



**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI**

## **Fiyat İstikrarı**

**Erdem Başçı, Başkan Yardımcısı**

**2. KPMG Türkiye Finansal Risk Yönetimi Konferansı**

**Mayıs 2009**

## **Değerli Konuklar,**

Öncelikle düzenleme komitesine nazik davetleri için teşekkür ederim. Konuşmama başlamadan önce tüm değerli katılımcılara ve davetlilere hitap etmekten memnuniyet duyduğumu belirtir ve saygılar sunarım.

Sanıyorum içinde bulunduğumuz dönemde konuşmamın fiyat istikrarı hakkında olması şaşırtıcı olmayacaktır. Ülkemizin otuz beş yıllık yüksek ve belirsiz enflasyon tecrübesi sonrasında, “fiyat istikrarı”nın anlamı ve değeri herkesçe bilinmektedir.

2001 krizi öncesinde, Türkiye’de enflasyon hep “enflasyon canavarı” şeklinde bir benzetme yoluyla anılmıştır. Söz konusu dönemde, yıllık enflasyonun otuz beş yıllık bir süre boyunca kronik yüksek seviyelerde seyretmiş olduğu düşünülürse, kamuoyu nezdindeki bu popüler benzetmenin nedeni daha rahat anlaşılır. Yüksek kamu borcu, sorunlu maliye politikaları, sıkı finansal piyasalar ve zayıf finansal sektör politikaları 2001 öncesi dönemi hatırlatan diğer unsurlardır. Bu gözlemlerden hareketle, fiyat istikrarına ulaşma gayretinin aynı zamanda Türkiye’de yeni ve temiz bir sayfa açma çabası olduğu söylenebilir.

Oysa dünyada düşük enflasyon oranları uzun süredir sağlanmış ve sürdürülmüş olmasına rağmen, şu sıralarda fiyat istikrarının anlamı ve değeri, hararetle bir şekilde tartışılıp yeniden keşfedilmektedir. Bu kez dünyanın karşı karşıya bulunduğu açık ve yakın tehlike, mal ve hizmet fiyatlarının sürekli düşmesi demek olan deflasyondur.

Bugün itibarıyla Japonya, Çin ve Amerika Birleşik Devletlerinde yıllık tüketici fiyat enflasyonu eksi seviyelere inmiş bulunmaktadır. Avrupa Birliği’nde de önümüzdeki aylarda ortalama tüketici enflasyonunun eksi seviyelere ulaşınca kadar düşmeye devam etmesi beklenmektedir.

Söz konusu gelişme arzu edilen bir durum değildir, çünkü mal ve hizmet piyasasında ani bir talep düşüşünden kaynaklanmaktadır. Ani talep düşüşü firmaların kar marjlarını hızla eritip eksi seviyelere kadar düşürebilmektedir. Bu durum sırasıyla firmaların işçi çıkarmalarına, işsizlik oranlarının artmasına, harcanabilir gelirin

azalmasına, ihtiyati tasarruf eğiliminin artmasına ve sonuç olarak mal ve hizmetlere olan talebin daha fazla düşmesine yol açmaktadır. Bu dengesiz durum kendi kendini besleyen bir kısır döngüdür ve önemli bir istikrarsızlık örneğidir. Deflasyon, akut bir ekonomik hastalığın belirtilerinden sadece biri olarak kendini göstermektedir.

Deflasyon riskini bertaraf etmek için alınan olağandışı para ve maliye politikası önlemleri ise farklı bir istikrarsızlık korkusunu gündeme taşımaktadır. Söz konusu diğer endişe kaynağı ise enflasyon korkusudur. Bu ikinci istikrarsız durum öncekinin tersine mal ve hizmet fiyatlarındaki artışın önce yeniden başlaması, sonra hızlanması ve nihayet kontrol dışına çıkması halidir.

Bugünlerde iktisatçıların yorumlarında, ya deflasyon ve beraberinde işsizlik artışının sürmesi ya da yüksek enflasyonun geri dönmesi endişesi dile getirilmektedir. Bu iki zıt ekonomik görüşün tek ortak noktası herkesçe arzu edilen ve dönülmesi istenen durumun fiyat istikrarı olduğudur. Endişe konusu olan risk fiyat istikrarından aşağı veya yukarı yönlü sapma olasılığıdır.

Peki fiyat istikrarı nedir? Fiyat istikrarını, kısaca, iktisadi birimlerin tüketim ve yatırım kararlarında ihmal edebilecekleri kadar düşük bir enflasyon düzeyi olarak tanımlıyoruz. Gelişmiş ülkelerde bu tanım, yıllık yüzde 2 ile yüzde 2,5 düzeyindeki bir enflasyonun kalıcı olarak hedeflenmesi şeklinde ifadesini bulmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise bunun birkaç puan üzerindeki bir enflasyon fiyat istikrarı ile uyumlu kabul edilip hedeflenmektedir.

### **Değerli Konuklar,**

Konuşmamın bundan sonraki bölümünde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki bağlantıyı bütüncül bir bakışla ele almaya çalışacağım.

İlk olarak, istikrarın dinamik bir kavram olduğu tespiti ile başlamak istiyorum. İstikrar, bir sistemin geçici şoklar sonrasında kendini hedeflenen bir dengeye geri döndürme yeteneği anlamına gelir. İktisat teorisi ve tecrübesi, bize, piyasa mekanizmasının küçük şoklar karşısında hedeflenen (kararlı) dengeden sapmaları kendiliğinden giderebileceğini, ancak şokların büyük olması halinde dengeleyici kamu müdahalesinin gerekli olabileceğini öğretmiştir.

Finansal istikrar ise kredi hacminin arzu edilebilir ve dengeli bir büyüme sergilediği bir durum olarak tarif edilebilir. Bu tarif ile fiyat istikrarı arasındaki paralelliğe dikkatinizi çekmek istiyorum. Nasıl fiyat istikrarı, mal ve hizmet fiyatlarında düşük tek haneli bir artış hızı olarak tanımlanıyorsa, finansal istikrar da kredilerin makul ve sağlıklı bir hızda büyümesi olarak tanımlanabilir. Aşırı hızlı kredi büyümesi de ani kredi daralması da arzu edilmeyen finansal istikrarsızlık işaretleridir.

Vurgulamak istediğim ikinci nokta, istikrar kavramına bütüncül bir biçimde bakılması gerektiğidir. Ekonomideki bir dizi piyasanın istikrara sahip olması, ancak her bir piyasanın diğerleri ile eş zamanlı olarak istikrara sahip olması ile mümkündür. Genel denge kuramının temelini oluşturan Walras kanunu, piyasaların birinde ortaya çıkan dengesizliğin, en az bir diğerine de yansımak zorunda olduğunu söyler. Kısmi istikrar bu anlamda imkansızdır. Bu doğrultuda fiyat istikrarının ve finansal istikrarın birbirinin eş zamanlı gerek şartı olduğu ifade edilebilir.

Herhangi bir ekonomik krizin öncesindeki dönemde aşırı gevşek maliye politikalarını, aşırı gevşek para politikalarını, aşırı gevşek finansal sektör politikalarını veya bu üçünün bir bileşimini bir arada bulmak şaşırtıcı olmamaktadır.

Aşırı gevşek para politikası, mal ve hizmet piyasalarında yol açtığı dengesizlik sonucunda bir noktadan sonra ekonominin aşırı ısınmasına ve enflasyonun yükselmesine yol açarak fiyat istikrarını bozmaktadır. Enflasyondaki artış finansal piyasalarda oluşan nominal faizlerde, enflasyon riski priminin de katkısıyla, daha fazla bir artışa yol açarak finansal istikrarı tehdit etmektedir. Sonuç hem yüksek enflasyon hem de işsizliğin bir arada olduğu en kötü durum olmaktadır. Bu durum, 1970'li yılların sonlarında gelişmiş ülkelerde yaşanmıştır.

Aşırı gevşek maliye politikasının parasal genişleme yerine borçlanma ile finanse edildiği durumda ise, kamu borç yükündeki hızlı artış, bir noktadan sonra risk primi kanalıyla finansal piyasalarda oluşan faizlerdeki yükseliş yoluyla finansal istikrarı bozabilmektedir. Finansal istikrarın bozulması işsizliğe ve mal piyasalarında yeni bir dengesizliğe yol açmaktadır. Bu durum 1980'li yıllarda gelişmiş 1990'lı yıllarda bazı gelişmekte olan ülkelerde gözlenmiştir.

Aşırı gevşek finansal sektör politikaları sonucunda ise özel kesim borçluluğu kontrol dışı bir hızda artmakta ve bir noktadan sonra ekonominin aşırı ısınması

yoluyla enflasyona yol açabilmektedir. Artan enflasyon ve piyasa faizleri finansal piyasalarda geri ödeme problemi ile birlikte hızla finansal istikrarsızlığa dönüşebilmektedir. Finansal istikrarsızlık bu defa keskin bir kredi çöküşüne, talep daralmasına ve çok kısa sürede deflasyonist dinamiklere dönüşebilmektedir. Bu durum 2000 yılı sonrasında küresel ölçekte yaşanmıştır ve bugünlerde de yaşanmaya devam etmektedir.

Aslında Türkiye ekonomisinin yakın geçmişteki tecrübesi bu tespitlere karşı olumlu politika tepkilerine bir örnek olarak ele alınabilir.

2001 krizi sonrasında uygulanan istikrar programı, büyük ölçüde sıkı maliye politikası yoluyla kamu sektörü borç yükünün iyileştirilmesine dayandırılmıştır. Bunu müteakip, ekonomimizin kırılğanlıkları büyük ölçüde azaltılmış, ülkenin kredibilitesi hızla yükselmiştir.

Maliye politikası alanındaki olumlu gelişmeler sonucunda para politikasının manevra alanı belirgin biçimde genişlemiştir. Merkez Bankası ve Hazine arasındaki kısa vadeli avans kanalının ortadan kaldırılması ile birlikte bütçe açıklarının parasallaştırılmasının önüne geçilmiştir. Bu noktada, Merkez Bankası bağımsızlığının bir ön şart olarak doğru tespit edilmiş olması önemlidir.

Enflasyon hedeflemesi para politikası rejimi olarak benimsenmiş ve fiyat istikrarı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın temel amacı olarak saptanmıştır. Bu çerçevede, bekleyişlerin yönetimi para politikasının ana eksenine haline gelmiştir.

Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi rejimini dalgalı döviz kuru ortamında hayata geçirmiş olduğuna dikkat edilmelidir. Bu durumun, döviz kurunun bir politika aracı olmadığı anlamına geldiğini vurgulamak istiyorum. Döviz kurunun değeri piyasa şartlarında oluşmakta, uygulanan maliye ve para politikaları kadar uluslararası gelişmeler, ekonomik temeller ve bekleyişler de bunda etkili olmaktadır. Kuru dalgalı olduğu bir ortamda, döviz kurlarına ilişkin risklerin piyasalarca farkında olunmasının önemine özellikle dikkat çekmek istiyorum.

Bankacılık sektörünün etkili biçimde düzenlenmesi ve denetlenmesi de makroekonomik istikrarın tesisinde önemli rol oynamıştır. Bu gelişmeler, ahlaki rizikonun sınırlanması ve aşırı borçlanma eğiliminin frenlenmesi anlamına

gelmektedir. Bu çerçevede, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) kurulması ve etkinleştirilmesi, bankacılık yeniden yapılandırma programının başarılı biçimde uygulanması ve Yeni Bankacılık Yasası ile dünya iktisadi tecrübesinin en iyi unsurlarının sistemimize yansıtılması önem taşımaktadır. Bunlara ek olarak Merkez Bankası ile BDDK, Hazine, Sermaye Piyasası Kurulu, diğer kamu otoriteleri ve özel sektör temsilcileri arasındaki etkili işbirliğini de burada anmadan geçemeyeceğim.

### **Değerli Konuklar,**

Bu noktaya kadar değinmeye çalıştığım politika tercihleri Türkiye ekonomisinin kırılganlıklarının sınırlandırılmasında ve azaltılmasında önemli rol oynamıştır. Aslında kırılganlıkların azaldığına ilişkin bu önerme uluslararası sermaye şartlarının değiştiği ve Türkiye dahil pek çok ülkeden sermaye çıkışlarının yaşandığı 2006 yılının ilk yarısında bir defa sınanmıştır. İç ve dış talebin güçlü olduğu söz konusu dönemde, Merkez Bankası politika duruşunu sıkılaştırmış ve gerek TL gerekse döviz likiditesine yönelik tedbirler almıştır. O dönemde, enflasyon bekleyişleri ve hedefler arasındaki fark genişlemiş olmakla birlikte, alınan tedbirler sayesinde büyük ölçüde kontrol altında tutulabilmektedir. Zamanın para politikası tepkisi anılan dışsal şokun etkilerini uygun biçimde göğüsleyebilmiştir.

İçinde bulunduğumuz günlerde ise ikinci bir önemli sınavdan geçmekteyiz. 2008 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana küresel kriz dünya sathına yayılmış olup, hiçbir ülke krizin etkilerine karşı tam bağımsızlık sahibi değildir. Diğer taraftan, her ülke aynı biçimde etkilenmemekte, etkinin büyüklüğü ve maliyeti ülkeden ülkeye değişiklikler göstermektedir. Birkaç temel gözlemimi burada sizlerle paylaşmak istiyorum.

Pek çok ülkede finans sistemine devasa büyüklükte sermaye enjeksiyonu gerekmiş olmakla birlikte, Türkiye'de bu söz konusu olmamış, Türk bankacılık sektörünün sağlam yapısı teyit edilmiştir. Türkiye ekonomisinin risk priminin küresel risk algılamalarına, ülke kredi değerliğinin işaret ettiğinin ötesinde direndiği görülmektedir. Bu sayede, Türkiye'nin de aralarında olduğu, risk primlerinde düşüş görülen ülkeler politika faiz oranlarını daha fazla düşürebilme fırsatına sahip

olmuştur. Bunların Türkiye’de finansal istikrarın geliştiğine dair yeterli kanıt olarak okunabileceğine inandığımı belirtmek istiyorum.

Öte yandan ithalat fiyatlarının düşmesi ve zayıflayan talep şartları ile enflasyon görünümü iyileşmiş olup, bu durum bekleyişler üzerinden de izlenebilmektedir. Enflasyon görünümündeki iyileşme Merkez Bankası’nın hızlı faiz indirimlerine imkan sağlamıştır.

Sonuç olarak ülkemizde gerek fiyat istikrarının gerekse finansal istikrarın güvence altında olması sayesinde, Merkez Bankası’nın mevcut durumu ekonominin daha fazla daralmasına karşı dengeleyici bir rol üstlenebilmektedir.

### **Değerli Konuklar,**

Son veriler ışığında, özel tüketim talebinde yılın ikinci çeyreğinden itibaren kısmi de olsa bir toparlanmadan söz edilebilir. Ancak, uluslararası kredi piyasalarındaki sorunların bir kısmı çözülmekle birlikte çözülemeyen kısmı halen belirgin ve belirleyici durumdadır. Mal ve hizmet piyasalarındaki iyileşme işaretleri ise henüz oldukça zayıftır. Öte yanda gerek yurt içi yatırım talebinin gerekse dış talebin zayıf seyri sürmektedir. Bu gelişmeler ışığında, küresel iktisadi faaliyette ve istihdamdaki iyileşmenin yakın bir zamanda gerçekleşmeyeceği söylenebilir. Diğer taraftan, enflasyonu düşürücü etkenlerin bir süre daha varlığını sürdüreceği tahmin edilmektedir.

Mevcut para politikası duruşunun enflasyonun orta vadeli hedeflerin belirgin şekilde altında kalma riskini gidermeye çalıştığını tekrarlamak isterim. Finansal koşulların oldukça sıkı olması da Merkez Bankası’nın para politikasındaki aşağı yönlü esnekliğini uzunca bir süre devam ettirme yönündeki kararını desteklemektedir. Merkez Bankası’nca alınan tüm bu tedbirlerin küresel krizin ülkemiz üzerindeki olumsuz etkilerini olabildiğince sınırlamayı amaçladığını belirterek konuşmama son veriyor ve tüm katılımcılara ve konuklara saygılar sunuyorum.

Teşekkür ederim.