



2003 YILI PARA POLİTİKASI UYGULAMALAR, RİSKLER

Mart 2003

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Sunuş Planı

- İstikrar Programı: Unutulmaması Gereken Noktalar
- Politika Hedefi Olarak Enflasyon ve Faiz Oranları
- Riskler

İstikrar Programı: Unutulmaması Gereken Noktalar

- Uygulanmakta olan programın alternatifi var mı?
 - Kamu borcu ve enflasyon sorunlarını çözen alternatif var mı?
 - Kriz program ilişkisi.
- IMF'nin konumu.
 - IMF ile ilişkilerimiz uzun bir süreyi kapsamaktadır. Bu süre boyunca pek çok anlaşma imzalanmıştır.
 - Yapılan programlar ortaktır. IMF Ülkemiz'e, içinde bulunduğumuz ekonomik durum nedeniyle talep üzerine gelmiştir.
- Ülkemizde enflasyona karşı bilinç yeterince gelişmemiştir.
 - Son 30 yıldır yüksek enflasyonla yaşamının sonucunda, hiperenflasyonla da karşılaşmayınca, ekonomik birimler fiyat istikrarının kendilerine ne gibi fayda sağlayacağını bilmemektedirler.
 - Ulusal paranın değersizliği bir sonuçtur.

Enflasyonla mücadele toplumsal uzlaşş gerektirir. Bu kapsamda, toplumun enflasyona karşı bilinçlenmesi ve mücadeleye destek vermesinin, elde edilecek başarıda payı büyük olacaktır.

- Dünyada, hemen hemen tüm ülkelerde enflasyon artık bir sorun olmaktan çıkmıştır.
 - 2001 yılında yıllık tüketici fiyat enflasyonu ortalamasına göre 176 ülke arasında sondan beşinci olan Ülkemiz, 2002 yılında enflasyon düşmüş olmasına rağmen bu yerini korumuştur. Dolayısıyla enflasyonda geldiğimiz bu noktadan çok daha ileri gitmemiz ve enflasyonu tek haneli rakamlara indirmemiz gerekmektedir.
- Merkez Bankası para ve kredi arzını kontrol etmekte daha güçlü bir konumdadır.
 - Bilanço.

İstikrar programı: Unutulmaması gereken noktalar

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

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

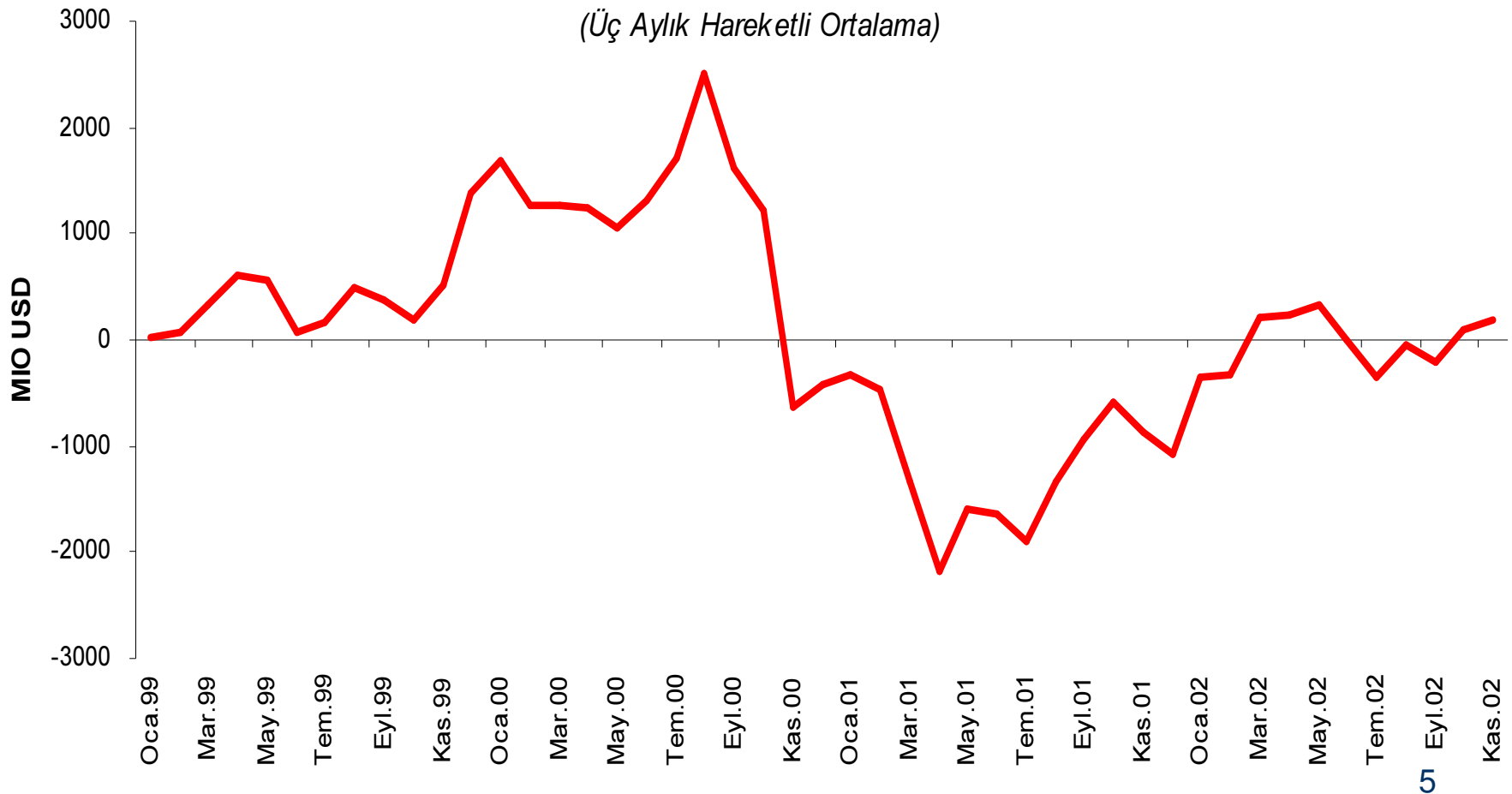
- Dalgalı kur rejimi altında döviz kuru, politika uygulamalarının artık bir nedeni değil sonucudur. Diğer politika uygulamalarının olumlu ya da olumsuz etkileri doğrudan yansıdığı için, kur herkes tarafından takip edilebilen ve çok göz önünde olan bir nitelik taşımaktadır.

Bu nedenle bu rejim altında mali ve parasal disiplin Latin Amerika ülkelerinde de görüldüğü üzere daha etkin olarak sağlanabilmektedir.

İstikrar Programı: Unutulmaması Gereken Noktalar

- Dalgalı kur rejiminde kur riskinin piyasada olması, "sıcak para" olarak da adlandırılan kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerini sınırlamaktadır.
Oyuncuların davranışları değişmiştir.

Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (rezerv hariç) + Net Portföy Yatırımları



İstikrar Programı: Unutulmaması Gereken Noktalar

- **Dalgalı kur rejimi altında döviz kurlarının düzeyini;**
 - ❖ Piyasada farklı türde oyuncuların varlığı; ekonomik temellere göre hareket edenler, teknik analistler, spekülâtörler,
 - ❖ Yatırımcıların portföy tercihlerindeki değişiklikler,
 - ❖ Yapısal reformlar ve verimlilik üzerine etkileri,
 - ❖ İç ve dış siyasi ve ekonomik gelişmeler,
 - ❖ Cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri bekleşileri,
 - ❖ Kamu kesimi borç stoku, risk primi,
 - ❖ Ekonomideki devresel hareketler,
 - ❖ Ekonomik temeller; örneğin dış ticaret hadleri, verimlilik, kamu maliyesi politikası, yurtdışı ve yurtiçi enflasyon oranlarındaki farklılıklar,

belirler.

Türk Lirası aşırı değerli mi?

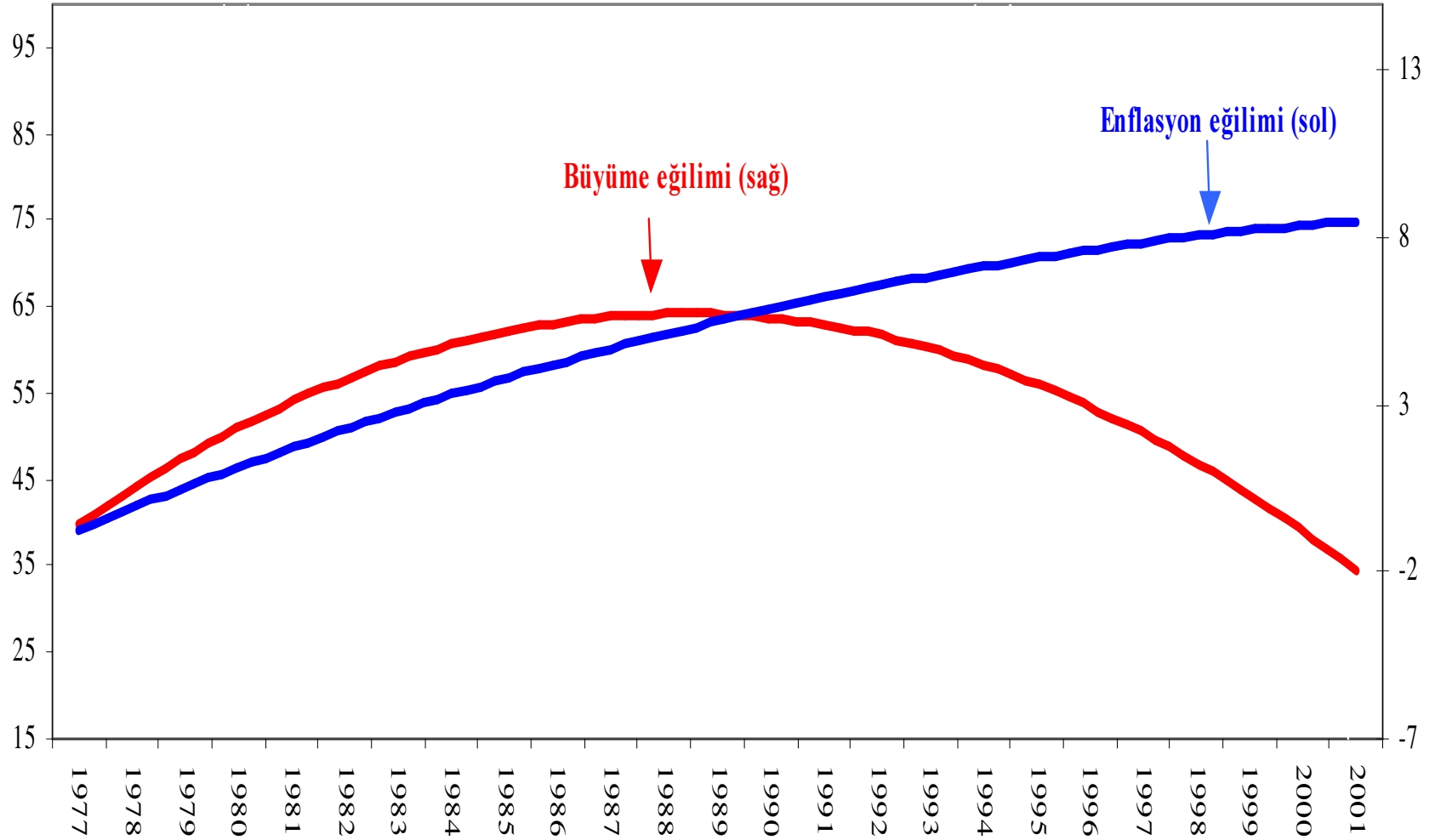
İstikrar Programı: Unutulmaması Gereken Noktalar

● Büyüme - enflasyon ikilemi yanılgısı.

- ✓ Büyüme ve enflasyon arasında, aynı yönde bir ilişki olduğu ve büyüme oranlarında artışın ancak para politikasını biraz gevşeterek, enflasyonu da biraz artırarak sağlanabileceği yanılgısı vardır.
- ✓ Oysa, büyüme ve enflasyon arasında böyle bir ödünleşim yoktur.
- ✓ Erken iktisat literatürü çerçevesinde yapılan bu yorumlar,
 - ❖ Statik bir ortamda,
 - ❖ Düşük enflasyona sahip ülke örnekleri çerçevesinde, ve
 - ❖ Kısa vade için,yapılmaktadır.
- ✓ 1980'lerden sonra gelişen modeller ve uzun dönem analiz uygulamaları sonucunda, enflasyon ile büyüme arasında uzun vadede tersine bir ilişki olduğu, sürdürülebilir ve daha yüksek bir büyüme için mutlaka düşük enflasyon oranlarında fiyat istikrarının sağlanmış olması gerektiği saptanmıştır.
- ✓ Bu çerçevede, Ülkemizde de son otuz yıla baktığımızda, enflasyon bir yükseliş trendi sergilerken, büyüme oranları tam tersine bir düşüş trendi göstermektedir.

İstikrar Programı: Unutulmaması Gereken Noktalar

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



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

İstikrar Programı: Unutulmaması Gereken Noktalar

● Sıkı maliye politikası, faiz dışı bütçe fazlası ve büyüme.

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



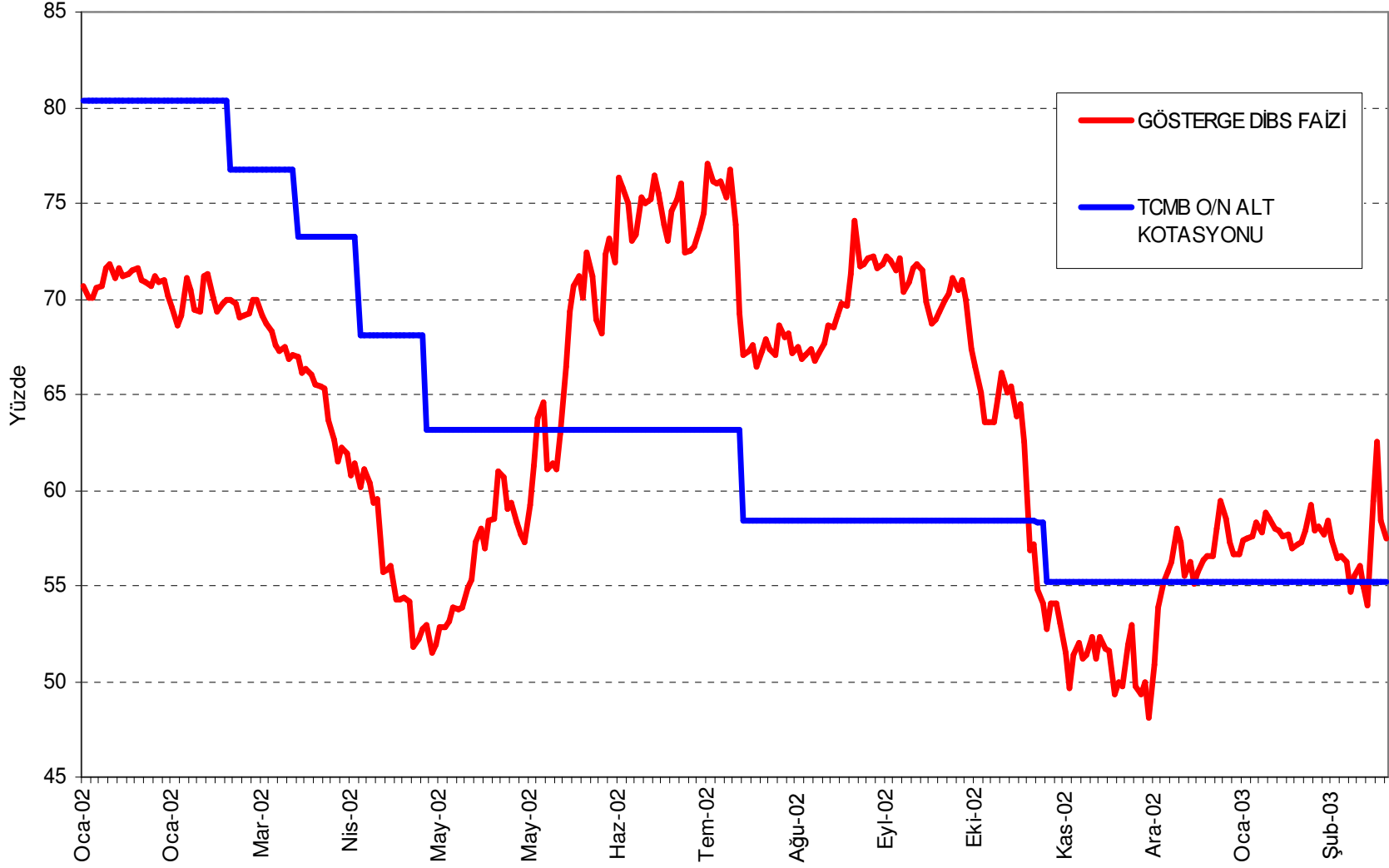
POLİTİKA HEDEFİ OLARAK ENFLASYON VE FAİZLER

Politika Hedefi Olarak Enflasyon ve Faizler

- Dalgalı kur rejimi altında temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamada Merkez Bankası, kararlarını sadece **gelecekteki enflasyona bakarak** almaktadır.
- Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadelede en etkin aracı ise kısa vadeli faiz oranlarıdır.
- Kısa vadeli faiz oranlarıyla ilgili kararları alırken gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için nelere bakılır?
 - ✓ Enflasyon bekleyiş anketleri ve Merkez Bankası'nın içsel enflasyon tahminleri,
 - ✓ Kamu ve özel sektörün fiyatlama davranışları,
 - ✓ Döviz kurları ve ödemeler dengesi,
 - ✓ Ücretler, istihdam ve işgücü birim maliyetleri,
 - ✓ Toplam arz ve talep,
 - ✓ Maliye politikası göstergeleri,
 - ✓ Parasal göstergeler ve kredi büyüklükleri,
 - ✓ Dış ekonomik gelişmeler.

Politika Hedefi Olarak Enflasyon ve Faizler

TCMB Faiz Oranı ve Gösterge Niteliğindeki DİBS Faizi



Politika Hedefi Olarak Enflasyon ve Faizler

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

Politika Hedefi Olarak Enflasyon ve Faizler

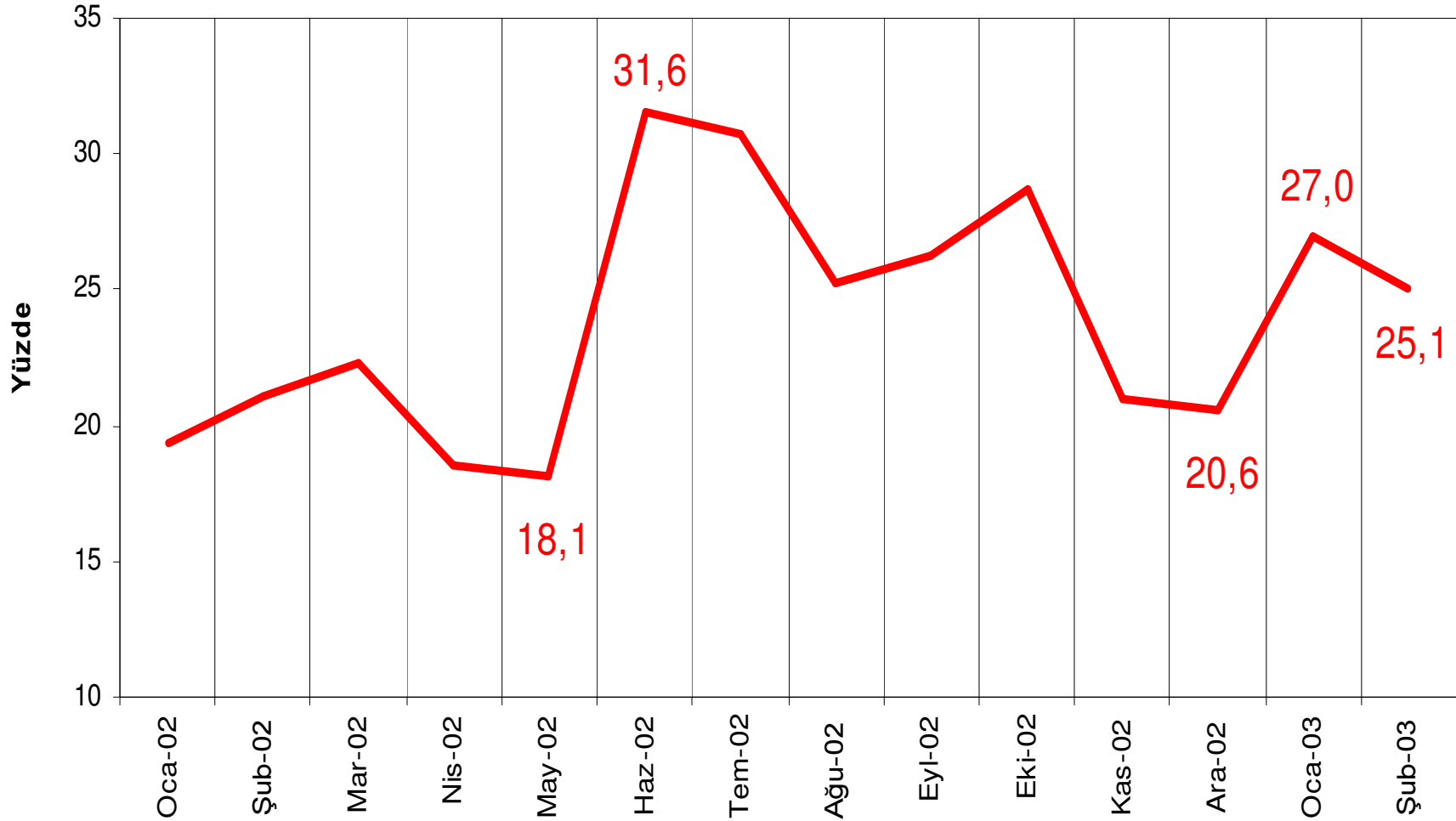
- Türkiye'de reel faizlerin yüksek düzeylerde oluşmasının
 - ✓ Nedeni nominal faizler değil, evvelden beri yaşanan krizler, yüksek enflasyon ve bu yapının yarattığı kırılğan ortam,
 - ✓ Sonucu ise üretken alanlardaki yatırımların düşüklüğü ve oynak ve düşük ortalama büyümedir.

Yüksek reel faizlerin uygulanan programla birlikte giderek sağlamlaşan makro ekonomik temellerle bağlantılı, kabul edilebilir bir düzeye indirilmesi son derece önemlidir. Sermayenin kullanım maliyetinin makul seviyelerde olması sürdürülebilir bir büyümenin ve dünya ile sağlıklı bir bütünleşmenin ön şartıdır.

Bu amaçla;

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

2002 – 2003 Yılı Beklenen Reel Faiz Oranları



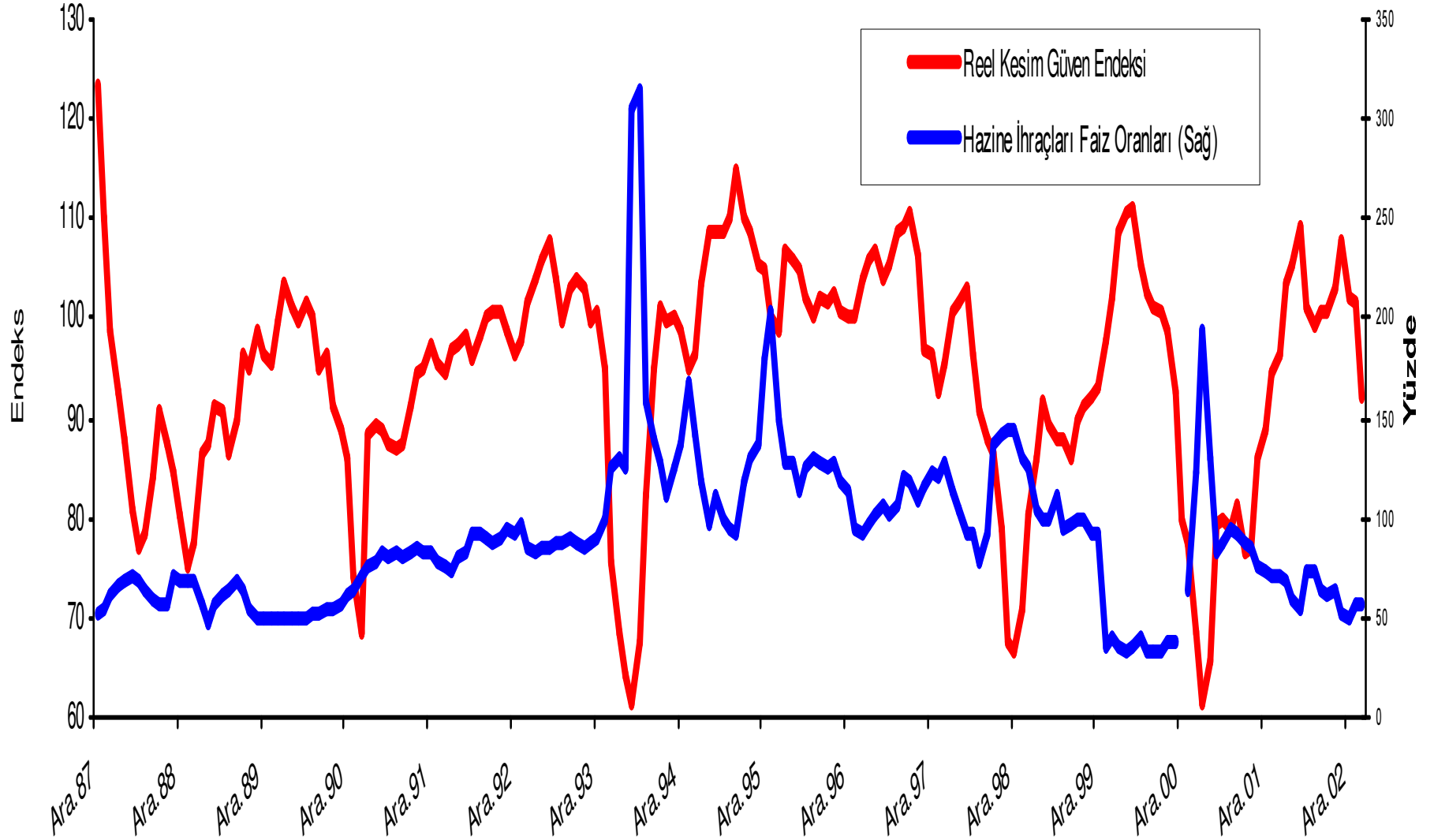
$$R = \left(\frac{1 + i}{1 + \pi} \right) - 1$$

R = Beklenen reel faiz (**ex-ante**),

i = Hazine'nin aylık ortalama nominal borçlanma faizi,

π = Merkez Bankası bekleyiş anketinde yer alan 12 aylık enflasyon bekleyişleri.

Reel Kesim Güven Endeksi ve Faiz Oranları



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

Reel Kesim Güven Endeksi = (Genel gidişat + ihracat imkanları + yatırım harcaması + toplam sipariş + mamul mal stok miktarı + toplam istihdam + üretim hacmi + iç pazara satılan mal hacmi + hammadde stok eğilimi)'ne dair beklentiler.

Endeksin büyüklüğünün 100'den büyük olması beklentilerin olumlu, düşük olması ise olumsuz yönde hareketini göstermektedir.

Politika Hedefi Olarak Enflasyon ve Faizler

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

Riskler

Enflasyon ve Büyümenin önündeki riskler:

- 1. Yanlış düşünce ve saplantılar,** bekleyişleri etkilemesi nedeniyle risk oluşturmaktadır.
- 2. Rehavet:** 2002 yıl sonu itibarı ile tüketici fiyat enflasyonu yüzde 29.7 seviyesinde gerçekleşerek hedeflenen rakamın altında kalmıştır. Ancak, bu fiyat istikrarının sağlanması için gerekli olan güvenin tesisi için yeterli değildir. Enflasyonla mücadelede ön kredibilite sağlanmıştır. Ancak, unutulmamalıdır ki güvenilirlik zaman içinde zor elde edilirken, yanlış politikalarla hızla ve kolaylıkla bozulabilmektedir.
- 3. Gevşemiş olan kamu maliyesinin düzeltilememesi,**
Bütçe siyasi değil teknik bir gösterge niteliğindedir. Kamu maliyesinin disiplin altına alınması faizlerdeki risk priminin ve dolayısıyla reel faizlerin düşmesi için de gereklidir.
- 4. Fiyatlama ve vergi politikalarının** kamu kesiminin finansman ihtiyaçları doğrultusunda oluşturulması,
KİT açıklarını kapatmak için program dışında zam yapılması.
- 5. Yapısal reformların** sürdürülememesi ve ekonomideki kırılganlığın azaltılamaması,
Bankacılık ve diğerleri.
- 6. Güven ortamının** çeşitli nedenlerle tam olarak sağlanamaması,
Bekleyiş anketlerine dikkat.
- 7. Geçmiş enflasyona endeksli fiyatlama** davranışlarının devamı (özellikle eğitim, sağlık, konut sektörlerinde),

Riskler

Enflasyon ve Büyümenin önündeki riskler:

8. Kontrolümüz dışında **olan gıda ve tarım fiyatlarının** yaz aylarında gözlenen gerileme eğiliminin tersine dönmesi ile yüksek seyretmesi,
9. Belirsizliklerin ortadan kalkması ve güven artışına bağlı olarak ortaya çıkabilecek talep artışının, özel kesimce kar marjını artıracak bir fırsat olarak görülmesiyle fiyatlarda artışa yönelmesi,
10. Gelirler politikasında **verimlilik dışı faktörlerin ağırlık kazanması** ve uygulamalarda geçmişe endekslemenin devamı,
11. Uluslararası siyaset alanında Irak'a askeri hareket düzenlenmesi gibi belirsizlik yaratabilecek gelişmeler sonucu **petrol fiyatları** ve buna bağlı olarak enerji fiyatlarında ani yükselişler gibi dışsal şoklardır.

Uygulanmakta olan ekonomik programın kararlılıkla sürdürülmesi, bu risklerin olası etkilerini en az düzeyde tutacak, tereddüt gösterilmesi ise bu etkileri artırabilecektir.



2003 YILI PARA POLİTİKASI UYGULAMALAR, RİSKLER

Mart 2003

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI