

**2004 YILI PARA VE KUR POLİTİKASI GENEL ÇERÇEVESİ
HAKKINDA BASIN DUYURUSU**

I. PARA POLİTİKASI

Genel Değerlendirme

1. 2002 ve 2003 yıllarında başta enflasyonla mücadele olmak üzere, ekonomik istikrarın sağlanması yolunda önemli kazanımlar elde edilmiştir. Bu kazanımların korunması ve daha da ileriye götürülerek orta vadede kalıcı fiyat istikrarına ulaşılabilmesi, Merkez Bankası'nın temel hedefidir. Önümüzdeki dönem para politikaları bu amaç doğrultusunda belirlenmeye devam edilecek, enflasyonun gelecekte izleyeceği eğilimin hedeflerle tutarlı olması temel kriter olarak alınacaktır.
2. 2002 ve 2003 yıllarında yaşanan sürecin en önemli özelliklerinden birisi de düşen enflasyonla birlikte yüksek büyüme hızlarına ulaşılmıştır. Bu sürece daha yakından bakıldığında ise, büyüme dinamiklerinin, programda da öngörüldüğü gibi, özel sektör ağırlıklı olduğu ve kalıcı bir nitelik taşıdığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle enflasyonla mücadelede kararlılık, uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ve bu sürecin yarattığı gelişmeler özel sektöre dayalı bir büyümenin önünü açmıştır.
3. Bir diğer önemli husus ise, 2002 ve 2003 yıllarında öngörülen enflasyon hedeflerinin tutması ile gerek 2004 yılı ve gerekse sonrası için, enflasyon hedefinin güvenilir bir nominal çapa olma özelliğinin önemli ölçüde artmış olmasıdır. Diğer bir deyişle enflasyon hedefi, ekonomik birimlerin hem yatırım hem de tüketim kararlarını alırken geleceğe yönelik belirsizlikleri giderebilmek için kullanabilecekleri önemli bir referans büyüklük haline gelmekte olup bu özelliğinin kuvvetlenmesine paralel olarak reel ekonomiye katkısı giderek daha da artacaktır.
4. Para politikası kararlarında sadece enflasyona odaklanan bir parasal otorite, ekonomik birimlere açık ve anlaşılabilir sinyaller vererek güvenilirliğini artıracak ve enflasyonla mücadelede başarılı olma şansını yükseltecektir. Bu yaklaşımın enflasyonla mücadelede ne kadar etkili olduğu Ülkemizde son iki yıldır elde edilen sonuçlar dahilinde açıkça görülmektedir. Kaldı ki, dünyada fiyat istikrarını kalıcı olarak sağlamayı başarmış ülkelerde merkez bankalarının en belirgin ortak yönü, bağımsız olmalarının yanı sıra, politikalarının anlaşılır sinyaller ve sistematik davranışlar içermesidir.

5. Fiyat istikrarını sağlamakta başarılı olmuş ülkelerin bir diğer ortak yanı kamu kesiminde borç dinamiklerinin kırılğan olmayan, sağlam bir yapı üzerine oturmasıdır. Böylelikle, risk priminde yüksek oynaklıklar olmamakta ve merkez bankalarının temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerin daha uzun vadeli faizlerle olan ilişkisi belirginleşmektedir. Bu da bağımsız ve enflasyona odaklı bir merkez bankasının hedefe ulaşmak yolunda kullandığı araçların etkinliğini artırmaktadır. Ayrıca, kronik ve yüksek enflasyon geçmişine sahip olan ülkelerde, kamu dengelerinin sağlam temellere oturtulmasına yönelik adımlar bekleyişleri olumlu yönde etkileyerek enflasyonda ataletin azalmasına katkıda bulunabilmekte ve enflasyondaki düşüş sürecini desteklemektedir.
6. Dışsal şoklara karşı kırılğanlığın düşük olduğu bir ekonomide merkez bankalarının taahhüt ettiği hedefler çok daha güvenilir olabilmektedir. Bu güvenilirliğin ekonomik aktörlerin ileriye yönelik aldıkları kararlara yansması durumunda ise enflasyonla mücadelenin maliyetleri azalmaktadır. Bu çerçevede, Türkiye’de son yıllarda borç dinamiklerinin sağlam temellere oturtulması yolunda elde edinilen kazanımların yapısal reformlarla desteklenerek kalıcı hale getirilmesi, belirsizlik yaratan unsurların başlıcasını ortadan kaldırarak kalıcı fiyat istikrarına giden yolu açacaktır.
7. Fiyat istikrarının sadece bir araç olduğu, iktisat politikalarının nihai hedefinin toplumsal refah düzeyini yükseltmek olduğu, bunun da hızlı ve sürdürülebilir büyüme ile gerçekleşebileceği ve fiyat istikrarının bu amaca ulaşmak için olmazsa olmaz bir koşul olarak ortaya çıktığı uzun yıllardır vurgulanmakla beraber, 2002-2003 dönemi bu düşüncenin nihayet genel kabul gördüğü ve enflasyonist süreçte 25 yıldır görülmemiş bir kırılmanın yaşandığı bir dönem olarak anılacaktır. Bu kırılmanın 2004 yılında daha da belirginleşerek devam edebilmesi için bütçe ve gelirler politikasının hedeflenen enflasyonla tutarlılığı bir ön koşuldur.
8. Enflasyonla mücadelede gelinen nokta, Türkiye’nin son yirmi beş yıllık tarihi içinde bir başarı hikayesi olarak değerlendirilebilir. Ancak, Türkiye’de fiyat istikrarına tam olarak ulaşılabilmesi açısından alınması gereken daha çok mesafe bulunmaktadır. Fiyat istikrarı, ekonomik aktörlerin karar verme süreçlerinde enflasyon riskinin ihmal edilebilir bir düzeyde kalması olarak yorumlanabilir. Bu çerçevede, gelinen noktanın fiyat istikrarından hala çok uzakta olduğu gözden kaçmamalıdır. Dahası, enflasyonda kısa sürede büyük düşüşler gösteren ülkelerde genelde tek haneli rakamlara doğru gidildiğinde erken zafer havasına girilebilmekte ve rehavet başlamaktadır. Merkez Bankası, önümüzdeki dönemlerde Ülkemizin de aynı durumu yaşamaması için her türlü çabayı göstermeye devam edecektir.

9. Bugüne kadar önemi sürekli vurgulanan mali disiplin ve yapısal reformların sürekliliği, bundan sonraki dönemde önemini artırarak devam ettirecektir. 2001 programıyla başlanan ekonomik dönüşümün siyasi ve kurumsal alandaki yapısal dönüşümlerle sürdürülmesi gerekmektedir. Özellikle kamu sektöründe verimliliği artırmaya yönelik adımlar, mali disiplinin kalitesine katkıda bulunması açısından son derece önem taşımaktadır. Bunun yanısıra, rekabet ortamının geliştirilmesi, bankacılık reformunun sürdürülerek finansal sistemin derinleştirilmesi, yerli ve yabancılar için yatırım ortamının iyileştirilmesi ve yönetim kalitesinin artırılması yolunda atılacak her adım, sürdürülebilir büyüme ve fiyat istikrarı yolundaki engellerin aşılmasına katkıda bulunacaktır.

2003 Yılı Enflasyonu ve Para Politikası Uygulamaları

10. Merkez Bankası, 2003 yılında da temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını, enflasyonu etkileyen değişkenlerin gelecek dönemlerdeki olası hareketlerini çeşitli senaryolar çerçevesinde analiz ederek belirlemeye devam etmiştir. 2003 yılının ilk çeyreğinde enflasyonun yükseldiği dönemde, söz konusu yükselmenin dışsal ve geçici unsurlardan kaynaklandığı vurgulanmış, “olağanüstü” dönemin sona ermesiyle enflasyon eğiliminin yeniden düşeceği öngörülmüş ve bu öngörü kamuoyu ile paylaşılmıştı. 2003 yılının birinci çeyreğinden sonraki gelişmeler bu öngörüler doğrultusunda gerçekleşmiştir. Merkez Bankası'nın geleceğe yönelik iyimser bakışını kamuoyu ile paylaşması bekleyişlerdeki iyileşmeyi güçlendirmiştir. Bu çerçevede, dışsal belirsizliklerin büyük ölçüde ortadan kalkmasıyla, ekonomik programın uzun vadeli bir bakış açısıyla kararlılıkla uygulanmaya devam edileceği, mali disiplin ve yapısal reformlardan sapma olmayacağı temel varsayımı altında, Nisan-Ekim döneminde kısa vadeli faizlerde altı defa indirime gidilmiştir. Böylece Nisan ayı içinde yüzde 44 seviyesinde bulunan gecelik borçlanma faiz oranı, Ekim ayında yüzde 26 seviyesine düşürülmüştür.
11. Burada vurgulanması gereken nokta, hedeflenen enflasyonla tutarlı bir politika izlenmesi ve bu politikaların şeffaf bir şekilde ekonomik karar alıcılarla paylaşılması durumunda, dışsal şokların yarattığı dalgalanmaların geçici olacağıdır. Nitekim, büyük ölçüde dışsal kaynaklı nedenlerle piyasalarda ortaya çıkan dalgalanmalar ve bu dalgalanmaların artırdığı maliyetler sonucu 2003 yılının ilk beş aylık döneminde yıl sonu hedefiyle uyumlu patikanın üzerine çıkan tüketici fiyatları enflasyonu, sonraki beş aylık dönemde söz konusu olumsuzlukların ortadan kalkması ve hedefle uyumlu para ve maliye politikaları sonucu yüzde 20'lik hedefe hızla yaklaşarak Kasım sonu itibarıyla yüzde 19,3 düzeyine ulaşmıştır.

12. Haziran-Aralık döneminde enflasyondaki düşüşte bir çok unsur rol oynamıştır. Bu unsurlar piyasalarda sağlanan görece istikrar ve Türk lirasının yabancı paralar karşısında değer kazanması, verimlilik artışları ve reel ücretlerin seyri sonucunda maliyet koşullarındaki iyileşme, gıda ve tarım grubu fiyatlarında görülen yavaşlama, kamu kesiminde enflasyon hedefiyle büyük ölçüde uyumlu fiyatlama ve gelirler politikası, iç talep baskısının olmayışı, artan rekabet ortamı ile üretici ve tüketici davranışlarının değişmeye başlamış olması olarak sıralanabilir.
13. Gerek sözü edilen olumlu koşulların gerçekleşmesine zemin hazırlayan, gerekse enflasyondaki düşüşe destek veren bütün bu gelişmeler, para ve maliye politikalarının ekonomik programla uyumlu bir şekilde yürütülmesinin bir ürünü olarak ortaya çıkmıştır. Bütçe disiplini ve enflasyona odaklı bağımsız bir para politikasının ekonomik istikrar üzerinde yarattığı etki 2003 yılında bir kaç unsur kanalıyla net olarak gözlenmiştir: Birincisi, hedefle tutarlı bir gelirler ve bütçe politikasının uygulanmış olması enflasyonla mücadele konusunda samimi olduğuna dair en önemli sinyal olmuştur. Bu yaklaşım, enflasyonun hızla yükselmeye başladığı dönemlerde dahi, gelecek on iki aylık döneme ait enflasyon beklentilerinin genel eğiliminin aşağı yönlü olmasını sağlamıştır. İkinci olarak, program hedefleri doğrultusunda yürütülen para ve maliye politikaları güven ortamının oluşmasına katkıda bulunmuş ve borçlanmanın sürdürülebilirliğine dair kaygıları azaltarak risk primini düşürmüştür. Bu gelişmeler, uzun vadeli faizlerin düşmesine katkıda bulunmakta, Türk lirasını güçlendirmekte, dolayısıyla enflasyonla mücadeleye maliyetler yönünden destek sağlamaktadır. Son olarak, mali ve parasal disiplin, aynı zamanda iç talepteki canlanmanın kontrollü bir şekilde gerçekleşmesini sağlamakta ve dolayısıyla enflasyon üzerinde talep yönlü bir baskı oluşmasını önlemeye katkıda bulunmaktadır.
14. Sonuç olarak 2002-2003 yılları, enflasyonla mücadelenin mucizevi bir formülü olmadığını ve güvenilirliği yüksek bir program eşliğinde hedefle tutarlı para ve maliye politikaları izlenmesinin kısa zamanda büyük kazanımlar getirebileceğinin gözlemlendiği bir dönem olmuştur.

2004 Yılında Para Politikası ve Riskler

15. Merkez Bankası, 2004 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edecektir. Bu çerçevede parasal büyüklüklere de dikkat edilecek, ancak, öncelik gerçekleşecek olan enflasyonun hedeflenen düzeye yakınsaması olacaktır. Bir diğer deyişle, ve daha evvel bir çok defa Merkez Bankası rapor ve sunumlarında belirtildiği gibi; para tabanındaki gelişmeler, enflasyondaki düşüş eğilimi sırasında para talebinin tahminindeki

güçlükler de dikkate alınarak, kesin bir hedef niteliğinden ziyade, gelecek dönem enflasyonuna dair içerdiği bilgiler açısından değerlendirilecektir.

16. 2004 yılı enflasyon hedefi yüzde 12 olarak belirlenmiştir. 2004 yılına girilirken enflasyon beklentileri ile hedef arasındaki fark 1,9 puana düşmüştür. Söz konusu rakam 2002 ve 2003 yıllarına girilirken sırasıyla 15,1 ve 4,7 düzeyindeydi. Bu veriler, 2004 yılında enflasyondaki düşüş eğiliminin hedeflenen şekilde süreceğine ilişkin inançların giderek güçlendiğine işaret etmektedir. Bu beklentilerin, önümüzdeki dönemde imzalanacak sözleşmelerde geçerli olacak ücret, fiyat, kira artışı ve faiz oranlarına, şüphesiz son derece olumlu katkıları olacaktır.
17. Kuşkusuz, makroekonomik istikrar ve fiyat istikrarı, kurumsal ve siyasi istikrardan bağımsız olarak düşünülemez. Dolayısıyla, kalıcı fiyat istikrarına giden yol, yapısal reformlardan geçmektedir. Bu doğrultuda, Merkez Bankası 2004 yılında son iki yılda elde edinilen kazanımların daha da ileriye götürülmesi için kendi yetkisi dahilinde yapılması gerekenleri yapmakla kalmayacak, aynı zamanda mutlak fiyat istikrarına giden yolun önünü tıkayan her türlü engel konusunda da gerekli uyarıları yapacaktır.
18. Bu çerçevede, para politikasının etkinliğini artırmaya yönelik olarak atılacak her türlü adım fiyat istikrarına ulaşılabilmesine ve bu istikrarın kalıcı olmasına katkıda bulunacaktır. Özellikle, kamu sektöründe verimliliğin ve bütçe faiz dışı fazlasının kalitesinin artırılmasına yönelik reformların devamı, borç dinamiklerine ilişkin yaratacağı olumlu etki kanalıyla, risk primindeki dalgalanmaları azaltarak enflasyonla mücadelede Merkez Bankası'nın temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının etkinliğini artıracak bir gelişme olacaktır. Nitekim makroekonomik ve siyasi alanda olumlu gelişmeler olduğu dönemlerde Merkez Bankası'nın, beklentileri ve dolayısıyla daha uzun vadeli faiz oranlarını etkileyebilme gücünün arttığı gözlenmektedir. Dolayısıyla, ekonomik aktörlerin daha uzak mesafeyi görmesini sağlayacak her türlü çaba ve bu yönde atılacak her adım enflasyonla mücadelenin kalıcılığına katkıda bulunacaktır.
19. Yapısal düzenlemelerin para politikası açısından ikinci önemli ayağı mali sektör reformunun derinleştirilmesidir. Böylece Merkez Bankası'nın temel politika aracı kanalıyla enflasyon üzerindeki etkinliği ve bu mekanizmanın öngörülebilirliği artacaktır. Kuşkusuz, sürekli değişen bir dünyada para politikası aktarım mekanizmasının işleyişi konusundaki belirsizlikleri sıfırlamak mümkün değildir. Ancak kamu borç dinamiğinin sağlamaştırılması ve finansal sistemin işlevselliğinin artırılmasının söz konusu mekanizmaya katkısı her durumda yüksek olacaktır. Bunun yolu da yine yapısal reformlardan geçmektedir.

20. Enflasyonda önemli bir düşüş eğilimi yakalanmış ve 2004 yılında enflasyon hedefine ulaşılabileceği yönündeki beklentiler güçlenmiş olmakla birlikte, önümüzdeki yıl için enflasyon açısından altı çizilmesi gerekli bazı riskler de bulunmaktadır. Kamu borcunun milli gelire olan oranında gerçekleşen çarpıcı azalmaya karşın borç dinamikleri henüz arzu edilen düzeyde değildir. Böyle bir yapı, ekonomide istikrarsızlıkların uzun süreli olması veya ekonomik programdan sapmaya yönelik sinyaller alınması durumunda enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkileyebilecektir.
21. 2004 yılı Mart ayında yapılacak yerel seçimler öncesinde, ekonomik aktörlerin, geçmiş deneyimlerinden kaynaklanan bazı şüpheleri gündeme getirmeleri riski vardır. Bu şüpheleri ortadan kaldırmanın tek yolu, ücret ve gelirler politikasını program hedefleriyle uyumlu biçimde devam ettirmektir. Bu konuda gelebilecek olumsuz bir sinyal, başta enflasyon ve cari açık olmak üzere genel makroekonomik dengeler konusundaki beklentiler üzerinde olumsuz etkilerde bulunacaktır. Dahası, makroekonomik hedeflerle uyumlu olarak algılanmayan bir ücret ve gelirler politikası, sonradan bu etkilerin telafi edilmesine yönelik tedbirler alınsa bile, belirsizlik ve risk algılamasının artmasına neden olarak beklentilerde bozulmaya yol açacak ve enflasyon üzerinde olumsuz etki yaratabilecektir.
22. Bunun yanında, gıda ve tarım fiyatlarının olası seyri her zaman bir risk unsuru olarak değerlendirilebilmektedir. Bu gruplarda fiyat artışlarındaki yavaşlamanın 2003 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde enflasyondaki düşüş sürecine olumlu katkı yaptıkları gözlenmiştir. Bu eğilimin 2004 yılında arz yönlü şoklar sonucu devam etmeme olasılığı, her durumda enflasyon açısından risk oluşturmaktadır. Diğer yandan, beklentilerdeki gelişmeler enflasyondaki ataletin kırılması yolunda önemli mesafe kaydedildiğine işaret etmekle birlikte, geçmiş enflasyona endeksli fiyatlama davranışlarının tam olarak kırılmadığı görülmektedir. Bu noktada, ekonomik birimlerin 2004 yılına ilişkin fiyatlama kararlarını verirken enflasyon hedefine uygun davranışları büyük önem taşımaktadır.
23. Sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçen ekonomilerde, enflasyona odaklı olarak yürütülen, güvenilirliği yüksek politikaların döviz kuru-enflasyon ilişkisini zayıflattığı gözlenmiştir. Benzer bir biçimde, Türkiye’de dalgalı kur rejimi uygulaması henüz yeni olmakla beraber, yapılan ön çalışmalar döviz kurunun enflasyon üzerindeki geçişkenlik katsayısının azalmaya başladığına işaret etmektedir. Ancak, döviz kurları hala enflasyon dinamikleri içinde en belirleyici unsurlardan biri olmaya devam etmektedir. Döviz kurlarının izleyeceği seyir, geçmişte olduğu gibi, 2004 yılı enflasyonu açısından da önemli olacaktır. 2004 yılında ekonomik programla uyumlu bir maliye ve para politikası uygulanması ve yapısal reformlarda süreklilik sağlanması durumunda döviz kurlarında enflasyon hedefini

tehlikeye sokacak bir gelişme beklenmemekle beraber, kamu mali disiplininin kalitesini orta ve uzun dönemde daha da sağlamlaştıracak yapısal reformlar gerçekleşmedikçe döviz kurundaki dalgalanmalar bir risk unsuru olmaya devam edecektir.

II. LİKİDİTE YÖNETİMİ VE KUR POLİTİKASI

Genel Değerlendirme

24. Merkez Bankası, finansal piyasaların istikrarını ve gelişmesini fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesi için destekleyici amaç olarak görmektedir. Bu nedenle, yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, 2004 yılında da likidite politikasını fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda gerçekleştirecek, uygulamaları ile finansal piyasaların gelişmesine ve istikrarına gereken katkıyı yapacaktır.
25. Ekonomimizin giderek daha istikrarlı bir hale gelmesinde, ve iç ve dış şoklara karşı duyarlılığının eskisine kıyasla azalmasında dalgalı kur rejiminin önemli bir paya sahip olduğu çoğu kesimce artık kabul edilen bir gerçektir. 2001 yılında kimi çevrelerce “bizde olmaz” denilen dalgalı kur rejiminin –ki dünyada yaklaşık 82 ülkede uygulanmaktadır- artık oturmaya başladığı görülmektedir. Aynı zamanda, sabit/öngörülebilir kur rejimlerinde bir politika aracı, dolayısı ile “neden” olan döviz kurunun; şimdi ekonominin temelleri, uygulanan istikrar programı ve beklentilerin, özellikle de ödemeler dengesi beklentilerinin bir sonucu olarak ortaya çıktığı anlaşılmıştır. Bu noktada Merkez Bankası’nın kur politikasına ilişkin kamuoyunda kimi zaman tartışmalara neden olan iki noktaya bir kez daha açıklık getirmekte yarar görülmektedir.
26. Birinci nokta oynaklık müdahalelerine ilişkindir. Döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı mekanik bir yolla ölçmeye çalışmak doğru değildir. Sözgelimi, sadece yakın geçmişteki oynaklık verilerine bakılarak merkez bankalarının müdahale zamanlamasının kestirilmeye çalışılması çok da sağlıklı bir yaklaşım olmayacaktır. Zira, merkez bankaları atacakları adımların ileride yaratacakları etkilerini de dikkate almak zorundadırlar. Bu çerçevede, “Oynaklık kriterinde samimi ise Merkez Bankası’nın müdahale etmesi gerekirdi.” ya da aynı yaklaşımlar ile “Son müdahale oynaklık nedeniyle yapılmadı, Merkez Bankası seviyeye bakarak müdahale etti.” şeklindeki yargılar, sadece geçmiş oynaklık verilerine bakılarak oluşturulduğu sürece yanlış ve haksız olacaktır. Merkez Bankası, yakın geçmişteki ve cari dönemde kurlarda oluşan oynaklığın büyüklüğü kadar, müdahale ettiği ve etmediği koşullarda ileride oluşacak oynaklıkların büyüklüğünü de öngörmeye çalışmakta ve müdahale kararlarını buna göre almaktadır.

27. İkinci nokta ise döviz alım ihaleleri ile ilgilidir. Saf haldeki bir dalgalı kur rejiminde kuramsal olarak döviz rezervlerinin düzeyinin bir önemi olmaması gerekir. Buradan yola çıkılarak, Merkez Bankası'nın bir taraftan dalgalı kur rejimi uyguladığını söylemesi diğer yandan da döviz alım ihaleleri yoluyla rezervlerini artırması ilk bakışta bir çelişki olarak algılanabilir. Oysa, ortada bir çelişki yoktur: Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesinde, dış borç servisinin düzenli olarak gerçekleştirilmesinde ve uluslararası finans çevreleri ile uluslararası piyasalarda ülkeye duyulan güvenin artmasında, güçlü döviz rezervi pozisyonu katkı sağlamaktadır. Türkiye'nin içinde bulunduğu coğrafya, dış borç servisi ve Merkez Bankası nezdinde tutulan ve Merkez Bankası'nın yurtdışındaki vatandaşlarımıza yükümlülüğü olan döviz mevduatları da dikkate alındığında, dalgalı kur rejimi de uygulanıyor olsa döviz rezervlerinin düzeyi önem kazanmaktadır. Tabii ki bu önem, sabit kur rejiminde ya da öngörülebilir kur rejiminde olduğu kadar büyük değildir.
28. Döviz alım ihaleleri ile ilgili dikkate alınması gereken bir diğer nokta, geçmişteki istikrarsız yapıya bağlı olarak ve yılların birikimi sonucunda oluşan ekonomik birimlerin döviz cinsinden varlıklarıdır. Dolarizasyon olarak adlandırdığımız bu olgunun, arkasındaki temel neden olan bozuk iktisadi yapının kökten değişmeye başlaması ile birlikte ve zaman içinde giderek belirginleşen bir şekilde önemini yitirmesi beklenir. Bu da ters dolarizasyon süreci olarak adlandırılabilir. Burada önemli bir ayrımın altını çizmek gerekmektedir. Bu ayrım, “ters stok dolarizasyonu” ve “ters akım dolarizasyonu”dur. Ters dolarizasyon sürecinin ilk başlarında ve belki de uzunca bir süre daha çok ters akım dolarizasyonunun gerçekleşmesi beklenmelidir. Diğer bir deyişle, ekonomik birimlerin portföylerinde tuttukları döviz cinsinden mali varlıklarda bir azalış olmasa bile, döviz cinsinden mali varlıkların reel olarak değeri, sözgelimi milli gelire oranı, zaman içinde azalabilir ve önemsiz bir düzeye inebilir. Eğer, aynı dönemde yerli para cinsinden mali varlıklarda tam tersi bir olgu gözleniyorsa, bu durumda ters akım dolarizasyonu gerçekleşiyor demektir. Bunun bir diğer anlamı, görelî döviz talebinin azalıyor olmasıdır. Öte yandan, döviz cinsi mali varlık stoklarının çözülmesi ise hem görelî döviz arzının artması hem de döviz talebinin azalması anlamına gelecektir. Her iki durumda da, belli bir fiyat düzeyinde, bir döviz arz fazlasının oluştuğu söylenebilir. Dolayısıyla, Merkez Bankası sadece stok değerlerine bakarak döviz alım ihalelerine karar vermemektedir.

2003 Yılı Likidite Yönetimi ve Kur Politikası Uygulamaları

29. Merkez Bankası'nın Şubat 2001 krizi sonrası kamu bankaları ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankaların likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla söz konusu bankalardan 14 katrilyon Türk liralık Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) alması sonucu oluşan fazla likiditenin etkileri 2002 yılı boyunca devam etmiş ve piyasadaki fazla likidite 2002 yılı sonunda 9,7 katrilyon Türk lirası seviyesinde gerçekleşmiştir.
30. Piyasadaki fazla likidite 2003 yılında da devam etmiş ve 5 katrilyon Türk lirası ile 14 katrilyon Türk lirası aralığında dalgalanmıştır. Başta Merkez Bankası'nın döviz alımları karşılığı yaratılan Türk lirası olmak üzere, fazla likiditenin açık piyasa işlemleri ile çekilmesi sonucu ödenen faizler ile zorunlu karşılıklara ödenen faizler, fazla likiditeyi artıran unsurlar olmuştur. Özellikle ters dolarizasyon ve sistem dışı döviz ve efektif girişi sonucu Merkez Bankası'nın yoğun döviz alımında bulunması ile yaratılan fazla likidite, Hazine'nin Türk lirası cinsi borçlanmasını ve net döviz cinsi borç geri ödemesini kolaylaştırarak, bir anlamda fazla likiditenin Hazine tarafından sterilize edilmesine imkan sağlamıştır. Böylece, başta Hazine'nin döviz cinsi borç geri ödemeleri olmak üzere, Hazine'nin Merkez Bankası portföyünde bulunan DİBS'lerin kuponları için yaptığı ödemeler ve para tabanı talebindeki artış, fazla likiditeyi azaltan unsurlar olmuştur. Bu işlemler sonucunda, 2003 yılı sonu itibariyle piyasadaki fazla likidite 8.3 katrilyon Türk lirası düzeyinde oluşmuştur.
31. Merkez Bankası, piyasadaki fazla likiditeyi, Bankalararası Para Piyasası (BPP)'ndeki Türk lirası depo işlemleri ve açık piyasa işlemleri çerçevesindeki İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Repo – Ters Repo Pazarı'nda gerçekleştirilen ters repo işlemleri ile aktif olarak sterilize etmiş, kısa vadeli para piyasası faiz oranlarının enflasyon hedefi ile tutarlı olacak şekilde belirlenen düzeylerde kalmasını sağlamıştır. Merkez Bankası, piyasadaki fazla likiditenin vadesini uzatmak ve likidite yönetimini esnekletirmek amacıyla, dört haftalık Türk lirası depo alım ihalelerine ilave olarak, Kasım ayında iki haftalık Türk lirası depo ihalelerine başlamış ve depo alım ihalelerinde alınacak tutarın piyasadaki likidite seviyesi dikkate alınarak esnek biçimde belirlenmesini sağlamak üzere, ihale miktar sınırlandırmasını kaldırmıştır.
32. Piyasadaki likiditenin para piyasaları ve bankalar arasındaki dengesiz dağılımı, özellikle fazla likiditenin azaldığı Mayıs – Temmuz döneminde olmak üzere zaman zaman para piyasası faiz oranları üzerinde baskı yaratmış, ancak, Merkez Bankası'nca piyasa yapıcısı bankalara sağlanan likidite imkanı para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önlemiştir. Bu

çerçevede, piyasa yapıcısı bankalar söz konusu dönem içindeki üç günde sınırlı miktarda Merkez Bankası repo imkanından yararlanmışlardır.

33. Yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, destekleyici amaç olan finansal piyasalardaki istikrara büyük önem vermekte, finansal piyasalardaki istikrarı tehdit edecek herhangi bir şok karşısında mevcut araçları etkin bir şekilde kullanmaktadır. Bu çerçevede, aldığı önlemler ve yaptığı açıklamalarla piyasalarda yaşanabilecek dalgalanmaları en aza indirmektedir. Merkez Bankası, Mart ayındaki Irak savaşı sırasında geçici döviz likiditesi sıkışıklığı yaşayan bankalara döviz depo imkanı kullandırmış, söz konusu işlemlere uygulanan faiz oranını düşürmüştür. Yine aynı kapsamda, Kasım ayında İstanbul'da meydana gelen terör eylemleri sırasında bankalara sınırsız borçlanma imkanı tanımış, geçici olarak borç verme faiz oranını düşürerek piyasalardaki gerginliği ve yaşanabilecek dalgalanmaları azaltmış ve ödeme sistemlerinin sorunsuz kapanmasını sağlamıştır.
34. Merkez Bankası, kurların mümkün olduğu kadar az müdahale ile piyasa koşullarında oluşmasına büyük önem vermektedir. Zira, döviz kurunda daha güçlü bir istikrar, suni uygulamalar ve sık müdahaleler ile değil, makroekonomik temellerin kuvvetlenmesi ve ekonomide kırılğanlıkların azalması ile sağlanacaktır. Bu çerçevede, Merkez Bankası, Şubat 2001 krizi sonrası uygulamaya başladığı dalgalı kur rejimini 2003 yılında da etkin bir şekilde sürdürmüş, kurlar piyasa şartlarında oluşmuştur. Merkez Bankası, aşırı dalgalanmalar dışında, kurların düzeyini ya da yönünü belirleme amaçlı döviz alım ya da satım işlemleri yapmamıştır. 2003 yılı Mayıs–Ekim döneminde kurlarda görülen aşırı dalgalanma, ya da aşırı dalgalanma yaratacak gelişmeler nedeniyle altı defa döviz alım müdahalesinde bulunmuş, döviz satım müdahalesinde bulunmamıştır.
35. Güçlü döviz rezervi Merkez Bankası para politikasının etkinliğini ve piyasalardaki güveni artıran, iç ve dış borçlanmayı kolaylaştıran çok önemli bir unsurdur. Bu çerçevede, Merkez Bankası döviz arz fazlasını gözlemlediği dönemlerde, dalgalı kur rejimi ile çelişmeyecek şekilde döviz rezervlerini artırmaya önem vermektedir. 2003 yılı döviz arz fazlasının çok yoğun olduğu bir yıl olmuştur. Uygulanan ekonomik programa olan güvenin artmasına bağlı olarak Mart ayından başlayarak döviz mevduatlarında çözülme ve yoğun bir sistem dışı döviz ve efektif girişi gözlenmiş, Türk lirası yatırım araçlarına talep özellikle Ağustos ayından itibaren yabancı yatırımcı girişleri ile desteklenmiştir. Merkez Bankası sayılan bu nedenlerle oluşan döviz arz fazlasını döviz rezervlerini güçlendirmek amacıyla ve dalgalı kur rejimi ile uyumlu olarak ihale yöntemiyle sterilize etmiştir. Merkez Bankası, ihale yöntemini etkinleştirmek amacıyla, döviz arz fazlasındaki gelişmelere paralel olarak, piyasa katılımcıları ile de görüşerek ihale yönteminde ve ihale miktarlarında değişikliklere gitmiştir. Böylece,

müdahalelerle 4,2 milyar ABD doları ve ihale yöntemiyle de 5,7 milyar ABD doları olmak üzere, toplam 9,9 milyar ABD dolarlık döviz alınmış, karşılığında 13,9 katrilyon Türk liralık likidite yaratılmıştır. 2003 yılında alınan döviz tutarı, şimdiye kadar Merkez Bankası'nca bir yıl içinde alınan en yüksek tutardır.

36. Diğer yandan, Merkez Bankası, bankacılık sisteminin aracılık maliyetlerinin azaltılması yolu ile finansal piyasaların etkin çalışmasına ve derinleşmesine ilişkin katkılarını 2003 yılında da sürdürmüştür. Türk lirası zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranının belirlenmesi, piyasa faiz oranlarındaki gelişmeleri yansıtmak amacıyla, kurala bağlanmıştır. Buna göre, Türk lirası zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranı, bankacılık sistemindeki mevduatların ağırlıklı ortalama basit faiz oranlarının yüzde 75'i ile 80'i aralığında tutulmaktadır. Ayrıca, Merkez Bankası, 2 Ocak 2004 tarihinden geçerli olmak üzere, BPP'nda gerçekleşen Gün İçi Limit uygulaması dışındaki işlemlerden komisyon alınması uygulamasını kaldırmıştır. Böylece, komisyon ve vergi uygulamaları nedeniyle, Merkez Bankası kotasyonları ile ikincil piyasada oluşan faiz oranları arasında farklılıkların oluşması engellenecek ve bankaların işlem maliyetleri azaltılacaktır.

2004 Likidite Yönetimi ve Kur Politikası

37. 2004 yılında piyasadaki fazla likidite miktarının, (i) Hazine'nin net döviz cinsi borçlanmasına, (ii) ters dolarizasyon, sistem dışı döviz ve efektif girişi ile yabancı yatırımcı girişi sonucu oluşabilecek döviz arz fazlasının Merkez Bankası'nca sterilize edilmesine, (iii) İmarbank mudilerine yapılacak ödemeler karşılığında TMSF'nin Merkez Bankası'ndan kullanacağı kredi miktarına bağlı olarak dönem dönem önemli ölçüde dalgalanabileceği, ancak yılın genelinde, 2003 yılı ortalamaları düzeyinde seyredeceği beklenmektedir.
38. Merkez Bankası, 2002 yılında, enflasyon hedeflemesi stratejisine hazırlık olarak ve modern merkez bankacılığı çerçevesinde, para politikası operasyonel yapısında önemli değişiklikler gerçekleştirmiş ve bu uygulamalarını 2003 yılında pekiştirmiştir. Bu çerçevede, 2004 yılında likidite yönetimi stratejisinde önemli bir değişikliğe gidilmesi öngörülmektedir. Piyasadaki fazla likidite, BPP'ndaki Türk lirası depo işlemleri ve açık piyasa işlemleri çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda gerçekleştirilen ters repo işlemleri ile çekilmeye devam edilecektir. 2004 yılında likidite sıkışıklığı beklenmemekle birlikte, herhangi bir likidite sıkışıklığı halinde standart ve gün içi repo ihaleleri aktif olarak kullanılacak, kısa vadeli faiz oranlarının Merkez Bankası faiz oranları çerçevesinde oluşması sağlanacaktır.

39. Bu çerçevede, halen yürürlükte olan ve 2004 yılı boyunca uygulanması öngörülen piyasa düzenlemelerinin tekrar edilmesinde fayda görülmektedir:

- a. Merkez Bankası, gün içi işlemler ile Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesindeki işlemler için borçlanma ve borç verme faiz oranlarını enflasyon hedefi ile uyumlu olarak ilan etmeye devam edecektir. Böylece, kısa vadeli para piyasası faiz oranlarının belli bir bant içinde oluşması sağlanacaktır. Bu çerçevede, bankalar, BBP’nda mevcut limitleri dahilinde saat 10.00 – 16.00 saatleri arasında, İMKB Repo – Ters Repo Piyasası’nda ise 10.00 – 14.00 saatleri arasında Merkez Bankası’na borç verebilecekler ya da Merkez Bankası’ndan borçlanabileceklerdir.
- b. Bankalar, gün içinde oluşan geçici likidite ihtiyaçlarını 09.00 – 15.00 saatleri arasında işlem limitleri ile sınırlı olarak Gün İçi Limit (GİL) uygulaması çerçevesinde Merkez Bankası’ndan sağlayabileceklerdir.
- c. Merkez Bankası, gün sonunda likidite ihtiyacı olan bankalara, yeterli teminat bulundurulması kaydıyla “Nihai Kredi Mercii” fonksiyonu çerçevesinde, “Geç Likidite Penceresi (LON)” ile BBP’nda 16.00 – 16.30 saatleri arasında gerekli likiditeyi sınırsız olarak sağlayacaktır.
- d. Piyasa yapıcısı bankalara açık piyasa işlemleri çerçevesinde repo işlemleri ile sağlanan likidite imkanı uygulaması devam edecek, söz konusu işlemlerin faiz oranları Merkez Bankası’nın gün içinde borç verme işlemleri için uyguladığı faiz oranından düşük olacaktır.
- e. Merkez Bankası, piyasadan çekilen likiditenin vadesini uzatmak ve para politikasını etkinleştirmek amacıyla başladığı Türk lirası depo ihalelerine, piyasa koşulları uygun olduğu sürece devam edecektir.
- f. 2004 yılında fazla likiditenin devam etmesi beklenmekle birlikte, piyasa gelişmeleri çerçevesinde Türk lirası likidite ihtiyacının ortaya çıkması halinde normal repo ihaleleri ve gün içi repo ihalelerine başlanacaktır.
- g. Bankalar, Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası’nda kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası’ndan döviz deposu alabileceklerdir. Bunun yanında, söz konusu piyasada kamu bankalarının 2001 yılı içinde TMSF bünyesindeki bankalardan devraldıkları depolarla sınırlı olmak üzere aracılık işlemlerine devam edilecektir.

40. Yukarıdaki piyasa düzenlemeleri, normal likidite yönetiminin etkin biçimde yerine getirilmesinin yanında, 2002 ve 2003 yıllarında da görüldüğü üzere, olası bir dışsal şokun piyasalar üzerindeki olumsuz etkisini ve kısa vadeli Türk lirası faiz oranlarındaki dalgalanmaları önleyecek yeterliliktedir. Merkez Bankası, para politikasını etkinleştirmek

amacıyla, yukarıdaki piyasa düzenlemelerine ilave olarak, gerekli gördüğünde yeni düzenlemeler de yapabilecektir.

41. Dalgalı kur rejimine 2004 yılında da devam edilecek, kurlar piyasa koşullarına göre oluşacaktır. Merkez Bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, 2004 yılında da sınırlı kalmak kaydıyla, kurlarda aşırı dalgalanma görüldüğünde alış ya da satış yönünde müdahalede bulunabilecektir. Ayrıca, ödemeler dengesindeki ve ters dolarizasyon sürecindeki gelişmelerin uygun olması halinde, Merkez Bankası döviz rezervlerini güçlendirmeye devam edecektir. Döviz rezervlerini güçlendirme biçimi şeffaf, piyasa katılımcıları ile görüşülerek oluşturulan mekanizmalara dayanan ve önceden duyurulan döviz alım ihaleleri yoluyla olacaktır. Ters bir durum oluştuğunda ise, dönem sonunu beklemeden, kısa ya da uzun süreli olarak önceden kamuoyuna duyurmak suretiyle döviz alım ihalelerine ara verilebilecektir. Burada tekrar altının çizilmesi gereken noktalar, döviz rezervlerinin geldiği düzeyin hiç de azımsanmayacak bir düzeyde olduğu ve Merkez Bankası'nın hiçbir zaman aşırı bir tavır içinde olmayacağıdır. Merkez Bankası, güçlü rezerv pozisyonuna sahip olmanın yanı sıra, bir ülkenin ulusal varlığı olan bu rezervlerin basiretli bir biçimde yönetilmesine de eskiden olduğu gibi 2004 yılında da büyük önem verecektir.

42. Bu noktada, Merkez Bankası'nca sürekli vurgulanan dalgalı kur rejiminde açık ya da fazla döviz pozisyonu taşıma risklerinin bir defa daha altının çizilmesinde fayda görülmektedir. Dalgalı kur rejiminde, kurlar dışsal şoklar, ekonomik gelişmeler ya da bekleyişlerdeki değişimler nedeniyle önemli ölçüde aşağı ya da yukarı hareket edebilmektedir. Bunun yanı sıra, açık ya da fazla döviz pozisyonu tutma eğilimi bu dalgalanmaların şiddetini daha da artırmaktadır. Bu nedenle, ekonomik birimlerin döviz pozisyon riski almamaları, ve döviz pozisyonlarını vadeli işlemlerle dengelemeleri önem kazanmaktadır. Bu noktada vadeli işlemler piyasasının kullanımı ve yaygınlaşması büyük önem taşımaktadır. Merkez Bankası, vadeli işlemler piyasasının gelişmesine yönelik vergi ve alt yapı düzenlemelerine büyük destek vermiş, vadeli işlemler piyasalarının tanıtımına yönelik çalışmalara aktif olarak katılmıştır. Bu tür tanıtım faaliyetlerinin 2003 yılında vadeli işlemler piyasalarının gelişmesine yaptığı katkı memnuniyetle izlenmektedir. Ancak, mevcut gelişmeler yeterli görülmemektedir. Bu nedenle, Merkez Bankası vadeli işlemler piyasalarının gelişmesine yönelik teknik ve tanıtım desteğini 2004 yılında da devam ettirecektir.