

ODTÜ EKONOMİ KONFERANSI  
6 EYLÜL 2003  
TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI BAŞKANI SÜREYYA  
SERDENGEÇTİ'NİN  
AÇILIŞ KONUŞMASI

## **I. Açılış Konuşması**

1. ODTÜ Uluslararası Ekonomi Konferansı'na hepiniz hoşgeldiniz. Açılış konuşmasını yapmak benim için gerçekten büyük bir zevk. İzleyen günlerde ele alınacak konular, yalnızca akademik açıdan değil, merkez bankacılığı açısından da çok ilginç ve yararlı olacaktır. Bugünkü konuşmamda, Türkiye'nin mevcut para politikasının tasarımı ve uygulanmasına ilişkin temel konulara değinmek istiyorum.
2. Son zamanlarda literatürde, para politikasının iki genel ilkesi konusunda ekonomistler arasında görüş birliği gitgide artmaktadır: Birincisi, para politikası bazı nominal büyüklüklerde istikrar sağlamayı amaçlamalıdır, ki bu da nominal bir çapaya gerek olduğu anlamına gelmektedir. İkinci ilke ise, söz konusu çapaya açık ve belirgin bir hedef olarak, tam bir bağlılığın gerekli olduğudur. Günümüzde, merkez bankalarının kendilerine tanınan yetkileri özgürce kullanmaları yerine, öncelikle bir politika saptama konusuna ağırlık vermelerinde büyük yararlar olduğu deneyimlerle ortaya çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesi, para politikası için yalnızca güçlü bir çapa sunmakla ya da açık bir bağlılığı yansıtmakla kalmamakta, aynı zamanda uygulamada istenilen esneklik düzeyine ulaşılmasına da olanak sağlamaktadır.

## **II. Fiyat İstikrarının Gözetimi: Para Politikasının Temel Amacı**

3. Yaygın bir görüş birliğinin söz konusu olduğu diğer bir konu da, merkez bankalarının temel amacının ne olduğudur. Bu bağlamda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın temel amacı, enflasyonun bireylerin ekonomik kararlarını etkilemeyecek ölçüde düşük

ve istikrarlı bir düzeyde olması olarak tanımlanan, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Evet, para politikasının bu genel ilkesi üzerinde uzlaşma sağlanması, günümüz dünyasında hem hükümetlerin görüşlerine, hem de merkez bankalarının uygulamalarına yansımaktadır, ancak para politikasının amaçlarına ilişkin diğer birkaç önemli sorun henüz tam olarak çözüme kavuşmamıştır. Acaba başka tamamlayıcı amaçlar da olmalı mıdır? Olmalıysa, diğer amaçlara ne ölçüde ağırlık verilmelidir? Ayrıca, farklı makro ekonomik ortamlarda önceliklerin gelişimi ne şekilde olmalıdır? Makro ekonomik politikanın nihai amacı, (para politikası yönü dahil) fiyat istikrarından ziyade refah düzeyinin en üst düzeye çıkarılması olduğuna göre, yalnızca fiyat istikrarına odaklanılması para politikası için fazla dar bir çerçeve değil midir?

### **III. Büyüme ve Enflasyon Arasında Bir Ödünleşim Var mıdır?**

4. Yukarıdaki sorular, enflasyonla büyüme arasındaki ödünleşimi açıkça ortaya koymaktadır. Hiç kuşkusuz, literatürün bu sıcak tartışma konusunda sunacağı birçok kuramsal çalışması ve ampirik kanıtı vardır.

#### **III.1 Neden Yüksek Enflasyon Olmasın?**

5. Bu konuya ilişkin bulguları, literatürde yer aldığı üzere, enflasyonun tahmin edilebilen ve tahmin edilemeyen yönlerinin maliyetlerini vurgulamak suretiyle kısaca sunmama izin verin. Tam olarak tahmin edilebilir bir enflasyon ortamında, fiyat ayarlamalarında zaman tutarsızlığı diye bir sorun yoktur. Bu nedenle, enflasyonun büyüme ve işsizlik gibi reel değişkenler üzerinde uzun dönemde etkileri olmayacaktır. Enflasyon oranı yükseldikçe enflasyon belirsizliği artar ve enflasyonun tahmin edilemeyen yönünde etkili olmaya başlar.<sup>1</sup> Tahmin edilemeyen enflasyonun maliyetlerinin doğurduğu birkaç sonuç vardır. Yüksek ve istikrarsız enflasyon ekonomideki fiyat sinyallerini bozar ve en azından uyum süresi boyunca enflasyonun tahmin edilemeyen yönünün

oyunaklığını artırır. Böylece, fiyat değışiklikleri uygulaması firmalara göre farklılık gösterir ve nispi fiyatlar, fiyat ayarlamalarındaki zaman tutarsızlığı nedeniyle zarar görür. Ekonomideki nominal katılıklardan dolayı, nispi fiyat değışiklikleri, kaynakların yanlış tahsisini de beraberinde getirir.<sup>ii</sup>

6. Ayrıca, enflasyondaki belirsizlik, tüketici ve yatırımcıların optimal olmayan kararlar almalarına yol açar. Bu, zaten yapısında var olan belirsizlik unsuru nedeniyle, yüksek ve istikrarsız enflasyonun risk primini yükseltmesiyle doğrudan bağlantılıdır.<sup>iii</sup> Bu tür bir belirsizlik, birimlerin uzağı görememesine yol açarak, bu birimlerin uzun vadeli anlaşmalar yapmalarını engeller ve özellikle kredi arzında yanlış seçimler nedeniyle kredi arz ve talebinde daralmaya yol açar. Bu arada artan belirsizlik, birimleri yüksek risk ortamında riskten koruyacak finansal varlıkların cazibesini artırır. Özetle enflasyon, firmaları ve hane halkını, sürdürülebilir büyümeye hiçbir katkısı olmayan faaliyetlere daha çok kaynak aktarmaya özendirir.<sup>iv</sup>
7. Üçüncüsü, enflasyon gelir dağılımını değıştiren bir vergi olarak da nitelendirilebilir. Yüksek enflasyon, gelir ve tasarrufların değerini aşındırır. Ekonomik birimlerden bazıları enflasyonu tahmin edebilir, anlaşmalarını buna göre düzenleyebilir ve gelirlerinin reel değerini korumayı başarabilirler. Ancak, özellikle sabit gelirliler, yaptıkları anlaşmalar üzerinde yeterince yetkileri olmadığı için enflasyon karşısında daha da korunmasız hale gelirler.
8. Dördüncüsü, yüksek ve istikrarsız enflasyon belirsizliği artırır ve ekonominin uzun süreli büyüme ve iş imkanı yaratma yeteneğini zayıflatır. Yatırımın geri dönülemez özelliğinden dolayı firmalar, marjinal maliyet ve belirsizlik için ek telafi olanaklarını da içeren marjinal kârlılığa eşit olmadıkça yatırım yapmayacaklardır. Ayrıca firmalar, verimlilik artışlarının ücret artışlarını karşılayamadığı durumlarda uluslararası

pazarlarda rekabet güçlerini korumak için kâr marjlarını kısmak zorunda kalacaklardır.

Bu arada artan işgücü maliyetleri işsizliğin de artmasına neden olacaktır.<sup>v</sup>

9. Ve son olarak, firmaların artan maliyetler nedeniyle zayıflayan rekabet güçleri, dış finansman olanaklarını da kısıtlayacaktır. Aynı zamanda, belirsizlik ortamı uzun vadeli yabancı sermaye girişlerini engellerken, kısa vadeli spekülâtif sermaye girişleri ivme kazanmakta ve bunun sonucunda yurtiçi finans sektörünün kırılabilirliğini artmaktadır.

### **III.2. İstikrarsız Enflasyon Sürdürülebilir Büyüme Engellemektedir: Literatürden Alıntılar**

10. Mevcut ampirik kanıtlar, yüksek ve istikrarsız enflasyonun sürdürülebilir büyüme performansı için zararlı olduğu görüşünü destekler niteliktedir. Ampirik çalışmaların bir bölümü, enflasyonun büyüme için iki kanaldan etkilediği konusu üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bunlardan ilki, yatırım oranındaki değişiklik anlamına gelen yatırım kanalıdır. İkincisi ise, sermayenin marjinal verimliliğinin değişmesi olarak tanımlanan **yeterlilik** kanalıdır. Fisher (1991) 1970-85 yılları arasında 73 ülke üzerinde yaptığı araştırma sonucunda, yüzde 10'luk enflasyonun büyüme oranını yaklaşık yüzde 0.7 oranında düşürdüğünü, bu düşüşün yüzde 0.5'inin **yeterlilik** kanalından, yüzde 0.2'sinin ise yatırım kanalından kaynaklandığını ortaya çıkarmıştır. Bu sonuçlar geniş bir makro ekonomik göstergeler yelpazesine uyarlandığında analiz, enflasyonun büyüme üzerindeki etkilerinin yalnızca üçte birinin yatırım kanalından kaynaklandığı sonucunu vermektedir.<sup>vi</sup>

11. Latin Amerika ve Afrika'nın zayıf büyüme performansı, yatırım kanalı hariç tutulduğunda, yüksek enflasyon oranlarından kaynaklanmaktadır.<sup>vii</sup> En yüksek enflasyon oranlarına sahip bölge olan Latin Amerika'da bunun etkilerinin çok daha

önemli olduğu öne sürülmektedir. Bu esasında, tahmin sonuçlarının enflasyonda yüzde 20'lik bir düşüşün büyümeyi 0.4 yüzde puan artırdığına işaret ettiği bir durumdur.<sup>viii</sup>

12. Enflasyonu düşük, orta ve yüksek enflasyon olarak sınıflandırmak, enflasyon oranlarının büyüme üzerindeki etkisinin düşük enflasyonlu ülkelerden yüksek enflasyonlu ülkelere doğru azaldığını göstermektedir. Bu, tamamen anlaşılır bir durumdur, çünkü enflasyonun yüzde 10'dan yüzde 20'ye yükselmesi, yüzde 200'den yüzde 210'a yükselmesinden çok daha ciddidir.<sup>ix</sup>

13. Burada, enflasyonla büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün, diğer bir ifadeyle içsellik sorununun da dikkate alınması gerektiği tartışılabilir. Enflasyonun büyüme üzerindeki olumsuz etkisi olarak yorumlanamayan, üretimi düşürürken aynı zamanda enflasyonu artıracak negatif bir arz şokunu ele alalım. Bununla birlikte, enflasyonun içsellik sorununu dikkate alan ampirik çalışmalar da vardır. Bu çalışmalar, ters arz şokları ya da parasal genişlemeden kaynaklanan içsellik sorunu kontrol altına alınsa bile, enflasyonun büyüme üzerindeki etkisinin - istatistiksel olarak daha güçsüz olsa da - hala negatif olduğunu göstermektedir.<sup>x</sup> Gregorio (1996), enflasyonun büyüme üzerindeki maliyetini kısaca şöyle açıklamıştır:

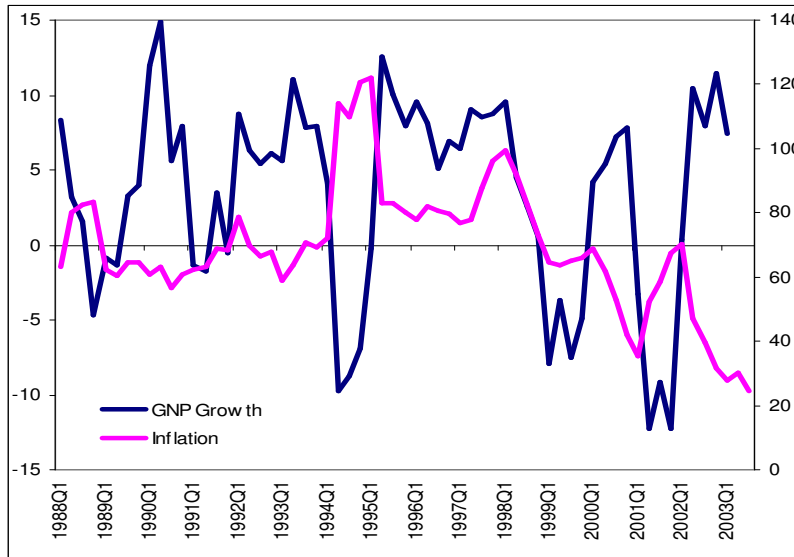
*“Mal ve hizmetlerin üretimi ve dağıtımında etkin ve rekabetçi olmanın sosyoekonomik faaliyetlerin reel sonucu üzerindeki etkisi gitgide azalmaktadır. Enflasyonu tahmin etmek ve bunun sonuçlarıyla baş etmek çok daha önem kazanmaktadır.”*

#### **IV. Türkiye’de Yüksek Enflasyonla Mücadele**

14. Türkiye'nin son yirmi yıllık büyüme performansı ve enflasyon tarihçesi incelendiğinde, aşağıdaki noktalar dikkat çekmektedir: Birincisi, kronik enflasyon ortamı ve bunu izleyen şiddetli mali krizler nedeniyle enflasyon ve büyüme son yirmi

yılda genel olarak negatif bir ilişki sergilemektedir. Diğer bir deyişle, krizi izleyen dönemlerde, ilk başlarda ortaya çıkan olumsuz etkilerden sonra enflasyonda düşme eğilimi ile birlikte ekonomik faaliyetlerde güçlü canlanmalar göze çarpmaktadır. İkincisi, sosyal refah düzeyini azaltan kaynaklardan biri olduğu kuşku götürmez olan enflasyondaki oynaklık, üretimdeki oynaklığı da artırmaktadır. Bu gözlemler, ekonomik politikalara duyulan güvenin artırılmasının ve belirsizliklerin azaltılmasının Türkiye’de enflasyonla mücadele programının en önemli unsurları olduğuna ve bu unsurların sonuçta üretimdeki oynaklığı azaltarak büyüme performansını iyileştireceğine ilişkin genel görüşümüzle de tutarlıdır.

**Grafik 1: Türkiye’de Büyüme ve Enflasyon**



15. Enflasyonun maliyetleri, özellikle de makro ekonomik ortamda enflasyonun bir belirsizlik göstergesi olduğu Türkiye'nin durumunda, tartışma götürmez olduğuna göre, birbiriyile ilintili iki soruyu sormak zorundayız: İlki, daha düşük bir enflasyon düzeyinin tüm ekonomik birimlere yararlı olacağı açık olan Türkiye’de düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı sağlamak neden bu denli güç olmuştur? İkincisi, biz Merkez Bankası olarak düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşmak için ne yapıyoruz?

Bu sorulara yanıt bulmak için Türkiye'deki enflasyon sürecinin temel nedenlerine inmek gerekmektedir. Bu anlamda, yaklaşık son otuz yılda mali politikanın ve beklentilerin Türkiye'deki enflasyon sürecinde başlıca iki rolü üstlendiği açıkça anlaşılmaktadır.

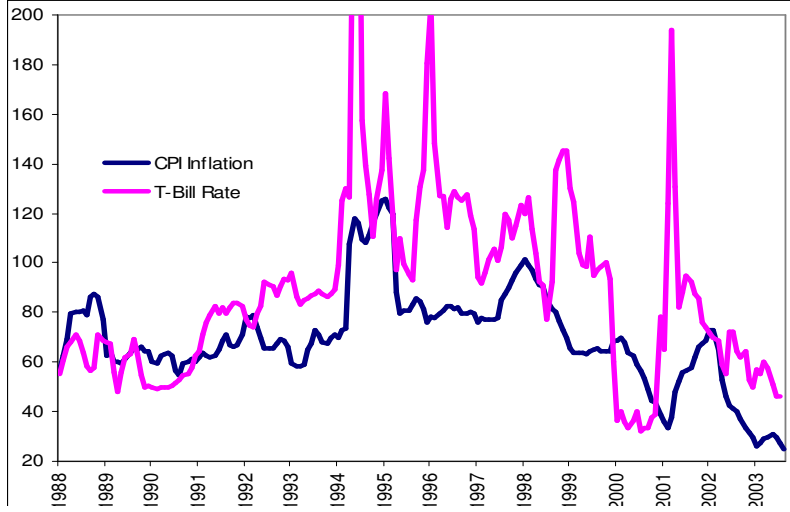
16. Söz konusu temel nedenlere paralel olarak, mal ve hizmet pazarlarında yetersiz rekabet gücü yüzünden yaşanan başarısızlıklar, dışsal şoklara açık olma, siyasi istikrarsızlıkların neden olduğu belirsizlikler ve talep ve maliyet bileşenlerinden kaynaklanan diğer faktörler, Türkiye'deki enflasyon sürecinin diğer unsurlarını oluşturmaktadır.

#### **IV.1. Enflasyonun Belirleyicilerinden Biri Olarak Mali Baskınlık**

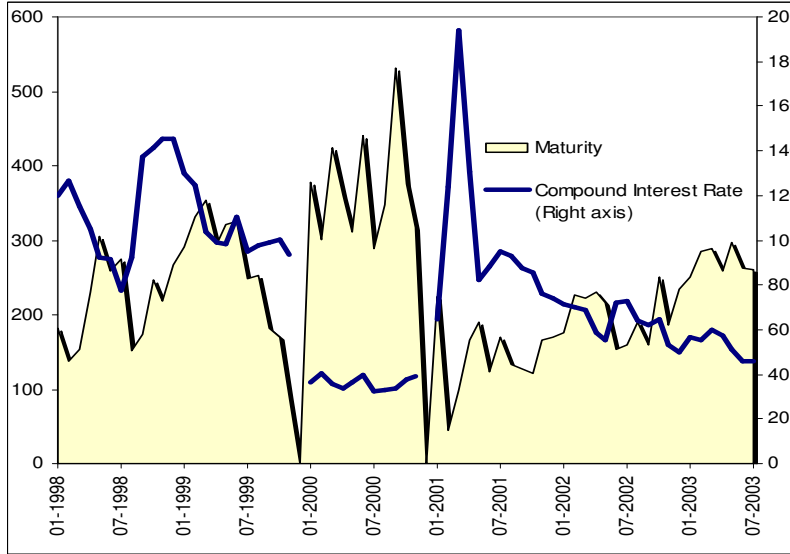
17. Parasalcılık görüşüne göre, para tabanı ve enflasyon arasındaki sıkı ilişkinin varlığı, para politikasının enflasyonun kontrolüne odaklanmasının başlıca nedenidir.<sup>xi</sup> Ancak, para tabanı ve enflasyon arasında yakın bir ilişki olsa da, bazı koşullarda para politikası, enflasyonun kontrolünde sınırlı kalabilir. Bu sınır, bütçe açığının finansmanı için gerekli olan kaynakların bileşiminin, borçlanma ve senyoraj gelirleri açısından ne şekilde oluşturulduğuna bağlıdır. Ayrıca, senyoraj gelirleri, açıkları doğrudan finanse etmiyor olsa da, büyüme oranından daha yüksek reel faiz oranları, borç stokunu sürdürülemez düzeylere çıkaracaktır. Artan faiz oranları, devletin borç yönetim yükünü daha da ağırlaştıracak ve borç stokunu artıracaktır. Bu da, yüksek faiz oranları ve artan borç kısır döngüsüyle sonuçlanarak borçlanma vadesinin kısalmasına neden olacaktır. (Grafik 2 ve 3).<sup>xii</sup>

**Grafik 2: TÜFE Enflasyonu ve Hazine Bonusu Faiz Oranları**

(bileşik, net satış miktarına göre  
ağırlıklandırılmış)



**Grafik 3: Bileşik Faiz ve İç Borçlanma Vadesi \***



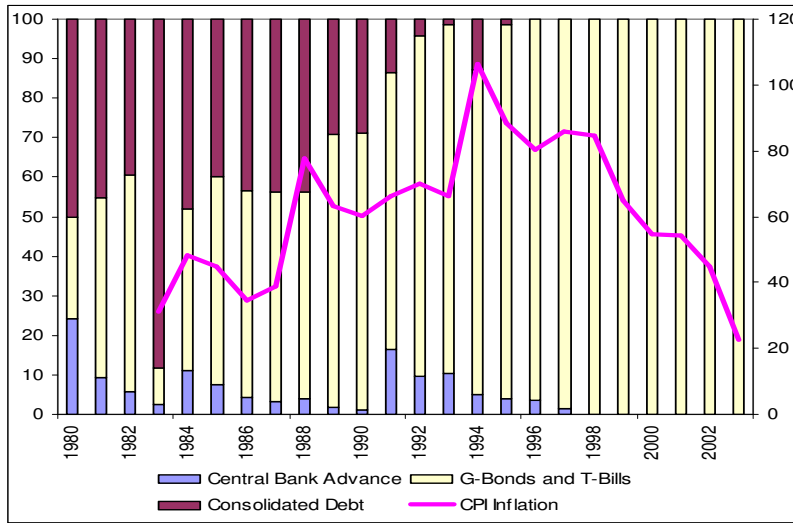
\* TL cinsinden iskontolu Hazine bonusu ve devlet tahvilleri ihalelerini kapsar.

18. Senyoraj geliri yaratılması uygulamasına son verilmesinin para politikasının etkinliğinin sağlanması için yeterli olmadığı görülmüştür. Maliye politikası ile para politikası arasındaki ilişki, hükümetin senyorajı bir gelir kaynağı olarak kullanabilmesi



imkanıyla sınırlı değildir. Ayrıca, bir merkez bankası araç bağımsızlığını ilan etmiş olsa bile, çok baskın bir mali ortamda tamamen bağımsız hareket edemez ve etkili bir para politikası uygulayamaz. Mali yeterliliğin fiyatlar düzeyinin belirlenmesinde büyük rol oynadığı Ricardocu olmayan maliye politikası, enflasyonu sadece senyorej geliri yaratmaya zorlayarak değil, çok daha hayati önem taşıyan bir yol olan yüksek borç yükü vasıtasıyla da etkiler (Grafik 4).<sup>xiii</sup>

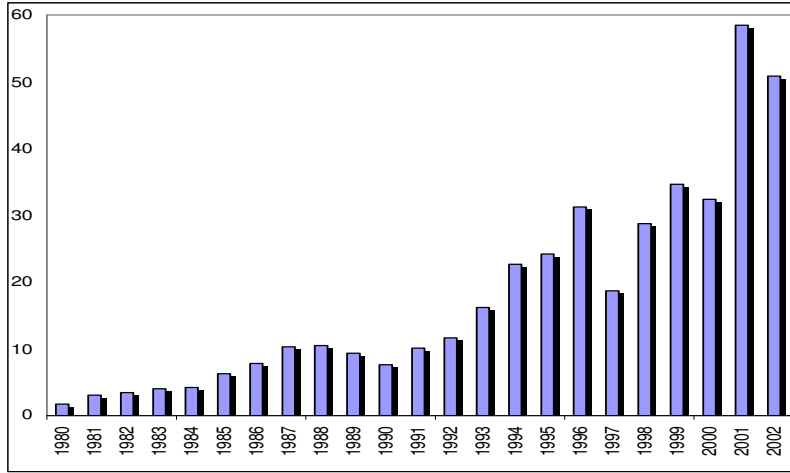
**Grafik 4: Türkiye’de Dış Borç Finansmanı ve TEF E Enflasyonu**



19. Bu durum Türkiye'nin enflasyon geçmişiyle bire bir örtüşmektedir. Türkiye'de 1970'lerin sonları ve 1980'lerin başları, bütçe açığı finansmanının doğrudan Merkez Bankası kaynakları tarafından yapıldığı dönemler olarak tanımlanabilir. 1990'ların ortalarından itibaren borçların finansmanı için Merkez Bankası kaynaklarının kullanılmasına son verildiyse de bu, önceki dönemlerde birikmiş borç stoğu nedeniyle enflasyonist süreci tersine çevirmek için yeterli olmamıştır. Aslında, iç borç servisinin GSMH'ye oranı 1997'deki yüzde 15.4'lük seviyesinden Merkez Bankası'nın kısa

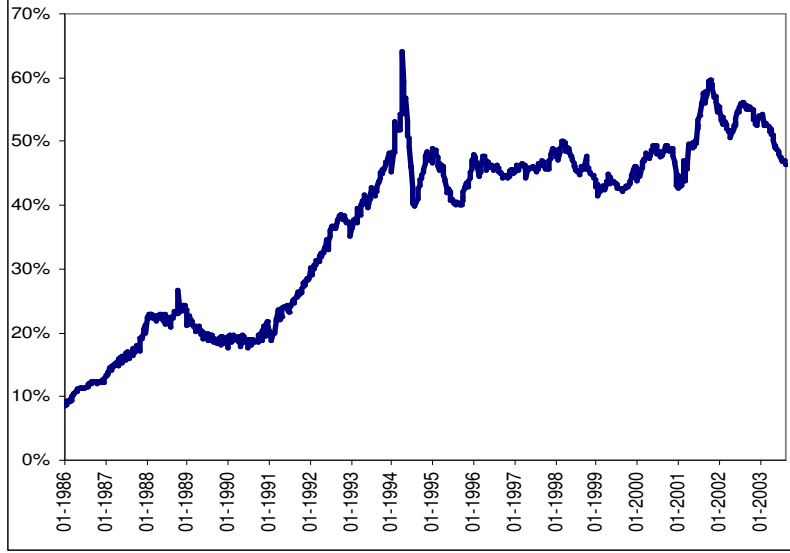
vadeli avans uygulamasının kaldırılmasıyla 2002’de yüzde 50 seviyesine ulaşmıştır (Grafik 5).

**Grafik 5: İç Borç Servisinin GSMH’ye oranı**



20. Bu noktada iki baskın unsur vardı: (i) sık sık başarısız ve tamamlanamayan istikrar programlarıyla karşı karşıya kalan ekonomik birimler, enflasyona karşı önlem almaya başladılar, bu önlem mekanizmalarından en yaygın olarak kullanılanı da bir sonraki dönemin gelirini gerçekleştiren enflasyona endekslemek ve böylece gerçekleştiren enflasyon rakamlarını gelecek döneme yansıtmaktı. Ayrıca, hem yabancı kaynakların hem de Merkez Bankası kaynaklarının kısıtlı olması, zaten yüksek olan borç stoğunun çevrilebilmesi için iç borçlanmanın giderek artmasına neden oldu. Sonuç olarak, reel faiz oranlarındaki artışı sınırlamak amacıyla mali piyasalar gerçekleştiren enflasyonla aynı hızda genişlemeye başladılar. Diğer bir deyişle, enflasyondaki atalet bu şekilde güçlendi; (ii) Riskten korunma mekanizmasının bir parçası olarak kontratların, fiyatlamaların ve tasarrufların döviz cinsinden ya da dövize endeksli hale getirilmesi yaygınlaştı (Grafik 5). Böylece, döviz kurundaki değişiklikler enflasyon oranı üzerindeki en önemli belirleyicilerden biri haline geldi.

**Grafik 6: Döviz Tevdiat Hesaplarının M2Y'ye oranı**



**21.** Yüksek ve dengesiz enflasyonun ekonomiye ve sosyal refaha zarar verdiği, artık halk tarafından da politikacılar tarafından da çok iyi anlaşılmış bir gerçektir. Birikmiş borç stoğunun ve hükümetin bütçe açığını finanse etmek için ihtiyaç duyduğu kaynakların mahiyetinin enflasyonun temel nedeni olduğu bir makro ekonomik ortamda bu durum daha da kötüleşmektedir. Bu nedenle enflasyonu düşürmek, hem tüm toplumu doğrudan etkilediği, hem de sürdürülebilir büyümenin ve refah artışının olmazsa olmaz önkoşulu olduğu için, Hükümet ile Merkez Bankası'nın ortak hedefidir. Ne var ki, yüksek enflasyonun temel nedeni olan mali baskınlık, Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi kabiliyetini sınırlamaktadır, çünkü Bankanın bu yöndeki çabası kontrol edemediği bir şeyi hedeflemekten öteye geçememektedir.

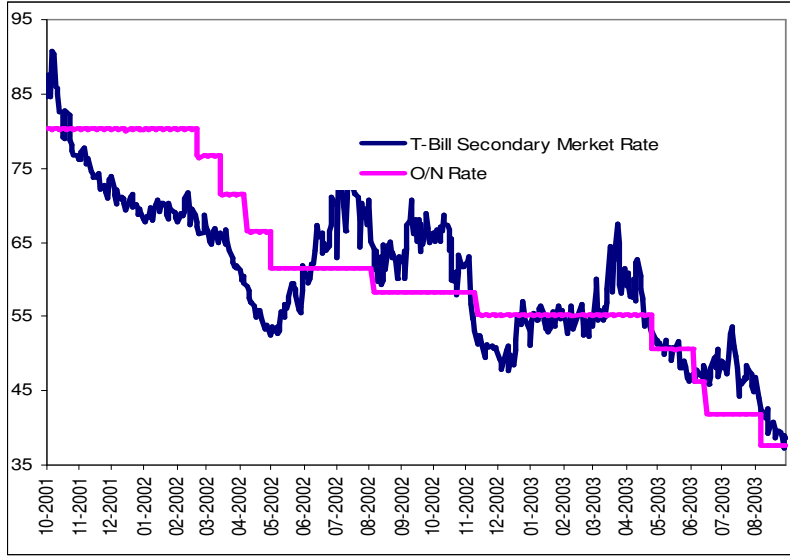
#### **IV.2. Maliye Politikası ile Para Politikası Arasında Eşgüdüm**

22. Bu basit yapı para politikası ile maliye politikası arasında eşgüdüm sağlanmasını gerektirmektedir. Yüksek düzeyde kamu borcuyla birlikte makro ekonomik politikalarda birbiriyle çelişen hedeflerin olması, enflasyonla mücadele çabalarına olan güvenin sarsılmasına neden olur. Bu da, para politikasının olması gerekenden daha fazla sıkılaştırılmasına yol açarak enflasyonla mücadele çabalarının maliyetinin artmasına ya da para politikasının nominal çapasının tamamen çökmesine yol açar.

## **V. Beklentilere Yön Verilmesi**

23. Para politikasının yalnızca spesifik bir kısa vadeli faiz oranı üzerinde doğrudan kontrolü olduğu çok iyi bilinmektedir. Ne var ki, uzun vadeli faiz oranlarının ve diğer tüm makro ekonomik değişkenlerin tepkileri karar alma mekanizmasının güvenilirliğine ve tutarlılığına bağlıdır, ve bu tepki piyasanın beklentilerine göre değişkenlik gösterebilir. Bir başka deyişle, para politikasının kısa vadeli faiz oranları yoluyla uzun vadeli faiz oranlarına etki etme ve verim eğrisini şekillendirme kabiliyeti, özellikle de Türkiye gibi mali politikanın baskın olduğu bir ortamda tartışmaya açık bir konudur. Bahsedilen tüm bu unsurların güvenilirlikle yakından ilişkili olduğu ve hem piyasa katılımcıları hem de halk tarafından anlaşılabilmesi için bir öğrenme sürecini gerektirdiği unutulmamalıdır.

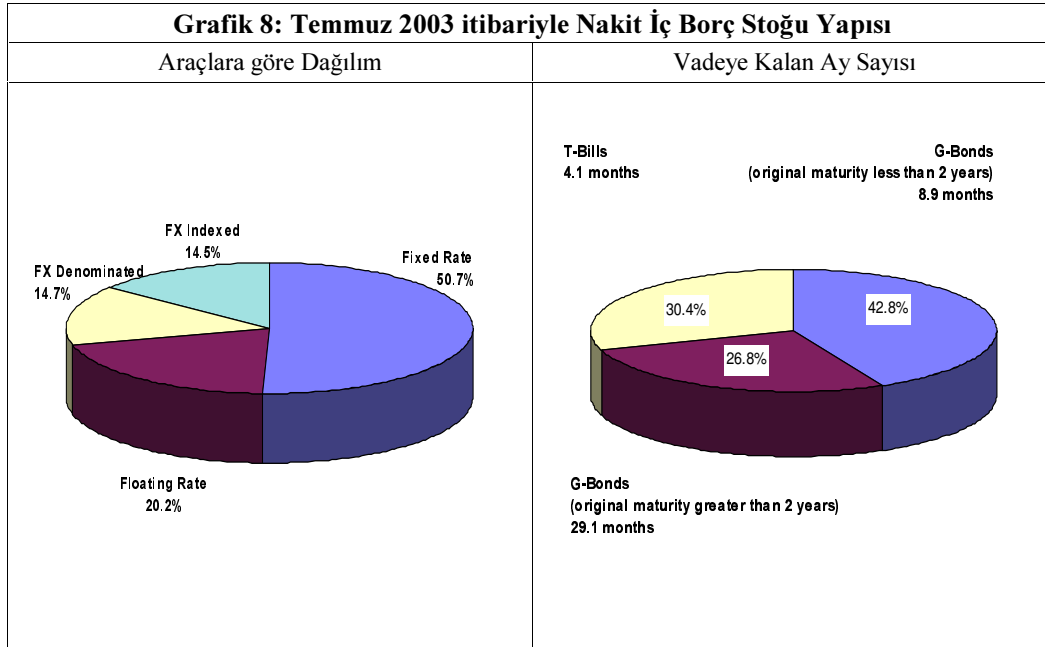
### **Grafik 7: Gecelik Faiz Oranları, İkincil Piyasa Hazine Bonosu Faiz Oranları**



24. Türkiye bağlamında bakıldığında, sürdürülen enflasyonla mücadele çabalarının nominal faiz oranlarındaki düşüşe iki kanaldan katkıda bulunduğunu belirtmek istiyorum: Birinci ve en belirgin etki, nominal faiz oranlarındaki enflasyon bileşeninin düşmesidir. Daha önemli olan ikinci etki ise güvenilirliğin ve piyasa güveninin artması yoluyla sağlanmakta ve bu da, makro ekonomik değişkenler arasında istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmaktadır. Son zamanlarda, Irak savaşının sona ermesiyle beraber dış kaynaklı şokların olumsuz etkilerinin azalmaya başlamasının da etkisiyle enflasyonla sürekli bir mücadele çabası içinde olunan makro ekonomik ortamda kısa vadeli faiz oranlarıyla uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkinin gitgide daha belirgin hale geldiğini gözlemlemekteyiz.

25. Bu noktada izin verirseniz Türkiye’de son yıllarda enflasyonun en önemli belirleyicilerinden biri olan ve aynı zamanda parasal aktarım mekanizmasının da önemli bir kanalı haline gelen beklentilerin son yıllarda oynadığı rolden bahsetmek istiyorum. Bu konu, enflasyon hedeflemesi bağlamında da literatürde gitgide daha fazla ilgi çeken bir konu haline gelmeye başlamıştır.

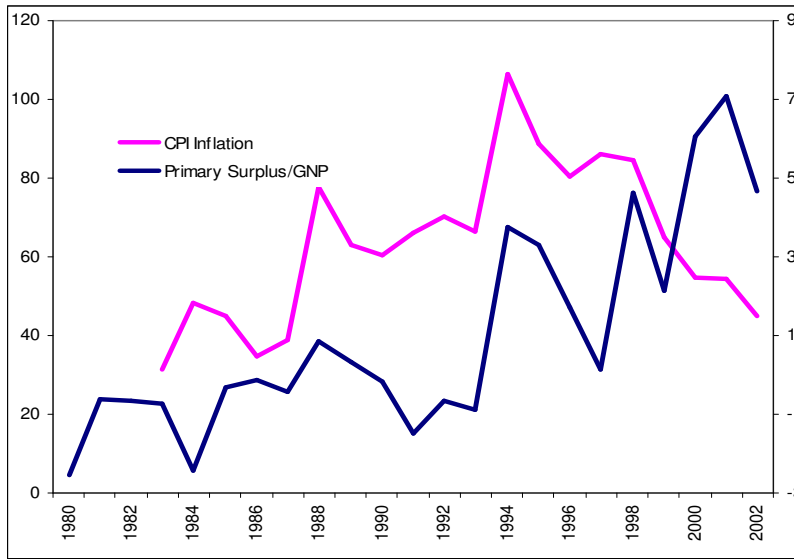
26. Türkiye’de borç stoğunun yapısı, para politikasının beklentileri yönlendirmedeki etkinliğini azaltmaktadır. Toplam nakit borç stoğunun yüzde 73.2’si bir yıldan daha kısa bir zamanda ödenecektir. Buna ek olarak, enflasyona endeksli ve döviz cinsinden devlet tahvilleri nakit borç stoğunun yüzde 49.3’ünü oluşturmaktadır. Bu yapı, borç stoğu yönetimini çok daha kırılgan hale getirmekte ve borcun sürdürülebilirliği konusunda sık sık tartışmalara neden olmaktadır. Kırılgan borç yapısı beklentileri olumsuzlaştırarak, para politikasının etkinliğini zedeleyici bir unsur haline gelmekte ve böylece kendi kendini besleyen bir döngü ortaya çıkmaktadır.



27. Türkiye’nin tamamen kendine has borç dinamikleri çerçevesinde piyasada ortaya çıkan borç stoğunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler, beklentilerin yönlendirilmesi sürecinin en önemli belirleyicisi olmaktadır. Yüksek düzeyde bir faiz dışı fazlanın olması, Türkiye ekonomisinin mevcut dinamikleri içinde sağlam ve öngörülü bir maliye politikasının odak noktası ve temel göstergesi haline gelmiştir. Bu nedenle, faiz dışı fazla konusu birazdan anlatacağım etkileşim mekanizması çerçevesinde üzerinde

durulması gereken önemli bir konudur: İlk olarak, faiz dışı fazla hedefleri konusunda kararlılık gösterilmesi, beklentilerin olumlu yönde oluşmasını sağlayarak borçların sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizlikleri büyük ölçüde giderir. Bu da, risk priminde ve dolayısıyla reel faiz oranlarındaki düşüğe katkı sağlar. İkinci olarak, belirsizliklerin azalmasıyla düşen risk primi Türk lirasını güçlendirerek borç dinamiklerine katkıda bulunmak suretiyle ikinci bir etki doğurur. Üçüncü olarak, tüketimin ve yatırımın artması için uygun ortamı hazırlayan reel faizlerdeki düşüş ve istikrarlı döviz kurları, toplam talepte faiz dışı fazla verilmesinin yarattığı kemer sıkma etkisini bertaraf etmekle kalmaz, sürdürülebilir büyümeye de katkıda bulunur.

**Grafik 9: Faiz Dışı Fazlanın GSMH'ye Oranı ve TÜFE Enflasyonu**



## VI. Mevcut Para Politikası Uygulamaları

28. Türkiye’de düşük ve istikrarlı bir enflasyon düzeyine ulaşmanın neden bu kadar zor olduğunu anlattıktan sonra şimdi başta sorduğum soruya geri dönmek istiyorum. Sorum şuydu: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası olarak biz düşük ve istikrarlı bir

enflasyon düzeyine erişmek için ne yapıyoruz? Bu soru bizi Merkez Bankası'nın politika uygulamalarına götürüyor.

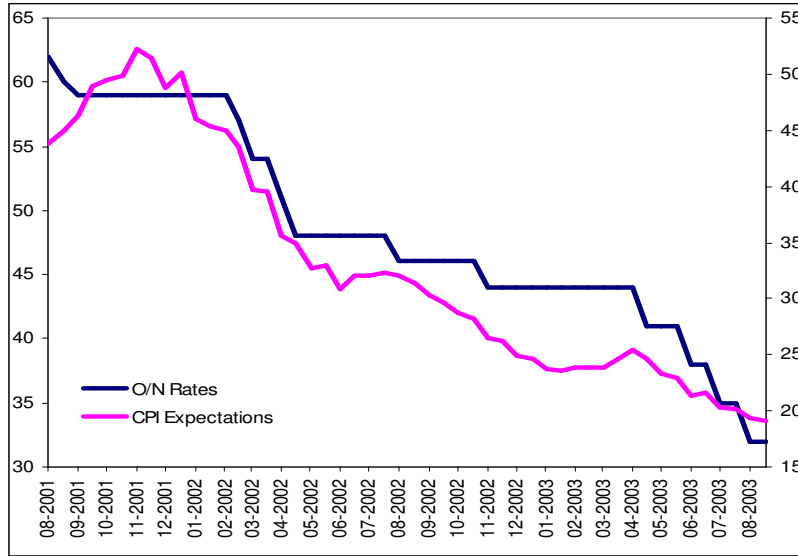
29. Yeni ekonomik program göre, para politikasının önemli amacı enflasyonu orta vadede tek haneli rakamlara indirmek ve fiyat istikrarını sağlamaktır. Şu ana kadar Merkez Bankası örtük enflasyon hedeflemesi uygulamakta, ve para tabanını da ek çapa olarak kullanmaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, para tabanı hedefi, enflasyon hedefiyle uyumlu olarak, dönemler itibariyle sabit olduğu halde, para politikası kararları esasen gelecekteki enflasyon dikkate alınarak uygulanmaktadır. Daha açık olarak, Merkez Bankası Hükümetle ortaklaşa belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak için, doğrudan enflasyon hedeflemesine benzer bir stratejiyle, kısa vadeli faiz oranlarını politika aracı olarak ileriye dönük bir şekilde kullanmaktadır. Ön koşullar sağladığı zaman Merkez Bankası doğrudan enflasyon hedeflemesine geçmeyi amaçlamaktadır.
30. Söz konusu para politikası çerçevesinde, para tabanındaki büyümenin ekonomideki tahmini büyüme ve enflasyon hedefiyle uyumlu olması kaydıyla para tabanı düzeyi performans kriteri olarak belirlenmiştir.
31. Döviz kuru politikasına gelince, Merkez Bankası dalgalı kur rejimi uygulamaktadır. Ancak, para otoritesi fiyat istikrarını tehdit edebilecek kısa dönemli aşırı kur hareketliliğini düzeltmek amacıyla sınırlı bir şekilde piyasaya müdahale edebileceğini belirtmiştir. Fakat Merkez Bankası, istikrar programının bu aşamasında kurda belirli bir düzeyi hedeflememektedir. Ayrıca Merkez Bankası, ters para ikamesi ve ödemeler dengesi pozisyonuna bağlı olarak uluslararası rezerv pozisyonunu geliştirmek amacıyla döviz alım ihaleleri düzenlemektedir.



32. IMF programı çerçevesinde, Merkez Bankası 2002 yılında ve 2003 yılının ilk yarısında tüm performans kriterlerini ve gösterge niteliğindeki hedefleri tutturmuştur. Hedeflerin tutturulması, Merkez Bankası özerkliğine ve dalgalı kur rejimine olan güçlü bağlılığa ilaveten, piyasaya açık sinyaller vererek enflasyon beklentilerinin düşmesine yardımcı olmuştur. Dolayısıyla, 2001 yılı sonunda yüzde 59 olan gecelik faiz oranları 2003 yılı Ağustos ayında yüzde 32'ye düşürülmüştür.

**Grafik 10: Merkez Bankası Gecelik Faiz Oranları, Gelecek 12-Aylık TÜFE**

**Enflasyon Beklentileri**



33. Programa olan güçlü taahhüt enflasyonun düşmesine yardımcı olmuştur. Ayrıca, yetersiz talep ve uygun gıda fiyatları dezenflasyonist sürece katkı sağlamıştır. 2002 yılı enflasyon oranı yüzde 29.7 ile hedefin oldukça altında kalmış ve son 20 yılın en

düşük yıl sonu düzeyi olmuştur. 2003 yılının ilk çeyreğindeki olumsuz gelişmelere rağmen –kısaca artan döviz kurları ve Irak savaşı nedeniyle yükselen petrol fiyatlarına ilaveten gıda ve tarım ürünleri fiyatlarındaki artış- enflasyon şu anda yıl sonu hedefi doğrultusundadır.

34. Bu noktada, 2003 yılı başlarında nispeten olumsuz geçici enflasyonist gelişmelerin temel kaynağı olan Türkiye ekonomisinin dış şoklara karşı savunmasız kalmasından bahsetmek istiyorum. Bizim görüşümüze göre, kırılmanın ve varlıkların fiyatlandırılmasındaki yüksek düzeyde dalgalanmanın temel kaynağı gene güvenilirlik ve hassas borç dinamikleri, yani mali tutum olmaktadır. Ancak, açıkça görülüyor ki iyi işleyen bir mali sistem ile siyasi istikrar ve politika saptamada ki kararlı ve tutarlı tutum, dış şoklara karşı zayıflığı azaltmakta ve mali istikrara katkı sağlamaktadır. Para programını ve dalgalı kur rejimini desteklemek üzere para ve döviz piyasalarını güçlendirmekte gelişme kaydetmeye devam etmekteyiz.

## **VII. Para Politikası Görünümü**

35. Konuşmamda daha önce belirttiğim gibi, biz Merkez Bankası olarak enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarı hedefine ulaşmadaki etkin rolü ile uygulamadaki potansiyel esnekliğinden ötürü para politikasının nihai çerçevesi olarak görmekteyiz.

36. Merkez Bankası doğrudan enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş için gerekli kurumsal ve teknik hazırlıklarını şimdiden tamamlamış bulunmaktadır. Merkez Bankası Kanunundaki değişiklikleri ve şeffaflıkla hesap verebilirliği geliştirerek kamuoyuyla iletişimin artırılmasını kapsayan önceki yasal ve kurumsal çerçeve hazırlıklarının yanında; (i) raporlama ve ekonomik veri tabanının güçlendirilmesi (ii) enflasyon tahmin sisteminin geliştirilmesi; ve (iii) üç aylık bir çekirdek makro ekonomik model oluşturulması ve sürekli geliştirilmesi, diğer hazırlıklar arasındadır.

37. Enflasyon hedeflemesine geçişin zamanlamasına ilişkin, başta kısa vadeli yüksek borç yükü olmak üzere, ön koşullar açısından hala bazı sorunlar bulunmaktadır. Ancak, son gelişmelerin ışığında görülmektedir ki, Türkiye ekonomisi bize göre, doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine geçişe temel sağlayacak olan görece istikrarlı bir makro ekonomik ortama doğru yaklaşmaktadır.

## **VIII. Son Görüşler**

38. Son olarak, para politikası uygulamamız çerçevesinde şeffaflık ve kamuoyu ile iletişim konularını vurgulamak isterim. Enflasyon hedeflemesi uygulayan hemen hemen tüm ülkelerdeki deneyimlere göre, merkez bankaları politika icraatlarının nedenlerini anlatmak için kamuoyuyla açık bir iletişim kurmalıdır.

39. Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının ilan edilen sayısal enflasyon hedefini belirli bir sürede tutturmak üzere açık bir taahhütte bulunduğu politika kararları çerçevesi olarak tanımlanabilir. Enflasyon hedefleri, enflasyonist şokları ve buna ilişkin maliyetleri azaltarak orta vadede enflasyon görünümünün belirgin bir yol izlemesine yardımcı olabilmektedir. Uzun vadeli faiz oranlarının enflasyon beklentileriyle birlikte hareket etmesinden ötürü, düşük enflasyon oranlarının hedeflenmesi, uzun vadeli faiz oranlarının daha istikrarlı ve daha düşük olmasını sağlayacaktır. Merkez bankalarının enflasyona ilişkin stratejilerini açıkça anlatabilmeleri, makro ekonomik politikanın uzun vadede görünümüne açıklık kazandıracak ve birimlerin daha uzun vadeli planlar yapabilmelerini sağlayacaktır.

40. Politika yapıcılar için uzun vadeli bir görünüm yaratmak çok önemlidir. Amacın açık tanımı ve politika kararlarının şeffaf uygulanması, para otoritesini halka karşı daha sorumlu ve hesap verebilir olmaya zorlamaktadır. Para otoritesi, uygulamalarının Politika etkilerinin nedenlerini ve sonuçlarını açıklamak durumundadır. Bunlar

ekonomik kesimlerin güvenini artırmakta ve beklentilerin ileriye yönelik şekillenmesine yardımcı olmaktadır.

41. Halkın merkez bankasının neler yaptığını ve bunları niçin yaptığını daha iyi anlaması, özellikle hedeften sapmalar olduğu durumlarda, politikanın güvenilirliğinin artmasına yardımcı olmaktadır. Konuşmamda defalarca ifade etmiş olduğum üzere, güvenilirliğin artması, enflasyon beklentileri ile enflasyonist şoklar arasındaki ödünleşimi, enflasyon beklentilerinin hemen enflasyonist şoklara dönüşmemesini sağlayarak geliştirir. Açıkça belirlenen enflasyon hedefinin avantajı, merkez bankasının uygulamalarını açıklayabileceği bir çerçeve sağlamasıdır.

42. Son olarak, Avustralya Merkez Bankası'ndan meslektaşım Guy Debelle'nin bir konferanstaki<sup>xiv</sup> açıklamalarına değinmek istiyorum:

“I think to some extent inflation targeting is cheap talk of the weak. But, unfortunately, we are the weak and we are not the strong. And you cannot become the strong just by wishing upon a star... .. In the end, actions matter, but the reason why you do all this communication is that communication becomes a mechanical nominal anchor.”

43. Teşekkür ederim.

---

<sup>i</sup> Friedman, M. (1977), “Nobel Lecture: Inflation and Unemployment”, *Journal of Political Economy*, June, 451-472.

<sup>ii</sup> Andres J and I. Hernando (1997), “Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD”, *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper*, No:6062.

<sup>iii</sup> Garfinkel, M. R. (1989), “What Is an ‘Acceptable Rate’ of Inflation? – A Review of the Issues”, *Federal Reserve of Bank of St. Louis Economic Review*, July/August, 3-15.

<sup>iv</sup> De Gregorio, J. (1996), “Inflation, Growth and Central Banks: Theory and Evidence”, *World Bank Working Paper*, February, No:1575.

<sup>v</sup> McDonough (2002), “The Importance of Central Bank Independence in Achieving Price Stability”, Remarks before the National Bank of Poland, July 2.

- 
- <sup>vi</sup> Fisher, S. (1993), “The Role Macroeconomics Factors in Growth”, *Journal of Monetary Economics*, 32: 485-512.
- <sup>vii</sup> Barro, R.J. (1991), “Economic Growth in a Cross Section of Countries”, *Quarterly Journal of Economics*, 104: 407-433.
- <sup>viii</sup> Cardoso, E. and A. Fishlow (1989), “Latin American Economic Development: 1950-1980”, *NBER Working Paper*, No: 3161.
- <sup>ix</sup> Fisher, S. (1993), “The Role Macroeconomics Factors in Growth”, *Journal of Monetary Economics*, 32: 485-512.
- <sup>x</sup> Cukierman, A., P. Kalaitzidakis, L. H. Summers and S. B. Webb (1993), “Central Bank Independence, Growth, Investment and Real Rates”, *Carnegie Rochester Conference Series in Public Policy*, 39: 95-140.
- <sup>xi</sup> Friedman, M. (1968), “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, 58: 1-17.
- <sup>xii</sup> Sargent, T. J., and N. Wallace (1981), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, *Quarterly Review of Minneapolis Federal Reserve Bank*, Fall, 1-17.
- <sup>xiii</sup> Woodford, M. (2001), “Fiscal Requirements for Price Stability”, *NBER Working Paper*, January, No: 8072.
- <sup>xiv</sup> Debelle, G. (2000), Discussion, Conference on Monetary Policy and Inflation Targeting in Emerging Economies, July 13-14, Bank of Indonesia.