

72. HİSSEDARLAR GENEL KURUL
OLAĞAN TOPLANTISI
AÇIŞ KONUŞMASI



SÜREYYA SERDENGEÇTİ
BAŞKAN
TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
ANKARA
1 NİSAN 2004

I. Giriş

1. Bankamızın Sayın Hissedarları, Değerli Konuklar, Değerli Basın Mensupları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 72. Olağan Genel Kurul Toplantısına hoş geldiniz.
2. Konuşmamın konusunu Türkiye'deki enflasyonist süreç, dalgalı kur rejimi öncesi ve sonrasında enflasyonist dinamiklerin değişimi, 2003 yılı para ve döviz kuru politika uygulamaları, 2004 yılı görünümü ve düşük enflasyonda sürdürülebilir yüksek büyümeye geçiş için gerekli şartların irdelenmesi oluşturmaktadır.

1.1. Uygulanmakta Olan Ekonomik Programın Amaçları

Merkez Bankası'nın Temel Amacı: Enflasyonla Mücadele

3. 2001 yılı Şubat ayında yaşanan kriz sonrasında ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı ortadan kaldırmak amacıyla temel bir takım tedbirler alınmıştır. Daha sonra uygulamasına bugün de devam edilen ve ekonomide yapısal bir dönüşümü hedefleyen bir istikrar programı hayata geçirilmiştir. Nihai olarak sağlam makroekonomik temeller üzerinde sürdürülebilir büyümeyi hedefleyen ekonomik programın para politikası tasarımında, söz konusu hedef için olmazsa olmaz bir ön koşul olan kalıcı bir biçimde fiyat istikrarına ulaşmak amaçlanmıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankası dalgalı kur rejimi altında enflasyon odaklı, şeffaf, etkin ve ileriye yönelik bir para

politikası çerçevesinde enflasyonla mücadeleyi kesintisiz ve kararlı bir biçimde sürdürmeyi hedeflemektedir.

Bütçe Disiplininin Sağlanması Bir Ön Koşul

4. Programın bir diğer amacı da kamu borç yükünü azaltmaktır. Çünkü, kamu bütçe kısıtı çevresinde oluşan bir dengesizlik, yani bütçe açığı ve bunun finansman şekli, doğrudan ve bekleyişler yoluyla dolaylı olarak enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Bilindiği gibi, oluşan bütçe açıkları çeşitli yöntemlerle finanse edilebilmektedir. Vergi düzenlemeleri yoluyla elde edilecek gelir artışlarıyla bütçe açıklarının finansmanı uygun bir yöntem olmakla beraber, fiziksel sınırları olması ve siyasi kaygılar nedeniyle sürekli uygulanabilecek bir yöntem değildir. Özelleştirme de bir başka gelir kalemi olarak bütçe açığı finansmanında kullanılabilir. Ancak, devamlılık arz etmemesi, kısa dönemli olması göz önüne alındığında çok tercih edilen bir yöntem olmamaktadır. Bütçe açıklarının dengeye getirilmesi için dış piyasalardan borçlanmanın da büyük ölçüde ülkelerin dış piyasalardaki güvenilirliğine bağlı olması nedeniyle her zaman kullanılabilir bir yöntem olarak görülmemektedir. Bununla birlikte, iç piyasadaki borçlanma ve/veya merkez bankası kaynaklarına başvurmanın kolay olması; daha uzun süreli kullanılabilirliği ve kısa vadede sosyal maliyetinin düşük olabilmesi nedeniyle, daha çok tercih edilen bütçe finansman yöntemleri olmaktadır.

5. Bütçe açığının merkez bankası kaynakları ile finansmanı durumunda, merkez bankası para arzının karşılıksız bir biçimde

artması nedeni ile enflasyonist bir baskı ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, para politikasının bağımsız olarak yürütülmesi ve bütçe açıklarının finansmanında merkez bankası kaynaklarına başvurulmasının yasal olarak engellenmesi, bu etkinin ortadan kalkması için son derece önemlidir, fakat yeterli bir koşul oluşturmamaktadır. Çünkü, bütçe açıklarının iç borçlanmayla finanse ediliyor olması hükümetin gelecekte faiz ödemesi gereğini doğurmaktadır. Reel faizlerin reel büyüme oranını geçmesi durumunda ise, borcun milli gelire oranı giderek artmakta ve iç borçlanma ile açıkların finansmanının sürdürülebilirliği zorlaşmaktadır. Faiz ödemelerinin kendi kendini besleyen bir süreç içine girmiş olması nedeniyle borcun sürdürülemediği konuma geldiğinde mali disiplin yerine para arzını artırmak yoluyla açığın kapatılması, senyoraj gelirlerinin yarattığından daha güçlü enflasyonist baskı yaratmaktadır.

6. Bu durumda, para politikasının etkin olarak çalışabilmesi için borcun ne ölçüde faiz dışı fazla ile finanse edildiği önem kazanmaktadır. Diğer bir deyişle, bütçe gelirlerinin faiz dışı kamu borçlarını ödeyebilme gücü aynı zamanda para politikasının etkinlik gücünü de belirlemektedir. Borcun milli gelire oranı yükselirken faiz dışı fazlanın milli gelire oranı da artıyorsa, kamu dengesi ekonomi üzerinde bir kısıt oluşturmamaktadır. Böylece, parasal baskınlık olarak tanımlanan bu durumda, merkez bankası gerçek anlamda bağımsız olarak politikalarını oluşturabilmekte ve uygulayabilmektedir. Buna karşın, faiz dışı fazlanın milli gelire

oranının hedeflenmesinde borç dinamikleri göz ardı edildiğinde kamu dengesindeki sapmalar para politikası üzerinde, daha önce bahsettiğim nedenlerden dolayı, kısıt oluşturmakta ve para politikasının etkinliğini sınırlamaktadır.

7. Özetle, merkez bankasının seçtiği hedef doğrultusunda para politikasını etkin olarak uygulayabilmesi için ekonomide parasal mı yoksa mali baskınlık mı olduğu büyük önem arz etmektedir. Ülkemizde de uzun süredir devam eden bütçe açıkları ve yüksek iç borçlanma mali baskınlık tanımıyla örtüşmekte ve para politikasının fonksiyonel bağımsızlığını, yani fiyat istikrarına yönelik bağımsız politika uygulamalarını zorlaştırmaktadır. Bu nedenle mali disiplin fiyat istikrarının sağlanmasında olmazsa olmaz bir ön koşul oluşturmaktadır. Dolayısıyla, fiyat istikrarını sağlamayı amaçlayan bir programda mali disiplini artırmaya yönelik önlemleri almak ve orta uzun vadede ekonomiyi ağır borç yükünün getirdiği olumsuzluklardan kurtarmak gereği vardır.

8. Uygulanmakta olan yeni ekonomik program bir taraftan reel faizleri düşürerek borçlanmanın kısa dönemde sorunsuz sürdürülmesini sağlamayı, diğer yandan da sıkı maliye politikası ile faiz dışı bütçe fazlası vererek kamu borcu sorununu orta ve uzun dönemde kademeli olarak ortadan kaldırmayı hedeflemektedir.

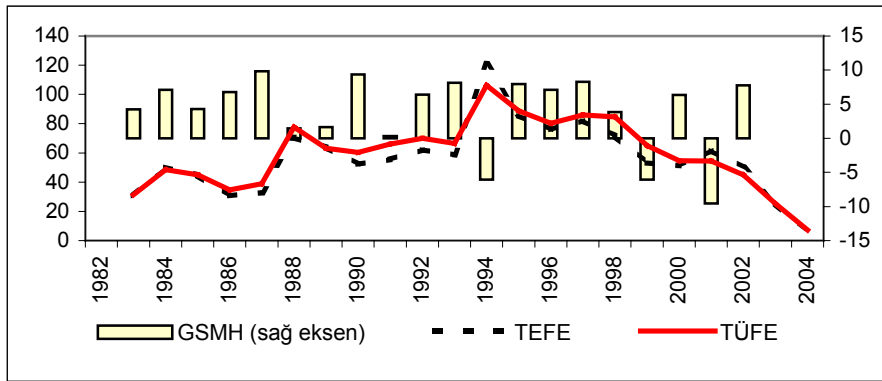
9. Bu çerçevede, fiyat istikrarının sağlanması ve yüksek borç stokunun ekonomi üzerindeki yükünün kalkması ile diğer ekonomik büyüklüklerin de kalıcı istikrara kavuşması mümkün olabilecektir.

Böylece, asıl amaç olan sürdürülebilir yüksek büyüme oranlarının yakalanması ve sürdürülebilir istihdam artışı mümkün olabilecektir.

II. Türkiye'deki Enflasyonist Süreç (1980-2000)

10. Uygulanmakta olan ekonomik programın amaçlarına kısaca değindikten sonra, Türkiye'deki enflasyonist sürecin tarihsel gelişiminden ve bu süreç içinde enflasyon dinamiklerinin değişmesinden bahsetmek istiyorum. Hepimizin bildiği gibi, yüksek kronik enflasyon 30 yılı aşkın süredir Türkiye ekonomisinin en önemli özelliği haline gelmiştir. Ekonomide zaman zaman yüksek büyüme oranları yakalanmasına karşın, oldukça dalgalı bir büyüme seyri izlenmiş, düşük ortalama büyüme ve makroekonomik istikrarsızlık 1980 sonrası dönemin karakteristik bir özelliği olmuştur. Böylece, enflasyonist yapı kemikleşmiş ve enflasyon kendi kendini besleyen bir döngü halini almıştır.

Grafik 1: TÜFE-TEFE Enflasyonu, GSMH Büyümesi (1983-2003)



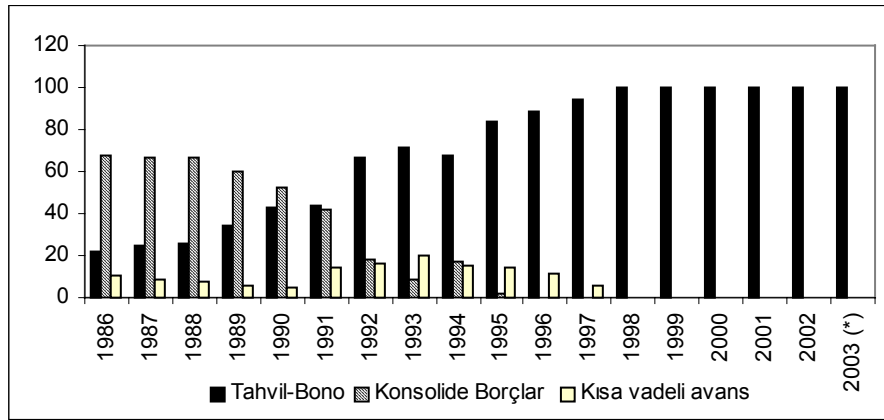
Kaynak: DİE.

1980 Öncesi Dönem

11. 1980 öncesi dönemde enflasyonun temel nedenleri tüm dünyayı etkileyen büyük arz şokları ve KİT'lerin bütçe açıklarının parasallaşma ile kapatılması olarak özetlenebilir. Kamu kesiminin ekonomi üzerindeki etkileri daha sonraki yıllarda enflasyonist süreç açısından önemli sonuçlar doğurmuştur. 1980'lerin başında Türkiye ekonomisi büyük bir yapısal değişim geçirmiş ve ithal ikameci politikalardan vazgeçilerek hızlı bir dışa açılma sürecine girilmiştir.

1980-1990 Dönemi

Grafik 2: İç Borç Stoku İçindeki Payları (1986-2000)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

* Geçici.

12. Bu dönemde yapılan iki yapısal değişiklik enflasyon dinamiklerinin şekillenmesinde büyük önem arz etmektedir. Bunlardan birincisi, 1986 yılından itibaren kamu açıklarının

finansmanının iç borçlanmayla yapılmaya başlanmasıdır. Konuşmamın başında da belirttiğim gibi, kamu açıklarını kapatmak amacıyla iç borçlanma yapılması, enflasyon dinamikleri üzerinde etkinleşmiş ve zaman içinde hem ekonomik sistemin işlerliğini kaybetmesine, hem de bankacılık sisteminin bozulmasına neden olacak bir sürecin başlangıcı olmuştur.

13. Dinamiklerin şekillenmesinde önem arz eden bir diğer yapısal değişiklik ise 1989 yılından itibaren sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir. Zaten kronik enflasyon ortamında olunca, bunun sonucunda döviz talebinde sıçrama olmuştur. Ayrıca, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve ekonominin dışa açılması, döviz kuru gelişmelerinin ekonomi ve özellikle enflasyon üzerindeki etkisini giderek artırmasına neden olmuştur.

1990-2000 Dönemi

14. 80'li yılların sonu ve özellikle 90'lı yıllarda, yüzde 100'ü aşan faiz oranları, sürekli artan iç borçlanmanın mali kesime yaptığı baskı nedeniyle reel faiz oranlarının sürdürülemez seviyelere çıkması, artan risk primi sonucunda borç stoku üzerinde oluşan yüksek reel faiz maliyeti ve bankacılık sisteminin giderek kırılganlaşması ekonomik yapının çerçevesini oluşturmuştur. Bununla birlikte, finansal serbestleşme sonrası döviz kuru politikası olarak, yönetilen kur rejimi benimsenmiştir. Aynı zamanda siyasi istikrarsızlık ve enflasyonla gerektiği gibi mücadele edilmemesi ve farklı önceliklerin sürekli ön plana çıkması, bu sağlıksız yapıyı besleyen diğer etkenler olmuştur.

Bu süreçte para politikası, siyasi otoriteye gerekli reformları yapması için zaman kazandırmaya çalışmıştır.

15. Bütün bu unsurların oluşturduğu yapı, ekonomiyi oldukça hassaslaştırmış ve krizlere açık hale getirmiştir. Nitekim, 1993 yılı sonunda bütçe açığının planlananın oldukça üzerinde gerçekleşmesi, 1994 yılı başında hükümeti büyük oranlı bir devalüasyon yapma zorunda bırakmış ve nominal faizleri çok yüksek düzeylere çıkartmıştır. Herkesin çok yakından bildiği 1994 krizi sağlıksız ekonomik yapının ilk ciddi patlaması olmuş ve söz konusu sağlıksız yapıyı daha da bozucu bir etki yaratmıştır.

16. 1998 yılı başında Türkiye, parasal büyüklüklerin nominal çapa olarak kullanıldığı ve mali açıdan önemli tedbirler içeren yeni bir ekonomik programı uygulamaya başlamıştır. Programın başarı sağlamış olmasına karşın Rusya krizi nedeniyle büyük oranda sermaye çıkışı yaşanmış, faiz oranları tekrar yükselmiş ve kamu borç stoku büyük oranda artmıştır. Kamu maliyesi giderek kötüleşirken, ekonomi de daralma sürecine girmiştir. 1999 yılında yaşanan deprem felaketiyle kötüye gidiş süreci daha da hızlanmış ve 1999 yılı sonunda ekonomik sorunlar içinden çıkılmaz bir hal almıştır.

17. Söz konusu gelişmeler, 2000 yılı başında, yeni ve çok kapsamlı bir ekonomik programın uygulanmaya konmasına neden olmuştur. Programda, bozulan borç dinamiklerinin enflasyon ve diğer ekonomik büyüklükler üzerindeki etkisini azaltmaya yönelik olarak gelirleri artırıcı ve harcamaları azaltıcı tedbirlerle kamu maliyesinin

düzeltilmesi ve borcun sürdürülebilir bir seviyeye çekilmesi; bunun yanısıra, çok geniş bir yapısal reform programı hedeflenmiştir. Önceden açıklanan ileriye yönelik döviz kuru uygulamasıyla, finansal serbestleşme sonrası güçlenen döviz kuru-enflasyon ilişkisinin zayıflaması ve buna dayalı olarak enflasyonun düşürülmesi amaçlanmıştır.

18. Program tasarlanırken, döviz kuruna dayalı programların ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunda ödemeler dengesi ayağında büyük baskı oluşabileceği göz önüne alınarak, döviz kurlarının 18 ay sonra kademeli olarak serbest bırakılması hedeflenmiştir. Programın uygulanmaya başlamasıyla beraber, güven büyük ölçüde artmış, bekleyişlerin olumluya dönmesi ile birlikte , dış kaynak girişi de hızlanmıştır. Böylece, faiz hadlerinde hızlı ve büyük oranlı düşüşler olmuştur. Faizlerdeki gerileme, Rusya krizi ve deprem nedeniyle ertelenmiş olan tüketimi canlandırmış ve dolayısıyla kredi hacminde genişleme yaratmıştır. Aynı zamanda, enflasyondaki katılıklardan dolayı özellikle programın ilk başında enflasyon oranlarının döviz kuru artışının üzerinde kalması nedeniyle, reel kurlarda hızlı bir değerlenme gözlenmiştir. İç talep artışı, aynı zamanda reel kurlardaki değerlenme ile birlikte, ithalat talebini artırmış ve sonucunda cari işlemler açığı giderek genişlemiştir.

19. Faiz düşüşü ve güvenilirlik artışı ile Hazinesin borçlanması da kolaylaşmıştır. Gerek dış borçlanma yoluyla gerekse IMF kredisinin ilk diliminin de serbest bırakılmasıyla iç piyasada kaynak

yaratılmıştır. Ayrıca, Hazinesin yılın ilk yarısında iç piyasada itfadan az borçlanması da piyasadaki likiditeyi artıran bir faktör olmuş, bu durum bankaların söz konusu kaynak fazlasını tüketici kredilerine ve özel sektör kredilerine yönlendirmesine neden olmuştur. Bu süreçte bankacılık sektöründe yaşanan gelişmeler, aktif-pasif vade uyumsuzlukları, artan kur riski, geçmişten gelen sorunların belirgin bir biçimde ortaya çıkmasına neden olmuştur.

20. Makroekonomik verilerdeki kısmi düzelmenin ardından siyasi iktidarın yapısal reform sürecini aksatmaya başlaması programın kararlılıkla devamına ilişkin şüphe yaratmıştır. Bu durum, yılın ikinci yarısında döviz girişine bağlı parasal genişlemeyi ve likidite miktarını olumsuz etkilemiş, faiz oranları yükselmeye başlamıştır. Bekleyişler iyi yönetilmediği ve özellikle yapısal reformlar programın ilk aşamasından sonra devam ettirilmediği için, program başlangıçta sağladığı güvenilirliği kaybetmiş ve 18 ay dolmadan sona ermiştir.

II.1. Türkiye’de Enflasyon Dinamiklerini Etkileyen Temel Faktörler

Mali Dolarizasyon

21. Konuşmamın bu bölümünde, biraz önce özetlediğim 2001 krizine kadar olan süreçte enflasyonist sürece katkı yapan başlıca unsurlara değinmek istiyorum. 80’li yılların başından itibaren ekonominin hızla dışa açılma ve serbestleşme sürecine girmesi, ekonomide giderek artan bir para ikamesine ve mali dolarizasyona yol

açmıştır. Dolayısıyla, döviz kurundaki gelişmeler, enflasyon ve diğer makro ekonomik değişkenler üzerindeki önemini giderek artırmıştır.

Döviz Kuru

22. Döviz kuru ve enflasyon arasındaki ilişki üç yolla açıklanabilir. Bunlardan birincisi, ithal malların fiyatlarıyla ilgilidir. İthal edilen tüketim mallarının Türk lirası cinsinden fiyatı döviz kurunun yükselmesiyle artmakta ve doğrudan enflasyon hesaplamasında kullanılan mal ve hizmet sepetindeki ağırlığı ölçüsünde enflasyona yansımaktadır. Bunun yanında, üretimde ithal ara ve sermaye malı kullanılması durumunda, döviz kurundaki değişiklikler doğrudan üretim maliyetlerine ve dolayısıyla nihai mal fiyatlarına yansımaktadır. Konuşmamın başında vurguladığım gibi, 1980 öncesi ithal ikameci politika uygulamaları zaman içinde, dışa açıklığın artmasıyla beraber, Türkiye'nin ithalat kompozisyonunu sermaye ve ara malı ağırlıklı bir konuma sokmuş ve yurt içi üretimi ithalata bağımlı bir duruma getirmiştir. Ayrıca, tüketici enflasyonunun hesaplamasında kullanılan mal sepeti incelendiğinde de, yüzde 50'den fazlasının dış ticarete konu olan mallar olduğu görülmektedir.

23. Diğer taraftan, uzun süre enflasyonla yaşayan ekonomik birimler, geleceğe yönelik kararlarında bazı endeksleme mekanizmaları kullanmaktadır. Bunlardan en yaygın olarak kullanılanı ise döviz kurudur. Enflasyon belirsizliği altında döviz kurunun iyi bir gösterge olduğuna inanılırsa, fiyat yapıcıları da kendilerini korumak amacıyla kurlardaki değişimleri fiyatlarına

yansıtmayı tercih etmektedir. Böyle bir durumda, dış ticarete konu olup olmamasına veya ithal girdi kullanıp kullanmamasına bağlı olmadan tüm malların fiyatları döviz kuruna endekslenmektedir. Türkiye’de uzun dönem uygulanan “yönetilen döviz kuru rejimi”, zaman içinde, dolaylı olarak enflasyon beklentilerini etkilemiş ve endeksleme mekanizmalarını güçlendirmiştir. Özellikle, 1994 sonrası Türk lirasındaki reel değerlenmeyi önlemeye yönelik olarak uygulanan enflasyon oranı kadar kur artış oranı politikası, endeksleme mekanizmasını iyice kuvvetlendirmiştir.

Kamu Açıkları ve İç Borçlanma

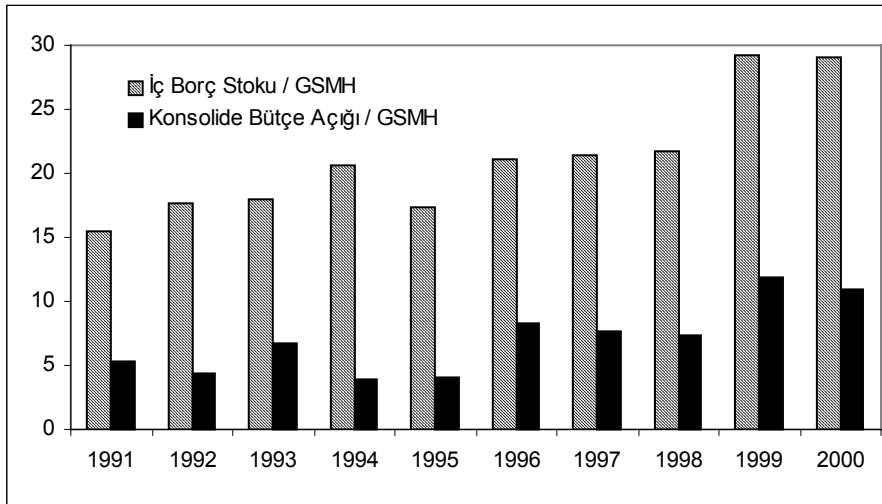
24. Son 20 yılda enflasyon dinamiklerini belirleyen bir diğer önemli unsur da, konuşmamın başında da vurguladığım gibi, kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla finansmanıdır. Bu şekilde kamu açıklarının parasallaşmaya yol açması büyük ölçüde engellenmiş ve hiper enflasyona yol açılmamış, bununla birlikte, finans sisteminin kırılganlığını büyük ölçüde artmıştır. Ayrıca, faizlerin kamu borç stoku için büyük bir maliyet oluşturması, enflasyona yönelik bağımsız para politikaları uygulanmasını güçleştirmiştir. Bir başka deyişle, mali baskınlığın artması para politikalarının etkinliğini de azaltmıştır.

Geçmişe Odaklı Beklentiler

25. Borç dinamikleri, aynı zamanda beklentilerin şekillenmesinde etkin bir rol almış ve enflasyon dinamikleri üzerinde dolaylı olarak etkili olmuştur. Borç stokunun artması, borçlanma gereğini artırmış ve

borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları artırmıştır. Risk algılamasının artmasıyla da reel faiz oranları yükselmiş ve bir kısır döngü oluşmuştur. Borçlanmanın sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler, ekonomiyi dış şoklar, politik istikrarsızlık, kur ve faizlerdeki oynamalar gibi her türlü olumsuzluğa karşı oldukça kırılğan hale getirmiştir. Bu durumda ekonomik birimlerin en ufak bir risk algılaması bile, enflasyonun yükselmesine ve makro dengelerin bozulmasına yol açmaktadır.

Grafik 3: Bütçe Açığı ve Borç Stokunun Gelişimi (1990-2000)



Kaynak: DPT, Hazine.

Kamu Fiyatları

26. İç borçlanmanın yanında, kamu kesiminin reel ekonomide büyük bir yere sahip olması da enflasyonist süreci destekleyen bir diğer unsur olmuştur. Bugün tüketici fiyatlarının hesaplanmasında kullanılan mal ve hizmet sepetinin yüzde 20,8'i kamu fiyatlarından

oluşmaktadır. Kamu kesiminde üretimin düşük verimlilikle gerçekleştirilmesi ve ortaya çıkan açıkların fiyat artışlarıyla telafi edilmeye çalışılması, ayrıca, akaryakıt ve TEKEL ürünlerinden alınan vergilerin Hazine için önemli bir gelir kaynağı olması nedeniyle fiyat artışları yapılması, enflasyonist sonuçlar doğurmuştur.

Atalet

27. Uzun süre yüksek enflasyonla yaşamak kendi kendini besleyen bir süreç oluşmasına da yol açmaktadır. Yüksek enflasyonun kronikleştiği ekonomilerde, ekonomik birimler, geleceğe ilişkin fiyat ve ücret belirlemek için aldıkları kararlarda enflasyondan korunmaya çalışmaktadır. Bu nedenle de çeşitli endeksleme mekanizmaları oluşmaktadır. Biraz önce bahsettiğim döviz kuruna endeksleme bu yöntemlerin en belirgin olanıdır. Böylece, enflasyon arttıkça enflasyon beklentişi yerleşmekte, sonuçta enflasyon kronikleşmektedir. Böyle bir yapıda da fiyatlarda katılık oluşmakta ve enflasyondaki atalet, enflasyonu düşürmede en önemli engellerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sonu Getirilemeyen İstikrar Programları

28. Enflasyonist süreci destekleyen bir diğer önemli unsur da sonu getirilemeyen istikrar programlarıdır. Özellikle 90'lı yıllarda uygulamaya konulan istikrar programları incelendiğinde, kararlılıkla başlanan programlarda olumlu sonuçlar alınmaya başlandıkça rehavete kapılarak aksatıldığı görülmektedir. Örneğin, 2000 yılında

uygulamaya konulan programda, parasal ve mali disiplinin kararlı bir biçimde uygulanması ile programın hemen başında enflasyonda gerileme ve mali yapıda düzelme gözlenmiştir. Ancak, programın ilk altı aylık uygulamasından sonra yapısal reformlarda aksamalar gözlenmiş ve dolayısıyla programın devam edeceğine yönelik şüpheler artmaya başlamıştır. Bu dönemde yaşanan siyasi istikrarsızlıklar da programların kararlı bir biçimde uygulanmasını güçleştirmiştir. Siyasi otorite, siyasetin doğası gereği özellikle seçim dönemlerinde daha kısa vadeli düşünme eğiliminde olmuştur.

II.2. Enflasyon Dinamiklerindeki Değişim (2001-2003)

29. 2001 krizi sonrasında uygulamaya konulan ve halen sürmekte olan ekonomik program enflasyon dinamiklerinde de önemli değişikliklere yol açmış ve 30 yılı aşkın süredir yaşanan kronik yüksek enflasyon dönemini bitirmiştir. Amaçları, ortaya koyduğu mali ve parasal disiplin ile yapısal değişim programı itibarıyla daha önce uygulanan programla örtüşmekle beraber, yeni ekonomik programın iki önemli unsuru farkını ortaya koymaktadır. Bunlardan birincisi yeni Merkez Bankası Yasası, diğeri ise dalgalı döviz kuru rejimidir.

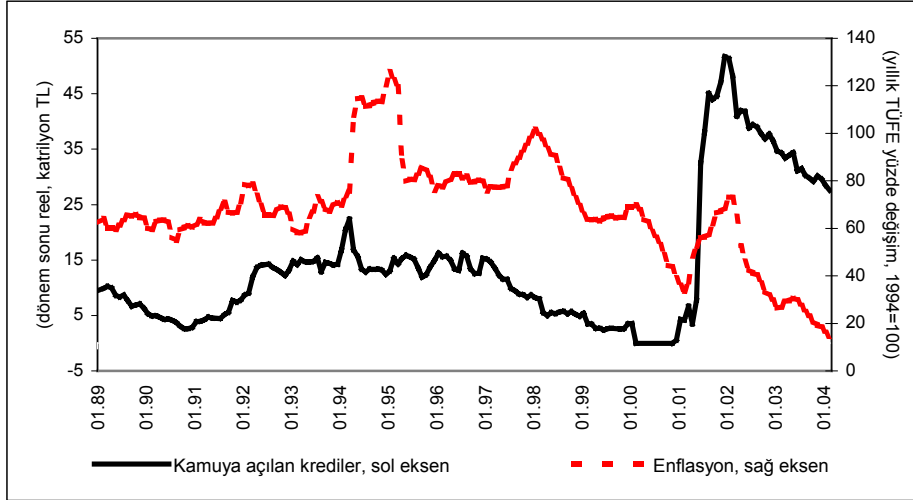
Yeni Merkez Bankası Yasası

30. 25 Nisan 2001 tarihinde Merkez Bankası Yasası'na ilişkin yapılan yasal düzenlemelerle Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak tanımlanmıştır. Ayrıca, enflasyon hedefine yönelik politika araçlarının Banka tarafından

belirlenmesine ilişkin araç bağımsızlığı yasa ile güvence altına alınmış ve buna dayanarak kısa vadeli faizler Merkez Bankası'nın politika aracı olarak belirlenmiştir.

31. Bir diğer değişiklik de kamuya açılan kredi konusundadır. Kamuya açılan krediler, uzun süreden beri, enflasyonla mücadelenin önündeki en önemli engellerden birini teşkil etmiştir. Kasım 2001'den itibaren geçerli olmak üzere¹ kamuya kredi açılmayacağı ve birincil piyasadan Devlet İç Borçlanma Senetleri almayacağı da yasal düzenlemelerle güvence altına alınmıştır.

Grafik 4: Kamuya Açılan Krediler ve Enflasyon



Kaynak: TCMB, DİE.

32. Merkez Bankası Yasası'nda yapılan bu değişiklik, para politikası stratejisinin ilk defa bu kadar enflasyona odaklı hale gelmesi

¹ Kriz sonrası gerçekleşen takas işlemlerinin sonlanması için Kasım 2001'e kadar süre tanınmıştır.

ve fiyat istikrarını vurgulaması sebebiyle büyük önem taşımaktadır. Burada altı çizilmesi gereken önemli bir nokta amaç bağımsızlığıdır. Hükümetlerin temel hedefinin orta-uzun vadede sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışı olduğu göz önüne alındığında, fiyat istikrarının bunun için gerekli ön koşul olması, hedefler arasında çelişki olmadığını bir göstergesidir. Bu nedenle, enflasyon hedefi hükümetle birlikte konulmaktadır. Buna karşın, kısa dönemde hükümetler siyasi kaygılar nedeniyle uzun dönemli amaçlarından uzaklaşabilmekte, fiyat istikrarıyla çelişen popülist politikalarla kamu açığına yol açmakta ve fiyat istikrarını tehdit etmektedir. Böyle bir durumda, kısa vadeli politikalar için orta-uzun vadede fiyat istikrarı hedefinin arkasında duracak bir kuruma ihtiyaç duyulmaktadır. Söz konusu yasal düzenleme ile Merkez Bankası uzun vadede toplumun refahını maksimize edecek bir politika izleme bağımsızlığına kavuşmaktadır.

33. Merkez Bankası Yasası'nda yapılan düzenlemelerin getirdiği bir diğer önemli yenilik de hesap verebilirlik ve şeffaflığın en üst düzeyde gerçekleşmesinin benimsenmesi olmuştur. Buna yönelik olarak para politikası uygulamalarına ilişkin durum değerlendirmesi yapan ve gereken önlemleri açıklayan raporların yılda 2 kez Hükümete ve TBMM'ye anlatılması ve yazılı olarak bildirilmesi, ayrıca kamuoyuna para politikası hedef ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporların açıklanması kararlaştırılmıştır. Kasım 2001'den itibaren enflasyon gelişmeleri ve para politikası uygulamalarını özetleyen ve ileriye yönelik değerlendirmeleri içeren para politikası

raporları yayımlanmaya başlamıştır. Ayrıca, her ay açıklanan enflasyon hakkındaki değerlendirme notları, bekleyiş anketi sonuçları ve basın duyuruları aracılığıyla kamuoyu bilgilendirilmektedir. Enflasyon hedefine yönelik olarak kullanılan ve temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişiklikler ve döviz müdahaleleri gibi operasyonlar eş zamanlı ve gerekçeli olarak kamuoyuna açıklanmaktadır. Bütün bu raporlar aynı zamanda Merkez Bankası internet sitesinde de yayımlanmaktadır.

Dalgalı Döviz Kuru Rejimi

34. Ataletin kırılmasında önemli bir faktör de kriz sonrasında uygulamaya konulan ekonomik programda döviz kuru rejimi olarak dalgalı kur sisteminin seçilmesi olmuştur. Eski döviz kuru rejiminin terk edilmesinin en önemli nedeni, büyük bir kriz sonrasında aynı kur politikasının devam ettirilmesinin getirebileceği büyük güvenilirlik sorunundan kaçınmaktır. Ayrıca, sonu getirilemeyen istikrar programlarından elde edilen tecrübeler, ekonomideki zayıf halkalar güçlendirilmedikçe artış hızı sabit ya da benzeri bir kur rejiminin sürdürülebilir olmayacağını göstermiştir. Kaldı ki, bu koşullar altında böyle bir kur rejimi, sonuçta para ikamesi ve mali dolarizasyonu teşvik etmekte, döviz-enflasyon ilişkisini daha da güçlendiren bir döngü oluşturmakta ve bu suretle olması gerekenin aksine enflasyonist süreci desteklemektedir. Uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi çerçevesinde döviz kuru piyasadaki arz ve talep miktarına göre belirlenmekte ve piyasa koşulları altında kısa ve uzun vadede belirli

birtakım unsurlara bağlı olarak yükselip düşebilmektedir. Ancak bu süreç karmaşık bir süreçtir.

35. Döviz arz ve talebi hem iktisadi temellerce hem de bu temellerin şekillendirdiği bekleyişlerce belirlenmektedir. Borç stokunun yüksek olduğu ölkelerde, borcun çevrilebilirliği ve sürdürülebilirliği konusundaki bekleyişler olumlu ise, yerli paraya olan talep artmaktadır. Zira, bu koşullar ancak ve ancak mali ve parasal disiplin sayesinde sağlanmaktadır. Kısacası, giderek artan makroekonomik disiplin, risk primini ve reel faizleri düşürmekte, yerli para biriminin değerini artırmaktadır.

36. Yerli paranın değerlenmesi cari işlemler dengesini olumsuz etkilerken, mali ve parasal disiplin ödemeler dengesinin özellikle sermaye hareketleri kalemini olumlu yönde etkilemektedir. Makroekonomik disiplinin döviz kuru üzerine etkisi bu kadarla da kalmamaktadır. Bu disiplin sayesinde düşen enflasyon, yurt içi ile yurt dışı enflasyon arasındaki farkı azaltmakta ve yerli paramızın değerine olumlu katkıda bulunmaktadır.

37. Öte yandan, yapısal reformlar ve verimlilik üzerinde etkileri, diğer bir ifadeyle ekonomideki yapısal dönüşüm süreci, ekonomideki devresel hareketler, enflasyon ve büyüme gibi temel ekonomik göstergeler ise döviz kurunun seviyesini uzun vadede etkileyen unsurlar arasında yer almaktadır. Döviz kurunun izleyeceği eğilimi şüphesiz piyasadaki oyuncuların davranışları da etkilemektedir.

38. Dalgalı döviz kuru rejimi uygulanmaya başladığından beri geçen süre içinde döviz kuru-enflasyon ilişkisinde kademeli bir zayıflama görülmektedir. Bu dönemde daha önce hiç rastlanmadığı şekilde kurlarda hem yukarı hem aşağı yönlü hareketler gözlenmiş ve döviz endeksli yapılan işlemlerin bir risk taşıdığı anlaşılmıştır. Dalgalı döviz kuru sistemi daha önce uygulanmakta olan sabit ve yönetilen döviz kuru sistemlerinden farklı olarak, yatırımcıların kur riskini de gözeterek yatırım yapmasını gerektirmektedir. Bu durum, spekülasyon hareketlerinin oluşmasına da bir kısıt oluşturmaktadır. Geçmişte “yönetilen döviz kuru rejimi” altında kurlar, en yaygın olarak kullanılan endeksleme mekanizmalarından biri olmuştur. Ancak, yeni sistemde döviz kurunun artık bir risk unsuru olarak algılanmaya başlanması enflasyon üzerindeki etkisini azaltırken, programın uygulamaları, ileriye yönelik beklentiler ve enflasyon hedefi önem kazanmaya başlamıştır.

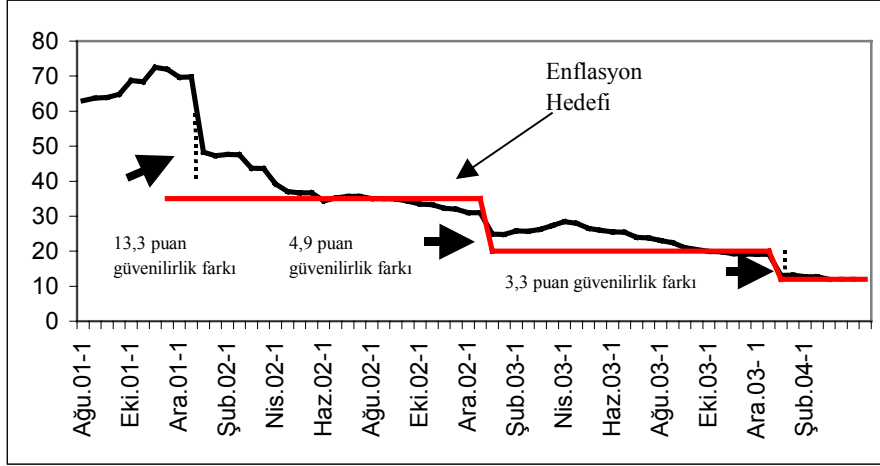
39. Ancak, dikkat edilmesi gereken bir husus, döviz kuru politikasında yapılan değişikliğin kurlarda bir belirsizlik yaratma amacı taşımadığıdır. Aksine, söz konusu politika kısa dönemdeki dalgalanmalara karşın orta-uzun dönemde istikrarlı bir döviz kuru hedefine yöneliktir. Daha önce yaptığımız basın duyurularında da sık sık dile getirdiğimiz gibi Merkez Bankası, döviz kurunun suni yollarla öngörülebilir kılınmasına karşıdır. Ekonomik temellerin sağlamlaşması ve yapısal reformların gerçekleştirilmesiyle birlikte dalgalı kur rejimi amacına ulaşabilecek ve döviz kuru orta-uzun dönemde giderek artan istikrarlı bir seyir izleyebilecektir.

Enflasyonda Geldiğimiz Nokta

40. Para politikasının kararlılıkla ve şeffaf olarak yürütülmesi, kamuoyuyla iletişimin artması sonucunda beklentileri yönetmede büyük başarı sağlamış ve dolayısıyla da enflasyondaki ataletin kırılmasında büyük mesafe alınmıştır. Dalgalı döviz kuru uygulaması da değişen anlayışı vurgulayarak Merkez Bankası'nın ataleti kırmaya yönelik çabalarına yardımcı olmuştur.

41. Nisan 2001'den beri uygulanmakta olan yeni ekonomik programın temel unsurları incelendiğinde, daha önceki dönemlerde yaşanan enflasyonist sürecin nedenleri daha net ortaya çıkmaktadır. Nitekim, enflasyonla mücadelede geldiğimiz nokta da bunu destekler niteliktedir. 2001 yılında yüzde 68,5 oranında olan enflasyon, 2003 yılı sonunda yüzde 18,4 oranına gerilemiştir. 2001'den bugüne 50,1 puan düşüş yaşanmış ve son 28 yılın en düşük enflasyon oranı yakalanmıştır. 2002 ve 2003 yıllarında gerçekleşen enflasyon oranları hedeflenen oranın altında kalmıştır. Bekleyiş anketi sonuçlarına baktığımızda, yıl sonu beklentileri ve hedeflenen enflasyon arasındaki farkın giderek azaldığı görülmektedir. 2002'de 13,3 puan olan bu fark, 2003 yılında 4,9 puana ve 2004 yılı başında da 1,1 puana gerilemiştir. Mart 2004'te ise yıl sonu enflasyon beklentileri ile yıl sonu hedefi olan yüzde 12 arasında fark bulunmamaktadır. Buradan anlaşıldığı gibi yeni düzenlemeler çerçevesinde kararlı, şeffaf politika uygulamaları ve kamuoyu ile artan iletişim sonucunda para politikasının güvenilirliği büyük ölçüde artmıştır.

Grafik 5: Güvenilirlik Açığı
Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları Arasındaki Fark



Kaynak: DİE, TCMB.

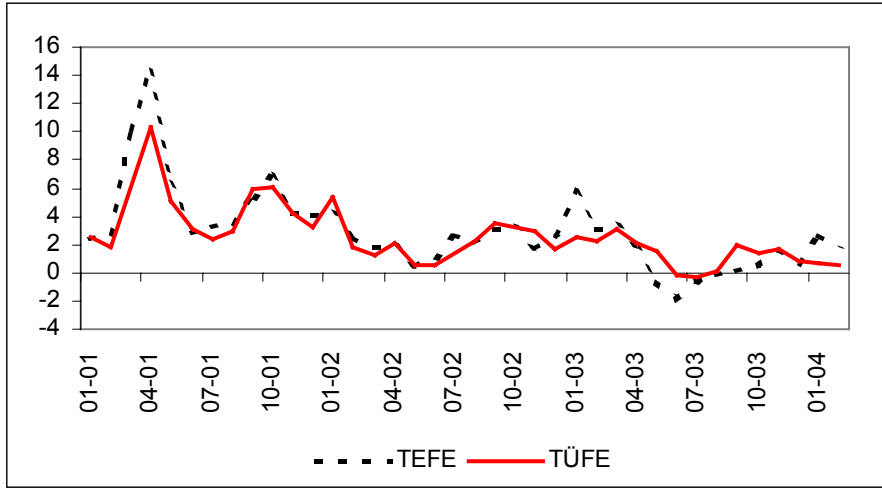
Enflasyonun Düşüşüne Katkı Yapan Faktörler

42. 2004 yılı Şubat ayında TÜFE enflasyonu yüzde 0,55 olmuş ve yıllık bazda yüzde 14,8'e gerilemiştir. TEFE enflasyonu ise aynı dönemde yüzde 1,6 olmuş ve yıllık bazda yüzde 9,1'e düşmüştür. Özel İmalat Sanayii fiyatları ise Şubat ayında yüzde 0,1 ve yıllık bazda tek haneli rakamlara inerek yüzde 7,7 olmuştur. Enflasyondaki düşüşte mevsimsel koşulların etkisiyle düşen tarım fiyatlarının ve fiyatları kura göre otomatik olarak ayarlanan akaryakıt ürünlerinin katkısı önemli olmakla birlikte, maliyetlerdeki düşüşün özel imalat sanayi fiyatları üzerindeki etkisi de açık olarak görülmektedir.

43. Enflasyondaki düşüşte etkili olan bir faktör, gıda ve tarım grubu fiyatlarıdır. Bu alt gruplardaki fiyat gelişmeleri enflasyona

genel anlamda olumlu katkı yapmıştır. Mevsimsel etkilerden arındırıldığında gıda fiyat artışlarının Temmuz-Ekim döneminde yılın ilk altı ayına göre önemli oranda yavaşladığı görülmektedir. Benzer bir eğilim, TEFE alt gruplarından tarım fiyatlarında da gözlenmiştir. Kasım ayı ise Ramazan ayının etkisiyle gıda fiyatlarının görece olarak hızlandığı bir ay olmuştur. 2004 yılı Ocak ayında olumsuz hava koşulları nedeniyle meyve ve sebze fiyatlarının büyük artışlar göstermesi tarım fiyatlarını artırıcı bir etki yapmış ancak bu etki, beklendiği üzere ve Şubat ayı verilerinden de görüldüğü gibi geçici olmuştur. Bu nedenle, tarım fiyatlarındaki artış gıda fiyatlarına yansımamış ve gıda fiyatları 2004 yılının ilk iki ayında da enflasyondaki düşüş eğilimini destekleyen bir seyir izlemiştir.

Grafik 6: TEFE-TÜFE aylık, 2001-2003



Kaynak: DIE.

44. Enflasyonun son dönemdeki olumlu seyrine katkıda bulunan bir diğer önemli unsur, kamu kontrolündeki fiyatlarda enflasyon hedefi ile büyük ölçüde uyumlu bir ayarlama politikası izlenmesi olmuştur. Haziran ve Temmuz aylarında kamu fiyat artışları görece olarak hızlanmıştır. Ancak, yapılan fiyat artışları enflasyonla mücadeleyi olumsuz etkileyecek ya da yıl sonu enflasyon hedefini zora sokacak ölçüde olmamıştır. Ayrıca, döviz kuru gelişmeleri de başta akaryakıt fiyatlarını olmak üzere kamu kontrolündeki fiyat artışlarını sınırlayan önemli bir faktör olmuştur.

45. Enflasyondaki düşüşte etkili olan bir başka unsur da iç talebin üretim kapasitesini zorlayacak düzeye henüz erişmemiş olmasıdır. Son dönemde, aylık sanayi üretimi verileri özellikle dayanıklı tüketim malları grubu için, talepte önemli canlanma sinyalleri göstermektedir. Ancak, dayanıklı tüketim malları üretim ve satış rakamlarındaki yüksek oranlı artışların, genel anlamıyla bir iç talep canlanmasından ziyade bu sektörde maliyetlerin ve fiyatların gerilemesinden kaynaklanan bir talep artışını yansıttığı düşünülmektedir. Yarı-dayanıklı tüketim mallarına olan talebin aynı şekilde güçlenmemesi bu görüşü desteklemektedir.

46. Son dönemlerde, bazı çevrelerce enflasyondaki düşüşün sadece Türk lirasının değer kazanmasına dayandırılması oldukça önemli bir yanılgıdır. Halbuki, geçmiş dönemlere bakıldığında görülmektedir ki, Türk lirasının bugünkü gibi değer kazandığı dönemler olmuş, ancak enflasyonun bugünkü seviyelere kadar

düştüğü bir dönem görülmemiştir. Bugünün önceki dönemlerden en belirgin farkı, enflasyon ile döviz kuru arasındaki geçişkenliğin kademeli olarak azalmaya başlamasıdır.

47. Enflasyonla mücadelede bugün gelinen noktaya politika uygulamaları çerçevesinde daha mikro düzeyde bakıldığında ise enflasyondaki düşüş sürecini destekleyen ve kalıcı olmasını sağlayan pek çok unsur göze çarpmaktadır. Bunların başında uygulanan sıkı para ve maliye politikaları gelmektedir. Ayrıca, kararlılıkla uygulanan bu politikalar sonucunda piyasalarda sağlanan görece istikrar, güvenin artması ve beklentilerin iyileşmesi de enflasyondaki düşüşü hızlandırmıştır. Bu süreçte bir diğer önemli unsur, kamu gelirleri ve fiyatlandırma politikalarının hedefle uyumlu bir şekilde yürütülmesidir.

48. Mevcut politika uygulamalarının yanı sıra, gelişen rekabet ortamı ile birlikte, üretici ve tüketici fiyatlandırma davranışlarının değişmesi, iç talebin düşük seyretmesi, özellikle imalat sanayiindeki verimlilik artışı ve bunun reel ücretlerin seyrine etkisi de enflasyonun düşmesine yardımcı olmuştur.

49. Irak savaşı sırasında bozulan enflasyon beklentileri, bu dönemdeki dalgalanmaların ekonomik programın uygulanmasındaki bir eksiklik ya da temel politikaların bir zaafından değil dışsal ve geçici faktörlerden kaynaklandığının anlaşılmasıyla yeniden düzelmiştir. Merkez Bankası da ileriye yönelik olarak enflasyondaki olumlu gelişmeleri öngörmüş ve bu çerçevede Nisan-Kasım döneminde kısa vadeli faizlerde 5 defa indirim gitmiştir. Merkez

Bankası'nın geleceğe olumlu bakışını kamuoyu ile paylaşması da beklentilerdeki iyileşmede rol oynamıştır.

50. Bu bağlamda, enflasyonu kalıcı bir biçimde tek haneli seviyelere düşürme konusundaki kararlılığın bir göstergesi olarak 2005 yılı başında Türk lirasından altı sıfır atılacaktır. Böylece, toplumun ulusal paraya olan güveni yenilenecek ve aynı zamanda beklentilerde tek haneli enflasyona geçişte olabilecek direncin kırılmasına yardımcı olacaktır.

51. Beklentileri olumlu etkilemesi dışında, söz konusu değişimin, döviz kurları ve faizlerin genel düzeyi üzerinde olumlu veya olumsuz bir etki yaratması beklenmemektedir. Zira, kurları ve faizlerin genel düzeyini belirleyen temel unsurlar, ekonominin temelleri ve uygulanan istikrar programıdır. Yeni Türk lirasına geçişle beraber küsuratın tama yuvarlanma olasılığı nedeniyle parasal yanılmanın da etkisi nedeniyle ortaya çıkabilecek fiyat artışlarının önemli bir enflasyonist etkisinin olacağı düşünülmemektedir. Söz konusu yuvarlama etkisi euroya geçiş sürecinde ön plana çıkmıştır. Ancak, euroya geçişin fiyat artışlarına etkisi, 2002 yılının ilk altı ayında ülkeden ülkeye yüzde 0 ile yüzde 0,16 oranları arasında değişmiş olup, yüzde 0,2'yi geçmemiştir. Bunun yanında, enflasyon fiyat artışlarındaki sürekliliği ifade eden bir olgu olup, yeni Türk lirasına geçişteki önemli olmayacak etki devamlılık arz etmeyecektir.

52. Dolayısıyla, perakendecilerin yeni Türk lirasına geçiş maliyetini tüketicilere yansıtması veya yanılmasadan kaynaklı yukarı

doğru fiyat yuvarlamaları süreklilik arz etmeyecektir. Özetle, ülkemizde zaten varolan yuvarlama etkisi nedeniyle sıfır atmaya dayalı yuvarlamanın çok daha az hissedileceği ve Türk lirasından altı sıfır atma operasyonunun daha ziyade enflasyonla mücadeledeki kararlılığın bir göstergesi olarak algılandığı düşünölmektedir.

53. Enflasyonda gözlenen olumlu eğilimlere karşın, enflasyonu düşük tek haneli rakamlara indirerek fiyat istikrarına ulaşmak ve bunu korumak için önümüzde hâlâ yapılması gerekenler bulunmaktadır.

Olası Riskler

54. 2001 yılının ortalarından itibaren uygulanmakta olan sıkı para ve maliye politikaları ve bunlarla tutarlı ekonomik programın bir sonucu olarak sağlanan güven ortamı bekleyişlerin iyileşmesine neden olmuş ve daha önce saydığım unsurların etkisi ile enflasyondaki kırılma daha da belirginleşerek yıllık enflasyonu hızla tek haneli rakamlara yaklaştırmıştır. 2004 yılının ilk iki ayındaki enflasyon rakamları da yıl sonu enflasyon hedefi ile olan yüzde 12 ile tutarlı bir görünüm arz etmektedir. Önemli bir dışsal şokun ortaya çıkmaması durumunda 2004 yılı enflasyon hedefine ulaşılabilceği tahmin edilmektedir. Ancak, kalıcı fiyat istikrarına ulaşılabilmesi açısından önümüzdeki dönemde bazı riskler hala geçerliliğini korumaktadır.

Rehavet Riski

55. Son iki yıldır uygulanmakta olan programın başarılı olması, politikacıların rehavete kapılabilme riskini doğurmaktadır. Daha

önceki deneyimlere bakıldığında, çok kapsamlı olarak başlatılan istikrar programlarında erken dönemde alınan başarıların, programı devam ettirme kararlılığına sekte vurduğu görülmüştür. Kamuoyunda da söz konusu duruma ilişkin hassasiyet devam etmektedir. Bu nedenle, programın uygulanmasındaki kararlılığın tüm politika yapıcıları tarafından devam ettirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bir başka deyişle, gerek mali disiplinin gerekse yapısal reformların devam ettirilmesi gereklidir.

Kamu Maliyesindeki Disiplin

56. Ayrıca, gelirler politikasının enflasyon üzerindeki etkileri de mali baskınlığın önemini koruduğu düşünüldüğünde büyük önem taşımaktadır. Ücretlerde yapılan bir artışın toplam talep yoluyla enflasyon üzerine olası etkileri maliyetlerine oranla daha yüksek olacaktır. Ancak, bu görece bir yüksekliktir. Burada vurgulanması gereken, bu gelişmelerin kamu kesimi bütçe açığını artırıcı etkisinin giderilmesi gereğidir. Böylece, alt gelir gruplarını gözetken ancak faiz dışı bütçe fazlası hedefini de tehlikeye sokmayan bir politika izlenmiş olacaktır. Ayrıca, alınan önlemlerle, toplam talebi artırıcı etkiler kısmen ya da büyük ölçüde giderilmiş olacak ve enflasyon üzerindeki olası olumsuz etkileri en alt düzeye indirilebilecektir. Önemli olan, söz konusu önlemlerin oluşturulmasında, kamu fiyat ayarlamaları ve ek vergilerle gelir artırmak yerine, harcamaların kısılması yönünde politikaların geliştirilmesidir.

57. Söz konusu önlemler aynı zamanda bütçeye gelecek yükün yaratacağı olumsuz bekleyişleri de asgari düzeye indirmekte önemli rol oynamaktadır. Enflasyonun geriye endeksli mekanizmasını kırmakta en önemli araçlardan birisi bekleyişleri yöneterek fiyat yapıcıların kararlarında enflasyon hedefini gözetmelerini sağlamaktır. Bu nedenle, bekleyişlerin şekillenmesinde oluşabilecek bir olumsuzluk geçmiş enflasyona bakılarak karar alınmasını özendirilecek bir uygulama olur ki, bu da programın başarısını tehlikeye atacak en önemli unsurlardan biridir.

Hizmetler Sektöründeki Fiyat Katılığı

58. Hizmet sektöründeki katılığın henüz kırılmamış olması, bekleyişlerin yönetimi ve iç talebin kontrol altında tutulmasının önemini bir kat daha artırmaktadır. Bu noktada, bütçe disiplindeki sürekliliğinin her zamankinden daha kritik bir hale geldiği unutulmamalıdır. Ayrıca, rekabet ortamının geliştirilmesine yönelik atılacak adımlar da fiyatlama davranışlarını rasyonel olmayan keyfi uygulamalardan arındırarak enflasyondaki katılığın giderilmesine destek verecektir.

Maliyet Unsurları

59. Birim maliyetlerdeki düşüşün verimlilik artışı ve yapısal reformlarla desteklenerek devam ettirilmesi gerekmektedir. Bunun için özellikle iyi yönetim ve doğrudan sermaye yatırımını teşvik edecek yapısal düzenlemeler son derece kritik önem taşımaktadır.

60. Piyasalarda ortaya çıkabilecek ve finansal istikrarı tehlikeye atabilecek gelişmeler her zaman enflasyon için bir risk oluşturmaktadır. Bu riskin zamanla azaltılması için bankacılık sistemi reformunun devam ettirilmesi, mali baskınlığın azaltılması ve bekleyişlerin doğru yönetimi ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, rekabet ortamının geliştirilmesi döviz kurundaki değişimlerin fiyatlara yansıma derecesinin daha da azaltılabilmesini sağlayacaktır.

İç Talep

61. Enflasyondaki düşüş sürecinin devam etmesi için toplam iç talep düzeyinin ekonominin potansiyel üretim seviyesini aşmaması gerekmektedir. Bunun için de yatırım ve üretimin önündeki engelleri kaldırarak ekonominin üretim kapasitesinin artırılması ve verimlilik artışının desteklenmesi kritik önem taşımaktadır.

62. Sonuç olarak, enflasyonla mücadelede gelinen noktada, sağlanan başarının devam ederek fiyat istikrarının sağlanması ve korunması için temel noktalar şu şekilde özetlenebilir:

- Bekleyişlerin doğru yönetimi ve makroekonomik istikrarın sağlanması yönünde uygulamaya konulan politikaların inandırıcı olması,
- Mali disiplinin sürdürülerek kamu açıklarının ve kamunun toplam borç stokunun aşağı çekilmesi,

- Kamu borç stokunun azaltılması sürecinde kamu sektörünün mali piyasalarda oluşan baskınlığının azaltılması ve finansal derinleşmenin sağlanması,
- Parasal disiplinin sürmesi,
- Kamu ve özel sektörde gelirler politikasının enflasyon hedefleri doğrultusunda yürütülmesi,
- Yasal ve kurumsal anlamda başlatılan yapısal reformların hayata geçirilerek kırılma eğilimine giren enflasyondaki katılığın tamamen ortadan kaldırılması, ve
- Mal ve hizmet üretiminde verimliliğin artırılması ve kalitenin iyileştirilmesi ve böylece ekonominin rekabet gücünün artırılması.
- Ancak unutulmamalıdır ki, tarım-gıda ve enerji fiyatları her zaman birer risktir.

II.3. Para Politikası Araçları ve Mevcut Uygulamalar

Faiz Politikası

63. Enflasyonla mücadelede gelinen nokta ve buna ilişkin riskleri açıkladıktan sonra, konuşmamın bu bölümünde uygulamakta olduğumuz para politikasından bahsetmek istiyorum. 2001 yılı Şubat ayında yaşanan krizin ardından yürürlüğe konulan ve 2002 yılı başında 2002-2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen istikrar programı ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve getirilmiş ve

Merkez Bankası Yasası'nda yapılan değişikliklerle yasal bir dayanak kazandırılmıştır. Buna göre, enflasyonun gelecekte izleyeceği eğilimin hedeflerle tutarlı olmasının temel kriter olarak alındığı bir politika izlenmeye başlanmıştır. Bu politika uyarınca Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi altında, kısa vadeli faiz oranlarını nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşmakta temel politika aracı olarak kullanmaktadır. Diğer yandan, IMF ile yürütölmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri de gözetmekte, ancak fiyat istikrarının asıl amaç olduğunu ve parasal hedef ve göstergelerin gerekirse revize edilebileceğini her fırsatta vurgulamaktadır.

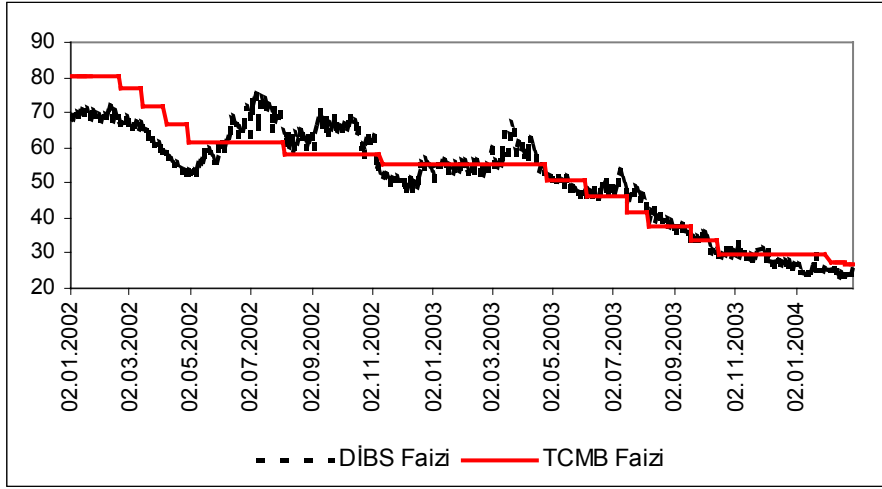
64. Merkez Bankası, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını fiyat istikrarı temel hedefine yönelik olarak gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeleri değerlendirerek almaktadır. Çünkü, kısa vadeli faiz kararlarının, büyüme, döviz kuru, istihdam gibi alternatif amaçlara yönelik alındığı durumlar nihai hedef olan fiyat istikrarıyla çelişebilecek sonuçlara yol açabilmektedir.

65. Bu nedenle, fiyat istikrarı hedefine yönelik olarak, Merkez Bankası, enflasyonu etkileyen değişkenleri gelecek dönemlerdeki olası hareketlerini çeşitli senaryolar çerçevesinde analiz ederek belirlemektedir. Toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, ücret-istihdam-birim maliyet-verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektörde yapılan fiyatlamalar, enflasyon beklentileri, döviz

kurları ve onu etkileyebilecek faktörlerdeki –örneğin ödemeler dengesindeki- gelişmeler, olası dışsal şokların analizi ile kurum içinde yapılan enflasyon tahminlerinin hepsi, faiz kararı alınırken değerlendirilen göstergelerdir. Bütün değerlendirmenin sonucunda faiz artırımı veya faiz indirimi kararına ulaşılmaktadır.

66. Bu kapsamda, 25 Nisan 2003 tarihinde yüzde 44 seviyesinde olan Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi, kademeli olarak indirilmiş ve 17 Mart 2004 itibariyle yüzde 22 seviyesine gelmiştir.

Grafik 7: Merkez Bankası Gecelik Faizi ve Devlet İç Borçlanma Faizi



Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı.

67. Uygulanan politika çerçevesinde kısa vadeli faizlerin temel para politikası aracı olarak kullanılmasında, işlevini yerine getirebilmesi için kısa vadeli faizlerdeki değişikliğin piyasadaki diğer faizleri değiştirmesi ve bu değişikliklerin de doğrudan ve dolaylı

yollarla toplam talep ve arz üzerinde etkili olması gerekmektedir. Bir başka deyişle, kısa vadeli faizlerden enflasyona doğru olan aktarım mekanizmasının etkin biçimde çalışması gereklidir. Bu bağlamda, kısa vadeli faizlerin piyasadaki diğer faizleri ne ölçüde etkilediği ve bu etkinin hangi unsurlara bağlı olduğu büyük önem taşımaktadır.

68. Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla, kısa vadeli faiz oranları, enflasyonun ileride izleyeceği yol hakkındaki öngörünün enflasyon hedefine ne ölçüde uygun olduğuna bağlı olarak belirlenmektedir. Merkez Bankası, enflasyonun gelecekte alacağı değerlerin hedef ile uyumlu olup olmamasına göre faiz oranlarını belirleyecektir.

69. Bu mekanizmanın aksaksız çalışması, birinci olarak, Merkez Bankası'nın güvenilirliğinin yüksek olmasına; ikinci olarak ise, verdiği sinyallerin diğer yetkili birimlerce verilen farklı mesajlar içinde kaybolmamasına bağlıdır. Aksi durumda, ekonomideki gidişat ve görünüm hakkında verilmek istenen sinyalin etkisi tümünden silinecek ve para otoritesi hiç hak etmediği halde güvenilirlik kaybına uğrayacaktır. Sonuçta ise uygulanan makro politikalara olan güvenin sarsılması, risk priminin ve faizler genel düzeyinin yükselmesi ile karşılaşılacaktır.

70. Merkez Bankası gecelik faizleri ve DİBS faizlerinin zaman içindeki seyri incelendiğinde; Merkez Bankası'nın 2001 yılı Ağustos ayından beri devam etmekte olduğu faiz indirimlerine karşın DİBS faizlerinin –aynı eğilimde olmakla beraber- dalgalı bir seyir izlediği,

bazı dönemlerde gecelik faizlerin üzerine çıkarken, bazı dönemlerde altında kaldığı görülmektedir.

71. 2002 yılı Mayıs ayında başlayan siyasi istikrarsızlık erken seçim kararının alınmasına neden olmuş ve DİBS faizleri yükselme eğilimine girmiştir. Daha sonra, Avrupa Birliği yasalarının Meclis tarafından onaylanmasının yarattığı olumlu hava faiz oranlarının tekrar düşmesine neden olmuştur. Ancak sonbaharda seçim süreci ve Irak'la ilgili gelişmeler nedeniyle faiz oranları yükselme eğilimine girmiş, Kasım ayında seçimlerin sonucunda oluşan tek parti iktidarı bekleyişlerin olumluya dönmesine sebep olarak faiz oranlarının tekrar düşme eğilimine girmesini sağlamıştır. 2003 yılı başında ise, programdan sapılacağına ilişkin piyasalarda oluşan tedirginlikler, Irak savaşı ve AB süreci nedeniyle faiz oranları tekrar yükselmiştir. Irak savaşının bitmesi, 2003 yılı bütçesinin hazırlanarak faiz dışı fazla hedefinin belirlenmesi ve IMF dördüncü gözden geçirmesinin sonuçlanması ile tekrar güven ortamı yaratılmış ve faiz oranları tekrar düşme eğilimine girmiştir.

72. Bu bağlamda, kısa vadeli faiz indirimleri sonuçları açısından incelendiğinde, indirimin gerçekleştiği dönemdeki risk algılamasının düzeyinin önemli olduğu göze çarpmaktadır. Risk algılamasının düşük olduğu durumlarda, her vadedeki faiz oranlarının düzeyinde azalma gerçekleşirken, risk algılamasının yüksek olduğu durumda kısa dönemli faiz oranları sınırlı miktarda düşerken uzun vadeli faiz oranlarının düşmediği gözlenmektedir.

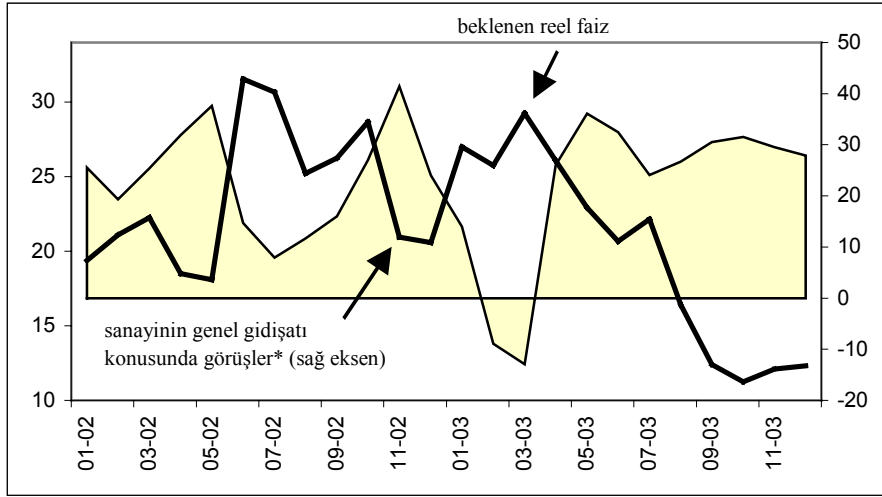
73. Risk algılamasının yüksek seyrinde borç stoku yapısı büyük önem taşımaktadır. Hazinesinin kısa dönemde borçlanma ihtiyacı, son dönemde bir miktar azalmasına karşın, oldukça yüksektir. Yüksek borç servisinin karakteristik özelliği ise yüksek faiz oranlarıdır. Bu durum, iç borç stokunun kırılğan yapısını güçlendirmekte ve sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları devamlı canlı tutmaktadır. Dışsal bir şok durumunda, borcun ödenmeyeceğine ilişkin beklentiler güçlenmekte, risk algılaması hızla artmakta ve faizler üzerinde yukarı yönlü baskı yaratmaktadır.

74. Risk priminin yükselmesi aynı zamanda reel faizlerin düşmesini de engellemektedir. Uzun zamandır devam eden makro ekonomik istikrarsızlık, kronik yüksek enflasyon ortamı ve arka arkaya yaşanan krizler nedeniyle, risk primi çok uzun zamandır yüksek seyretmiştir. Bu sebeple, reel faizler yükselmiş ve gerek borç stoku, gerekse reel sektör üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle, Türkiye ekonomisi uzun süre yüksek reel faiz yükü ile yaşamıştır.

75. Özetle, Merkez Bankası'nın örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasına başladığı 2002 yılının başından itibaren gecelik faiz oranları ile ikincil piyasa faiz oranlarının hareketleri incelendiğinde şu çıkarımları yapmak mümkündür: Her iki faiz oranının ana eğilimi ortaktır. Ancak, iki faiz oranı arasında, aslında olması gereken aynı yönde kuvvetli ilişki henüz tam olarak tesis edilememiştir. Genellikle ikincil piyasa faiz oranları Merkez Bankası'nın gecelik faiz oranının oldukça üzerine çıkabilmektedir. Bu yukarı yönlü sapmaların hemen

hemen hepsini, borcun sürdürülebilirliğinin olmaz ise olmaz koşulu olan mevcut programın uygulanmasının risk altında olduğuna dair şüphelerin yaygınlaşmasına yol açan iç ve dış gelişmelere bağlamak mümkündür. Nitekim, genel gidişata ilişkin beklentiler iyileştikçe reel faizler düşmekte, aksi durumda ise reel faizler artmaktadır.

Grafik 8: Beklenen Reel Faiz ve Sanayinin Genel Gidişatı



Kaynak: TCMB.

* TCMB İktisadi Yönelim Anketi, sanayinin genel gidişat eğilimi konusunda görüşler, iyimser-kötümser farkı.

76. Faiz politikasının etkinliğini artırmak amacıyla uyumlu olarak likidite fazlası Açık Piyasa İşlemleri (API) ile sterilize edilmektedir. Merkez Bankası nasıl para talebindeki artışa eşlik ederek faizlerin, enflasyon öngörülenin üzerine çıkmasına engel oluyorsa; fazla likiditeyi de API ile çekerek faizlerin öngörülenin altına düşmesine engel olmaktadır.

Kur Politikası

77. 2001 krizi sonrasında döviz kuru rejimi olarak Merkez Bankası ve Hükümet tarafından dalgalı kur sistemi benimsenmiş ve söz konusu politikanın yürütülmesi yetkisi Merkez Bankası'na verilmiştir. Sabit ve yönetilen kur rejimlerinin başarısızlıkla sonuçlanmış olması ve bu sistemlere güvenin kalmaması nedeniyle dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Dalgalı kur rejimi ile birlikte Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarının kontrolüne yönelmiştir. Bunun arkasında yatan en önemli neden ise, iktisat yazınında “imkansız üçlü” olarak tanımlandığı gibi, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde parasal otoritenin hem faiz hem de döviz kurunu aynı anda kontrol edebilmesinin mümkün olmamasıdır. Merkez Bankası, dalgalı kur rejimini etkin bir şekilde sürdürmekte ve kurlar piyasa koşullarına göre şekillenmektedir. Merkez Bankası, aşırı dalgalanmaları engellemek dışında, kurların düzeyini ya da yönünü belirleme amaçlı döviz alım ya da satım işlemleri yapmamaktadır. Aşırı oynaklık durumunda alım ve satım yönlü yapılan müdahaleler ise sınırlı ve şeffaftır.

78. Sabit/öngörülebilir kur rejimlerinde döviz kuru doğrudan bir politika aracı niteliği taşımakta olup, ileriye yönelik kurun seviyesine ilişkin bir hedef söz konusudur. Kur riskinin görece olarak düşük algılandığı böyle bir rejimde ekonomik birimlerin açık pozisyon yaratma eğilimi yüksek olabilmektedir. Nitekim, geçmiş dönemde yaşanan krizlerde bu eğilim ve buna bağlı olarak ortaya çıkan sıcak

para hareketlerinin önemli etkileri olmuştur. Dalgalı kur rejiminde ise döviz kurunun düzeyine ilişkin herhangi bir hedef bulunmamakta, döviz kurundaki hareketler, ekonominin temelleri, uygulanan istikrar programı ve beklentilerin bir “sonucu” olarak ortaya çıkmaktadır.

79. Güvenilirliği yüksek bir ekonomik program eşliğinde, hedeflerle uyumlu maliye ve para politikalarının uygulanmış olması ve yapısal reformlardaki süreklilik, beklentilerin şekillenmesinde büyük rol oynamıştır. Bu durum risk algılamasını azaltarak Türk lirasına olan güveni de artırmıştır. Uygulanan ekonomik programa olan güvenin artmasına bağlı olarak dövizden Türk lirasına yoğun bir portföy geçişi gözlenmiştir. Türk lirası yatırım araçlarına talep, özellikle, yabancıların Ağustos ayından itibaren Türkiye’de menkul kıymet alımlarının hızlanmasıyla, ivme kazanmıştır.

80. Burada dikkat edilmesi gereken bir husus da şudur: Dalgalı döviz kuru sistemi daha önce uygulanmakta olan sabit ve yönetilen döviz kuru sistemlerinden farklı olarak, yabancı yatırımcıların kur riskini de analiz ederek yatırım yapmasını gerektirmektedir. Söz konusu durum, spekülasyon hareketlerinin oluşmasına bir kısıt oluşturmaktadır. Özetle, dalgalı kur rejimi çerçevesindeki yabancı yatırımların önceki dönemler ile karşılaştırılmasının doğru olmadığı düşünülmektedir. Dolayısıyla dövizdeki arz fazlasını yalnız sıcak para hareketleri olarak değil, daha önce özetlediğim olumlu gelişmelerin doğal bir sonucu olarak yorumlamak yerinde olacaktır.

81. Merkez Bankası döviz rezerv pozisyonunu güçlendirme amacıyla ve döviz kurunun seviyesine etkilemeden, önceden açıklanan miktarlar dahilinde, dönem dönem bu arz fazlasını ihale yöntemi ile çekmektedir. Güçlü döviz rezervi Merkez Bankası para politikasının etkinliğini ve piyasalardaki güveni artıran, iç ve dış borçlanmayı kolaylaştıran çok önemli bir unsurdur. Bu durum, para ve maliye politikalarının başarısını artırarak beklentilerin olumlu seyrine katkıda bulunmaktadır. Böylece, fiyat istikrarı hedefiyle uyumlu olarak uygulanmakta olan para politikasının etkinliği de artmaktadır.

82. Merkez Bankası'nın bir taraftan dalgalı kur rejimi uyguladığını söylemesi, diğer yandan da döviz alım ihaleleri yoluyla rezervlerini artırması ilk bakışta bir çelişki olarak algılanabilir. Ancak, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, dış borç servisinin düzenli olarak gerçekleştirilmesinde ve uluslararası finans çevreleri ile uluslararası piyasalarda ülkeye duyulan güvenin artmasında, güçlü döviz rezervi pozisyonu katkı sağlamaktadır.

83. Faiz oranlarının seyrini belirlemede etkili olan risk algılamaları kuşkusuz döviz kurlarına da yansımaktadır. 2003 yılının ilk yarısında Irak savaşıyla ilişkin belirsizlikler döviz kurlarının dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur. Savaşın bitmesi ve belirsizliklerin azalması ile birlikte başlayan ters para ikamesi ve oluşan döviz arz fazlası, ABD dolarının euro karşısında önemli oranda değer kaybetmesinin de etkisiyle, Türk lirasının hızlı bir değer kazanma sürecine girmesine neden olmuştur. Haziran ayından itibaren

ise döviz kurlarındaki düşüş hızı yavaşlamış ve döviz kurları daha istikrarlı bir seyir izlemiştir.

84. Bu dönemde, Merkez Bankası programda açıklanan kur politikası ile tutarlı olarak, güçlü ödemeler dengesi pozisyonu ve ters para ikamesi gelişmeleri doğrultusunda, döviz rezervlerini artırmaya yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları gerçekleştirmeye başlamıştır. Merkez Bankası bu dönemde ayrıca aşırı oynaklığı önlemeye yönelik beş kez doğrudan döviz alım müdahalesinde bulunmuştur Döviz piyasasındaki gelişmeler doğrultusunda, önceden duyurulmak kaydıyla, döviz alım ihale miktarları kademeli olarak artırılmıştır. Mayıs–Ekim döneminde Merkez Bankası’nca alımı yapılan toplam döviz tutarı 9,9 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Eylül ayı sonundan itibaren ise, gerek döviz arz fazlasındaki azalma gerekse bazı bankaların yıl sonu nedeniyle hesaplarını düzenlemeye yönelik döviz talepleri nedeniyle, döviz kurlarında bir yükselme eğilimi başlamıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde son olarak Merkez Bankası 22 Ekim 2003 itibarıyla döviz alım ihalelerine ara vermiştir.

85. 2004 yılı başındaki olumlu ekonomik gelişmeler doğrultusunda oluşan döviz arz fazlasını çekmek amacıyla 23 Ocak 2004 tarihinde yeniden döviz alım ihalelerine başlanmıştır. Döviz piyasasındaki gelişmeler yakından takip edilmiş, döviz kurunda gözlenen aşırı oynaklık nedeniyle 16 Şubat 2004 tarihinde 1,3 milyar ABD doları alım müdahalesi yapılmıştır.

Kısa Vadeli Faizler ve Döviz Kurları Arasındaki İlişki

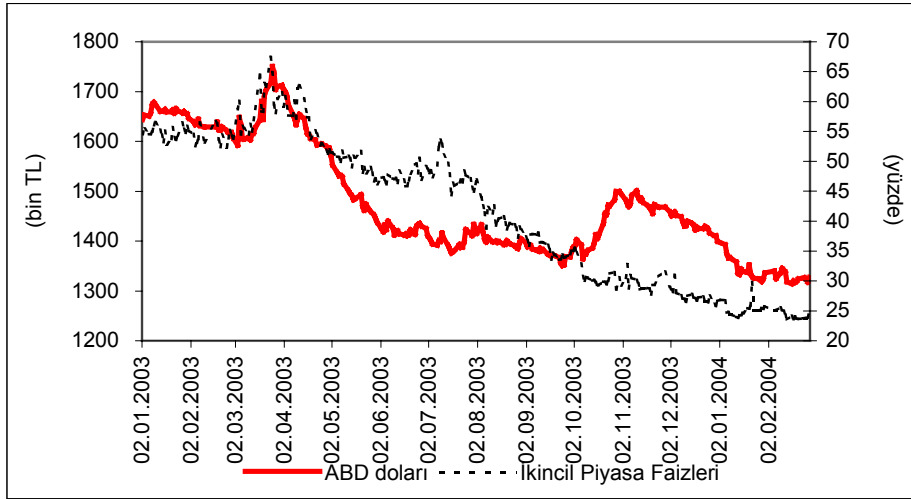
86. Dalgalı döviz kuru sistemi uygulamalarından bahsettikten sonra, kısaca uygulanmakta olan faiz politikası kapsamında temel para politika aracı olan kısa vadeli faizlerin döviz kurları ile ilişkisine değinmek istiyorum. Kısa vadeli faizler ve döviz kuru arasındaki ilişki çok boyutlu ve karmaşıktır. Kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesi durumunda döviz kurunda üç tür gelişme olabilir. (i) Faizlerin düşmesiyle birlikte, Türk lirası cinsinden varlıkların getirisinin düşmesi dövize olan talebi artırabilir. Bu nedenle, Türk lirası üzerinde değer kaybetme baskısı oluşur. (ii) Öte yandan, faizlerin indirilmesi genel gidişatın olumlu olduğuna dair bir sinyal olarak algılanabilir. Bunun sonucunda artan güvenle birlikte ters para ikamesi güçlenir ve Türk lirası üzerinde değer kazanma baskısı oluşur. (iii) Bir diğer olasılık da piyasadaki döviz likiditesinin durumuna göre döviz kuru ekonomik temellerden kopuk olarak hareket edebilir.

87. 2003 yılında, kısa vadeli faiz oranları düşerken Türk lirasının, birkaç istisnai durum dışında², değer kazandığı görülmektedir. 2004 yılının ilk üç aylık döneminde de benzer eğilim devam etmektedir. Bunun en önemli nedeni, uygulanan programa güvenin artmasına paralel olarak risk algılamasındaki azalmadır. Enflasyon bekleyişleri olumlu seyrini devam ettirmekte ve enflasyonda düşüş devam etmektedir. Aynı zamanda ekonomik programın uygulanmasındaki kararlılık ve ekonomik temellerdeki iyileşmenin yapısal reform

² Yurt içindeki bazı politik haberlerden etkilenerek faizlerde geçici yükselişler yaşanabilmektedir.

sürecinin aksatılmadan devam ettirilmesiyle desteklenmesi, kamu dengesinin yaratmış olduğu risk algılamasını da azaltmıştır. Güven artışına paralel olarak Türk lirasına geçiş hızlanmış, sermaye girişi ve bu girişin devam edeceği bekleyişi de döviz arz fazlası doğurmuştur. Bu nedenle Türk lirası üzerinde değerlendirme baskısı olmuştur.

Grafik 9: Faizler ve Döviz Kurları (2003-2004)



Kaynak: TCMB.

88. Konuşmamın bu bölümünde dalgalı döviz kuru sisteminin bazı önemli getirilerinden bahsetmek istiyorum.

Bir risk unsuru olarak döviz kuru;

89. Dalgalı döviz kuru rejimine geçişle beraber kurların hem yukarı hem aşağı yönlü hareket edebilmesi ve tamamen piyasa koşullarında belirlenmesi, döviz kurunu bir risk unsuru olarak

gündeme getirmiştir. Ancak, burada dikkat edilmesi gereken bir unsur, döviz kurunun risk unsuru olmasından kastedilenin belirsizlik anlamına gelmediğidir. Bu ayrımın altının çizilmesinde büyük fayda vardır. Belirsizlik; sonuçlarının önceden tahmin edilemediği, ölçülemeyen, kaçınılamayan ve yönetilemeyen bir olgudur. Her alanda çok çeşitli ve şiddetli sonuçları olabilmektedir.

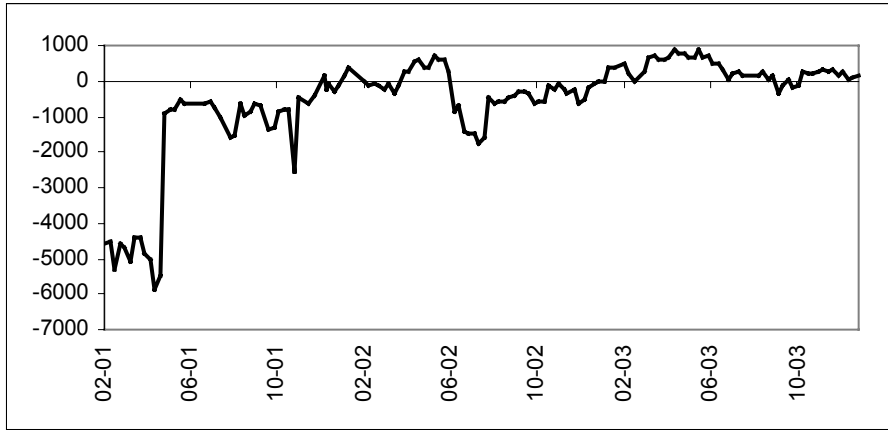
90. Buna karşılık risk, sonuçlarına belli olasılıklarla değer atfedilebilen, ölçülebilen ve yönetilebilen bir olgudur. Aynı zamanda, riskten kaçınmak mümkündür. Nitekim, dünyada riskten kaçınmaya ve risk yönetimine ilişkin bir çok piyasa ve enstrüman oluşturulmuştur. Dalgalı kur sistemine geçişle birlikte döviz kurunun bir risk unsuru olması sebebiyle varlık yükümlülük dengesinin sağlanabilmesi için bu tür piyasaların ülkemizde de çalışmaya başlaması ve enstrümanların işlerlik kazanması büyük önem taşımaktadır.

91. Dünyada vadeli piyasaların işlem hacmi spot piyasalardan daha yüksektir. Dünyanın en büyük finansal olmayan 500 şirketinin yüzde 92'si risk yönetimini vadeli piyasalar aracılığıyla yapmaktadır. Ülkemizde de bankalar vadeli döviz kotasyonları vermektedir. Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi altında vadeli işlemler piyasasının ve riskten korunma araçlarının geliştirilmesine büyük önem vermektedir. Dünyadaki örneklerle paralel olarak ülkemizde de vadeli piyasalar gelişecektir. Bu konuda sivil toplum örgütlerine önemli roller düşmektedir.

Cari Denge Riski

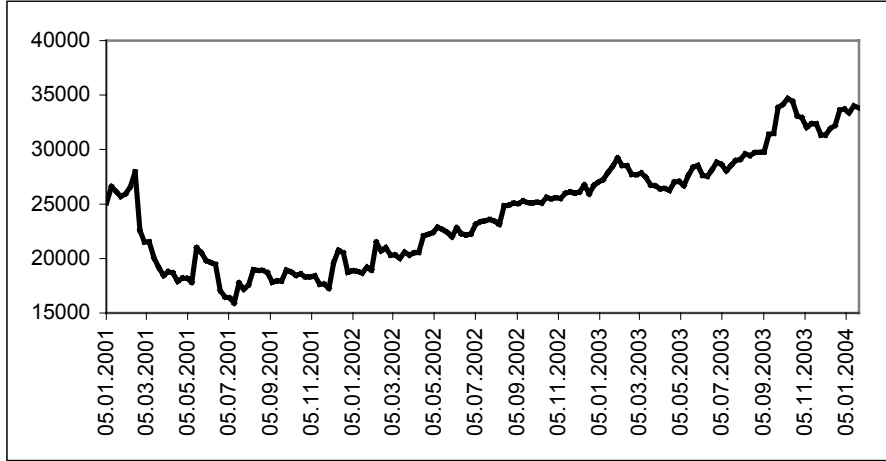
92. Dalgalı kur sisteminin bir etkisi de, cari dengeye ilişkin bakış açısının değişmiş olmasıdır. 2003 yılında cari işlemler açığı 6,8 milyar ABD doları olmuş, üçüncü üç aylık dönem sonu itibarıyla cari işlemler açığının GSMH'ye oranı yüzde 2,3 seviyesine gelmiştir. Ancak, bu rakamların risk unsuru olarak tanımlanmasından önce koşulların ve geçmiş dönemden farkının ortaya konulması önem taşımaktadır.

Grafik 10: Toplam Bankacılık Sektörü YP Net Pozisyonunun Değişimi



Kaynak: TCMB.

Grafik 11: Merkez Bankası Döviz Rezervleri (Brüt,Haftalık)



Kaynak: TCMB.

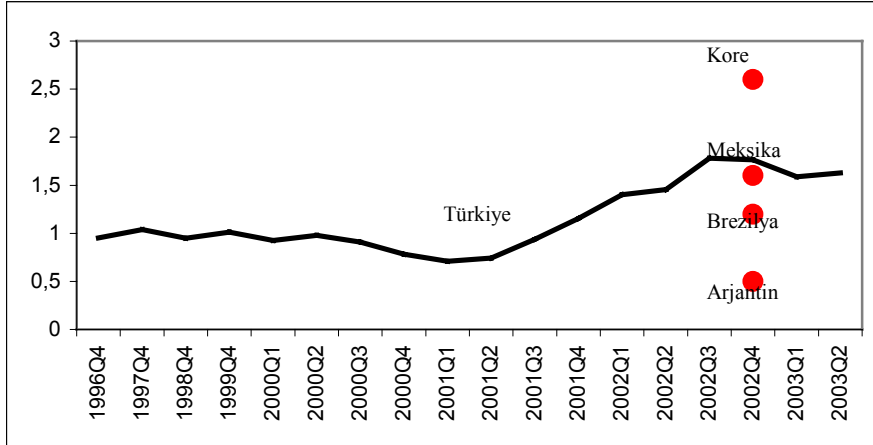
93. Krizden sonraki dönemde yapılan bankacılık reformu sonrası finansal sistemdeki açık pozisyon miktarı oldukça azdır. Ayrıca, Türk lirasındaki değerlenme suni olarak yaratılmamaktadır. Konuşmamda da vurguladığım gibi, Merkez Bankası kurları döviz satmak suretiyle suni olarak düşük tutmamaktadır. Aksine bu dönemde Merkez Bankası döviz alım ihaleleri ve döviz müdahaleleriyle döviz almış ve rezerv biriktirmiştir.

94. Dalgalı kur sisteminin karakteristik bir özelliği olarak döviz kurları hem yukarı hem aşağı yönlü hareket edebilmekte ve dolayısıyla risk yönetimini gerekli kılmaktadır. Bu nedenle, kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı sermaye girişleri teşvik edilmemektedir. Ayrıca, cari işlemler açığını tek başına değerlendirerek dış finansman ihtiyacının yükselmiş olduğunu söylemek yanıltıcı olabilmektedir. Dış finansman ihtiyacı, cari işlemler dengesi ve net hata noksanının toplamı

sonucunda ortaya çıkmaktadır. 2003 yılında net hata noksan kalemi 5,2 milyar ABD doları fazla vermiş ve böylece dış finansman ihtiyacı 1,6 milyar ABD doları olmuştur. Bu dönemde sermaye girişlerinin finansman ihtiyacından fazla olması dolayısıyla da Merkez Bankası rezervleri 4 milyar ABD doları artış kaydetmiştir. Özetle, cari denge riskini değerlendirmede vurguladığım farklılıkların ve net hata noksan kaleminin hepsinin göz önüne alınması gerekmektedir.

95. Açıkladığım politika uygulamaları çerçevesinde, Merkez Bankası, önümüzdeki dönemde de enflasyonla mücadeleyi aynı kararlılıkta sürdürecektir. Fiyat istikrarı temel amacı çerçevesinde ve dalgalı döviz kuru sisteminde, kısa vadeli faizler politika aracı olarak etkin bir şekilde kullanılmaya devam edecektir.

Grafik 12: Net Rezervler / Kısa Vadeli Dış Borç Stoku



Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı, IMF.

III. Sürdürülebilir ve Yüksek Büyüme Patikasına Geçiş

96. Konuşmamın bu bölümünde Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir ve yüksek büyüme patikasına geçmesi konusu ve sorunları üzerinde duracağım. 2001 yılından bu yana koordinasyon içinde uygulanmakta olan para ve maliye politikalarıyla enflasyonla mücadelede ve ekonomik istikrarın kazanılmasına yönelik olarak büyük kazanımlar elde edilmiştir. 2002 ve 2003 yıllarında güçlü bir büyüme performansı gerçekleşmiştir. Büyüme oranı, 2002 yılında yüzde 3 olarak tahmin edilirken yüzde 7,9 olmuş, 2003 yılında da yüzde 5,9 olarak gerçekleşmiştir.

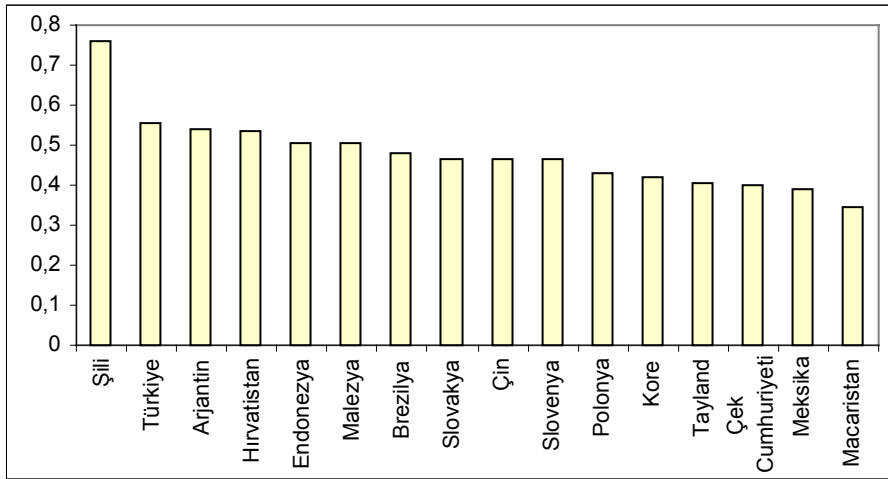
97. Sanayi üretim endeksi 2003 yılında bekleyişlerin üzerinde yükselerek yıllık ortalama yüzde 9,1 oranında gerçekleşmiştir. Bu dönemde, endeksin mevsimsellikten arındırıldığında 117,9 ile rekor seviyeye yükseldiği görülmektedir. Kapasite kullanım oranlarındaki artış da bunu destekler niteliktedir. Özel sektördeki kapasite kullanım oranı yıllık bazda yıl sonu itibarı ile yüzde 11 oranında artarak yüzde 79,6 seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde özel imalat sanayiinde, istihdamın düşük seyretmesine bağlı olarak yüksek verimlilik artışları gözlenirken, reel ücretler de düşük seviyede kalmıştır. 2001-2003 döneminde özel imalat sanayi sektöründe 1995-2000 dönemine göre ortalama yüzde 23 oranında verimlilik artışı olurken, reel ücretler yüzde 17,6 oranında gerilemiştir.

98. 2003 yılında, dış ticaret hacmi de önemli ölçüde büyümüş, tarihsel olarak bakıldığında ilk defa 100 milyar ABD doları

seviyesinin üzerine çıkmış ve 115,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Dış ticaret hacminin GSMH'ye oranı, Türkiye'nin küresel ekonomi ile güçlü bir biçimde bütünleşme içinde olduğunu göstermektedir.

99. Dış ticarete yapısal olarak baktığımızda ise ihracat performansımızın gerek geçmiş dönemlerle gerekse benzer ülke deneyimleriyle kıyaslandığında oldukça iyi olduğu görülmektedir. İhracat çeşitliliğimizin fazla olması, ihracat yapısını güçlendiren bir unsur olmuştur. Nitekim UNCTAD tarafından yayımlanmakta olan ihracat çeşitlilik endeksinde benzer ülke karşılaştırmalarında oldukça iyi bir yerde olduğumuz görülmektedir.

Grafik 13: İhracat Çeşitlilik Endeksi, 2001



Kaynak: UNCTAD.

100. Yüksek ihracat performansının yanında ithalatta da büyük artış gerçekleşmiştir. Burada Türkiye'nin üretim yapısına dikkat çekmek

gereği vardır. Türkiye ekonomisinde imalat sanayii ürünleri ithalatı ve üretimi arasında kuvvetli bir ilişki olup, ithalat bileşenlerinin incelenmesinde fayda bulunmaktadır. Toplam ithalatın yaklaşık yüzde 70'inin ara malı ithalatından oluşuyor olması, bu ilişkinin altında yatan temel etmendir. Dolayısıyla, üretimin arttığı dönemlerde ara malı ithalatının artması doğal bir gelişimdir. Ayrıca, kapasite kullanım oranları da 2003 yılında oldukça yükselmiştir. Buna paralel olarak, ithalatın yaklaşık yüzde 15'ini oluşturan sermaye malı ithalatı da büyük ölçüde artış kaydetmiştir. Özetle, ithalatta gözlenen artış, önemli ölçüde, üretim ve dolayısıyla ihracata yönelik girdi kullanımının artmasından kaynaklanmaktadır.

101. Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde de, finansal piyasalardaki istikrarın ve ekonomide artan güvenin, reel faiz oranlarındaki düşüşün ve verimlilik artışlarının büyümeyi destekleyici unsurlar olması beklenmektedir. Aynı şekilde, özel sektöre dayalı büyümenin sanayi üretimindeki artışlarla ihracattan geleceği öngörülmektedir. Bunun yanında, kamu sektöründeki sağlanan önemli orandaki küçülme, tüketim harcamalarındaki sınırlı artış ve istihdamın hızlı artmaması dolayısıyla yurt içi talebin de sınırlı olması beklenmektedir.

III.1. Sermaye Birikim Modelinin Değişmesi

102. Uygulanmakta olan ekonomik program ve bu program kapsamında gerçekleştirilen yapısal reformlar, Türkiye ekonomisindeki sermaye birikim modelini değiştirmektedir. Uygulamaya konulan reformlar sonucu kamu destekli sermaye birikim

modelinden, piyasa koşullarının ölçü ve ölçek alındığı bir birikim modeline geçilmektedir.

103. Bu değişim sürecinin bir göstergesi olarak 2002-2003 yılı milli gelir rakamları ile 1997-2000 yılı rakamları karşılaştırıldığında, ekonomide kamunun payının azalmakta ve özel sektörün payının ise artmakta olduğu açıkça görülmektedir. Takip eden süreçte kamu harcamalarının kalitesi çok büyük önem taşımaktadır.

104. Uygulanmakta olan programda yapısal reformlar bu yapının değişmesini amaçlamaktadır. Kamu borç stokunun azalması ve ekonomide kamunun ağırlığının azalması ile birlikte özel sektör için ciddi bir kaynak açığa çıkacak, fiyat istikrarı sağlanarak enflasyon belirsizliğinin ortadan kalkması ile uzun vadeli kredi piyasaları gelişecektir. Tüm bu reformlar ile birlikte özel sektör daha sağlıklı bir yapıya kavuşacak, rekabet artacak ve sermaye birikim modelinin değişme sürecinde özel sektörün ihtiyacı olan kaynak sağlanacaktır.

105. Diğer taraftan geline bu noktada, sermaye birikim modelinin değişme sürecinin ekonomik birimler için sağlıklı ve daha az maliyetli sürdürülebilmesi, kapsamlı bir vergi ve bankacılık sektörü reformunun ivedilikle hayata geçirilmesi ile yakından ilgilidir.

106. Dolayısıyla, konuşmamın bu bölümünde fiyat istikrarının sağlanması ve korunması ile birlikte, sürdürülebilir yüksek büyüme için gerekli diğer koşullardan iki tanesi olan mali disiplinin kalitesi ve bankacılık reformundan bahsetmek istiyorum.

Mali Disiplinin Kalitesi

107. Uygulanmakta olan ekonomik programdaki makroekonomik hedefler çerçevesinde faiz dışı fazla verilmesi bu yönde önemli bir aşama olmuştur. Faiz dışı fazla verilmesi mali piyasalarda programa olan güveni artırarak enflasyon beklentilerini ve faiz oranlarını aşağı çekmekte büyük yarar sağlamıştır. Ancak, burada dikkat edilmesi gereken unsur, söz konusu faiz dışı fazlanın kalitesidir. Kamu harcamalarının kontrol altına alınması, harcamalarda etkinlik ve şeffaflığın artması gerekmektedir. Kamu kesiminin örgütlenme ve işleyiş biçiminde de yapısal değişiklikler yapılması büyük önem taşımaktadır. İstihdamın rasyonelleşmesi, sosyal güvenlik kuruluşlarının reformu ve prim tahsilatının güçlendirilmesi bu konuda yapılması gerekenlerin başlıcalarıdır.

108. Türkiye’de yaratılan gelir ve yapılan harcamaların vergiye dönüşüm oranı olarak tanımlanan efektif vergi oranları son derece düşüktür. Ekonomimizde belirli bir gelir yaratılmakta ancak, bu gelir etkin bir biçimde vergilendirilememektedir. Bunun yanı sıra kayıt dışı, diğer bir ifadeyle vergilendirilemeyen ekonominin büyüklüğü varsayımlara bağlı olarak yüzde 16 ile yüzde 50 arasında değişmektedir. Bu yapı sonucu kayıtlı ekonominin vergi yükü ve süreç içinde katlandığı maliyet çok yüksektir. Bu nedenle, kamu sektörü reformları ile özel sektör reformları eş zamanlı olarak düzenlenmeli ve ekonomik birimler arasında eşit şartlarda rekabet ortamı yaratılarak ekonomide var olan ve bu değişim sürecinde ortaya çıkan maliyetler

ekonomik birimler arasında eşit olarak paylaştırılmalıdır. Diğer bir ifadeyle, vergi reformu gerçekleştirilmelidir.

109. Gelir artırmak amacıyla geçici vergiler yerine dolaysız vergilere ağırlık verilmesi, vergi tabanının genişletilmesi ve vergi idaresinin kuvvetlendirilmesi de büyük önem arz etmektedir. Kamu kesimindeki reformların hayata geçirilmesi ile özel sektörün örgütlenme ve işleyiş biçiminde değişiklik zorunlu hale gelecektir.

Bankacılık Reformu

110. Bankacılık sistemi reformu tamamlanmadan ve kredi verme yeterliliği geliştirilmeden reel sektöre kaynak aktarmak, özel sektörün sermaye birikimini desteklemek ve dolayısıyla büyümenin sürdürülebilirliğini sağlamak mümkün değildir.

111. Dünyada Anglosakson ülkelerinde reel sektör ağırlıklı olarak sermaye piyasaları aracılığıyla finanse edilirken, Kıta Avrupasında bankacılık sektörü ağırlıklıdır. Ülkemizde de sermaye piyasalarının gelişmemiş olması ve bankacılık sektörü mali sistemin yüzde 90'ından fazlasını oluşturması sebebi ile reel sektör finansmanında bankalar ağırlık kazanmaktadır. Ancak, daha önce de belirttiğim gibi mali baskınlık nedeniyle bankacılık sektörü ile kamu kesimi ilişkisinin giderek güçlenmesi, bankalar-reel sektör ilişkisini giderek zayıflatmıştır.

112. Uygulanmakta olan program çerçevesinde kamu borç stokunu azaltmak yoluyla bu yapının kırılması, böylece, bankacılık sektörünü

kamu açıklarını fonlayan pozisyondan çıkararak özel sektöre kaynak yaratılması öngörülmüştür. Ancak, kullanılabilir kaynağın artmasının yanında bankacılık sektörünün bu kaynağı sağlıklı bir şekilde reel sektöre aktarması için bankacılık sisteminde yapılan reformların tamamlanması ve hayata geçirilmesi mutlaka gereklidir. Bankacılık sistemi, özellikle 90'lı yıllardaki makro ekonomik istikrarsızlık ve kamu kesiminin ekonomi üzerindeki baskınlığının giderek artması nedeniyle işlevlerini yerine getiremez duruma gelmiştir. Mevduatın Hazine garantisinde olması, holdinglerin kendi bünyelerindeki şirketlere yaygın şekilde kredi kullandırmaları, yüksek miktarda açık pozisyon tutulması Bankacılık sistemini oldukça riskli bir konuma getirmiştir. Düzenleme ve denetlemenin zayıf olması nedeniyle de söz konusu riskler gizlenmiştir. 2001 krizi sonrası başlanan reformlar, bankacılık sektörünü bu sağlıksız yapıdan kurtarmaya yöneliktir.

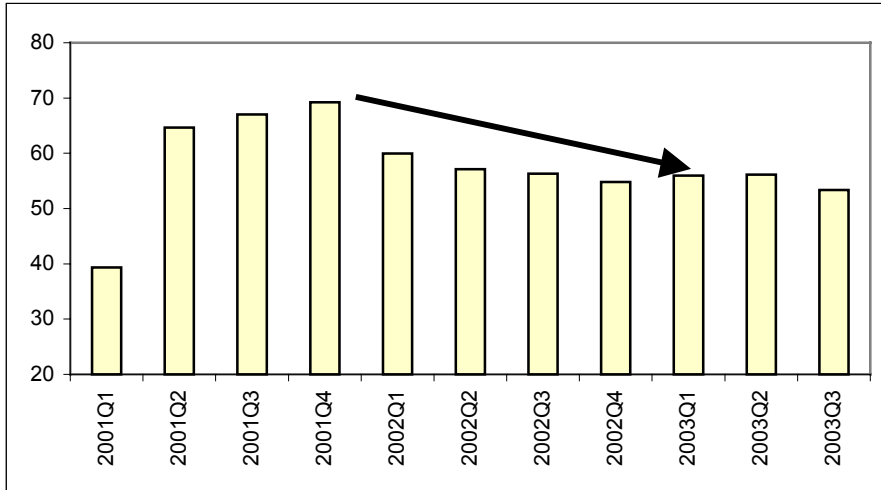
113. Bankacılık reformunun ana unsurları şu şekilde özetlenebilir:

- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulunun bağımsızlığının güçlendirilmesi, düzenleme ve denetleme sorumluluğunun bu kurulda olması,
- Kamu bankalarının yeniden yapılandırılması ve özelleştirilmesi,
- Özel bankaların yeniden sermayelendirilmesi,
- Kredilendirmede risk yönetiminin yapılması,

- Mevduata güvencenin kaldırılması.

114. Program uygulamalarına bakıldığında da sonuçların alınmaya başladığı görülmektedir. İç borç stokunun GSMH'ye oranı gerilemektedir. Bunun yanında reformların hayata geçirilmeye başlamasıyla beraber, toplam kredi hacimlerinin artmaya başladığı ve vadelerin de uzadığı gözlenmektedir.

Grafik 14: İç borç stoku / GSMH, üç aylık (2001-2003)



Kaynak: DİE, Hazine Müsteşarlığı.

115. Kısaca açıkladığım bu reformların tamamlanarak hayata geçirilmesi reel sektöre kaynak aktarılmasını destekleyecektir. Ayrıca, reform sürecinin tamamlanmasıyla ülkenin görünümü de değişecek ve oluşan olumlu hava, doğrudan yabancı yatırımları da çezebedecektir.

Doğrudan Yabancı Yatırımlar

116. Yabancı doğrudan yatırımların sermaye birikimi sürecinde önemi çok büyüktür. Türkiye’de yurt içi tasarruflar yüzde 22 seviyesindedir. Gerek gelişmekte olan benzer ülke örneklerine gerekse gelişmiş ülke ekonomilerine bakıldığında bizdeki tasarruf oranlarının oldukça düşük bir seviyede kaldığı görülmektedir. Kısa vadede geliri yükseltmek ve tasarruf eğilimini değiştirmek oldukça zor olduğundan Türkiye’yi kronik tasarruf açığı olan bir ülke olarak tanımlamak yanlış olmayacaktır. Bu nedenle, söz konusu yurt içi tasarruf açığının yurt dışı tasarruflarla kapatılması gereği vardır. Diğer bir deyişle, doğrudan yabancı sermaye çekmek gerekmektedir.

117. Tarihsel olarak bakıldığında, Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımlar yüzde 8 gibi oldukça düşük bir seviyededir. Uzun süre boyunca yaşanan ekonomik istikrarsızlık, arka arkaya yaşanan krizler ve yapısal bozukluklar, ülkemizin yabancı yatırımlar açısından cazibesini oldukça azaltmıştır. Bu durum, daha önce açıkladığım yeni sermaye birikimi modelinin gelişmesinin, yabancı sermayeyi çekmekte bir önkoşul olduğunu desteklemektedir.

III.2. Verimlilik ve Rekabet Gücü

118. Fiyat istikrarının sağlanması ve korunması ve dolayısıyla sürdürülebilir yüksek büyüme için gerekli koşullardan birisi de ekonomide verimliliğin ve rekabet gücünün artırılmasıdır. Porter

(1991) “Uluslararası Rekabet Üstünlüğü” adlı kitabında rekabet gücüne ilişkin olarak şunları söylemiştir:

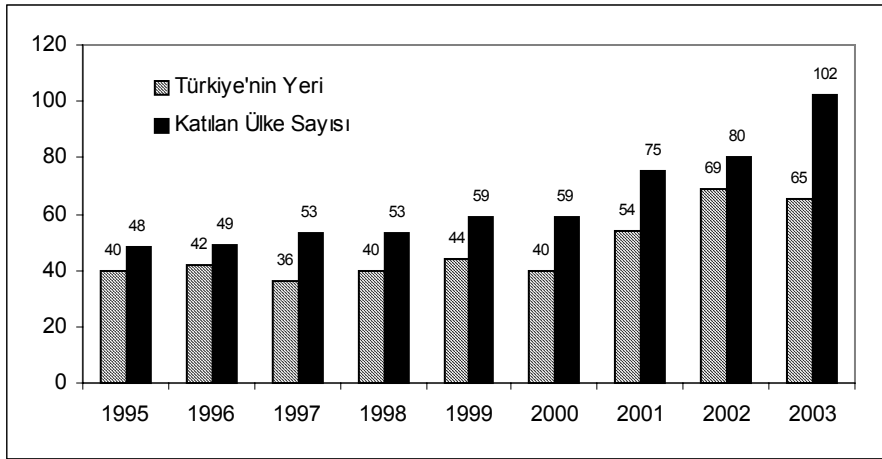
“Bir ulusun temel hedefi yurttaşlarına yüksek bir yaşam standardı sağlamak ve bunu daha da yükselterek sürdürmektir. Bunu başarma yeteneği belirsiz bir kavram olan rekabet edebilirliğe değil, ulusal kaynakların (iş gücü ve sermaye) kullanılmasındaki verimliliğe bağlıdır. Verimlilik birim iş gücü ya da sermaye başına üretilen çıktı değeridir. Bu ise hem ürünlerin kalite ve özelliklerine, ki bunlar fiyatı belirler, hem de üretimdeki verimliliğe bağlıdır. Ulusal düzeyde rekabet edebilirlik konusunda anlamlı olan tek kavram, ulusal verimliliktir...”

119. 2003 yılının ilk üç aylık döneminden sonra Irak savaşının bitmesi ve belirsizliklerin azalması ile birlikte başlayan ters para ikamesi ve oluşan döviz fazlası, bunun yanısıra ABD dolarının euro karşısında önemli oranda değer kaybetmesinin de etkisiyle Türk lirası hızlı bir değer kazanma sürecine girmiştir. Bu gelişmelere dayanarak rekabet gücü üzerinde döviz kurlarının olumsuz etki yaratabileceği konusu gündeme getirilmiştir. Buna karşın, 2002 yılını takiben 2003 yılında da ihracat artış hızının geçmiş dönemlerle, özellikle devalüasyon yapıldığı yıllarla ve benzer deneyime sahip ülkelerle

karşılaştırıldığında oldukça yüksek artışlar kaydettiği görülmektedir. Bir başka deyişle, Türk lirasında gözlenen değer kazancına karşın, rekabet gücünde iyileşme olmuştur.

120. Rekabet gücünü ölçmede en yaygın olarak kullanılan araçlar daha çok fiyat rekabetini ölçmekte kullanılan reel kurlar, nispi pozisyonlar, birim ücretler ve ihracat kâr marjlarıdır. Bahsedilen metodlarla yapılan analizler gerekli olmakla beraber yeterli bir ölçüt değildir. Rekabet gücünün bir bütün olarak ele alınması daha doğru bir yaklaşım olarak değerlendirilmektedir. Ülkenin yapısal koşullarının iyileştirilmesiyle oluşacak rekabetçi ortam fiyat (maliyet) rekabetine oranla daha kalıcı ve uzun vadeli olmaktadır.

Grafik 15: Küresel rekabet içinde Türkiye'nin Yeri



Kaynak: Dünya Ekonomi Forumu, Küresel Rekabet Raporu.

121. Genel anlamda bir rekabet ölçüsü yakalamak açısından, ülkelerin ekonomik ve sosyal açıdan hangi düzeyde oldukları

önemlidir. Kişi başına düşen GSYİH'deki istikrarlı artış, işsizlik oranının düşük seviyede olması, hanehalkının harcanabilir gelir düzeyi ve aldığı sosyal yardım miktarı, bir bölgedeki ekonomik aktiviteyi göstermesi açısından belirleyici niteliktedir. Ancak ülkelerin büyümesinin ve üretim girdilerinin verimlilik artışlarıyla desteklenmesi durumunda, elde edilen büyüme rekabetçi olacaktır.

122. Üretimde verimlilik artışlarının sağlanması sürdürülebilir büyümenin en sağlıklı dinamiklerinden birisidir. Verimlilik artışı, reel gelirlerin ve refahın iyileştirilmesinde temel teşkil etmektedir.

123. İş gücüne yapılan yatırımla sağlanan verimlilik artışı ise daha süreklilik arz etmektedir. Ancak, sadece iş gücüne yapılan yatırım ile üretimin dünya ticaretinin değişen mal kompozisyonuna uyumu sınırlı ölçüde sağlanabilmektedir. Sözü geçen mal kompozisyonu giderek daha sermaye ve teknoloji yoğun ürünlere kaymaktadır. Uluslararası rekabette kalıcı bir avantaj sağlamak için toplam faktör verimliliğinin artışı önem kazanmakta ve gerek iş gücüne, gerekse teknolojik yeniliklere yatırım yapmak büyük önem taşımaktadır. Bu şekilde yapılandırılan bir üretim yapısının süreklilik kazandığı durumlarda, üretimin talep değişikliklerine daha hızlı tepki verebildiği ve dolayısıyla rekabette öncelik elde ettiği görülmektedir.

124. Yapılacak araştırma-geliştirme yatırımları ile üretimde teknolojik içeriğin artması, söz konusu işletmelerdeki katma değer oranını artırmaktadır. Aynı zamanda, bu tip yatırımların yayılma etkisi de hızlı olmakta ve işletmelerin içinde bulunduğu sanayilere de katkı

yapmaktadır. Teknolojik içeriği fazla ürünlerin dünya ticaretinde giderek daha fazla paya sahip olması, araştırma-geliştirme çalışmalarının artmasıyla, söz konusu üretimi ve dolayısıyla ihracatı artırmakta, ülkeye uluslararası rekabet açısından yapısal avantajlar sağlamaktadır.

125. Daha önce bahsettiğim rekabet göstergeleri yanında, rekabete olumlu katkı yaptığı düşünülen niteliksel unsurlar da bulunmaktadır. Söz konusu unsurlar daha çok hizmet sektörüyle ilişkili olup satış sonrası dönemi kapsamaktadır. Malların aynı standartta teslim edilmesi, teslim tarihlerine sadık kalınması, satış sonrası hizmet ağının kurulması, satış sonrası karşılaşılabilecek sorunlara hızlı ve kalıcı çözüm getirileceğine dair güven oluşması ve garanti kapsamının genişliği oldukça önem taşımaktadır.

Kamu sektöründe verimlilik

126. Kayıt dışılığın yaygın olması ve bu nedenle kayıt altındaki işletmelerin gereğinden fazla vergi yüküne maruz kalmaları, yüksek borç stokunun bir sonucu olarak piyasada mali baskınlığın olması ve reel faizlerin yüksek seyretmesi; kamu iktisadi teşekküllerinin haksız rekabete yol açması nedeniyle kamu kesimi ekonomi üzerinde büyük baskı yaratmakta ve özel sektör verimlilik artışlarının önünde büyük engel oluşturmaktadır. Kamu sektöründeki etkinliğin oldukça düşük olması da rekabeti artırmada engel teşkil etmektedir. Yapısal reformlar çerçevesinde bu alanlardaki düzenlemelerin tamamlanarak

hayata geçirilmesi ile kamu sektöründe verimlilik artışları sağlanabilecektir.

IV. Merkez Bankası Kurumsal Gelişmeler: Kâr / Zarar

127. Konuşmamın bu bölümünde Merkez Bankası'nın 2003 yılındaki bilanço gelişmelerinden bahsetmek istiyorum. 2003 yılında piyasada oluşan likidite fazlası daha önce de belirttiğim üzere açık piyasa işlemleri yoluyla piyasadan çekilmiştir. Ancak, fiyat istikrarına yönelik olarak uygulanan faiz politikasının etkinliğini artırmaya yönelik bu uygulamaların Merkez Bankası bilançosuna yansımaları zarar yönünde olmuştur. Merkez Bankası, 2003 yılı bilanço hesapları sonucuna göre yıl sonunu yaklaşık 1.5 katrilyon Türk lirası zararla kapatmış bulunmaktadır. Burada, vurgulanması gereken önemli bir husus bulunmaktadır: Merkez Bankası'nın yasal olarak üstlendiği temel görev fiyat istikrarını sağlamaktır. Temel hedef olan enflasyonla mücadele sırasında, kur ve faiz gibi diğer makroekonomik değişkenlerin seyrine ve bu değişkenlerin bilanço yapıları ile etkileşimine bağlı olarak kâr ya da zarar edilebilmesi mümkündür.

128. Merkez Bankası, bilançosunda gelir yaratmayan varlıkları ve para tabanını etkileyerek kârını artırma gücüne sahip olsa da, bunu yapmanın finansal sistemdeki faiz oranlarında fiyat istikrarı ile çelişen değişimlere yol açması durumunda, tercihini fiyat istikrarı yönünde kullanacaktır. Bir diğer deyişle, Merkez Bankası fiyat istikrarı dışında herhangi bir amaca yönelik bir hedef gütmemekte, dolayısıyla kâr maksimizasyonunu amaç edinmemektedir. Kaldı ki, parasal otoritenin

fiyat istikrarı dışında başka bir amacı olduğu sinyalini vermesi, uygulanmakta olan para politikasının etkinliğini ciddi bir şekilde azaltabilecek ve dolayısıyla orta vadede toplumsal refah düzeyine zarar verebilecektir.

129. Bu çerçevenin doğal bir sonucu olarak da Merkez Bankası'nın bazı dönemlerde zararlar tanınması sürpriz olmayacaktır. Özellikle faizlerin yüksek seyrettiği ve piyasadaki likidite fazlasının sterilize edilmesinin gerektiği dönemlerde bu durumun ortaya çıkma olasılığı artmaktadır. Nitekim, ülkemizde 2001 krizi sonrasında, kamu bankaları operasyonu ve IMF'den bütçe amaçlı alınarak Hazineye kullandırılan krediler sonucu likidite fazlası oluşmuş; programın ilerleyen aşamalarında ise Türk lirasına olan güvenin artması sonucu gündeme gelen döviz alım ihaleleriyle birlikte söz konusu durum devam etmiştir. Bu gelişmelerin bir yansıması olarak, sterilizasyon için ödenen faizler, zorunlu karşılıklara ödenen faizler ile birlikte, Merkez Bankası'nın kâr etmesini engelleyen önemli bir faktör olmuştur. Bunların yanısıra, Merkez Bankası'na özgü bir uygulama olan işçi döviz hesaplarına ödenen faizler, evvelen beri en önemli zarar kalemidir.

130. Merkez Bankası, her anonim şirket gibi ileride doğması muhtemel zararları karşılamak üzere, Yasası'nın 60. maddesi gereğince her yıl kârından adi ve fevkalade ihtiyat akçesi ayırmaktadır. 2003 yılı sonu itibarıyla oluşan yaklaşık 1.5 katrilyon

lira seviyesindeki zarar, halen yaklaşık 2.5 katrilyon lira tutarında olan adi ve fevkalade ihtiyatlardan karşılanacaktır.

131. İdeal olan durum, hem fiyat istikrarına ulaşılması, hem de Merkez Bankası'nın zarar etmemesidir. Ancak, burada vurgulanması gereken husus, gelecekte de kâr etme ve fiyat istikrarı olgularının birbiriyle gelişmesi durumunda, Merkez Bankası'nın temel görevi olan fiyat istikrarını sağlama doğrultusunda hareket edeceğidir. Temel hedef fiyat istikrarıdır, politikalar bu doğrultuda uygulanacak, bilançoğa yansımaları ise mevcut koşullar ve ekonomik programın hangi aşamasında bulunulduğuna bağılı olarak şekillenecektir.

V. Sonuç

132. Konuşmamın sonunda kurumsal yapının kalitesi, hukukun üstünlüğü ve mülkiyet hakları ile ekonomik büyüme arasındaki yakın ilişkiden bahsetmek istiyorum. Genel kaniya göre sağlıklı işleyen kurumlar ve yasayla sınırlandırılmış bir devlet, ekonomik ve politik gelişmişliğin önemli göstergesidir.

133. Kurum kavramı North (1991) tarafından “insanların kendi siyasal, iktisadi ve sosyal etkileşimlerini yapılandırmak için oluşturduğu kısıtlar” olarak tanımlanmaktadır. Genişletilmiş anlamda ise kurumlar, kurallar, yaptırım mekanizmaları ve organizasyonlar olup anayasa, yasalar ve mülkiyet hakları biçiminde örneklendirilebilir. Ekonomi ve piyasa sisteminin işlerliği söz konusu olduğunda kurumları vazgeçilmez kılan, mülkiyet haklarının

korunması gerekliliğidir. Mülkiyet haklarının iyi korunmaması yatırım ve büyüme süreçlerini negatif yönde etkiler. Buradan hareketle, piyasa sisteminin istenen uzun vade büyüme sonucunu verebilmesi için mülkiyet haklarının korunması gerekliliği veri alınırsa, iyi tanımlanmış ve etkin işleyen bir hukuk kurumunun üstünlüğünün gerekliliği anlaşılır.

134. Dünya Bankası, bir ülkede hukukun üstünlüğünün varolduğunu söyleyebilmek için gerekli genel kriterleri, bağımsız ve tam yargının varlığı, yasal muamelede eşitlik, bireylere veya gruplara özel yasaların olmaması, müktesep hakların korunması ve yürütmenin yargı denetimine tabi olması olarak sıralamaktadır.

135. Aynı zamanda kurumlar, tekrar eden insan davranışlarını biçimlendirerek insan davranışındaki belirsizlikleri gidermemekle birlikte, istatistiksel olarak anlaşılabilir bir düzenlilik yaratmaktadırlar. Diğer bir deyişle kurumlar, belirsizliklerin riske dönüştürülmesini sağlamaktadır. Belirsizlikler yönetilebilir değilken riskler çeşitlendirilebilmekte, böylece belirsizliklerin azalması uzun vadedeki büyümenin altyapısını güçlendirmektedir.

136. Kurumlar, bilginin üretimini, toplanmasını, analizini, doğrulanmasını, ve bireylere veya piyasalara dağıtımını da etkilemektedir. Bilginin kamuya açık hale gelmesi, bilgi maliyetini düşürmek ve bilgiyi simetrikleştirmek yoluyla, ekonomik performansa katkıda bulunmaktadır.

137. Ticaretin kişisel eksenden çıkıp, şirketler kanalıyla bir üçüncü tarafın yaptırım gücüyle desteklenen bir tüzel platformda gerçekleşmesi sürdürülebilir kalkınmanın vazgeçilmez bir unsuru olarak görülmektedir. Bu bağlamda, toplumun sektörel uzmanlaşmanın getirilerinden faydalanabilmesi, ayrıntıları iyi tasarlanmış bir yasal çerçeve ve onun yaptırım gücü sayesinde mümkün olabilmektedir.

138. Piyasa rekabetinin dinamiklerini düzenleyen kurumlar, halihazırda var olan ve gelecekteki yatırımları ve bunlarla ilişkili ekonomik süreçleri yönlendirerek ekonomik büyümeye katkıda bulunabilir. Etkin bir hukuksal düzen yolsuzluk davranışlarının azalmasını sağlayarak kurumsal kaliteyi artırmakta, yatırımlardaki artışı ve uzun vadedeki büyümeyi beraberinde getirmektedir.

139. Uzun vadeli büyümenin piyasaların etkin ve verimli işleyişinden beklendiği günümüzde, piyasaların işleyişine ilişkin rehberliği sağlama ve altyapı oluşturma görevi kurumlardan beklenmektedir. Bu çalışmaların ortak paydası da, kurumsal düzenlemelerin güçlü olduğu ve hukukun üstünlüğü ilkesinin benimsendiği ekonomilerde yeni yatırımların yapılabilmesi için uygun şartların oluşturulabildiği ve sürdürülebilir büyüme sürecinin desteklenebildiğidir.