştir.

V.1 Açık Piyasa İşlemleri

12. Merkez Bankası, çok uzun bir süreden bu yana, piyasaların Türk Lirası likiditesini, esas olarak API çerçevesinde düzenlemektedir. 2002 yılında da Türk Lirası likidite operasyonları açısından API önemini koruyacaktır.

13. Bankacılık sisteminde Şubat 2001'de yaşanan krizi izleyen dönemde kamu bankaları ve TMSF bünyesindeki bankalara API çerçevesinde sağlanan fonlama imkanı, 2002 yılında da, öngörülen limitler çerçevesinde ve ihtiyaç duyulduğu sürece devam edecektir. Böylece, anılan bankalar gecelik borçlanma piyasalarına girmek zorunda kalmayacaklar ve bu bankaların kısa vadeli faizler üzerinde baskı unsuru olmalarının önüne geçilecektir.

14. Kamu bankaları ve TMSF bünyesindeki bankalara verilen likiditenin, İMKB nezdinde yapılan ters repo işlemleri ile ve BBP'da borçlanma yapmak yoluyla çekilmesine devam edilecektir.

15. 2002 yılında uzun süre piyasaların artı Türk Lirası rezervi ile açılması beklenmektedir. Ancak Merkez Bankası bilanço gelişmeleri çerçevesinde piyasalarda Türk Lirası likiditesine ihtiyaç duyulması halinde, gerekli likidite, repo ihalelerine başlanması suretiyle sağlanacaktır.

16. API çerçevesinde likidite yönetimi, para piyasalarında oluşacak faiz oranlarının, enflasyon hedefi çerçevesinde belirlenecek kısa vadeli faiz oranları etrafında oluşturulmasına odaklanacaktır.

V.2 Bankalararası Para Piyasası

17. 1 Temmuz 2002 tarihinden başlamak üzere ve 2 Aralık 2002 tarihine kadar, Merkez Bankası BPP'ndeki aracılık işlevine tedrici olarak son verecektir. Ancak, bu piyasada, para politikası uygulamaları çerçevesinde Merkez Bankası taraflı işlemler aşağıda belirtilen şekilde sürdürülmeye devam edilecektir.

18. Bankaların, BPP'nda "borç alabilme limitleri", Merkez Bankası taraflı işlemleri için aynı kalacak, ancak, Merkez Bankası taraflı olmayan işlemleri için toplam limitleri, 1 Temmuz 2002 tarihinden

başlamak üzere aşağıdaki örnek tabloda belirtilen şekilde tedricen azaltılacak ve 2 Aralık 2002 tarihi itibarıyla sıfırlanacaktır.

Örnek Tablo

TARİH	<i>MERKEZ BANKASI TARAFLI</i> İŞLEMLER İÇİN LİMİT (TRİLYON TL)	<i>MERKEZ BANKASI TARAFLI</i> OLMAYAN İŞLEMLER İÇİN MEVCUT TOPLAM LİMİTTEN KULLANILABİLECEK ORAN (%)	<i>MERKEZ BANKASI TARAFLI</i> OLMAYAN İŞLEMLER İÇİN LİMİT (TRİLYON TL)	TOPLAM LİMİT (TRİLYON TL.)
01.07.2002	10.0	75	7.5	10.0
01.08.2002	10.0	60	6.0	10.0
02.09.2002	10.0	45	4.5	10.0
01.10.2002	10.0	30	3.0	10.0
01.11.2002	10.0	15	1.5	10.0
02.12.2002	10.0	0	0.0	10.0

Örnek tablodan da anlaşılacağı üzere, 1 Ağustos 2002 tarihi itibarıyla toplam 10 trilyon Türk Lirası borç alabilme limiti olan bir banka, bu limitinin en fazla yüzde 60'ına karşılık gelen 6 trilyon Türk Lirasını Merkez Bankası taraflı olmayan işlemler için kullanabilecektir. Eğer bu banka 10 trilyon Türk Lirası tutarındaki toplam limitinin 6 trilyonluk Türk Lirası tutarındaki kısmını Merkez Bankası taraflı olmayan işlemleri için kullanırsa, Merkez Bankası taraflı işlemler için borç alma limiti 4 trilyon Türk Lirası olacaktır.

19. Merkez Bankası 10:00-16:00 saatleri arasında Reuters sistemindeki CBTC sayfasında likidite sterilizasyonu amaçlı olarak alış kotasyonu ve bankalara limitleri çerçevesinde likidite sağlamak amaçlı olarak da satış kotasyonunu ilan etmeye devam edecektir.

20. Merkez Bankası 16:00-16:30 saatleri arasında "borç veren son merci" olma fonksiyonu çerçevesinde, "geç likidite penceresi"nden işlem yapacaktır. Merkez Bankası bu zaman diliminde 10:00-16:00 saatleri arasında ilan ettiği kotasyonlardan daha düşük orandan alış kotasyonu, daha yüksek orandan satış kotasyonu ilan edecektir. "Geç likidite penceresi" alış ve satış kotasyonları sadece O/N vadeli olacaktır. 1 Temmuz 2002 tarihinden itibaren, bankaların "geç likidite penceresi"nden borçlanmalarına, tüm işlemlerde olduğu gibi teminat karşılığında olmak kaydıyla, limit uygulanmayacaktır.

21. "Gün İçi Limit" (GİL) uygulamasında herhangi bir değişiklik yapılmayacak, bankalar belirlenen limitleri dahilinde, mevcut uygulamada olduğu gibi GİL imkanını 09:00-15:00 saatleri arasında kullanabileceklerdir.

V.3 Döviz ve Efektif Piyasaları

22. Döviz ve efektif piyasalarında Merkez Bankası bir taraftan kuruluşların birbirleri ile gerçekleştirdikleri döviz işlemlerine aracılık ederken, diğer taraftan bu piyasalarda, son aylarda pek yapılmamakla birlikte, kur politikası amaçları doğrultusunda işlemler de gerçekleştirilmekteyiz.

23. Merkez Bankası DEP bünyesinde yer alan piyasalardaki aracılık faaliyetlerine aşağıda verilen takvim çerçevesinde 2002 yılında son verilecektir.

PİYASALAR	<u>TARİH</u>
TL depo karşılığı döviz depo piyasası (Swap)	1 Mart 2002
TL karşılığı vadeli döviz alım-satım piyasası (forward)	1 Mart 2002
TL karşılığı efektif alım-satım piyasası	1 Temmuz 2002
TL karşılığı döviz alım-satım piyasası	2 Eylül 2002
Döviz depoları piyasası	1 Temmuz 2002 - 2 Aralık 2002

24. Merkez Bankası yukarıda yeralan piyasalarda, kur politikası doğrultusunda gerek gördüğünde, kendisi taraf olmak kaydıyla kuruluşlar ile işlem yapabilecektir.

25. Döviz depo piyasasında Merkez Bankası'nın aracılık faaliyetleri, 1 Temmuz 2002 tarihinden başlayarak, 2 Aralık 2002 tarihine kadar tedrici olarak sona erecektir. Ancak, Kasım 2001 içinde, TMSF bünyesindeki bankaların aldıkları döviz depolarından Kamu Bankaları'na devredilmiş olanlar için Merkez Bankası aracı olmaya devam edecektir.

26. Merkez Bankası döviz depolarında tedricen aracılık rolüne son verecek olmasına rağmen, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri korunacaktır. Ancak, bankaların gerek bilanço büyüklükleri, gerekse finansal yapılarında meydana gelen gelişmeler dikkate alınarak borç alabilme limitlerinde düzenlemeler, geçmiş uygulamalarda olduğu gibi yapılabilecektir.

27. Bu çerçevede, bankaların, DEP'nda borç alabilme limitleri, Merkez Bankası taraflı işlemleri için aynı kalacak, ancak, Merkez Bankası taraflı olmayan işlemleri için 1 Temmuz 2002 tarihinden başlamak üzere 2 Aralık 2002 tarihine kadar aşağıdaki örnek tabloda belirtilen şekilde tedrici olarak azaltılarak, 2 Aralık 2002 tarihi itibarıyla sıfırlanacaktır.

Örnek Tablo

TARİH	MERKEZ BANKASI TARAFI İŞLEMLER İÇİN LİMİT (MİLYON ABD DOLARI)	MERKEZ BANKASI TARAFI OLMAYAN İŞLEMLER İÇİN MEVCUT TOPLAM LİMİTTEN KULLANILABİLECEK ORAN (%)	MERKEZ BANKASI TARAFI OLMA YAN İŞLEMLER İÇİN LİMİT (MİLYON ABD DOLARI)	TOPLAM LİMİT (MİLYON ABD DOLARI)
01.07.2002	10	75	7,5	10
01.08.2002	10	60	6,0	10
02.09.2002	10	45	4,5	10
01.10.2002	10	30	3,0	10
01.11.2002	10	15	1,5	10

02.12.2002	10	0	0,0	10
------------	----	---	-----	----

Örnek tablodan da anlaşılacağı üzere, 1 Ağustos 2002 tarihi itibarıyla toplam 10 milyon ABD doları borç alabilme limiti olan bir banka, bu limitin en fazla yüzde 60'ına karşılık gelen 6 milyon ABD dolarını Merkez Bankası taraflı olmayan işlemler için kullanabilecektir. Eğer bu banka, 10 milyon ABD dolarlık toplam limitinin 6 milyon ABD dolarını Merkez Bankası taraflı olmayan işlemleri için kullanırsa, Merkez Bankası taraflı işlemler için borç alabilme limiti 4 milyon ABD doları olacaktır.

28. Ayrıca, DEP'nda gerçekleştirilen döviz karşılığı döviz, döviz karşılığı efektif ve efektif karşılığı efektif alım/satım işlemleri, Merkez Bankası ile söz konusu piyasalarda işlem yapmaya yetkili olan kuruluşlar arasında yapılan ticari bankacılık işlemleri niteliğindedir. Söz konusu piyasaların Merkez Bankası bünyesinde çalışmaya devam etmesinin uygun olacağı düşünülmekle birlikte, bu işlemlerin esasen ticari bankaların faaliyet alanına girmesi nedeniyle, nihai olarak söz konusu kuruluşlarca yapılmasını teşvik edici politikamız 2002 yılında da sürdürülecektir.

29. Diğer taraftan, mali piyasaları izlemek, Yasası gereği Merkez Bankası'nın temel görevleri arasında bulunmaktadır. Merkez Bankası, 2001 yılı içinde, dalgalı kur rejiminin etkinliğinin sağlanabilmesi amacıyla, Yasası çerçevesinde diğer piyasaları olduğu gibi döviz piyasasını da dikkatle izlemiş ve gereken tedbirleri ivedilikle almıştır. Merkez Bankası, önümüzdeki dönemde de döviz piyasasını yakından takip etmeye devam edecektir. Bu doğrultuda, döviz piyasalarının işleyişindeki etkinliği artırmak üzere Merkez Bankası, döviz piyasasındaki işlem hacminin, piyasa derinliğinin ve işlem niteliklerinin daha iyi takip edilebilmesini amaçlayan bir izleme sistemini uygulamaya koyacaktır. İzleme sisteminden etkin sonuçlar alınmaya başlamasını takiben de döviz piyasaları derinlik bilgileri piyasalara düzenli olarak duyurulacaktır.

VI. 2002 YILINDA MUHTEMEL MAKROEKONOMİK GELİŞMELER

1. 2002 yılında gerçekleşmesi muhtemel ekonomik gelişmeleri daha iyi anlayabilmenin önkoşulu, hem 17 Ağustos 2001 tarihli Merkez Bankası duyurusunda hem de yukarıda belirtilen "bir ekonomide bekleyişlere bağlı olarak birden fazla denge durumu olabileceği" gerçeğinin daha iyi anlaşılmasıdır. Bu yalnızca teorik bir olasılık değildir; özellikle kamunun borç stokunun yüksek düzeylerde olduğu ve iç borcun sürdürülebilirliği hakkında şüphelerin yaygınlaştığı ülkelerde gözlenen bir gerçektir.

2. 2002 yılı açısından bu noktanın önemi, bekleyişlerin olumluya dönmesi ile, bekleyişlerin karamsarlaştığı ve dolayısıyla döviz kurunun iktisadi temellerden kopuk bir biçimde sürekli arttığı ve giderek büyüyen bir köpük niteliği kazandığı dönemlerde oluşan ek yabancı para talebinin ortadan kalkacak olmasıdır. Diğer bir deyişle, yıllarca hüküm süren bozuk iktisadi yapının oluşturduğu yabancı para cinsinden mali varlık edinme alışkanlığına ek olarak, karamsar bekleyişler nedeniyle oluşan köpüğün yarattığı ek dolarizasyonun, bu köpüğün bekleyişlerin iktisadi temellerin hak ettiği düzeyde oluşmasıyla ortadan kalkacak olması nedeniyle tersine dönmesi beklenmelidir. Nitekim, son aylarda yaşanan olumlu gelişmeler köpüğü patlatmış, kamuoyuna bu köpüğün patlayacağı yönünde yapılan uyarılar haklı çıkmıştır.

3. Bu ek dolarizasyon olgusunun tersine dönmesi, yerleşiklerin portföylerinde daha fazla Türk Lirası cinsinden mali varlıklara yönelmeleri anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle, önümüzdeki dönem, 2001 yılına kıyasla Türk Lirası talebinin ve döviz arzının artış göstereceği bir dönem olmaya adaydır. Böylelikle, döviz kurunun daha istikrarlı bir yapıya kavuşması mümkün olacaktır. Bu istikrarın ters para ikamesi eğilimini daha da güçlendirmesi beklenmektedir. Açıktır ki, ters para ikamesinin alacağı boyut açısından gereğinden fazla iyimser olmamak gerekmektedir. Bu sürecin zamana yayılacağı, söz verilen politikaların ve reformların kesintisiz uygulanmasına bağlı olarak şekilleneceği açıktır.

4. 2001 yılının son aylarında bekleyişlerin olumluya dönmesinin arkasındaki temel neden, 2002 yılında da önemli miktarda faizdışı bütçe fazlasının hedeflendiğinin açıklanması, reformların sürdürüleceği sözünün verilmesi ve bunlara bağlı olan ek dış desteğin geleceğinin belli olmasıdır. Bu olumluluğun sürmesinin ön koşulu şüphesiz verilen sözlerin tutulmasıdır. Ayrıca, uygulanacak şeffaf para politikası da olumluluğa

katkıda bulunacaktır. Bir diğer koşul, bankacılık sisteminin güçlendirilmesidir. Bu açıdan 2001 yılında çok önemli mesafe alınmıştır. Mali sistemi güçlendirici politikaların 2002'de de sürmesi gerekmektedir.

5. Bu koşullar altında büyümeyi olumlu yönde etkileyecek dört önemli gelişme beklenmektedir. Birincisi, 2001 yılında Türkiye'nin kazandığı rekabet gücüdür; ihracat olumlu etkilenecektir. İkincisi, güçlü bir bankacılık sistemine ulaşılması ile banka bilançoları sağlıklı biçimde büyümeye başlayacak ve zamanla kredi hacminde reel bir artış oluşacaktır. Üçüncüsü, ters para ikamesine yolaçan nedenlerin, özellikle de döviz kurunun istikrar kazanmasının iç talebi de uyaracak olmasıdır. Bu çerçevede, "yastık altı" dövizlerin bir kısmının mal talebine dönüşeceği düşünülmektedir. Dördüncüsü, mali piyasalardaki istikrarın ertelenmiş yatırım ve tüketim harcamalarını uyarması beklenmektedir. Böylelikle, Türkiye ekonomisinin tekrar büyüme sürecine gireceği düşünülmektedir. Dikkat edilirse, bu gelişmelerin gerçekleşmesi ile bankacılık sektörünün yapısının güçlü olması arasında çok yakın bir ilişki vardır. 2002 yılında bankacılık sektörü mutlaka daha güçlü kılınmalıdır.

6. Bu aşamada, 2001 yılı içerisinde, özellikle sonbahar aylarında 2002 yılı faizdışı bütçe fazlası hedefi çerçevesinde yapılan tartışmalara kısaca değinmek yararlı olacaktır. Bilindiği gibi, 2001 yılında rekor düzeyde daralan ekonomimizin tekrar büyüme patikasına oturtulması için faizdışı bütçe fazlası hedefinde indirimle gidilmesi gerektiği sıkça gündeme getirilmiştir. Bu argümanlara göre, kamu harcamaları bir miktar artırılarak, bir miktar da vergi oranlarında indirimle gidilerek, ekonomiyi yeniden canlandırmak mümkündür. Oysa, dikkatlerden kaçan nokta şudur: 2001 yılının önemli bir kısmında, faiz oranlarında ve döviz kurlarında iktisadi temellerden kopuk yükseliş eğilimini yaratan temel neden, "İç borçlanma sürdürülebilir mi?" kaygısı olmuştur. Bu şüphelerin giderek yaygınlaşması, ekonomik ortamı son derece riskli kılmış, bekleyişleri giderek karamsarlaştırmış ve ekonomik birimlerin harcama eğilimlerinin sürekli ötelenmesine yol açmıştır. Dolayısıyla da kriz sonrası başlayan daralma süreci bir de bu nedenle şiddetlenmiş ve yaygınlaşmıştır.

7. Öte yandan, iç borç stokunun reel olarak yükseldiği bir süreç, iç borçların sürdürülebilirlik olasılığını da giderek azalması anlamına

gelmektedir. Bilindiği gibi, iç borcun reel olarak yükselmesinin üç temel nedeni vardır: İç borç reel faizinin yüksek olması, faizdışı bütçe açığı ve kamunun net dış borç geri ödeyicisi olması. Bu basit çerçevede bakıldığında, faizdışı bütçe fazlasının azaltılması önerisi, reel iç borç stokunun artması yönünde bir önermeye dönüşmektedir. Uluslararası piyasalar ve yurtiçi piyasalar iç borçların sürdürülebilirliğine odaklanmışken, böyle bir öneri iç borçların sürdürülebilirliği üzerindeki şüpheleri daha da artırıcı bir öneri anlamına gelmektedir. Bu nedenle, daha düşük bir faizdışı bütçe fazlası, daha yüksek reel faiz, daha az dış kaynak ile eşanlamlıdır. Farklı bir ifadeyle, iç borç dinamiğini belirleyen üç temel unsur da bu koşullar altında, iç borç stokunu reel olarak artırıcı yönde çalışacaktır. Döviz kuru da artan risk primi nedeniyle şüphesiz daha yüksek olacaktır. Hal böyle olunca, bu önerme, amaçladığının tam tersi etki doğurma riski ile karşı karşıyadır. Faizdışı bütçe fazlasının azaltılması önerisi, ekonominin canlanması bir tarafa, daralmayı daha da derinleştirecek bir öneridir. Farklı ekonomik ortamlarda çare olabilecek bu reçete, iç borcun sürdürülebilirliğinin ve dolayısıyla programın sürdürülebilirliğinin sorgulandığı bir ortamda, hastalığı akut hale getirecek bir reçetedir.

8. 2002 yılı enflasyon açısından da önemli gelişmelerin yaşanacağı bir yıl olacaktır. Para tabanı çapası para arz fazlası oluşmasını engelleyecek, böylelikle programda hedeflenenin ötesinde bir iç talep baskısı oluşmasını önleyecektir. Öte yandan, kısa vadeli faiz oranlarının enflasyonun gelecekte alabileceği değerlere göre ayarlanması politikası da, enflasyonist baskıları azaltacaktır. Bu politikaların gerekçelerinin, alınacak kararların nedenlerinin ve enflasyona ilişkin Merkez Bankası değerlendirmelerinin kamuoyu ile paylaşılması ile birlikte, enflasyonist beklentilerin de olumlu yönde etkileneceği düşünülmektedir.

9. Gerçekleşen enflasyonun hedeflenene doğru yaklaşabilmesi için, toplumda çok yaygın olan geçmiş enflasyona endeksli fiyatlama davranışlarının da azalması gerekmektedir. Bu çerçevede, Ekonomik ve Sosyal Konsey'e ve KİT fiyatlandırması nedeniyle kamu kesimine önemli görevler düşmektedir. Şirketler kesiminin ve hanehalkının geçmişe dayalı fiyatlama davranışından uzaklaşmaları, özel tip bir gelirler politikası uygulanmadığı sürece programın başarısına bağlıdır. Buna karşılık, kamu kesimindeki geçmiş enflasyona endeksli fiyatlama

mekanizmalarına son vermek büyük ölçüde kamunun elindedir. Bu davranış biçiminden uzaklaşıldığı ölçüde hedeflenen enflasyona ulaşmak açısından önemli mesafeler alınacağı düşünülmektedir.

10. Yukarıda belirtildiği gibi, tersine para ikamesi sürecini başlatacak ekonomik ortam ve bu sürecin kendisi, döviz kurunda istikrar anlamına gelmektedir. Özellikle bu sürecin başlangıcında Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanması beklenmelidir. Nitekim, 2001 yılının son üç ayında Türk Lirası reel olarak değer kazanmıştır. Bu olgunun da enflasyonu düşürücü yönde etki yapacağı düşünülmektedir. Burada sözü edilen değerlenme Türk Lirasının uzun dönem denge değerine doğru bir hareketi ifade etmektedir. 2001 yılı başından itibaren ele alındığında, Türkiye'nin rekabet gücünü azaltıcı bir değerlenme sözkonusu değildir. Bu nedenle ki, yukarıda, büyümeyi olumlu etkileyecek unsurlar arasında dış talep de sayılmıştır.

11. İhracat açısından önemli gelişmeler beklediğimiz 2002 yılında ithalat da artacaktır. Bunun iki temel nedeni vardır. Birincisi, ithalat ile büyüme hızı arasında çok yakın bir ilişki vardır. Ekonominin büyümeye başlaması ile ithalat hacminde de önemli artışlar beklemek doğal olacaktır. İkinci neden ise, döviz kurundaki istikrar olacaktır. Bu gelişmeler sonucunda, cari işlemler hesabının sınırlı miktarda açık vermesi sözkonusu olacaktır.