

TÜRKİYEDE ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ PROGRAMININ UYGULANMASINA İLİŞKİN OLUŞAN RİSKLER VE BU RİSKLERİN YÖNETİM POLİTİKALARI

Yrd. Doç. Dr. Özcan KARAHAN

Bandırma İİBF, İktisat Bölümü.

karahan6969@hotmail.com

ÖZET

Makalenin amacı Örtük Enflasyon Hedeflemesine yönelik olarak 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2002 – 2004 yılları arasında uygulanan İstikrar Programının sonuçlarını analiz etmektir. Bu bağlamda söz konusu dönemde ortaya çıkan riskler ve bunların yönetilmesine ilişkin politika önerileri belirlenmeye çalışılacaktır.

Programın uygulandığı süreçte enflasyon oranları düşerken, reel faiz oranlarının yeterince azaltılmadığı gözlemlenmektedir. Gerçekleştirilen fiyat istikrarı ortamında, yüksek reel faiz oranları yabancı sermaye girişi ve ters para ikamesi süreçlerini hızlandırmaktadır. Böylece artan döviz arzı TL'nin değerlenmesine yol açmaktadır. Bu durum ticaret dengesi üzerinde baskıları artırarak açığın gittikçe genişlemesine neden olmaktadır. Genişleyen ticaret açıkları büyük sermaye çıkışlarını harekete geçirerek finansal krizler ile sonuçlanabilir.

Söz konusu riskin yönetilmesi için Merkez Bankasının para arzını etkileyen birkaç teknik göstergiyi belirlemesi yeterli değildir. Özellikle döviz kurlarına büyük çaplı müdahaleler para arzını artırarak fiyat istikrarı hedefini tehlikeye atabilir. Bunun yerine, faiz oranlarının düşürülmesi için, fon piyasaları üzerinde büyük baskı yaratan kamu açıklarının azaltılmasına çalışılmalıdır. Bu bağlamda, faiz dışı bütçe fazlası politikasının sürdürülmesine ek olarak, özelleştirme uygulamaları gibi, kamu kesimindeki önemli yapısal reformlar hızla hayata geçirilmelidir.

Anahtar Kelimeler: Örtük Enflasyon Hedeflemesi, Cari Açıklar, Yapısal Politikalar

RISKS OF PROGRAMMES TO FIGHT HIDDEN INFLATION IN TURKEY AND MANAGEMENT OF THESE PROGRAMMES

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyse the results of the Stabilization Programme, applied from 2002 to 2004, supported by 18. Stand-by Agreement. Consequently, we try to determine the risks arising from this process and policy options concerning the management of these risks.

It is recognised that inflation rate falls while real interest rate cannot be decreased sufficiently during this period. High real interest rates, in the case of providing price stability, accelerate both process of capital inflows and reverse currency substitution. Thus, increasing the supply of exchange rate causes the appreciation of TL. This situation piles on the pressure on trade account and scales up the gap. Scaling up the trade gap may also lead to financial crisis by stimulating huge capital outflows.

To manage the risks mentioned is not enough to determine a few technical indicators effecting money supply. Especially, huge interventions to exchange rate jeopardize the price stability because of increasing money supply. Instead of this policy, in order to lower interest rates, it is tried to decrease public deficit causing big stress on fund markets. Accordingly, parallel to budget surplus policy in primary balance, it is required that significant structural policies concerning public sector, like privatisation, should be realised quickly.

Key Words: Hidden Inflation Targeting, Current Account Deficits, Structural Policies

GİRİŞ

Yüksek enflasyon oranları gelişmekte olan ülke ekonomileri için süreklilik arz eden önemli bir makroekonomik problem olmuştur. Bu şekilde yüksek enflasyon oranlarının uzun bir zaman diliminde süreklilik kazanması, sorunun söz konusu ülkelerde güçlü bir ataletle sahip olması sonucunu doğurmuştur. Böylece, enflasyonla mücadele sürecinde bekleyişlerin uygun bir biçimde yönlendirilmesi önemli faktörlerden biri haline gelmiştir. Bu nedenle, uygulanan istikrar programlarında para, maliye ve yapısal politika unsurları yanında, enflasyondaki ataletin kırılması ve beklentilerin olumlu yönde şekillendirilmesi için inandırıcı ve güçlü bir çığaya ihtiyaç duyulmuştur (Mishkin, 1999: 580).

Bu bağlamda, son dönemdeki istikrar programları genel olarak üç tür çığaya göre şekillendirilmektedir. Bunlar; Döviz Kuru, Para Arzı ve Enflasyon Çıpalarıdır. Enflasyon oranlarını çığa olarak seçen istikrar programlarının 1990'lı yıllardan itibaren yoğun bir biçimde benimsendiği gözlemlenmektedir. İstikrar programlarında önceleri daha çok parasal büyüklükler ve nominal döviz kuru çığa olarak seçilirken, 1990'lı yılların başından itibaren enflasyon hedeflemesine yönelik stratejiye geçildiği belirlenmektedir (Debelle, Masson, Savastano, Sharma, 1998: 2).

Enflasyon hedeflemesine yönelik istikrar programlarında para politikası, doğrudan doğruya, belirli bir dönem için seçilen sayısal enflasyon hedefi yada hedef aralığına göre yönlendirilmektedir. Çok açıktır ki, temel hedef belirli bir dönem sonucunda hedeflenen enflasyon oranına ulaşmaktır (Bernanke, Mishkin, 1997: 99). Öte yandan, para politikası araçlarına yön veren enflasyon hedefi geçmiş yada cari enflasyon oranından bağımsız bir şekilde belirlenmektedir. Böylece bu strateji de ekonomideki belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri olumlu bir şekilde yönlendirebilmek için hedef enflasyon oranları ileriye dönük olarak oluşturulmaktadır. Bunun yanında hedefe ulaşmak için faiz oranları önemli bir araç olarak kullanılmaktadır. Bu tür bir rejimin uygulanmasında Merkez Bankalarının tam operasyonel bağımsızlığa ve şeffaflığa sahip olması önemlidir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesine yönelik para politikaları, maliye politikaları ve gerektiğinde de yapısal politikalar ile desteklenmektedir (Carore, Schaechter, Stone, Zelmer, 2002: 4-16).

Bu çalışmada, yukarıda ana hatları ile açıklanan enflasyon hedeflemesine yönelik istikrar programının Türkiye'deki uygulama sonuçları analiz edilecektir. Çalışmanın ilk bölümünde, söz konusu stratejinin uygulamasına ilişkin temel açıklamaların yer aldığı, Niyet Mektupları ve Merkez Bankası Para Programı Raporları analiz edilecektir. Genel olarak belirtmek gerekirse, 1999 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimi sürekli olarak gündemde olmasına rağmen 2004 yılının sonuna kadar açık bir biçimde bu politikanın uygulamasına geçilemediği

gözlemlenmektedir. Öyle ki, 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2002-2004 yılları arasında uygulanan istikrar programı “Örtük Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi” olarak nitelendirilmiştir.

Çalışmamızın temel amacı, 2002- 2004 yılları arasında uygulanan söz konusu programın etkilerini, çeşitli makroekonomik göstergeler yardımı ile analiz etmektir. Buna göre çalışmanın ikinci kısmında istikrar programının fiyat istikrarı ve faizler üzerine etkisi incelenmektedir. Üçüncü bölümde programın döviz arzı üzerine etkileri, sermaye girişleri ve ters para ikamesi kanallarında yarattığı etkiler çerçevesinde araştırılmaktadır. Dördüncü bölümde ise döviz kuru ve cari açığa ilişkin program sonuçları belirlenmektedir. Son bölümde ise istikrar programının makro ekonomik göstergelerde yarattığı etkilere bağlı olarak oluşan riskler ve bunların yönetim politikaları tartışılmaktadır.

I - TÜRKİYEDE ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ PROGRAMI

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin, Merkez Bankasının 09 Aralık 1999 tarihinde IMF’e sunduğu niyet mektubunun Para ve Kur Politikaları kısmında ilk defa dile getirildiği söylenebilir. Programda 2000, 2001 ve 2002 yılları için enflasyon oranları %25, %12 ve %7 seviyelerinde öngörülmüştür. Buna göre 17. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2000 – 2002 yılları arasında uygulanması planlanan istikrar programına ait para ve kur politikaları iki dönem çerçevesinde açıklanmıştır. İlk 18 ay içerisinde, döviz kurularının çıpa olarak seçildiği belirtilmiştir. Programın 18 aylık ikinci yarısında ise kurların genişleyen bir band çerçevesinde dalgalanmaya bırakılacağı planlanmıştır. Buna göre program süresince döviz kurunun çıpa olma özelliği esnekleştirilerek aşamalı olarak doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilmesi kararlaştırılmıştır (TCMB, 1999: 7-8).

Özellikle, 18 Aralık 2000 tarihinde sunulan Niyet Mektubunda da söz konusu programın ikinci yarısında enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği açık bir biçimde belirlenmiştir. Yine bu mektupta da programının ikinci 18 aylık döneminin başlangıcı olan 01 Temmuz 2001 tarihinden itibaren fiyat istikrarı hedefine daha fazla yoğunlaşmak için döviz kurlarının geniş bir band aralığında dalgalanmaya bırakılacağı vurgulanmıştır. Ayrıca, 2001 yılının ikinci yarısından itibaren, bir çok ülkede başarı ile uygulandığına dikkat çekilerek, enflasyon hedeflemesi stratejisine doğru geçiş yapılacağı belirtilmiştir. Böylece Merkez Bankası enflasyonu kontrol altına alma yönündeki nihai hedefine doğrudan odaklanabileceği politikaya doğru yumuşak bir geçiş süreci planlamıştır (TCMB, 2000: 11-12).

Ancak Şubat 2001 tarihinde yaşanan finansal kriz sonucu programın ikinci döneminden önce kurlar dalgalanmaya bırakılmak zorunda kalmıştır. Böylece istikrar programının ikinci

döneminde öngörüldüğü şekliyle enflasyon hedefine doğrudan odaklanma stratejisine geçiş ile ilgili koşullar ortadan kalkmıştır. Öte yandan, 2001 Şubat krizi sonrası döviz kuru çıpa'sının ortadan kalkması para politikasının yeniden belirlenmesini gerekli kılmıştır.

Bunun üzerine yeni duruma ilişkin olarak 03 Mayıs 2001 tarihinde IMF'e yeni bir Niyet Mektubu sunulmuştur. Bu Mektupta yer alan Ekonomik Politikalar Bildirgesi'nde Şubat 2000 krizinden sonraki yeni duruma göre 2001 ve 2002 yıllarında uygulanması planlanan program hakkında bilgi verilmiştir. Buna göre, döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması sonucu, fiyat istikrarına yönelik hedef doğrultusunda Merkez Bankası'nın parasal büyüklükleri kontrol edeceği açıklamıştır. Bunun için para tabanındaki gelişmeler gösterge olarak kabul edilen tavan doğrultusunda belirlenecektir. Böylece para tabanı programın temel çıpası olmaktadır. Öte yandan yeni program sürecinde de, önceki programda da planlanmış olduğu gibi, enflasyon hedeflemesi stratejisine mümkün olan en kısa zamanda geçileceği, bunun için ön koşulların kısa zamanda yerine getirileceği belirtilmiştir (TCMB, 2001:3-4).

Ancak, gerek Şubat 2001 krizinin yarattığı olumsuzlukların devam etmesi ve gerekse 11 Eylül 2001 tarihinde ABD'de gerçekleştirilen saldırıların yarattığı olumsuzluklar, revize edilen 17. Stand-by antlaşmasının uygulanabilirliğini iyice zorlaştırmıştır. Bunun üzerine daha güçlü mali kaynaklarla ile desteklenen yeni bir Stand-by Antlaşmasına ihtiyaç olduğuna karar verilmiştir. Nihayet 18 Ocak 2002 tarihinde sunulan Niyet Mektubu ile birlikte 2002-2004 yıllarında uygulanacak ekonomi programı detaylı olarak anlatılarak programın desteklenmesi için 18. Stand-by Düzenlemesi talep edilmiştir. Bu yeni düzenlemeye göre 2002, 2003 ve 2004 yıllarındaki enflasyon oranları sırası ile % 35, % 20 ve % 12 olarak belirlenmiştir. Bu hedeflere uygun olarak parasal taban seviyesine ilişkin performans kriterleri ortaya koyan bir para programı oluşturulmuştur. Öte yandan, bu programda da, başlangıçta parasal tabana yönelik hedefler belirlense de, daha sonra ön koşulların oluşmasıyla resmi enflasyon hedeflemesine geçileceği vurgulanmıştır (TCMB, 2002: 5-6).

Diğer programda olduğu gibi, 18. Stand-by antlaşmasına bağlı olarak 2002-2004 yılları arasında uygulanan istikrar programı süresince, öngörülmesine rağmen enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilemediği gözlenmektedir. Bunun yerine, Merkez Bankası 2002 – 2004 yılları süresince açıkladığı Para Programlarında uyguladığı politikaları “örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi” olarak tanımlamıştır (TCMB 2002, 2003, 2004).

Buna göre dalgalı kur rejimi uygulaması altında fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarının aktif olarak kullanılacağı belirtilmiştir. Bu stratejide para tabanı için dönemler itibariyle enflasyon hedefi ile tutarlı sınırlar konulmuştur. Öte yandan, para politikası kararlarında, para tabanı gelişmelerinden ziyade, asıl olarak gelecek dönem enflasyonuna ilişkin

gözlemlerin belirleyici olması öngörülmüştür. Diğer bir ifade ile, para tabanındaki gelişmeler, para talebinin tahminindeki güçlükler ve enflasyonla ilişkisinin zayıflaması nedeni ile, kesin bir hedef niteliğinden ziyade, gelecek dönem enflasyonuna dair içerdiği bilgiler açısından değerlendirilmiştir. Bu ikili strateji ile para talebinin tahminindeki zorlukların ve son yıllarda parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişki de görülen zayıflamanın yaratacağı sorunların giderilmesi ve dolayısı ile örtük enflasyon hedeflemesinin para tabanı yanında güçlü bir çapa işlevi görmesi amaçlanmıştır.

Bu süreçte döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır. Merkez Bankası sadece kurların aşırı dalgalanması durumunda müdahalelerde bulunmuş, bunun yanında döviz rezervlerini artırmak için şeffaf döviz ihaleleri yapmıştır. Döviz rezervinin güçlendirilmesi para politikasının etkinliğini ve piyasalardaki güveni artıran önemli bir unsur olarak kabul edilmiştir. Ancak doğaldır ki, kurlardaki dalgalanmaların azaltılmasına verilen önem, sabit ya da öngörülebilir kur rejimlerine kıyasla oldukça az olmuştur. Bu çerçevede döviz arz fazlasının gözlemlendiği dönemlerde Merkez Bankası dalgalı kur rejimi ile çalışmeyecek şekilde rezervlerini artırma yoluna gitmiştir.

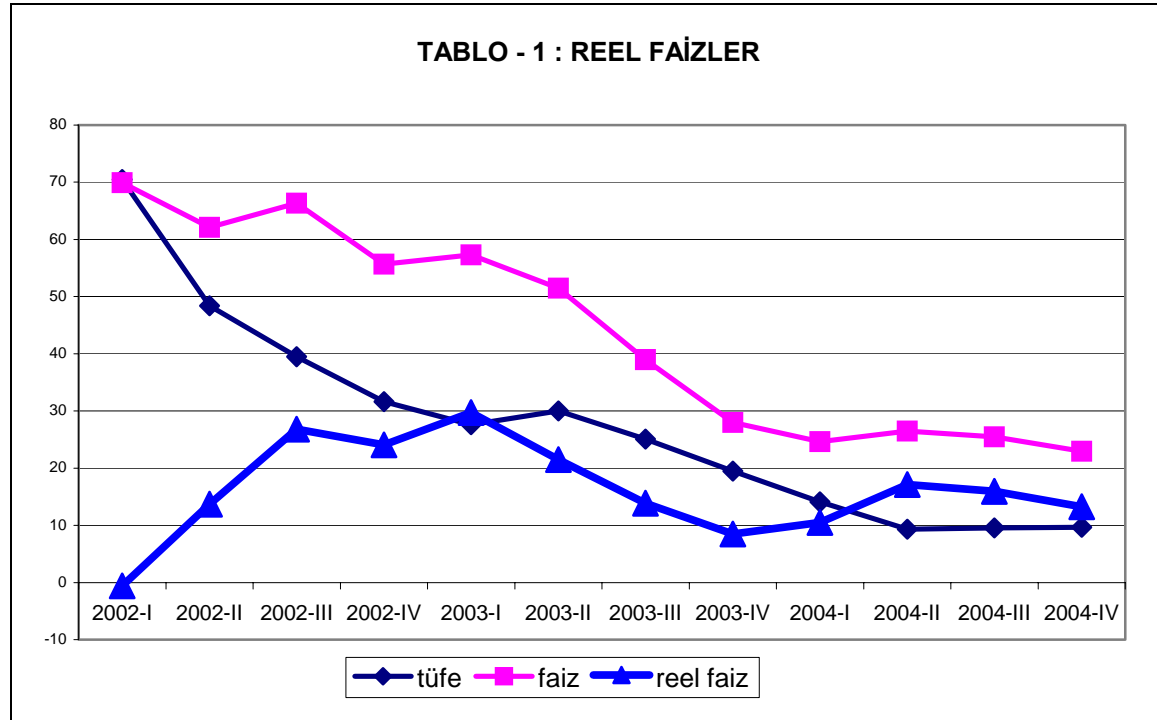
Para ve kur politikalarında “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisini benimseyen ve 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2002 yılında başlatılan istikrar programı 2005 yılı başında tamamlanmıştır. Çalışmamızın bundan sonraki kısmında söz konusu uygulamaların makroekonomik göstergeler üzerinde yarattığı etkiler analiz edilecektir.

II - ENFLASYON VE FAİZ ORANINDAKİ GELİŞMELER

18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2002 yılında başlatılan istikrar programı sonucunda enflasyon oranlarında önemli bir düşüş gerçekleştirilmiştir. Enflasyon oranı 2004 yılında TÜFE’de %9,2 seviye ile, %12’lik hedefin altında gerçekleştirilmiştir. Böylece program süresinde enflasyon ile mücadelede gelinen nokta, Türkiye’nin son yirmi beş yıllık tarihi içinde önemli bir başarı olarak değerlendirilebilir. Merkez Bankası politikaları ile enflasyondaki ataletin kırılması yolunda da önemli mesafe alınmıştır. 2004 yılına girilirken enflasyon beklentileri ile hedef arasındaki fark 1,9 puana kadar düşmüştür. Söz konusu, rakam 2002 ve 2003 yıllarında girerken sırasıyla 15,1 ve 4,7 düzeyinde olmuştur (TCMB, 2004).

Öte yandan, enflasyonla mücadelede sağlanan başarıya rağmen reel faiz oranları yeterince düşürülememiştir. Enflasyon oranları ile nominal ve reel faiz oranlarının program süresince gerçekleşen üç aylık verileri TABLO-1 yardımı ile analiz edildiğinde bu durum açıkça görülmektedir. Burada faiz oranlarına ilişkin veriler Hazine Iskontolu İhaleleri Aylık Bileşik

Faiz Oranları'nın üç aylık ortalamaları esas alınarak belirlenmiştir. Ekonomik programın uygulandığı 2002- 2004 yılları arasında nominal faiz oranları düşüş eğiliminde olmasına rağmen, fiyatlardaki düşüş hızının gerisinde kaldığı gözlemlenmektedir. Bu durumda reel faizlerin yeterince düşmesini engellemiştir. Buna göre TABLO – 1 yardımı ile 2002-2004 yılları arasındaki reel faiz oranları seviyesi incelendiğinde 2002 yılının ilk çeyreğindeki yaşanan yüksek enflasyon ortamı dışında, reel faiz seviyelerinin % 10 ve üzerinde seyrettiği belirlenmektedir. Özellikle 2003 yılının başına kadar nominal faiz oranlarındaki düşüşün fiyatlardaki hızlı düşüşün gerisinde kalması nedeni ile, reel faiz oranları % 30'lara kadar ulaşmıştır. 2003 yılının ikinci çeyreğinden 2004 yılının ilk çeyreğine kadar nominal faiz oranındaki ve fiyat seviyesindeki düşüş hızı birbirine yaklaşmıştır. Bu nedenle söz konusu dönemde reel faiz oranlarının hızla azalarak % 10 seviyelerine gerilediği görülmektedir.



Kaynak:Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler (<http://hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.html>)

Ancak 2004 yılının ilk çeyreğinden sonra nominal faiz oranlarındaki düşüş durmuştur. Öte yandan fiyat düzeyindeki düşüşlerinde 2004 yılının ikinci çeyreğinden itibaren durağanlaştığı gözlemlenmektedir. Böylece ilk çeyrekte fiyat düşüşleri devam ederken nominal faizlerin azda olsa artması sonucu reel faizler yükselmiştir. Bunun sonucunda 2004 yılı boyunca reel faizler % 10 seviyelerinin üzerinde kalmaya devam etmiştir. Üstelik bu dönemde mutlak değer olarak reel faiz oranlarının fiyat seviyesinin üzerine çıktığı görülmektedir. 2004 yılının ikinci, üçüncü ve dördüncü çeyreğinde reel faiz oranları sırasıyla 17.14 , 15.96 ve 13.27

değerlerini aldığı gözlemlenmiştir.

Sonuç olarak program süresince enflasyon düşerken nominal faiz oranlarının aynı hızla gerilememesi nedeni ile reel faizler yeterince düşürülememiştir. Böylece % 10'ların üzerindeki reel faizler Türkiye Ekonomisi için önemli bir problem olmaya devam etmiştir. Çalışmamızın bundan sonraki kısmında yüksek reel faizlerin, sermaye girişi ve ters para ikamesi kanalları yolu ile toplam döviz arzını artırması sonucu, döviz kuru ve cari açıkta yarattığı baskılar belirlenmeye çalışılacaktır.

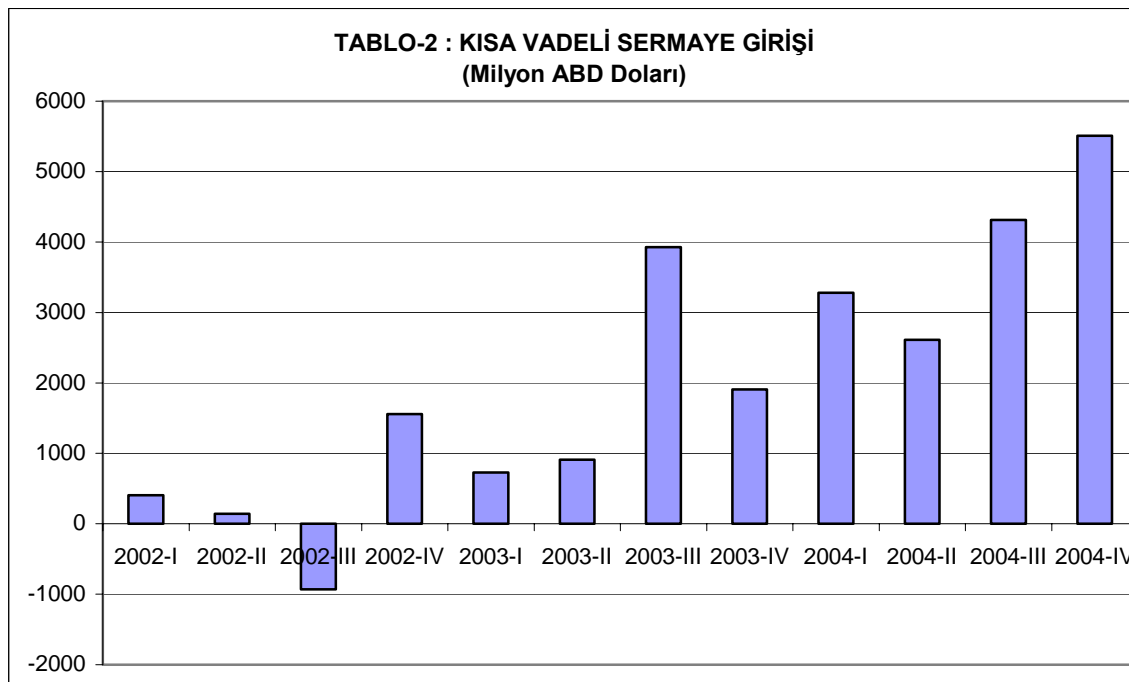
III - SERMAYE GİRİŞİ VE TERS PARA İKAMESİ SÜRECİ

Reel faiz oranlarının program süresince yeterince düşürülememesi ülkedeki toplam döviz arzı ile ilgili olarak iki önemli sonuç doğurmaktadır. Buna göre yüksek reel faizler bir yandan kısa vadeli yabancı sermaye girişlerini artırırken, öte yandan ters para ikamesi sürecini hızlandırmaktadır.

İlk olarak, yüksek reel faizlerin sermaye girişleri üzerine etkisi çok açıktır. Buna göre, fiyat istikrarının sağlanması ile ekonomide güvenin arttığı bir ortamda, reel faizlerin yüksekliği yabancı yatırımcılar için yerli finansal araçların çekiciliğini artırmaktadır. Böylece, yabancı yatırımcıların Türkiye'deki para ve sermaye piyasasında bulunan finansal araçlara yönelmeleri aynı zamanda döviz piyasasındaki döviz arzının artması sonucunu doğurmaktadır. Yüksek reel faize sahip ekonomiler bu sürecin sürdürülebilirliğine ilişkin olarak önemli riskler taşımaktadırlar. Bu nedenle finansal piyasaların yüksek reel faiz oranları önerdiği dönemlerde yabancı yatırımcıların daha çok kısa vadeli yatırım araçlarına yöneldikleri gözlemlenmektedir. Böylece yüksek reel faizlerin kaynaklık ettiği sermaye girişlerinin daha çok kısa vadeli oldukları belirlenmektedir (World Bank, 1997: 289).

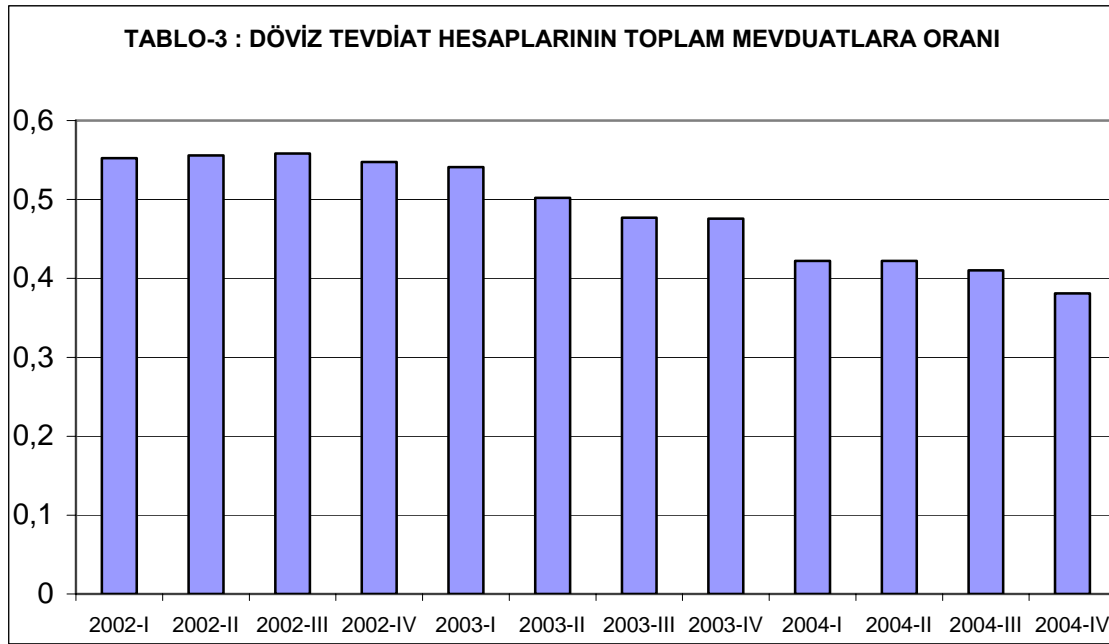
Türkiye'de de 2002-2004 yılları arasında uygulanan ekonomik program çerçevesinde yüksek seviyede seyreden reel getiri oranlarının ülkeye önemli derecede kısa vadeli sermaye girişinin akmasına neden olduğu gözlemlenmektedir. Burada sermaye girişi olarak ifade edilen değerler, portföy yatırımları ile kısa vadeli diğer yatırımlara ait (ticari krediler, bankalara ve diğer sektöre açılan kredilerin toplamı) yükümlülüklerin toplam miktarlarından hesaplanmıştır. TABLO - 2 'den belirleneceği gibi, dalgalanma göstermekle birlikte, özellikle 2003 yılının ikinci çeyreğinden itibaren ülkemize yönelik kısa vadeli sermaye girişlerinin üç aylık ortalamaları artış göstermektedir.. Böylece programın ikinci yarısında kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olarak ülkedeki döviz arzının yükselmesi dolayısı ile TL'nin değerlenmesi yönünde kurlar üzerinde baskının arttığı söylenebilir.

İkinci olarak, yüksek reel faizler, enflasyonu düşürmeye yönelik politikalarda sağlanan başarının verdiği güven ortamında, ters para ikamesi sürecini de harekete geçirebilmektedir. Türkiye’de yaşanan uzun enflasyon döneminde ekonomik birimlerin işlemlerini ve tasarruflarını döviz cinsinden gerçekleştirdikleri gözlemlenmekteydi. Para ikamesi olarak adlandırılan bu süreç, doğal olarak, ekonomide sağlanan fiyat istikrarı ortamında önemini yitirmektedir. Ekonomide yaşanan bu dönüşüm “ters para ikamesi” olgusu ile ifade edilmektedir. Buradan hareketle, Türkiye’de enflasyon ve enflasyonist beklentilerde görülen iyileşmeye paralel olarak, yüksek reel faizlerin ters para ikamesi sürecini harekete geçirmesi beklenebilir.



Kaynak: TCMB, Ekonomik Göstergeler (<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>)

Türkiye’deki ters para ikamesi süreci Döviz Tevdiat Hesaplarının Toplam Mevduatlar içindeki payının gelişim sürecinde izlenebilir. Buna göre TABLO – 3’e bakıldığında para ikamesi sürecinin belirgin olarak 2003 yılının ikinci çeyreğinden itibaren azaldığı gözlemlenmektedir. Programın ilk yılında döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlara oranı ortalama % 55 seviyesindeyken, bu oran 2003’ün ilk çeyreğinde % 50’ye düşmüş, daha sonra bu düşüş eğilimi devam ederek 2004 yılının son çeyreğinde yaklaşık % 38 seviyesine kadar gerilemiştir. Böylece gelişen süreç içerisinde, yurtiçi ekonomik birimlerin, özellikle döviz cinsi varlıklarını bozdurarak Türk Lirası cinsi yatırım araçlarına geçtikleri gözlemlenmektedir. Bu durum söz konusu dönemlerde ters para ikamesi sürecinin varlığına işaret etmektedir.



Kaynak: TCMB, Ekonomik Göstergeler (<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>)

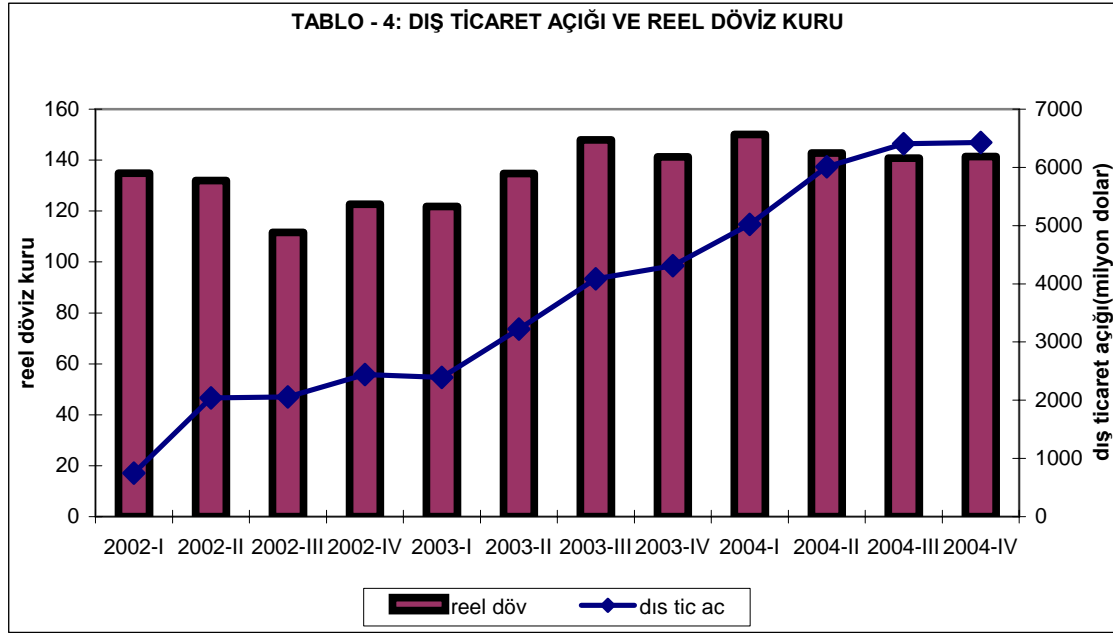
Özet olarak, uygulanan ekonomik program sonucu sağlanan fiyat istikrarı ortamında reel faizlerin yeterince düşürülebilmesi, bir yandan yabancı sermaye girişini artırırken, diğer yandan ters para ikamesi sürecini hızlandırmaktadır. Dolayısıyla da ekonomideki döviz arzı miktarı yükseltmektedir. Böylece uygulanan programın TL'nin değerlendirilmesi yönünde kurlar üzerinde baskı yaratması söz konusu olmaktadır. Buna bağlı olarak cari açığı sürdürülebilirliğine ilişkin önemli riskler ortaya çıkmaktadır.

IV - REEL KURLAR VE DIŞ TİCARET HESABINDA OLUŞAN RİSKLER

Önceki bölümde belirlendiği şekilde, program süresince reel faizlerin yeterince düşürülebilmesi yabancı sermaye girişi ve ters para ikamesi sürecini hızlandırarak, döviz arzının artmasına bağlı olarak kurun düşük seviyelerde kalmasına dolayısı ile yerli paranın değerlendirilmesine yol açmaktadır. Buna bağlı olarak programın uygulandığı dönem içerisinde cari açıklar genişlemektedir.

Tablo- 4'den görülebileceği gibi 2002-2004 yılları arasında programın uygulandığı dönemde TL'nin değerlendirilme sürecine paralel olarak dış ticaret açığının gittikçe arttığı gözlemlenmektedir. Özellikle 2003 yılının ilk çeyreğinden itibaren TL daha yüksek seviyelerde değerlendirilmeye başlarken, dış ticaret açığı da daha hızlı bir biçimde büyümektedir. Böylece,

programın uygulandığı dönemin özellikle son evrelerinde döviz kurları ile cari işlemler dengesi arasındaki dengeleyici intibak sürecinin işlemediği belirlenmektedir.



Kaynak: TCMB, Ekonomik Göstergeler (<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>)

Öte yandan, döviz kurlarının düşük olması fiyat istikrarını sağlamaya çalışan programın hedeflerine olumlu katkı sağlamaktadır. Buna göre düşük kurlar ithalat maliyetlerini düşürmektedir. Türkiye’de imalat sanayiinin büyük oranda ithalat girdisine dayandığı göz önüne alınırsa, söz konusu durumun girdi maliyetlerini dolayısı ile maliyet enflasyonunu aşağıya çektiği belirlenebilir.

Ancak bu noktada düşük kur seviyelerinin fiyat istikrarı dışındaki makroekonomik hedeflere etkisine de bakmak gerekir. Özellikle, 1990’lı yıllar boyunca gelişmekte olan ülkelerdeki yaşanan krizler analiz edildiğinde dış ticaret açığındaki sürdürülebilirliğinin istikrar için önemli olduğu görülmektedir (World Bank, 1997). 2004 yılı sonu itibarı ile dış ticaret açığı 15.6 milyar Dolara ulaşmış bulunmaktadır. Açığın GSMH içindeki payı ise % 5.3 seviyesindedir. Dolayısı ile istikrar programının son yılında ulaşılan bu yüksek seviyeler, Türkiye ekonomisi için önemli bir kırılganlığın oluştuğunu göstermektedir. Böylece program çerçevesinde yaratılan dinamikler ile (yüksek faiz - düşük kur) fiyatlar düşürülürken, genişleyen cari açıklar sonucu önemli bir risk yaratılmaktadır. Bunun için kurlarda ve cari açıklardaki gelişmeler, fiyat istikrarını temel hedef almış Merkez Bankası için, öncelikli hedefler olamasa da, gözetilmeleri gereken önemli olgular haline gelmiştir.

Böylece Merkez Bankası fiyat istikrarı önceliği yanında kurların aldığı seviyeye

tamamen kayıtsız kalamaz. Çünkü yüksek faiz – düşük kur bağlamında sağlanan fiyat istikrarı, öte yandan açıkların sürdürülebilirliğine ait riskleri hızla artırarak ani sermaye çıkışlarına neden olabilir. Bu durum ise Nisan 1994 ve Şubat 2001 tarihlerinde yaşanan finansal krizlerde olduğu gibi döviz kurlarında aşırı artış ve yüksek enflasyon ile sonuçlanabilir. Unutulmamalıdır ki, gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'nin döviz piyasaları yoğun bir çıkış baskısı altında işlemektedir. Böylece çıkışa yönelik atak durumunda önceki krizlerde görüldüğü şekilde Türk Lirası'nın değer kaybı dolayısı ile bunun fiyatlara yansımaları çok büyük boyularda olabilecektir. Böylece, literatürde de belirtildiği şekilde bizim gibi gelişmekte olan ülkelerde cari açığın genişlemesinden kaynaklanan riskler doğrudan fiyat istikrarı hedefini tehdit etmektedir (Mishkin, 2000a: 24).

V - RİSKLERİN YÖNETİLMESİNE İLİŞKİN POLİTİKA ÖNERİLERİ

Çalışmamızın bu kısmına kadar, program uygulamaları sonucunda yaratılan dinamikler ile dış ticaret hesabı üzerinde önemli risklerin yaratılmış olduğunu tespit ettik. Öyle ki, bu riskler 2005 yılından itibaren gerektiği gibi yönetilemezse, çıkabilecek bir finansal kriz sonucunda fiyat istikrarı konusunda sağlanan önemli başarı bile bir anda kaybedilebilir.

Bunun için, 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2002-2004 yılları arasında uygulanan program sonucunda, Merkez Bankası ve diğer ekonomiden sorumlu birimler temel hedef olarak kabul edilen fiyat istikrarı yanında döviz kuru ve cari açıda oluşan riskleri de yakından izlemek zorundadırlar. Diğer gelişmekte olan ülke örneklerinde olduğu gibi Türkiye'nin de enflasyon hedeflemesi programını yürütürken döviz kurundaki ve cari açığındaki gelişmeleri yakından izlemesi gerekir (Mishkin 2000b:6-7). Öte yandan belirtmek gerekir ki, fiyat istikrarının sağlanması sürecinde gelişen risk unsurlarını yönetmeye yönelik olarak kullanılacak politikalar oldukça kısıtlıdır.

Öncelikle, düşük kurların yükseltilmesine yönelik müdahaleci kur politikası bir seçenek olarak ele alınabilir. Ancak bu seçeneğin uygulanmasında önemli güçlükler bulunmaktadır. Çünkü Merkez Bankasının sermaye girişi yanında ters para ikamesi süreci sonunda oluşan toplam döviz arzı ile mücadelesi etmesi kolay olmayacaktır. Her şeyden önce, Merkez Bankasının müdahaleleri sonucu para arzının artması, enflasyon hedeflemesini doğrudan doğruya tehdit etmektedir. Öte yandan, Merkez Bankası program süresince oldukça yüksek bir döviz rezervine sahip olmuştur. Öyle ki, kuru çıpa olarak seçtiği sabit kur rejimlerinde dahi Merkez Bankasının bu seviyedeki rezervlere ulaşamadığı görülmektedir. Gerçekten de, döviz rezervlerinin 2004 yılı sonu itibarı ile geldiği yüksek seviyede, Merkez Bankasının kurlara doğrudan müdahale konusunda daha ileri bir inisiyatif geliştirmesi oldukça zor görünmektedir.

Ayrıca, piyasada gerçekleşen döviz kuru seviyesi arz ve talep güçlerinin etkileşiminden ortaya çıkan bir sonuçtur. Buna göre, Merkez Bankasının sonuçlara müdahale ederek kurlarda önemli ve sürekli bir etki yaratamayacağı açıktır. Bu nedenle cari açık üzerinde baskı yapan döviz kurlarına doğrudan müdahale etmek etkili bir politika seçeneği olamaz. Bunun yerine, ters para ikamesi ve sermaye girişleri süreçleri sonucu piyasadaki döviz arzı miktarının artmasına dolayısı ile TL'nin değerlenmesine yol açan yüksek reel faiz seviyesini düşürülmesine yönelik politikalara odaklanılmalıdır. Ancak bu noktada da Merkez Bankası tarafından geliştirilebilecek politikalar oldukça kısıtlıdır.

Her şeyden önce Merkez Bankası uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi programının temel hedefi gereği, faiz oranlarını hızla düşürerek toplam tüketim miktarı yolu ile, enflasyonist dinamikleri harekete geçirecek şekilde bir talep baskısının oluşmasını göze alamaz. Bunun yanında, 2002–2004 yılları arasında uygulanan program süresince fiyat istikrarı amacı çerçevesinde faiz oranlarının araç olarak kullanıldığı gözlemlenmiştir. Böylece temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları ile enflasyonu etkileyen değişkenlerin gelecek dönemdeki seviyeleri belirlenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda enflasyonu besleyecek fazla likiditenin çekilmesi için yüksek faiz oranları önemli bir araç konumundadır.

Öte yandan, Türkiye'de faiz oranı seviyesi daha çok Hazinesin borçlanma gereksinimine bağlı olarak çıkardığı Bono ve Tahvillerde önerilen seviyeler çerçevesinde belirlenmektedir. Bu durum Hazinesin finansal piyasalarda büyük bir talep yaratarak faiz oranları üzerinde baskı yarattığını göstermektedir. Bunun için faiz oranlarının düşürülmesi Merkez Bankasının uygulamalarından daha çok Hazinesin borç yönetimi politikalarına bağlıdır. Bu politikalar ise kamu kesimi açıkları veya borçlanma gereğindeki gelişmelere doğrudan doğruya bağlıdır. Dolayısı ile kamu borçlanma gereği azaltılmadan reel faizlerin düşürülmesi mümkün değildir.

Bu bağlamda, risklerin yönetilmesi politikaları çerçevesinde, kamu borçlanma gereğini düşüren önemli bir unsur olarak faiz dışı bütçe fazlası politikası kesinlikle sürdürülmelidir. Söz konusu politika borçlanma gereği dolayısı ile faiz oranları üzerindeki baskıyı azaltacağı gibi, ekonomideki beklentilerin olumlu bir şekilde oluşmasını da sağlamaktadır. Fazlanın azaltılması veya tamamen ortadan kaldırılması bütçe açıklarının artacağına dair bir izlenim yaratarak enflasyon beklentilerini dolayısı ile fiyat istikrarını olumsuz bir biçimde etkileyebilir.

Kamu kesimi borçlanma gereği üzerinde etkisi olan bütçe dışındaki diğer unsurlara yönelik düzenlemeler temel politika araçları olarak belirlenmelidir. Bu durumda, kamu kesiminin yeniden yapılandırılmasını sağlayacak yapısal politikaların bir an önce hayata geçirilmesi gerekmektedir. Kamu borçlanma gereği içinde Sosyal Güvelik Kurumu açıklarının önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. Bunun için bu kurumların bir an önce yeniden

düzenlenmesi gerekmektedir. Öte yandan özelleştirme süreci hızlandırılmalıdır. Özelleştirme İdaresi kapsamına alınan KİT'lerin özelleştirilmek yerine uzunca yıllar zararlarına aynen devam ettikleri görülmektedir. Kamu kesimindeki çalışan verimliliğini artırmak üzere Personel Rejimi Reformu mutlaka çıkarılmalıdır. Sonuç olarak, parasal ve mali disiplinin devam etmesinin yanında özellikle kamu kesimi borçlanma gereğini aşağıya çekecek yapısal politikalara daha fazla yoğunlaşmak gerekmektedir.

SONUÇ

Türkiye ekonomisinin de 2001 Şubat krizinden sonra 2002 – 2004 yılları arasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi programı sonucunda fiyat istikrarı konusunda önemli bir başarı sağlanmıştır. Ancak reel faiz oranlarının yeterince düşürülememesi nedeni ile elde edilen başarıyı tehdit eden risklerin ortaya çıktığı belirlenmektedir.

Dünya ortalamaları ile karşılaştırıldığında yüksek seviyede seyreden reel faiz oranları, fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda, sermaye girişi ve ters para ikamesi süreçlerini hızlandırarak döviz arzının artmasına dolayısı ile TL'nin değerlenmesine neden olmuştur.

Bunun sonucunda ise dış ticaret açığının hızla büyüyerek sürdürülebilirliğine ilişkin önemli risklerin oluştuğu gözlemlenmektedir. Bu durum, bir noktadan sonra sermaye çıkışlarını tetikleyerek, Nisan 1994 ve Şubat 2001 tarihlerinde olduğu gibi, finansal krizlerin ortaya çıkmasına yol açabilir.

Dış ticaret açığına bağlı olarak gelişen risklerin yönetiminde Merkez Bankası'nın uygulayacağı politikalar oldukça kısıtlıdır. Döviz kuru seviyesine yönelik olarak doğrudan gerçekleştirilecek büyük çaplı müdahaleler likitideyi artırarak fiyat istikrarını bozabilir. Öte yandan, Merkez Bankası rezervleri zaten oldukça yüksek seviyelerde seyretmektedir. Piyasada oluşan döviz arzı fazlalıklarını Bankanın tek başına sterilize etmesi mümkün görülmemektedir.

Bunun için, sermaye girişleri ve ters para ikamesi süreçlerini hızlandırarak döviz arzının artmasına neden olan yüksek reel faiz oranlarının düşürülmesi gerekmektedir. Bu noktada da Merkez Bankasının örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi gereği yapacakları sınırlıdır. Öte yandan, Türkiye'deki yüksek reel faizlerin daha çok kamunun fon piyasalarında oluşturduğu baskıdan kaynaklığı bilinmektedir.

Böylece ekonomide oluşan risklerin yönetilmesi bağlamında kamu borçlanma gereğinin düşürülmesine ilişkin politikalara öncelik verilmelidir. Bu durumda, bütçe fazlası politikası sürdürülürken, başta özelleştirme uygulamaları ve Sosyal Güvenlik Kurumlarının yeniden düzenlenmesi olmak üzere, kamu kesiminin yeniden düzenlenmesini sağlayacak yapısal politikalar hızlandırılmalıdır. Programın başarısının sürdürülmesinde Merkez Bankası araçları ile

uygulanabilecek politikaların sınırına gelinmiştir. Kamu kesiminin temel problemlerine yapısal politikalar ile çözüm getirilemediği takdirde sağlanan fiyat istikrarı sürekli kılınmaz.

KAYNAKÇA

- Bernanke, S. Ben ve Frederic S. Mishkin. (1997) “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy”, Journal of Economic Perspectives, 11 (2), 97-116.
- Carare, Alina. Andrea Schaechter. Mark Stone. Mark Zelmer (2002). “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, IMF Working Paper, 12.
- Debelle, Guy. Paul Masson, Miguel Savastano, Sunil Sharma. (1998) “ Inflation Targeting as a Framework For Monetary Policy ”, Economic Issues, 15.
- Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, (<http://hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm>)
- Mishkin, S. Frederic. (1999). “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, Journal of Monetary Economics, 43, 579-605.
- Mishkin, S. Frederic. (2000a), “Issues in Inflation Targeting”, Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy, Proceedings of a Seminar Held by the Bank of Canada, (Haziran 2000)
- Mishkin, S. Frederic. (2000b). “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, NBER Working Paper Series, 7618.
- TCMB, (1999). Para Politikası Metinleri, 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu. (<http://www.tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2000). Para Politikası Metinleri, 18 Aralık 2000 Tarihli Niyet Mektubu. (<http://www.tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2001). Para Politikası Metinleri, 3 Mayıs 2001 Tarihli Niyet Mektubu. (<http://www.tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2002). Para Politikası Metinleri, 2 Ocak 2002 Tarihli Para ve Kur Politikası Raporu. (<http://www.tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2003). Para Politikası Metinleri, 3 Ocak 2003 Tarihli Para ve Kur Politikası Raporu. (<http://www.tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2002). Para Politikası Metinleri, 2 Ocak 2004 Tarihli Para ve Kur Politikası Raporu. (<http://www.tcmb.gov.tr>)
- TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (<http://tcmbf40.tcmn.gov.tr/cbt.html>)
- World Bank. (1997). “Private Capital Flows to Developing Countries”. Oxford University Press, England.