

**BASIN DUYURUSU**  
**2003 YILI PARA VE KUR POLİTİKASI GENEL ÇERÇEVESİ**

**A- FİYAT İSTİKRARININ ÖNEMİ**

1. Ekonomide istikrar arayışlarının önemli bir aşaması olan geride bıraktığımız 2002 yılı, fiyat istikrarının sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışının ön koşulu olduğunun artık toplumun tüm kesimlerince kabul edilmesi gereğinin ortaya çıktığı bir yıl olarak hatırlanacaktır.

2. Büyüme, orta ve uzun vadede hiç bir şekilde fiyat istikrarı ile çelişmemektedir. Çeşitli uluslararası çalışmalar da göstermektedir ki, fiyat istikrarı ile büyüme arasında doğrusal ilişki vardır. Fiyat istikrarının sağlandığı, düşük enflasyonlu ülkelerde ortalama büyüme hızı daha yüksekken, enflasyon oranı yüksek olan ülkelerde ortalama büyüme hızı daha yavaştır.

3. Nitekim son 30 yıllık dönem incelendiğinde, ülkemizde de büyüme ile enflasyon arasındaki ters ilişki görülmektedir. Onar yıllık dönemlere bakıldığında, ülkemizde ortalama enflasyon oranının arttığı, buna karşın, bir yandan büyüme hızı yavaşlarken, diğer yandan da üretimin ve istihdam düzeyinin daha da istikrarsızlaştığı net bir şekilde görülmektedir. Bu gerçeğe karşın, daha gevşek bir para politikasının veya biraz enflasyonun istihdam sorununu çözeceği, büyümeyi artıracığı gibi yanılgılara rastlanabilmektedir. Bu yanılgı, Merkez Bankası Yasası'nın 4. Maddesinde düzenlenen temel görev ve yetkiler çerçevesinde, kriz sonrasının durgunluk ortamında Merkez Bankası'nın Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını pekala destekleyebileceği ve böylece durgunluğun kısa sürede atlatılabileceği düşüncesine dayanmaktadır. Oysa aynı Yasa'nın aynı Maddesinde, Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarı olduğu, fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyebileceği açıkça belirtilmektedir. Daha açık bir ifade ile, onca krizden sonra Ülke'ye lazım olan krizsiz sürdürülebilir büyümedir ve bu da ancak fiyat istikrarının sağlanması ile mümkün olabilecektir. Ülkemizin 30 yıldır gördüğü sayısız kriz, görmediği ise ancak enflasyonun tek haneli seviyelere inmesi ile mümkün olan, sürdürülebilir büyüme ve sürdürülebilir istihdam artışıdır.

4. Ekonomik olduğu kadar, sosyal ve ahlaki bir sorun olan enflasyonun, sık sık gündeme getirdiğimiz ve "fiyat istikrarı" başlığı altında kamuoyuna açıkladığımız sakıncalarının, toplumun tüm kesimlerince net bir şekilde anlaşılması, enflasyonla mücadeleyi kolaylaştıracak bir unsur olacaktır.(Bkz: ["FİYAT İSTİKRARI" KONUSU KONUSMA, SBF KONFERANSI, \(Ankara, 28 Kasım 2002\)](#) .

5. Ülkemizde 30 yıla yakın süredir en temel sorunların başında yer alan enflasyonu düşürmek amacı ile pek çok istikrar programı uygulanmıştır. Bu programların bazılarında enflasyonda önemli düşüşler sağlansa da, siyasal istikrarsızlık, yapısal reformların gerçekleştirilememesi ve kısa vadeye odaklı politikalar nedeniyle kamu maliyesi disiplininin sürdürülememesi, sağlanan başarıları geçici kılmıştır.

6. Enflasyonla mücadelede kalıcı başarıların sağlanamaması, ekonomik birimlerde, yeni uygulanacak istikrar programlarının daha başlangıcında “bu defa neden farklı olsun” düşüncesini yaratmış, bu güven erozyonu programlara yeterli toplumsal desteğin verilmesi önünde engel teşkil etmeye başlamıştır. Her yeni istikrar programının başarısı daha başlangıçta yeterli inandırıcılığa sahip olamamış, konulan iddialı hedefler toplumun bir çok kesimince inandırıcı bulunmamıştır.

## **B- 2002 YILI PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ DEĞERLENDİRİLMESİ**

7. Son 30 yıllık sürede uygulanan istikrar programlarından sonuncusu 2002 yılında uygulanmaya başlanan ve 3 yıllık sürede enflasyonu yüzde 12 düzeyine, daha sonra da tek haneli düzeylere indirmeyi amaçlayan ekonomik istikrar programıdır. Ancak, 2002 yılında başlayan istikrar programının öncekilerden çok önemli farkları vardır. Bunlar kısaca, istikrarın sağlanması için gerek koşul olan, başta Merkez Bankası bağımsızlığını güvence altına alan Merkez Bankası Yasası değişikliği ve sağlıklı bir bankacılık sistemi için alınan radikal tedbirler olmak üzere temel yapısal reformların hız kazanarak 2001 ve 2002 yılında önemli ölçüde gerçekleştirilmesi, kamu maliyesi disiplininin sürdürülmesine yönelik ciddi tedbirlerin alınmasıdır.

8. 2002 yılı programında, piyasalarca o günün şartlarına göre oldukça iddialı olduğu düşünülen hedefler konulmuş, enflasyon hedefi yüzde 35, faiz dışı bütçe fazlası hedefi Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)’nın yüzde 6,5’i olarak belirlenmiş, GSMH büyüme oranı ise yüzde 3 olarak öngörülmüştür.

9. Kamuoyuna 2 Ocak 2002 tarihinde duyurulan, 2002 yılı para ve kur politikası tasarlanırken, bütçe disiplininin ödün verilmeyeceği, başta bankacılık reformu olmak üzere, uzun dönemde sürdürülebilir bir ekonominin alt yapısını oluşturmayı amaçlayan ve 2001 yılında başlatılan iktisadi reformların kesintisiz sürdürüleceği, bu önlemlerin borç stokunun sürdürülebilirliği ile ilgili endişelerin ortadan kalkacağı bir ortam oluşturacağı varsayımları ile yola çıkmıştır.

10. 2002 yılı para politikasında “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırılan gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası stratejisinin uygulanması planlanmıştır. Bu stratejide, para tabanı için dönemler itibarıyla, enflasyon hedefi ile tutarlı hedefler konulmuş, ancak para politikası kararlarında para tabanı gelişmelerinden ziyade, asıl olarak gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyici olması öngörülmüştür. Bu ikili strateji ile, enflasyondaki düşüş sürecinde ve para ikamesi olgusu nedeniyle, para talebinin tahminindeki zorlukların ve son yıllarda parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkide görülen zayıflamanın yaratacağı sorunların giderilmesi, ve dolayısı ile örtük enflasyon hedeflemesinin para tabanı yanında güçlü bir çapa işlevi görmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede, dalgalı kur rejimi uygulaması altında asıl politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının sadece ve sadece fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda aktif olarak kullanılacağı belirtilmiştir.

11. 2002 yılında, kurların iktisadi temellerle uyumlu olduğu dalgalı kur rejiminin tamamen yerleşmesi öngörülmüş, bu çerçevede, yıl başında, Merkez Bankası’nın sadece kurlardaki aşırı dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kurların seviyesine yönelik olmayan sınırlı müdahalelerde

bulunacağı, bunun yanısıra döviz rezervlerini artırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapacağı açıklanmıştır.

**12.** 2002 yılı başında toplumun önemli bir kesimi, önceki istikrar programlarında olduğu gibi yüzde 35'lik enflasyon hedefini ve yüzde 3'lük büyüme öngörüsünü gerçekleştirilemez olarak görmüştür. Yıl başında 2002 yılı sonuna ilişkin enflasyon bekleyişi yüzde 48,3 ile hedefin yaklaşık 13 puan gibi yüksek bir oranda üzerinde iken, büyümeye ilişkin bekleyiş yüzde 2,7 ile yüzde 3'lük program öngörüsünün 0,3 puan altında idi.

**13.** Ancak, özellikle 2001 yılı Haziran ayından itibaren kurların aşırı yükselmesi ile birlikte oluşan köpük, 2002 yılında da mali disiplinden ödün verilmeyeceği yolunda hükümetin verdiği güvenceye dayanarak, uluslararası kuruluşlardan sağlanan güçlü destek ile iddialı ve tutarlı bir ekonomik programın uygulanacağına yönelik bekleyişlerin oluşmaya başlaması sonucu patlamış, kurlar Nisan ayına kadar nominal ve reel olarak gerileme göstermiştir. Sıkı maliye ve para politikalarının tutarlı bir şekilde uygulanması ile yapısal reformların kesintisiz devamı, toplumun bir çok kesiminde programa olan güvenin artmasını sağlamıştır. İç talep yetersizliği ve kurlardaki gerilemenin, programa olan güvenin artması ile desteklenmesi sonucu enflasyon eğilimi düşük seviyelere gerilemiştir. Haziran ayı başında, bir anlamda merkez bankası kredibilitésinin ölçüsü olan yıl sonu enflasyon bekleyişi ile yıl sonu enflasyon hedefi arasındaki fark yıl başındaki 13 puan düzeyinden (eksi) – 0,6 puan düzeyine düşmüştür. Bu uzun yıllardan beri ilk defa gerçekleşmektedir.

**14.** Bu süreçte, enflasyonda ve enflasyonist bekleyişlerde görülen iyileşmeye paralel olarak belirgin bir ters para ikamesi süreci başlamış, diğer bir deyişle, yurtiçi yerleşikler döviz cinsi varlıklarını bozdurarak Türk lirası cinsi yatırım araçlarına yönelmişlerdir. Bu nedenle, Merkez Bankası Nisan ayından itibaren döviz alım ihaleleri ile döviz rezervi biriktirmeye başlamıştır. Diğer yandan, bekleyişlerdeki iyileşmeye paralel olarak, beklenen reel faizler yüzde 15 düzeyine gerilemiştir.

**15.** Mayıs ayından itibaren ise, piyasalarda siyasi belirsizlik algılamasının oluşması ve program kazanımlarının kaybedilebileceği korkusu sonucu kurlar ve faizler belirgin şekilde yükseliş eğilimine girmiş, kurlardaki yükseliş enflasyon eğilimini geçici olarak artırmıştır. Bu süreçte, Merkez Bankası bir kaç defa, yaşanan tedirginliğin abartılı olduğunu, yapısal reformların önemli ölçüde gerçekleştirilmesi nedeniyle, seçimlerin muhtemel olumsuz etkisinin ülke ekonomisinde önemli bir tahribat yaratmayacağını, daha önceki yıllarda görülen ölçülerde seçim ekonomisinin uygulanmasının mümkün olmadığını, başarısı açık biçimde görülen mevcut ekonomik programın gelecek dönemde de temel ilkelerinden sapmadan devam ettirilmesinin büyük olasılık olduğunu ifade etmiştir.

**16.** Merkez Bankası, 2002 yılında asıl para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını sadece ve sadece fiyat istikrarı temel amacı çerçevesinde belirlemiş, yıl başında açıkladığı ilkeler çerçevesinde, gelecek dönem enflasyonuna odaklı bir politika izlemiştir. Enflasyondaki olumlu gelişmelere paralel olarak 2002 yılı içinde, kısa vadeli faiz oranları 6 kez indirilerek, gecelik borçlama faiz oranı yüzde 59'dan yüzde 44'e, 1 haftalık borçlanma faiz oranı ise yüzde 62'den yüzde 44'e düşürülmüştür.

17. Ağustos ayından itibaren kurlar istikrar kazanmış, seçimler sonrasında yeni hükümetin istikrar programını devam ettireceği beklentisiyle oluşan güven ortamı ve özellikle yerli ve yabancı yatırımcıların Avrupa Birliği üyelik sürecindeki gelişmeleri olumlu karşılamaları ile birlikte Türk lirası Aralık ayı başlarına kadar değer kazanmış, genel gidişata ilişkin bekleryişlerde Eylül ayından itibaren belirgin bir iyileşme gözlemlenmiştir.

18. Ancak, 2002 yılında hedeflenen faiz dışı fazla düzeyine ulaşamayacağıının anlaşılması, bu sonucu doğuran nedenlerin "bir defalık olmayanlarının" ortadan kaldırılması için gerekli somut adımların atılması gerektiği beklentilerini de oluşturmaya başlamıştır. Ek olarak, son haftalarda yapısal reformların ve kamu maliyesi disiplininin kalıcılığı konusunda tedirginlik yaratan bazı adımlar, her ne kadar bu adımların atılmasından vazgeçilmiş olsa da bekleryişleri olumsuz yönde etkilemiştir. Bu nedenlerin yanısıra, muhtemel bir dış şok olarak Irak sorunu da reel faizlerin yükselmesine neden olmuştur.

19. Burada unutulmaması gereken nokta şudur: Borç stokunun yüksek düzeyde olduğu ülkelerde, borcun çevirilebilirliği çerçevesinde oluşan bekleryişler, bu ekonomilerin temel dinamiklerini belirlemektedir. İktisadi temellerin, mali ve parasal önlemlerle sağlamaştırılması, gevşek politikalara yol açan iktisadi yapının kökten değıştirilmesi şüphesiz, bu bekleryişleri olumlu yönde etkileyecektir. Ancak, bunlar yeterli değildir. Bekleryişlerin oluşturulmasına yardımcı olmak için, uygulanan program ve alınacak ek önlemler konusunda doğru ve net sinyaller vermek de önemlidir.

20. 2002 yılında yaşanan siyasi belirsizlik algılama sürecine ve seçim ortamına karşın, enflasyon yüzde 35'lik hedefin yaklaşık 4 puan altında kalarak yüzde 31 civarında, büyümenin ise yüzde 3'lük öngörünün iki katından fazlasına çıkarak yüzde 6.5 düzeylerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Merkez Bankası esasen 2002 yılbaşında yaptığı duyuruda büyümenin muhtemel kaynaklarını açıklamış ve gerçekleştirmeler de bu yönde olmuştur. (Bkz: ["2002 YILI BÜYÜME PERFORMANSI; ETKİLEYEN UNSURLAR VE İLERİYE YÖNELİK BEKLENTİLER, FİYAT İSTİKRARI VE BÜYÜME" KONULU KONUŞMA, ODTÜ KONFERANSI, \(Ankara, 13 Eylül 2002\) /\(PDF\)](#)) Kuşkusuz ekonomideki bu çok olumlu gelişmeler; yapısal reformlar, yılın ikinci yarısında bir miktar aksamasına rağmen sıkı maliye politikaları ve Merkez Bankası'nın sadece enflasyon odaklı para politikası sayesinde olmuştur. Son iki yıllık süreçteki enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, Şubat 2001 krizi sonrasındaki parasal genişlemenin yaratabileceği hiperenflasyon tehlikesinin atlatılarak yüzde 70'lerden belli kesimlerin direncine rağmen, son yirmi yıldaki en düşük seviye olan yüzde 30'lar seviyesine düşürülmesi büyük bir başarıdır. Ancak, hala enflasyon seviyesi en yüksek ülkelerden biri olduğumuz da bir gerçektir.

21. Diğer yandan, 2002 yılı para programında belirlenen parasal hedefler, yıl içindeki dönemlerde ve yıl sonu itibarıyla tutturulmuştur. Para programında, nominal çapa olarak kullanılan para tabanı, Aralık ayı son 5 işgünü ortalaması 10.720 trilyon Türk lirası olarak gerçekleşerek, 10.850 trilyon Türk liralık hedefin altında kalmıştır.

## C- 2003 YILI PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

**22.** Merkez Bankası Yasası'na göre enflasyon hedefi Hükümet ve Merkez Bankası tarafından ortaklaşa belirlenmektedir. 2003 yılı enflasyon hedefi, 17 Aralık 2002 tarihli Devlet Bakanlığı ve Merkez Bankası ortak basın duyurusunda açıklandığı üzere, yüzde 20 olarak belirlenmiş, büyüme öngörüsü ise yüzde 5 olarak açıklanmıştır. Kamu maliyesindeki sapmanın düzeltilmesi ve disiplinin korunması, ayrıca yapısal reformlara devam edilerek mevcut programın temel ilkelerine uyulması halinde, ekonomideki olumlu gidişin, Irak sorunu gibi dışsal şok risklerine karşın, 2003 yılında da devam etmesi, bu çerçevede, 2003 yılı için Hükümetle birlikte belirlenen yüzde 20'lik enflasyon hedefinin ve yüzde 5'lik büyüme öngörüsünün gerçekleştirilmesi mümkündür.

**23.** Merkez Bankası para politikası 2002 yılında olduğu gibi, 2003 yılında da Yasasında belirtilen fiyat istikrarı temel amacı çerçevesinde oluşturulacak, temel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranları sadece ve sadece enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla etkin olarak kullanılacaktır. Enflasyon hedeflemesine geçilene kadar, başarısı 2002 yılında açıkça görülen, "örtük enflasyon hedeflemesi" stratejisine devam edilecek, kısa dönemli faiz oranları gelecek dönem enflasyonuna odaklı olarak belirlenecektir. Para tabanı yine ek bir çapa işlevi görecektir. Ancak, tek başına para politikası yoluyla enflasyonla mücadele etmek mümkün değildir. Kamu maliyesi disiplini sağlanmadan, bekleyişleri doğrudan etkileyen reform süreci kesintisiz uygulanmadan, enflasyonla mücadele edilemez. Bu açıdan, mali disiplin ve reformların aksatılmadan sürdürülmesi, 2003 yılındaki enflasyonla mücadelenin başarısında belirleyici faktörler olacaktır. Nihai hedefin tek haneli enflasyon olduğu, bu amaca ancak rehavete kapılmadan ve uzun soluklu bir mücadele ile ulaşılabileceği akıldan hiç bir şekilde çıkarılmamalıdır.

**24.** Merkez Bankası, doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için teknik alt yapısını tamamlamıştır. Söz konusu alt yapı çerçevesinde, kısa ve orta dönem enflasyon tahmin modelleri oluşturulmuş, ekonomik birimlerin enflasyon ve genel ekonomik gidişata dair beklentilerinin ölçüldüğü anketler geliştirilmiş, enflasyon gelişmelerinin detaylı bir şekilde incelendiği çalışmalar yapılmış ve bunlar kamuoyuna sunulmuştur. Bunun yanında, Merkez Bankası, Yasasında yapılan değişikliklerle görev ve sorumlulukları bakımından doğrudan enflasyon hedeflemesine kurumsal olarak hazırdır. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi, Merkez Bankası tarafından yapılan hazırlıklara ilave olarak öngörülebilir bir maliye politikasını da gerektirmektedir. Bu çerçevede, 2003 yılı maliye ve gelirler politikası hedeflerinin kesinleştirilmesinin yanında dışsal faktörlerin etkileri de değerlendirilerek doğrudan enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçiş zamanı açıklanacaktır.

**25.** Fiyat istikrarı açısından, 2003 yılı için doğru politikaların sağlayacağı olumlu gelişmelerin yanında önemli riskler de mevcuttur. Olumlu gelişmelerin başında seçimler sonucunda istikrarlı bir hükümet yapısının ortaya çıkması, pozitif büyümeye geçilmiş olması, Merkez Bankası'nın enflasyona odaklanmasını sağlayan dalgalı kur rejiminin henüz arzu edilen düzeyde olmasa da önemli ölçüde oturmuş olması ve enflasyon bekleyişlerinin 2002 yılı başına göre önemli ölçüde kırılması gelmektedir. Nitekim, 2002 yılı başında yıl sonu enflasyon bekleyişleri ile hedeflenen enflasyon oranı arasında 13 puanlık fark varken, 2003 yılı başında fark 5 puanın altına inmiş bulunmaktadır. Bu uygulanan programa güvenin arttığını göstermektedir.

**26.** Riskleri ise dışsal şoklar ile uygulanan politikalar ve ekonomideki gelişmelerden kaynaklanacak riskler olarak iki gruba ayırmak mümkündür. En belirgin dışsal şok olasılığı Irak ile ilgili gelişmelerdir.

Irak operasyonunun kurlar ve petrol fiyatları üzerinde en azından bir süre baskı yaratacağı, Türk ekonomisi üzerinde olumsuz etkileri olacağı açıktır. Böyle bir operasyonunun ekonominin geneline ve enflasyona yönelik olumsuz etkilerinin en aza inmesini sağlayacak en önemli unsur ise yapısal reformların hızlandırılarak sürdürülmesi ve kamu maliyesi disiplininin yeniden tesis edileceği ve devam ettirileceğine ilişkin piyasaların ve kamuoyunun ikna edilmesi olacaktır. İçeriden kaynaklanabilecek diğer riskleri ise, iç talep artışının yaratabileceği enflasyonist baskı, geçmişe endeksli fiyatlama davranışının kırılamaması, mali disiplinin sağlanamaması, başta bankacılık reformu olmak üzere reform sürecinde aksamaların ortaya çıkması ve enflasyonist beklentilerin iyi yönetilememesi olarak saymak mümkündür.

**27.** Diğer bir deyişle, büyük ölçüde kontrol edebileceğimiz ekonomideki gelişmelerden kaynaklanabilecek riskler ile kontrolümüzün az olabileceği, ya da olmayabileceği Irak gibi dışsal şok risklerini birbirinden net bir biçimde ayırmak gereği vardır: Unutulmamalıdır ki, Irak riski olmasa bile 11 Eylül olayı veya doğal felaketler gibi olumsuz dışsal şoklarla karşılaşmak her zaman mümkündür. Bu nedenlerle, ekonominin dışsal şoklara karşı kırılganlığını azaltmak için ekonomik istikrar çabalarından hiç bir şekilde vaz geçmemek gerekir.

**28.** 2002 yılında yüzde 6,5 civarında olacağı beklenen büyüme asıl olarak, Avrupa ekonomisinde beklenen düzelmeye gecikmesine rağmen yüksek ihracat performansı ve olumlu talep beklentileri nedeniyle stokların tekrar normal düzeylere yükseltilmesinden kaynaklanmış, tüketim ve yatırım harcamaları artışı sınırlı kalmıştır. Yüzde 5 olması öngörülen 2003 yılı büyümesinin ise devam edeceği düşünülen ihracat artışının yanında, asıl olarak yatırım ve tüketim harcamaları artışından kaynaklanması beklenmektedir. Bu çerçevede, oluşan güven ortamına paralel olarak, 2003 yılında iç talebin önemli ölçüde canlanacağı öngörülmektedir. Bu noktada, kamu sektörünün fiyatlama ile maaş ve ücret politikaları kadar, özel sektörün fiyatlama ve gelirler politikaları da önem kazanacaktır. Piyasalarda, kamu fiyatları ile özellikle kamu maaş ve ücret artışları, kamunun enflasyonla mücadelede ne kadar samimi olduğunun bir göstergesi olarak alınmakta, beklentileri doğrudan etkilemektedir. Diğer yandan, özel kesimin iç talepteki canlanmayı kar marjını artırma fırsatı olarak görmemesinin hem enflasyonla mücadele açısından, hem de enflasyonla mücadelenin maliyetlerinin en aza indirilmesi açısından ne kadar önemli olduğu daha önceki Merkez Bankası basın duyurularında belirtilmiştir. Bir defa daha belirtmek gerekirse, Merkez Bankası'nın faiz oranlarını sadece ve sadece fiyat istikrarı temel amacı ve enflasyon hedefi çerçevesinde belirlediği dikkate alındığında, faiz oranlarındaki düşüşler ancak enflasyon oranlarının hedefler çerçevesinde gelişmesi ile mümkün olacaktır. Dolayısıyla, canlanacak iç talebin sürekliliği ancak özel sektörün fiyatlama ve gelirler, diğer bir deyişle maaş ve ücret politikalarını hedeflenen enflasyon çerçevesinde belirlemeleri ile mümkün olabilecektir. Bu nedenle, kamu kesiminde yaşanan yeniden yapılanma sürecinin özel kesim tarafından da sürdürülerek, karlılığın, verimlilik artışına dayandırılması gerekmektedir. Bu çerçevede, daha önce bahsedilen enflasyonun ekonomik, sosyal ve ahlaki zararları dikkate alınarak enflasyonla mücadeleye karşı çıkılmaması, mücadelenin seyredilmemesi fakat mücadeleye katkıda bulunulması, toplumun tüm kesimlerinin çıkarına olan bir davranış şekli olacaktır.

**29.** Enflasyonla mücadelede, enflasyonist beklentilerin iyi yönlendirilmesi de başarıda belirleyici olan bir faktördür. Enflasyonist beklentiler, uygulanan programdan ve başta bankacılık reformu olmak üzere yapısal reform sürecinden sapma niyeti olunmasa da, böyle bir izlenim verecek oluşumlardan çok olumsuz etkilenebilmektedir. Bu nedenle, programın uygulanmasından sorumlu tüm ekonomik birimlerin uygulanan programa sıkı sıkıya bağlı kalması, sorumluluklarını eşgüdüm içinde yerine getirmesi ve kamuoyunun temel doğrultudan hiç bir şekilde sapma olmayacağına ikna

edilmesi önem kazanmaktadır. Bu noktada, uygulanan ekonomik programın temel taşlarından olan faiz dışı fazla önem kazanmaktadır. Ekonomik programla tutarlı faiz dışı fazla hedefine uyum, borç stokunun çevirilebilirliği sorununu azaltmakta, bu da risk primini düşürmektedir. Risk priminin düşmesi, reel faizlerin de düşmesini sağlayarak borçların çevirilebilirliğini kolaylaştıran bir süreci mümkün kılmaktadır. Borçların çevirilebilirliği sorununun azalması ekonomide bekleyişlerin ve güvenin iyileşmesini sağlayarak hem ekonomik canlanmayı, hem de enflasyonla mücadeleyi kolaylaştırmaktadır. Bu çerçevede, yüksek borç stoku nedeniyle, borçların çevirilebilirliğinin sorun olduğu ülkelerde, yüksek faiz dışı fazla büyüme önünde engel değil, çoğu zaman destekleyici bir faktör olmaktadır. Dolayısıyla, iç borç stokunun çevirilebilirliğinin en önemli sorunlardan olduğu ülkemizde, gelir dağılımını düzeltme ya da büyümeyi hızlandırma amaçlı gevşek maliye politikaları, amaçlanan hedeflerin tam tersi sonuçlar verecek, artan faizler nedeniyle hem gelir dağılımı bozulacak, hem de ekonomi büyüyemeyecektir.

## **D- 2003 YILI LİKİDİTE YÖNETİMİ VE KUR POLİTİKASI**

**30.** Merkez Bankası'nın Şubat 2001 krizi sonrası kamu bankaları ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesindeki bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla söz konusu bankalardan satın aldığı Devlet İç Borçlanma Senetleri karşılığında piyasada önemli miktarda fazla likidite oluşmuştur. Piyasadaki fazla likidite 2002 yılı boyunca devam etmiş ve 2002 yılı sonu itibariyle 9,7 katrilyon Türk lirası düzeyinde gerçekleşmiştir. Piyasadaki fazla likiditenin 2003 yılında da devam edeceği, dolayısıyla, herhangi bir likidite sıkışıklığının oluşmayacağı öngörülmektedir.

**31.** Merkez Bankası, finansal piyasalardaki istikrarı, fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesi için gerekli destekleyici amaç olarak görmektedir. Bu nedenle, yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, destekleyici amaç olan finansal istikrarı, fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmeyecek şekilde, diğer sorumlu kurumlar ile birlikte gözetmeye devam edecektir. Nitekim Merkez Bankası'nın 2001 ve 2002 yılı likidite yönetimi politikaları fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek kaydıyla finansal istikrarı da gözetecek şekilde düzenlenmiştir.

**32.** 2002 yılında, enflasyon hedeflemesi stratejisine hazırlık olarak ve modern merkez bankacılığı uygulamaları çerçevesinde, para politikası operasyonel yapısında önemli değişiklikler gerçekleştirilmiştir. 2003 yılında, para politikası operasyonel yapısında önemli bir değişikliğe gidilmeyecektir. Piyasadaki fazla likidite, Bankalararası Para Piyasası (BPP)'ndeki Türk lirası depo işlemleri ve açık piyasa işlemleri çerçevesinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Repo-Ters Repo Pazarı'nda gerçekleştirilen ters repo işlemleri ile çekilmeye devam edilecektir. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın likidite yönetimine ilişkin olarak yürürlükte olan piyasa düzenlemelerinin bir kere daha hatırlatılmasında yarar görülmektedir:

- a)** Mart 2002'de başlayan, Merkez Bankası'nın BPP ve DEP'lerinde aracılık işlevlerine son verilmesi uygulaması 2 Aralık 2002 tarihinde sonuçlandırılmıştır. Ancak, bu uygulama, bankaların söz konusu piyasalar kanalıyla ulaşma imkanı buldukları Türk lirası ve döviz likiditesi miktarında herhangi bir kısıtlamaya yol açmamakta, aşağıda yer alan düzenlemeler ile sistemin ihtiyaç duyacağı Türk lirası ve döviz likiditesinin sağlanmasına devam edilmektedir.

- b)** Bankalar, BPP’nda 10:00-16:00 saatleri arasında, mevcut limitleri dahilinde Merkez Bankası kotasyonlarından işlem yapmaya devam etmektedirler. Ayrıca, bankacılık sisteminde gün içinde oluşan geçici likidite ihtiyacının karşılanabilmesi amacıyla, 09:00-15:00 saatleri arasında bankalara mevcut limitleri dahilinde, gün sonunda ödenmek üzere sağlanan Gün İçi Limit (GİL) uygulaması da devam etmektedir.
- c)** Merkez Bankası’nın, BPP’nda 16:00-16:30 saatleri arasında “Borç Veren Son Mercii” fonksiyonu çerçevesindeki “Geç Likidite Penceresi (LON)” uygulaması devam etmektedir. Bankalar geç likidite penceresinden limitsiz olarak, ancak, teminatları karşılığında Merkez Bankası borç verme kotasyonundan borç alabilmekte veya Merkez Bankası borç alma kotasyonundan borç verebilmektedirler.
- d)** Bilindiği üzere, piyasa yapıcısı bankalara açık piyasa işlemleri çerçevesinde, 22 Temmuz 2002 tarihinden itibaren Hazine Müsteşarlığı’nın ihraçlarından aldıkları/alacakları ve itfa edilmemiş DİBS’lerin ihraç değerlerinin yüzde 10’u ile sınırlı likidite imkanı tanınmıştır. Piyasa yapıcısı bankalara açık piyasa işlemleri çerçevesinde sağlanan bu likidite imkanı uygulaması devam etmektedir. Piyasa yapıcısı bankalara sağlanacak likidite imkanı çerçevesindeki repo işlemlerinin faiz oranlarının Merkez Bankası borçlanma ve borç verme faiz oranlarının ortalamasını geçmeyecek olması, kısa vadeli faiz oranlarının dalgalanmasının önüne geçecek en önemli faktörlerden biri olacaktır.
- e)** Yukarıda da belirtildiği üzere, uzun süre piyasaların artı Türk lirası rezervi ile açılması beklenmekle birlikte, önümüzdeki dönemde, piyasa gelişmeleri çerçevesinde Türk lirası likidite ihtiyacının ortaya çıkması halinde, gerekli likidite, gün içi repo ihalelerine başlamak suretiyle sağlanacaktır. Gün içi repo ihaleleri, yine gün içindeki gecelik faiz oranlarının aşırı yükselmesinin (Merkez Bankası borç verme faiz oranlarına çıkmasının) önüne geçilmesine yönelik olarak aktif olarak kullanılacaktır.
- f)** BPP düzenlemeleri paralelinde, Merkez Bankası’nın Döviz ve Efektif Piyasaları (DEP) bünyesindeki Döviz Depo Piyasası’ndaki aracılık işlemleri de sona ermiştir. Ancak, kamu bankalarının 2001 yılı içinde, TMSF bünyesindeki bankalardan devraldıkları depolarla sınırlı olmak üzere aracılık işlemlerine devam edilmektedir.
- g)** Bankalar, DEP Döviz Depo Piyasası çalışma saatleri içinde, kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası’ndan döviz deposu alabilmektedirler.

**33.** Yukarıdaki düzenlemeler dikkate alındığında, normal likidite yönetiminin yanında, Irak operasyonu gibi herhangi bir olası dışsal şok karşısında, piyasaların sağlıklı çalışmasını tehlikeye sokacak bir likidite sıkışıklığının yaşanmasını ve kısa vadeli TL faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önleyecek yeterince enstrümanın oluşturulduğu görülmektedir. Ayrıca, uygulanmakta olan para politikasının genel çerçevesi ve dalgalı kur rejimi, Şubat 2001 öncesindeki önceden ilan edilen kur rejimi ve onun ayrılmaz parçası Net İç Varlıklar kısıtının bulunduğu para kurulu benzeri para politikasının aksine Merkez Bankası’na “Borç Veren Son Mercii” fonksiyonunu aktif bir şekilde yerine getirme imkanı tanımaktadır. Bu çerçevede, olası bir dışsal şok durumunda, Merkez Bankası piyasaların etkin çalışmasını sağlamaya ve kısa vadeli faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmaları önlemeye yönelik gereken tedbirleri süratle alabilecektir. Nitekim, 11 Eylül 2001’de yaşanan gelişmeler sonrasında, faizlerin aşırı dalgalanmasının önlenmesine ve ödeme sisteminin sağlıklı çalışmasına yönelik alınan önlemler etkinliğini açıkça göstermiştir.



**34.** Dalgalı kur rejimine 2003 yılında da devam edilecek, kurlar piyasa koşullarına göre oluşacaktır. Merkez Bankası hiç bir şekilde kurların düzeyini ya da yönünü belirleme amaçlı döviz alım ya da satım işlemi yapmayacaktır. Merkez Bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, sınırlı kalmak kaydıyla, kurlarda aşırı dalgalanma görüldüğünde alış ya da satış yönünde müdahalelerde bulunabilecektir. Öte yandan dalgalı kur rejiminde mümkün olduğu kadar az Merkez Bankası müdahalesi ile kur istikrarı, Merkez Bankası'nın evvelden beri muhtelif vesilelerle belirttiği gibi, 2003 yılında geçilecek enflasyon hedeflemesi rejimi için son derece önemlidir. Dalgalı kur rejiminde kurlar 2001 Şubat öncesi uygulanan sabit/öngörülebilir kur rejiminin aksine ekonominin temellerindeki değişimlere paralel olarak ve uygulanan ekonomi politikasının bir sonucu olarak piyasada oluşmaktadır. Dolayısı ile kur istikrarı ekonominin temellerindeki düzelleme ve istikrar programının kararlılıkla uygulanması ile sağlanacaktır.

**35.** Ters para ikamesi ve güçlü ödemeler dengesi gelişmeleri sonucu piyasada döviz arz fazlası oluşması halinde, dalgalı kur rejimi ile çelişmeyecek, döviz kurunun uzun dönemli eğilimini ve doğal denge değerini bozmayacak şekilde döviz rezervlerini artırmaya yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları gerçekleştirilebilecektir.

**36.** Bu noktada, dalgalı kur rejiminde açık ya da fazla pozisyon taşıma risklerini bir defa daha vurgulamakta fayda bulunmaktadır. Dalgalı kur rejiminde, kurlar 34. paragrafta belirtilen nedenlerin yanısıra, dışsal şoklar ya da bekleyişleri önemli ölçüde ve süratle değiştirebilecek ekonomik ya da siyasi gelişmeler sonucu önemli ölçüde ve ani yükselişler ya da düşüşler gösterebilmektedir. Bu çerçevede, döviz açık ya da fazlası taşıyan finans kesimi kuruluşları ve reel kesim şirketleri önemli risklerle karşı karşıya kalabilmektedirler. Bu tür pozisyonlar, ayrıca, yukarıda belirtilen nedenlerle kurlarda meydana gelebilecek dalgalanmaların şiddetini artırıcı bir rol oynamaktadır.

**37.** Diğer yandan, dalgalı kur rejimine geçişin ve enflasyonla mücadelenin başarısı sonucu, kurların fiyatları etkileme hızı ve gücünde azalma görülmekle birlikte, ülkemizde kurlar hala fiyatları belirleyen değişkenlerin en önemlileri arasında yer almaktadır. Bu nedenle, kurlardaki dalgalanmayı artıracak açık ya da fazla pozisyon taşıma eğilimi bu pozisyonları taşıyanlar için yarattığı riskin yanında, fiyat istikrarına yönelik politikaları da olumsuz etkileyebilmektedir.

**38.** Vadeli işlemler piyasalarının gelişmesi, kurlardaki dalgalanmaları ve bu dalgalanmaların yaratacağı riskleri azaltacak bir işlev görmektedir. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın da desteğiyle Ağustos 2001 ayı içinde İMKB bünyesinde vadeli döviz kontratlarının işlem gördüğü bir vadeli işlemler piyasası açılmıştır. Ayrıca, Merkez Bankası'nın da katkısıyla, Türkiye Bankalar Birliği tarafından kredi ve vadeli döviz kurları da dahil diğer mali araçların fiyatlamasında önemli rol oynayacağı düşünülen Türk lirası referans faiz oranının (TRLIBOR) belirlenmesine ilişkin çalışmalar tamamlanmış olup, 1 Ağustos 2002 tarihinden itibaren Türk lirası referans faiz oranları ilan edilmeye başlanmıştır. Vadeli döviz işlemleri piyasasının gelişmesine engel teşkil eden gerekli vergi ve alt yapı düzenlemeleri yapılmasına karşın, bu piyasa etkin olarak çalışır hale getirilememiştir. Finansal kuruluşların yanında, kurlardaki dalgalanmalardan olumsuz etkilenen firmaların da vadeli döviz işlemlerine ilişkin eğitim faaliyetleri yürütmesi ve finansal kuruluşlarla yakın işbirliğinde bulunması önem arz etmektedir.

Kamuoyunun bilgisine sunulur.