

**MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARININ DÜŞÜRÜLMESİNE İLİŞKİN  
BASIN DUYURUSU**

**I. GENEL DEĞERLENDİRME**

1. Yasası gereği Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın birinci önceliği, Hükümet ile birlikte saptanan enflasyon hedefine ulaşmaktır. Merkez Bankası temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranı hakkındaki kararlarını, sadece ve sadece ileride beklediği enflasyon gelişmelerinin enflasyon hedefine ne ölçüde uygun olduğuna bakarak almaktadır. Diğer bir deyişle, Merkez Bankası'nın kendi kısa vadeli faiz oranı hakkında aldığı kararların amacı hiçbir zaman enflasyon dışındaki değişkenleri etkilemeye yönelik değildir.

2. Hiç şüphesiz, enflasyon oranı, ekonomideki diğer değişkenlerden bağımsız hareket eden bir değişken değildir. Çeşitli duyurularımızda defalarca belirtildiği gibi enflasyonu belirleyen bir dizi değişken vardır. Türkiye'deki enflasyonist süreci inceleyen çeşitli akademisyenlerin ortak kanısı, enflasyonun izleyeceği yolu belirleyen temel değişkenlerin döviz kurunun artış oranı, enflasyonun ileride alacağı değerlere ilişkin beklentiler, bu beklentiler çerçevesinde imzalanan uzun dönemli kontratlarda yer alan fiyatlar -sözgelimi ücret artışları- ve mevcut üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyinden ne yönde ve ne ölçüde farklılaştığına bağlı olarak belirlenen talep baskısıdır.

3. Bu çerçevede şu noktaların artık çok açık olması gerekmektedir:

- a) Merkez Bankası, enflasyon üzerinde belirleyici olan faktörleri sadece mevcut göstergelere bakarak değil, bu değişkenlerin ilerideki olası hareketlerini de göz önüne alarak çok dikkatli bir şekilde takip etmektedir.
- b) Enflasyonu belirleyen değişkenlerdeki mevcut ve ileride oluşabilecek hareketler, enflasyonun ileride izleyeceği yolu çizmekte, bunlar da Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranı hakkındaki kararlarını etkilemektedir.
- c) Sözgelimi, Türk lirası'nın giderek değerleniyor olması, başka değişkenlerde enflasyonu tersine etkileyecek bir hareketin yokluğunda, enflasyonda düşüş eğiliminin kuvvetleneceği anlamına gelmektedir.

- d) Merkez Bankası'nın bu eğilime bakarak kısa vadeli faiz oranlarını düşürmesi halinde, hiç şüphesiz bu eyleminin amacı döviz kurunun ulaştığı düzeye müdahale değildir. Amaçlanan sadece ve sadece enflasyon ile mücadelede gelinen noktada enflasyon hedefi ile uyumlu faiz oranı düzeyine yaklaşmak ve "genel gidişatın" olumlu yönde olduğu hakkında kamuoyuna sinyal vermektir.
- e) Kaldı ki kısa vadeli faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişki çok boyutlu ve karmaşıktır. Bu çok boyutluluğa değişik örnekler verilebilir. Aşağıdaki üç örneğin bu karmaşık durum hakkında yeteri kadar fikir vereceği düşünülmektedir.
- f) Birincisi, diğer değişkenler aynı kalmak üzere, Türk lirası cinsinden mali varlıkların getirisinin düşmesi, döviz talebini Türk lirası talebi aleyhine artırarak, kur üzerinde yukarıya doğru bir baskı oluşturabilir. Bu, faiz ile kur arasında ters yönlü ilişki kuranların dikkate aldıkları etkidir.
- g) İkincisi, Merkez Bankası'nın kısa vadeli faizlerde fiyat istikrarı temel amacı ile uyumlu olarak indirim gitmesi, hem enflasyon açısından hem de ekonomideki genel gidişat açısından piyasalara verilen olumlu bir sinyal olacağından, uygulanan programa güven daha da artacak ve ters para ikamesi daha da güçlenebilecektir. Bu durumda yukarıda söz edilen ilk etkinin aksine, kur üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşabilecektir.
- h) Üçüncüsü, iktisadi temellere dayanan ilk iki etkinin aksine, döviz kurlarında zaman zaman iktisadi temellerden kopuk hareketler oluşabilir. İktisadi temellerden kopuk bu tür hareketlerin, her zaman geçici olmalarına karşın belli bir süre devam edebileceği ve kısa vadeli faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişkileri daha da karmaşık kılacağı açıktır.
- i) İktisat biliminde en çok akademik tartışmanın yapıldığı ve geliştirilen kuramların hala istenilir düzeyde olmadığı hakkında neredeyse görüş birliği olduğu alanların belki başında döviz kuru gelmektedir. Bu zorluğa bir de borç dinamiğinin sürdürülebilirliği hakkındaki bekleyişlerin döviz kuru ve faiz üzerinde oluşturduğu ve standart ders kitaplarında yer almayan hareketler de eklenince, bu konuların ileri düzeyde uzmanlık gerektirdiği ortaya çıkmaktadır.

- j) Uygulanan programa güvenin artmasına paralel olarak dövizden Türk lirasına geçişin arzulan bir durum olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Böyle bir nedenle ya da daha uzun bir dönemde ülkemize yapılan doğrudan yabancı yatırımların artması sonucu döviz arz fazlası oluşabileceği ve bu sürecin de kurlar üzerinde baskı yaratabileceği bir gerçektir. Bunun çözümü de enflasyonun gelecekte alabileceği seyirden bağımsız olarak sadece kurların düzeyine müdahaleyi amaçlayarak kısa vadeli faizlerin düşürülmesi değil, oluşacak döviz arz fazlasının dalgalı kur rejimi ile tutarlı şeffaf yöntemlerle Merkez Bankası'nca satın alınarak sterilize edilmesidir. Nitekim, Mayıs ayından başlayarak özellikle ters para ikamesinden kaynaklanan döviz arz fazlası döviz alım ihaleleri yöntemi ile sterilize edilmektedir. Merkez Bankası, kamu borç yönetimi politikaları ile uyumlu olarak, döviz ve Türk lirası likiditesindeki gelişmeler çerçevesinde etkin sterilizasyon politikasını orta ve uzun vade de sürdürecektir.
- k) Kur-faiz ilişkisinin yukarıda belirtilenler ışığında değerlendirilmesi ve analizlerin çok boyutlu olarak yapılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir.

4. Öte yandan, enflasyonu belirleyen değişkenlerdeki hareketlerin ve reel faizlerin temel belirleyicisi de uygulanan iktisat politikalarıdır. Bu çerçevede, özellikle maliye politikası, Türkiye'ye özgü koşullar nedeniyle ön plana çıkmaktadır. Şüphesiz bunun temel nedeni, kamu kesimi borcunun, uygulanan program çerçevesinde önemli ölçüde azalma eğilimine girmesine karşın, hala yüksek düzeylerde olmasıdır.

5. Önceki duyurularımızda defalarca vurguladığımız gibi, mali disiplin, kamu borcunun milli gelire oranının sürekli biçimde düşürülmesi için olmazsa olmaz koşuldur. Bu düşüş eğilimi, borcun sürdürülebilirliği hakkında ekonomik birimlere güven verecek ve böylelikle hem borçlanma vadelerinin uzaması hem de reel faizlerin düşmesi sağlanmış olacaktır.

6. Reel faizleri düşürmenin yolunun nominal faizleri suni biçimde düşürmekten geçmediğinin artık toplumun çoğunluğu tarafından net bir şekilde anlaşıldığını düşünüyoruz. Bu tür bir davranış, sadece, büyük özverilerle kurulan dengelerin bozulmasına neden olacak, reel faizlerin düşmesini sağlamayacaktır. Doğru tedavi ancak doğru teşhis ile mümkündür. Bu çerçevede, reel faizleri düşürmenin yolu mali disiplinin kalıcı biçimde sağlanmasından ve enflasyonun düşürülmesinden geçmektedir. Nitekim, programın uygulamaya konduğu günden

bu yana incelendiğinde hemen görülecektir ki, reel faizlerde gerçekleşen yükselmelerin tümü, dış şoklar bir yana bırakıldığında, uygulanmakta olan programdan sapılma ihtimalinin ya da algılamasının ortaya çıkması ile gerçekleşmiştir.

7. Uygulanmakta olan program bir bütündür. Programın temel amaçları sürdürülebilir büyüme için ön koşul olan fiyat istikrarının sağlanması ve kamu borç stokunun milli gelire oranının azaltılması, temel ayakları ise parasal disiplin, mali disiplin ve yapısal reformlardır. Bu ayaklardan birisinin aksaması ya da ileride aksama olasılığı olduğu şeklinde piyasalarda şüphelerin baş göstermesi programın tümünün şimdiden aksamaya başlaması demektir. Bu durumda yapılması gereken, sorunun asıl kaynağı olmayan alanlarda çözümü aramak yerine, oluşan aksaklığı ya da aksama ihtimalini inandırıcı biçimde ortadan kaldırmaktır.

## II. ENFLASYON EĞİLİMİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME

8. Özellikle Nisan ayından itibaren, kurlarda ve petrol fiyatlarında görülen gerileme ile birlikte, maliyet yönlü baskılar azalmaya başlamıştır. Bu olumlu gelişmelerin enflasyon eğiliminde belirgin bir kırılma yaratacağını değerlendiren Merkez Bankası, 25 Nisan 2003 tarihinde faiz oranlarını 3'er puan düşürmüştür. Nitekim Nisan ayı enflasyonu yüzde 2,1 ile yüzde 2,8'lik piyasa beklendiğinin oldukça altında kalmıştır. Ayrıca, özel imalat sanayi fiyat artışları da yüzde 0,7 ile son derece sınırlı bir düzeyde gerçekleşmiştir. Kurlardaki gerileme Mayıs ayında da devam ederek maliyet yönlü baskıları oldukça azaltmış, genel gidişata ilişkin beklendiğilerde belirgin bir düzelme gözlemlenmiştir. Oluşmaya başlayan güven ortamı ve maliyet yönlü enflasyonist baskıların ortadan kalkması, Nisan ayı ortalarından itibaren beklendiğilere de olumlu yansımaya başlamıştır. Ocak ayında yüzde 24,8 iken, Nisan ayı ilk döneminde yüzde 28,4'e kadar yükselen yıl sonu tüketici fiyatları enflasyon beklendiğileri, çok tatmin edici düzeyde olmasa da Mayıs ayı ikinci döneminde yüzde 26'ya gerilemiştir.

9. Ancak, Merkez Bankası faiz politikasını belirlerken enflasyon eğilimindeki kırılmanın kalıcı olup olmadığını saptamaya büyük özen göstermektedir. Enflasyonda Nisan ayından itibaren oluşmaya başlayan olumlu tabloyu çok kısa sürede bozabilecek en önemli olumsuz unsurun, program çerçevesinde atılacağı belirtilen adımların atılmaması ya da oldukça gecikmeyle atılması olacağı açıktır. Bu tür gecikmeler, sadece mevcut göstergelere bakarak enflasyonda bir düşme ve dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarında bir indirim bekleyenler ile mevcut göstergelerin yanısıra, maliye politikasının ve dolayısıyla enflasyonu belirleyen değişkenlerin ileride ne yönde hareket edeceklerine de bakan Merkez Bankası'nın beklendiğileri ve değerlendirmeleri arasında fark oluşmasına neden olmaktadır.

**10.** Bu çerçevede, Merkez Bankası, özellikle Mayıs ayı başından itibaren sosyal güvenlik ve kamuda atıl istihdamın azaltılması başta olmak üzere, programda öngörülen bazı yapısal reformlarda ve önlemlerde gecikmeler olduğunu, keza enerji sektöründeki açıklar nedeniyle bütçeye gelebilecek ek yüklerin bulunduğunu, yıl sonu faiz dışı bütçe hedefine ulaşılması için bazı önlemlerin alınması gerektiğini müşahade etmiştir. Bu koşullar altında enflasyonla mücadelede odaklanmış bir para otoritesinin göstereceği doğru tavır, faiz oranları kararlarında temkinli olmak, resmin netleşmesini beklemektir. Nitekim, yukarıda sayılan gelişmeler, Merkez Bankası'nın Mayıs ayı içinde faiz indirimi konusunda temkinli hareket etmesine yol açmıştır.

**11.** Ancak, IMF ile yürütülen Beşinci Gözden Geçirme çalışmaları sürecinde, bu sorunların giderilmesine yönelik adımların atılmaya başlandığı ya da kısa sürede atılacağı, böylelikle gecikmelerin telafi edilebileceği gözlemlenmiştir. Nitekim, başta yıl sonu faiz dışı fazla hedefine ulaşılmasının önündeki en büyük engeli oluşturan sosyal güvenlik alanında olmak üzere, bu sorunlara karşı bazı önlemler şimdiden alınmaya başlanmış, enerji sektöründe maliyet azaltıcı tedbirler daha da belirginleşmiştir. Bu gelişmeler, gelecek dönem enflasyonu açısından olumlu bulunmaktadır.

**12.** Dün açıklanan Mayıs ayı yıllık tüketici fiyatları enflasyon oranının yüzde 29,5'ten yüzde 30,7'ye yükselmesinin olumsuzluk olarak algılanmaması gerekir. Bunun iki nedeni vardır. Birincisi, önceki duyurularımızda da belirttiğimiz gibi, yıllık enflasyon oranlarında belirgin bir azalma eğilimi yılın ikinci yarısından itibaren gözlenecektir. Bunun nedeni, enflasyondaki temel düşme eğiliminin etrafında 2002 yılı boyunca gözlenen dalgalanmaların yarattığı "baz" etkisidir. Bu temel eğilim etrafında 2002 yılında iki ayrı hareket söz konusudur: Nominal olarak değerlendirilen Türk lirası ve gıda fiyatlarının düşük düzeyde artması sonucunda 2002 yılının ilk yarısı boyunca mevsimsel hareketlerinden arındırılmış aylık enflasyon oranları düşük düzeylerde kalmıştır. Buna karşılık, Mayıs 2002 sonrasında oluşmaya başlayan siyasi belirsizlik algılamasına bağlı olarak artan kurlar ve Haziran ayından itibaren yapılan kamu zamları sonucu ikinci yarıda aylık enflasyon oranları nispeten daha yüksek düzeylerde seyretmiştir.

**13.** İkincisi, iktisat politikasının kontrolü altında bulunmayan tabiat koşullarından büyük ölçüde etkilenen tarım ve gıda fiyatlarındaki gelişmelerdir. Ancak, enflasyondaki temel eğilimin sağlıklı analizi için gıda dışı tüketici fiyatlarının seyri önem kazanmaktadır. Bu çerçevede, gıda dışı tüketici fiyatları enflasyonunun yıllık gelişimi enflasyon eğilimi açısından olumlu sinyaller vermektedir. Gıda dışı tüketici fiyatları enflasyonu 2002 yılının ilk

aylarından itibaren sürekli düşme eğiliminde olmuştur. 2002 yıl sonunda yüzde 31,5 olan gıda dışı yıllık tüketici fiyatları enflasyonu Nisan ayında yüzde 29,3'e, Mayıs ayında da yüzde 28,6'ya gerilemiştir. Enflasyon dinamiği açısından bir diğer olumlu gelişme de özel imalat sanayii fiyatlarında gözlenmektedir. Mevsimselliğin önemli düzeyde bulunmadığı bu endeksin gösterdiği aylık fiyat artışları yılbaşından bu yana sürekli düşmektedir. Nitekim, Ocak ayında yüzde 3,6 olan özel imalat sanayii fiyat artış oranı Mart ayında yüzde 1,6'ya, Nisan ayında 0,7'ye, Mayıs ayında da yüzde 0,3'e kadar gerilemiştir.

**14.** Maliyet unsurlarındaki azalış ve bekleyişlerdeki iyileşme ile gıda dışı tüketici ve özel imalat sanayii fiyatları enflasyonlarındaki olumlu gelişmelere karşın, mali disiplinde ileride oluşabilecek bir rahvet büyük bir iktisat politikası hatası olacaktır. Merkez Bankası olarak, böyle bir iktisat politikası hatasının gerçekleşmemesi için azami özenin gösterileceğine inanıyoruz. Merkez Bankası dışında kalan kesimlerde de aynı inancın pekiştirilmesi ve enflasyon bekleyişlerinin program hedefleri çerçevesinde oluşturulması için mali disiplinin ödün verilmeden sürdürüleceği, kamu kesimi gelirler politikasının program hedefleri ile uyumlu olarak gerçekleştirileceği ve öngörülen yapısal reformların zamanında yapılacağı konularında hiçbir tereddüte yol açılmaması gereği açıktır. Bu çerçevede, yapısal reformların hızı yanında, kamu kesimi ücret artışları ile memur maaş artışlarının program öngörülerine uyumu piyasalar açısından önemli bir gösterge olacaktır.

**15.** Diğer yandan, güvenin artmasına paralel olarak iç talepte canlanma sinyalleri alınmaktadır. Kesin bir yargıya varmak için erken olmasına karşın, iç talep artışının enflasyondaki düşüş eğilimini az da olsa sınırladığı düşünülmektedir. Önümüzdeki dönemde, kamu kesiminin olduğu kadar, özel kesimin de gelirler ve fiyatlama politikalarını, enflasyon hedefleri ile uyumlu olarak sürdürmesi, iç talep artışını kısa vadeli bir bakış açısı ile kar marjlarını artırma fırsatı olarak görmemesi enflasyonla mücadeleyi kolaylaştıracaktır. Aksine davranışların ise, hem enflasyonla mücadeleyi zorlaştıracığını, hem de bu mücadelenin maliyetini artıracığını bir defa daha hatırlatmayı faydalı buluyoruz.

### **III. MERKEZ BANKASI FAİZ ORANLARI**

**16.** Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında, Bankamız bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo–Ters Repo Pazarı'nda uygulamakta olduğumuz kısa vadeli faiz oranlarının 4 Haziran 2003 tarihinden itibaren aşağıdaki gibi, düşürülmesine karar verilmiştir:

- a) **Gecelik Faiz Oranları:** Borçlanma faiz oranımız yüzde 41'den yüzde 38'e düşürülürken, borç verme faiz oranımız yüzde 48'den yüzde 45'e düşürülmüştür.
- b) **Diğer Vadeler:** 1 haftalık borçlanma faiz oranımız yüzde 41'den yüzde 38'e düşürülmüştür.
- c) **Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları:** Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16:00 – 16:30 arası gecelik vadede uygulanan Bankamız borç verme faiz oranı yüzde 53'ten yüzde 50'ye düşürülürken, yüzde 5 olan borçlanma faiz oranımız değiştirilmemiştir.

Ayrıca, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan borçlanma imkanının faiz oranları yüzde 44'ten yüzde 41'e düşürülmüştür

Kamuoyunun bilgisine sunulur.