



2010 YILINDA PARA VE KUR POLİTİKASI

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

10 Aralık 2009

ANKARA

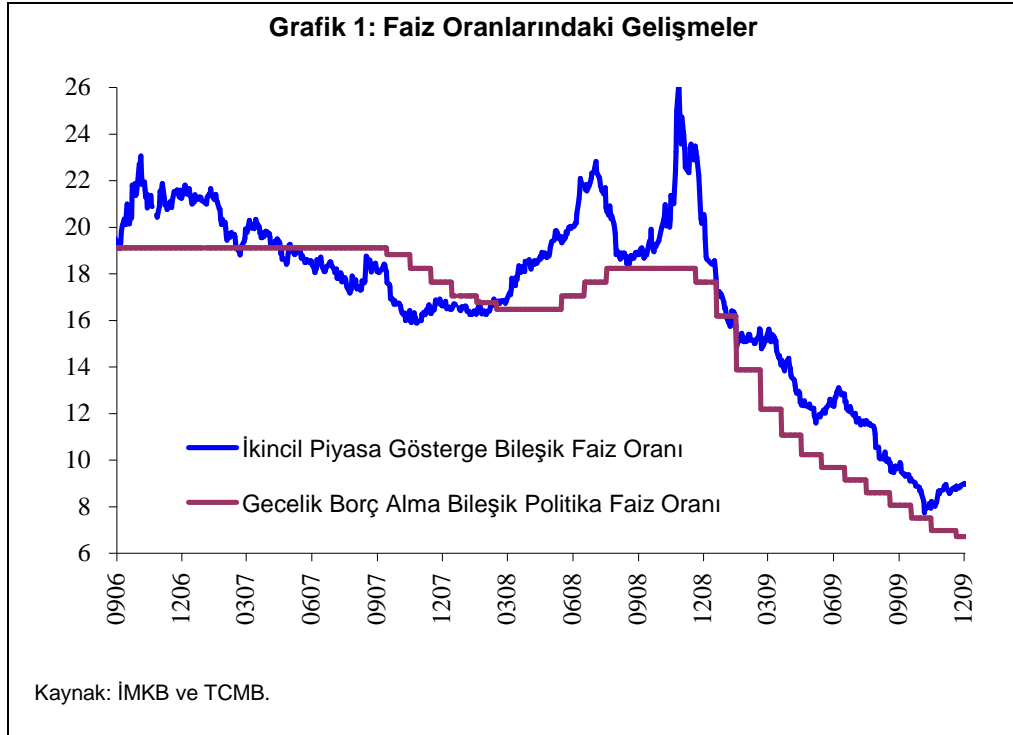
I. PARA POLİTİKASI GENEL ÇERÇEVESİ

Genel Değerlendirme: Kriz Sürecinde Para Politikası

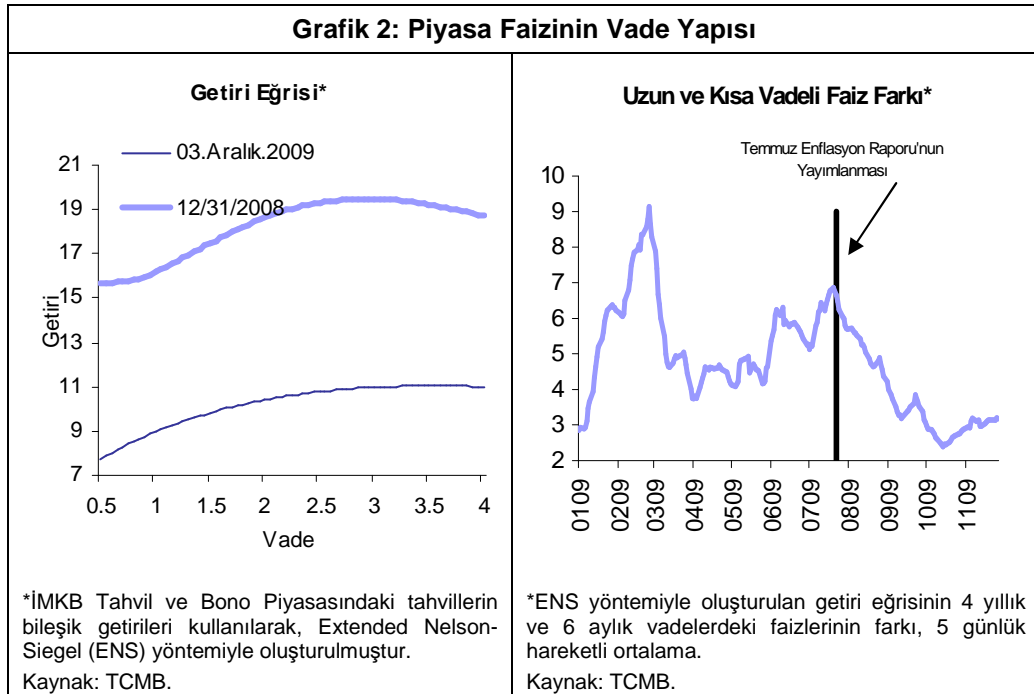
1. Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp, 2008 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren derinleşerek küresel sistemin tamamına yayılan krizin ekonomik ve finansal istikrar üzerindeki etkileri 2009 yılı boyunca gözlenmeye devam etmiştir. Bu dönemde dünya ekonomisinde yakın tarihin en ağır durgunluğunun yaşanması merkez bankalarını büyüme, istihdam ve finansal sistem üzerindeki tahribatı sınırlamaya yöneltmiştir.
2. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, krizin ilk dönemlerinde riskten kaçınma eğiliminin güçlenmesiyle döviz kurlarında sert değer kayıpları yaşarken, finansal istikrar kaygıları nedeniyle temkinli bir duruş sergilemiştir. Ancak daha sonra küresel iktisadi faaliyetteki ani yavaşlamanın ve emtia fiyatlarındaki çöküşün küresel enflasyonun hızla düşmesini sağlamasıyla, finansal piyasaları görece olarak daha istikrarlı seyreden ve risk primindeki bozulmanın daha sınırlı olduğu gelişmekte olan ülke merkez bankaları yüksek miktarlarda faiz indirimlerine gitmiştir.
3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Merkez Bankası), ülkemizde yakın geçmişte yaşanan krizlerin sağladığı deneyimle bu dönemde hızlı ve etkili kararlar alabilmiş, küresel krizin olumsuz etkilerini en aza indirmek için üzerine düşeni yapmıştır. Türkiye'nin finansal sisteminin sağlam yapısı ve risk primindeki bozulmanın görece olarak sınırlı kalması, para politikasının hareket alanını genişleten bir unsur olmuştur.
4. Merkez Bankası, krizin derinleşmesinin ardından uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların iç ve dış talebi uzunca bir müddet sınırlamaya devam edeceği öngörüsünden hareketle, kriz sürecinde iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek tahribatı sınırlamaya odaklanmıştır. Bu kapsamda Merkez Bankası, 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış ve gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankaları arasında yer almıştır. 2009 yılında enflasyonun hedefin altında kalma ihtimalinin arttığını öngören Merkez Bankası, önden yüklemeli bir strateji izleyerek Aralık 2008-Nisan 2009 döneminde politika faizlerini 650 baz puan indirmiştir.

5. Merkez Bankası'nın politika uygulamalarında, kısa vadeli iktisadi gelişmelerden çok orta vadeli eğilimler etkili olmaktadır. Bu çerçevede, 2009 yılının ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyete dair kısmi toparlanma işaretleri alınmasına rağmen talepteki canlanmanın gücüne ve kalıcılığına ilişkin belirsizliklerin devam ettiğini düşünen Merkez Bankası, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ve istihdam koşullarındaki iyileşmenin zaman alacağını öngörerek politika faiz indirimlerine devam etmiştir. Bu kapsamda, faiz indirimlerine başlanılan Kasım 2008 toplantısından bugüne politika faizleri toplam 1.025 baz puan indirilmiştir. Böylece, Türkiye, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde kriz sürecinde en fazla faiz indirimine giden ülke olmuştur.
6. Kriz döneminde enflasyona ilişkin kaygıların azalması, Merkez Bankası'nın, iktisadi faaliyete ve finansal istikrara odaklanması için elverişli bir ortam hazırlamıştır. Bu çerçevede Merkez Bankası, temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmakla birlikte, küresel finans krizinin Türkiye ekonomisi ve finansal istikrarı üzerindeki olumsuz etkilerini önlemek amacıyla, faiz indirimlerinin yanı sıra, Türk lirası ve döviz likiditesi sıkışıklığını giderecek, kredi piyasalarının sağlıklı işlemesini sağlayacak ve reel sektörü destekleyecek bir dizi ek önlem almıştır.¹
7. Faiz indirimlerinin başlamasından bugüne yaşanan gelişmeler, Merkez Bankası'nın krizin boyutuna ve iktisadi faaliyet ile enflasyon görünümü üzerindeki etkilerine ilişkin öngörülerini teyid eder nitelikte olmuş ve alınan politika kararlarının haklılığını ortaya koymuştur. Bu durum, para politikası kararlarının finansal değişkenler ve beklentiler üzerindeki etkinliğini artırmıştır. Bunun sonucunda, Merkez Bankası'nın piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliği güçlenmiş, küresel risk algılamalarının yüksek seviyelerde seyrettiği dönemler de dahil olmak üzere piyasa faizleri para politikası duruşunu takip ederek tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmiştir (Grafik 1). Piyasa faizlerindeki bu düşüş, özellikle Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda para politikasına dair orta vadeli somut bir perspektif sunulması ile ivme kazanmıştır.

¹ Söz konusu önlemler metnin ikinci bölümünde detaylı olarak sunulmaktadır.

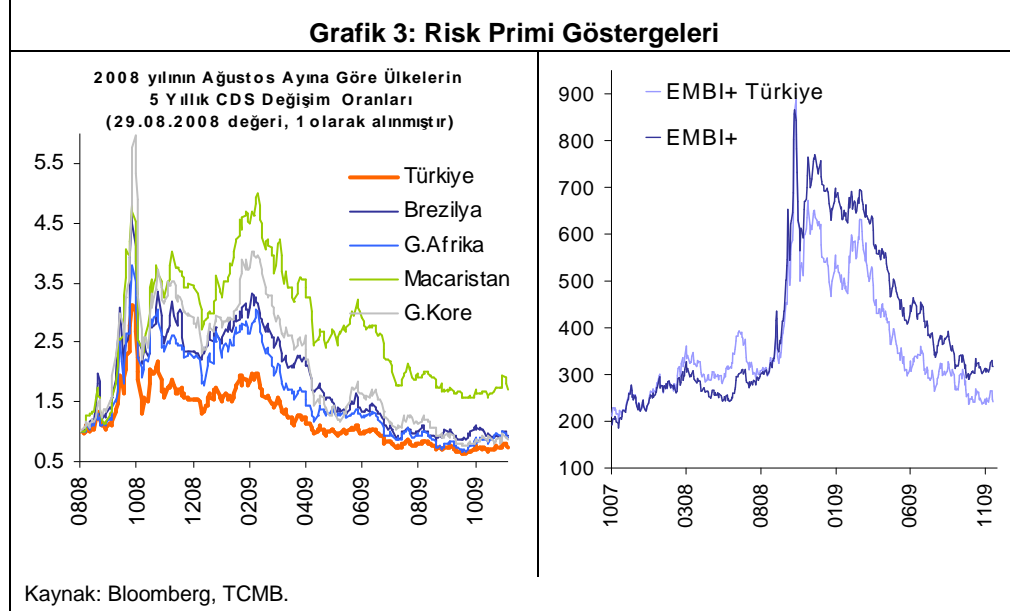


8. Piyasa faizlerindeki düşüşün her vadeye yayılması, uzun vadeli getirilerdeki düşüşün daha belirgin olması ve getiri eğrisinin yataylaşması bu dönemde elde edilen kazanımların geçici olmadığına işaret etmektedir (Grafik 2).

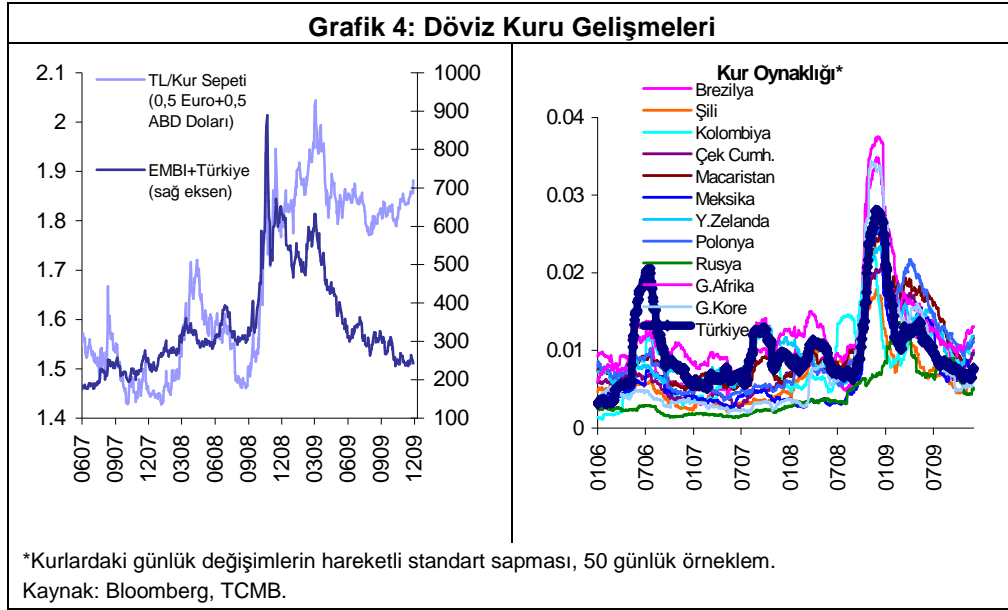


9. Türkiye dahil yüksek riskli addedilen birçok gelişmekte olan ekonominin kriz sürecinde tahmin edilenin üzerinde dayanıklılık göstermesi, bu ülkelere yönelik risk algılamasını değiştirmiştir. Dahası, geçmişte

kırılganlık bakımından ilk sıralarda gösterilen Türkiye'nin risk primi bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelerin ortalamasına kıyasla daha olumlu bir seyir izlemiştir (Grafik 3). Bu gözlem, ülkemizde uzun vadeli getirilerde gözlenen düşüşün önemli bir bölümünün, risk algılamasındaki değişimden kaynaklandığına ve bu bağlamda kalıcı olduğuna işaret etmektedir.

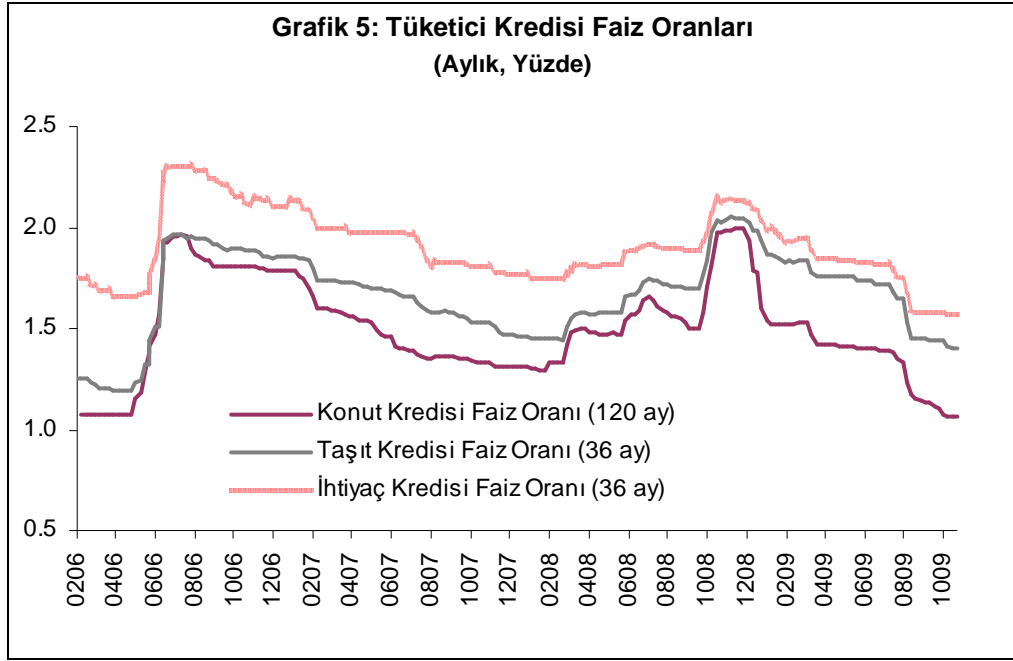


- 10.** Türkiye'ye yönelik risk algılamalarındaki iyileşme faiz dışındaki diğer piyasa göstergelerinin gelişiminden de izlenebilmektedir. Geride bıraktığımız yıl içinde Türkiye'nin en fazla faiz indiren ülke olmasına rağmen Türk lirasının gerek değer değişimleri bakımından gerekse oynaklık bakımından diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden belirgin bir biçimde ayrılmamış olması dikkat çekmektedir. Geçmiş dönemlerde oynaklığı en yüksek ve küresel risk iştahına en duyarlı para birimlerinden olan Türk lirasının kriz dönemi boyunca dayanıklı bir performans sergilemesi Türkiye ekonomisine ve finansal sistemine duyulan güveni yansıtmaktadır (Grafik 4).



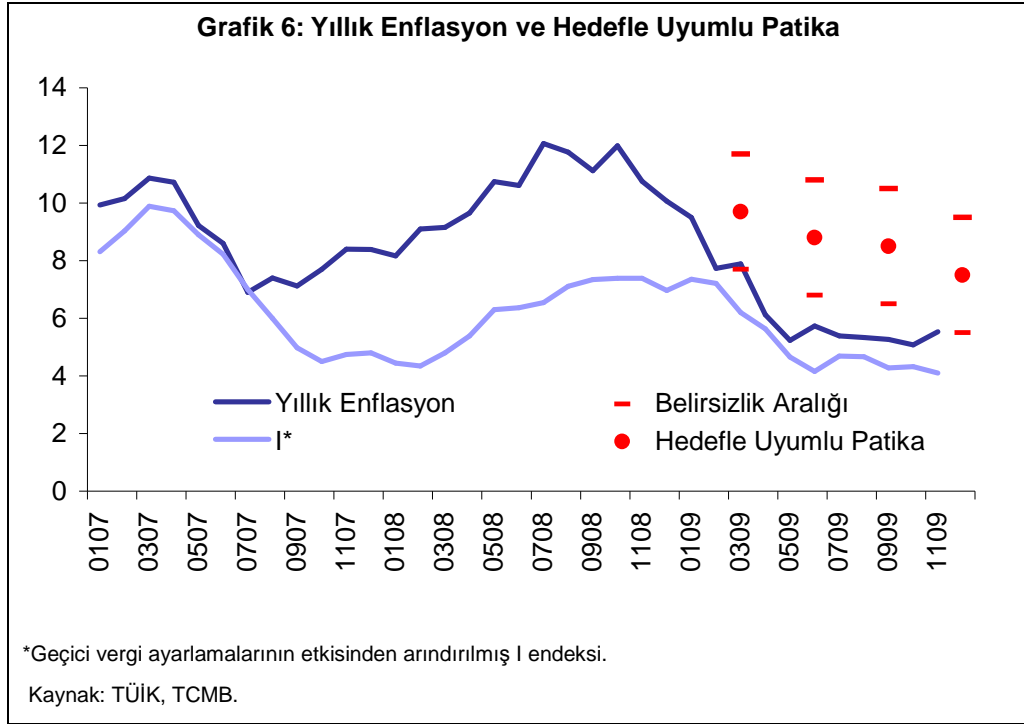
11. Piyasa faizlerindeki aşağı yönlü eğilim, orta vadeli reel faizlere de yansımış ve piyasa faizlerinin reel seviyesi tarihsel olarak en düşük düzeylerine inmiştir. Reel faizin durgunluk dönemlerinde düşmesi, sağlıklı işleyen ekonomilerde beklenen bir değişim olmakla birlikte, Türkiye ekonomisinde daha önce gözlenmemiş bir durumdur. Bu anlamda, reel faizlerin mevcut düzeyi, para politikasının etkinliğini göstermesi ve ekonomimizin normalleştiğini tescil etmesi bakımından olumlu bir gösterge olarak değerlendirilmektedir.

12. Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinin ve aldığı diğer önlemlerin 2009 yılının ikinci yarısından itibaren kredi faizleri üzerinde de etkili olduğu görülmektedir (Grafik 5). Özellikle Merkez Bankası'nın orta vadeli para politikasına ilişkin somut bir perspektif verdiği Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden sonra kredi faizlerindeki düşüş hızlanmış, küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin de desteğiyle yılın son çeyreğine doğru kredi piyasalarında olumlu gelişmeler gözlenmeye başlamıştır. Bununla birlikte, küçük ve orta boy işletmelere verilen kredilerde standartların halen sıkı olması, parasal koşullardaki genişlemenin iktisadi faaliyet üzerindeki etkisini kısmen de olsa sınırlamaya devam etmektedir.



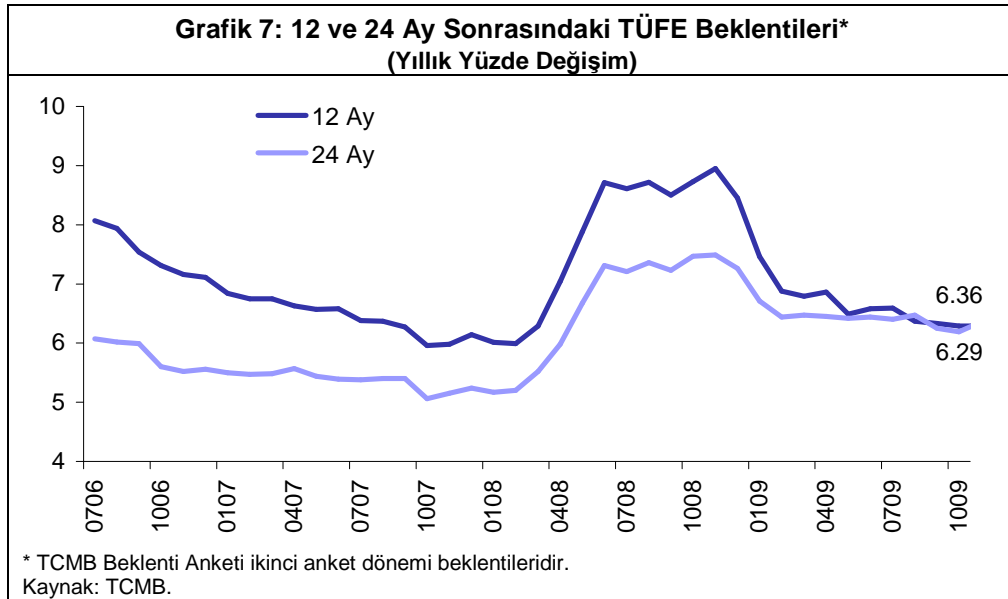
13.Önümüzdeki dönemde kredi piyasasındaki gelişmelerin yurt içi iktisadi faaliyeti desteklemeye başlayacağı, orta vadede ise para politikasının etkilerinin daha da belirgin hissedileceği tahmin edilmektedir. Diğer yandan, kamunun artan iç borçlanma gereksiniminin, küresel ekonomide süregelen sorunların ve halen yüksek seyreden işsizlik oranlarının kredi genişlemesini ve iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam edeceği öngörülmektedir.

14.2009 yılında enflasyon Merkez Bankası'nın öngörülleri ile büyük ölçüde uyumlu seyrederek belirgin bir düşüş sergilemiştir. Merkez Bankası enflasyonun, 2009 yılının ortalarına kadar hızla düşeceğini, sonrasında yatay bir seyir izleyeceğini, yılın son aylarından itibaren ise baz etkisi nedeniyle yükseliş göstereceğini, bununla birlikte temel enflasyon göstergelerinin düşük seviyelerini koruyacağını öngörmüştür. 2009 yılının sonuna yaklaştığımız bu günlerde, enflasyonun Merkez Bankası'nın öngörülleriyle paralel bir seyir izlediği görülmektedir (Grafik 6). Yıl sonu itibarıyla enflasyonun, hedefin altında kalmakla beraber belirsizlik aralığının içinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.



15. Sonuç olarak Merkez Bankası, aldığı politika kararlarıyla küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde yol açtığı tahribatı sınırlarken enflasyonun hedeften belirgin şekilde sapmasını engellemiştir.

16. Kriz döneminde uygulanan basiretli para politikaları, Merkez Bankası'nın kamuoyu ile etkili iletişimi ve enflasyonda gözlenen belirgin düşüş son bir yıl içinde enflasyon beklentilerinin her vadede aşağı yönlü bir eğilim sergilemesini sağlamıştır. Bugün gelinen noktada orta vadeli beklentilerin hedefler ile büyük ölçüde uyumlu olduğu görülmektedir (Grafik 7).



17.Özetle, son bir yıl içinde yaşanan gelişmeler, enflasyon hedeflemesi rejiminin iktisadi şoklara zamanında tepki verilebilmesine olanak tanıyan esnek bir rejim olduğunu göstermiştir. Bu dönemde yaşananlar, Merkez Bankası'nın, fiyat istikrarı hedefiyle çelişmemek kaydıyla, gerektiğinde büyüme ve istihdamdaki dışsal faktörlerden kaynaklanan ani zayıflamaya da odaklanabildiğini açıkça ortaya koymuştur. Merkez Bankası, önümüzdeki dönemlerdeki para politikası uygulamalarında, geçtiğimiz kriz döneminde elde etmiş olduğu tecrübelerin ışığında ve inşa etmiş olduğu itibar birikiminin farkındalığıyla hareket edecektir. Kriz döneminde para politikası açısından elde edilen kazanımların kalıcı olabilmesi için iktisadi birimlerin kısa vadeli gelişmelerden ziyade Merkez Bankası'nın ileriye dönük mesajlarını yakından takip etmeleri önem taşımaktadır.

18.Merkez Bankası, bankacılık sisteminin görece sağlam yapısı ve finansal sisteminin güçlü pozisyonunun da desteğiyle küresel kriz döneminde faiz oranlarını tek haneli rakamlara indirmeyi başarmıştır. Bu durum, Türkiye'de düşük enflasyon ve düşük faiz ortamının kalıcı olabilmesi bakımından önemli bir fırsattır. Bu konuda özellikle maliye politikasının orta vadede izleyeceği seyir kritik önem taşımaktadır. Orta Vadeli Program'da öngörülen tutarlı çerçeve mali disiplini sağlamlaştıracak düzenlemelerle desteklenerek daha da güçlendirildiği takdirde, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeyi destekleyecek ve piyasa faizlerindeki düşüşün kalıcı olmasını sağlayacaktır. Bu da orta ve uzun vadede iktisadi büyüme ve istihdam açısından daha elverişli bir ortam oluşmasına ve dolayısıyla toplumsal refahın yükselmesine katkıda bulunacaktır.

19.Türkiye ekonomisinin temelleri faizlerin düşük seviyesinin uzun dönemler boyunca korunması için elverişlidir. Özellikle, Türkiye'nin geçtiğimiz dönemde birçok gelişmekte olan ülke ile birlikte olumlu bir sınav vermiş olması, önümüzdeki dönemlerde ülkemizin uluslararası piyasalardaki önemini artırarak faiz oranlarının düşük seviyelerde tutulabilmesini destekleyecektir. Bununla birlikte, gelişmiş ekonomilerin artan borçluluk oranları uzun vadede enflasyon beklentileri ve dolayısıyla uzun vadeli küresel piyasa faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Kuşkusuz, sağlam bankacılık sistemi ve basiretli maliye politikası gibi güçlü yönleriyle ayrıışan Türkiye ekonomisi, bu tür risklerin yansımalarına karşı görece olarak dayanıklı olmaya devam edecektir.

20. Merkez Bankası, küresel krizin yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak için üzerine düşeni yapmaya devam edecektir. Küresel risklere karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gerekli olmakla birlikte tek başına yeterli değildir. Para politikası kararlarının olumlu etkilerinin desteklenmesi ve piyasa faizlerinin düşük seviyelerinin korunabilmesi için orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar önemini korumaktadır. Bu nedenle Merkez Bankası, orta vadede para politikası stratejisini belirlerken kamu maliyesine ilişkin gelişmeleri yakından izlemeye devam edecektir.

Para Politikasının Operasyonel Çerçevesi

21. Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek birincil ve öncelikli amacı doğrultusunda, para politikası uygulamalarını enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde sürdürmektedir. Merkez Bankası'nın temel politika aracı, kendi bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanmakta olan kısa vadeli faiz oranlarıdır. Gerekli görüldüğü durumlarda, zorunlu karşılık oranları veya diğer likidite araçları da destekleyici olarak kullanılabilir.

Enflasyon Hedefleri

22. Enflasyon hedefleri Hükümet'le birlikte nokta hedef olarak belirlenmektedir. Hedef değişken olarak Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin 12 aylık değişimiyle hesaplanan yıl sonu enflasyon oranları esas alınmaya devam edilecek ve hedef ufku, üç yıllık bütçe uygulamasıyla uyumlu şekilde 3 sene olarak korunacaktır. Bu bağlamda 2008 yılı içinde Hükümet'le varılan mutabakata paralel olarak, 2010 ve 2011 yılları için enflasyon hedefleri yüzde 6,5 ve yüzde 5,5 olarak belirlenmişti. 2012 yıl sonu hedefi ise, ekonomimizde orta vadede devam etmesi öngörülen yapısal düzenlemeler, uzun yıllar yüksek enflasyonla yaşamının getirdiği katılıklar ve gelişmiş ülkelere

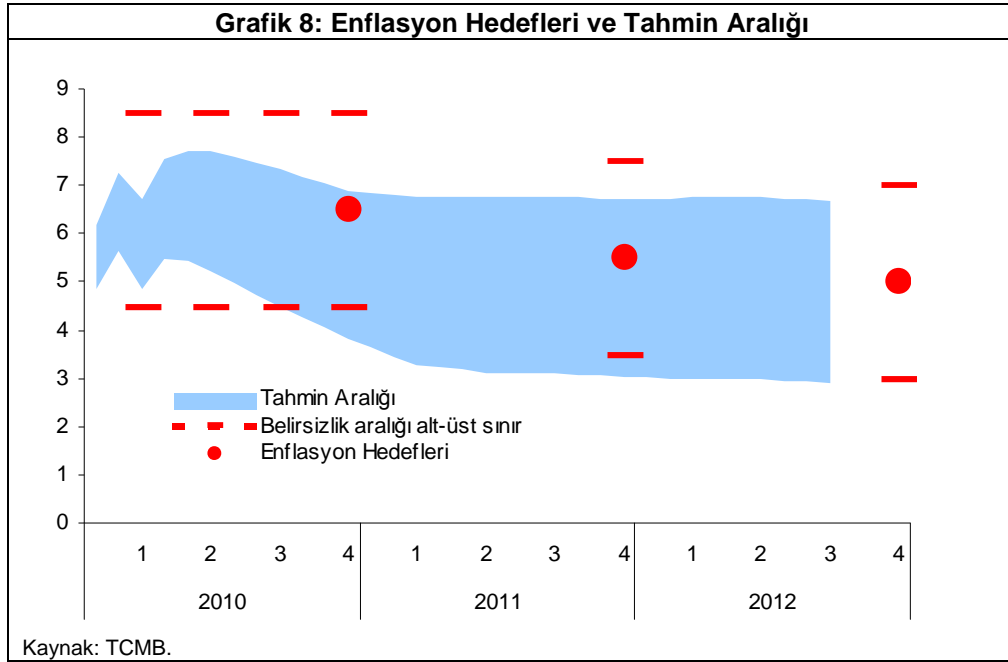
yakınsama süreci gibi unsurlar göz önüne alınarak, yine Hükümet'le birlikte yüzde 5 olarak belirlenmiştir.²

Hesap Verme Sorumluluğu

23. Enflasyon hedefinden belirgin olarak sapılması durumuna ilişkin olarak, Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesinde, "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar" hükmü yer almaktadır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde şeffaflık ve hesap verme ilkelerinin uygulanabilmesi için Merkez Bankası, kamuoyunca gözlenebilir ve somut bir kriter ortaya koyabilmek amacıyla nokta hedefler etrafında belirsizlik aralığı ilan etmektedir. Enflasyon belirsizlik aralığının dışına çıktığında hesap verme yükümlülüğü devreye girmektedir. Belirsizlik aralığı, 2006 yılından bu yana olduğu gibi, önümüzdeki üç yıl boyunca da her iki yönde 2 yüzdelik puan olarak korunacaktır. Diğer bir ifadeyle, gerçekleşen enflasyon ile hedef enflasyon arasındaki farkın mutlak değeri 2 yüzdelik puanı aştığı takdirde hesap verme yükümlülüğü devreye girecektir.

24. 2010 yılında hesap verme yükümlülüğünün uygulanma biçiminde değişiklik olmayacaktır. Enflasyon hedefleri yıl sonları için geçerli olduğundan, Merkez Bankası, hesap verme sorumluluğu gereğince, yıl sonunda enflasyonun hedeften belirgin olarak sapması durumunda Hükümete ayrıntılı bir açık mektup yazacaktır. Ayrıca, hesap verme sorumluluğunun pekiştirilmesi açısından, enflasyonun yıl içinde de üç aylık dönemlerin sonu itibarıyla yıl sonu hedefinden 2 yüzdelik puandan fazla farklılaşması durumunda, sapmaya yol açan nedenler ile hedefe ulaşılması için alınan ve alınması gereken önlemler Enflasyon Raporu aracılığıyla kamuoyuna açıklanacaktır. Diğer bir ifadeyle, 2010 yılı için hesap verme yükümlülüğünde yıl boyunca yüzde 6,5 hedefi esas alınacaktır (Grafik 8).

² 2012 yılı enflasyon hedefi belirlenirken göz önüne alınan unsurlar metnin son bölümünde ekli olarak sunulmaktadır.



25. Bu noktada hedef ile tahmin arasındaki farkın tekrar hatırlatılması faydalı olacaktır. “Hedef”, enflasyonun orta vadede (yaklaşık 2 yıl içinde) nereye gideceği bilgisini içerirken, “tahmin”, enflasyonun hedefe doğru ilerlerken izlemesi öngörülen seyri ifade etmektedir. Dolayısıyla, iktisadi birimlerin orta vadede enflasyon hedefini, daha kısa vadelerde ise Merkez Bankası’nın enflasyon tahminlerini referans alması uygun olacaktır.

26. Ekonomiye gelen öngörülemez şokların (2009 yılında olduğu gibi) enflasyonu hedeften uzaklaştırdığı dönemlerde enflasyon tahminlerinin önemi artmaktadır. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde para politikası stratejisinin daha iyi takip edilebilmesi açısından, 2010 yılında enflasyonun nasıl bir seyir izleyeceği konusunda kamuoyunun bilgilendirilmesinde fayda bulunmaktadır. Ekim Enflasyon Raporu’nda da kamuoyuyla paylaşıldığı gibi, küresel krizin etkilerinin derinleştiği 2009 yılının ilk yarısının oldukça düşük bir baz oluşturması nedeniyle, 2010 yılının ortalarına kadar enflasyonun dönem dönem dalgalanarak yükseliş gösterebileceği tahmin edilmektedir (Grafik 8). İzleyen dönemlerde ise anılan baz etkilerinin ve 2009 yılında bütçe dengesi gözetilerek yapılan vergi/fiyat ayarlamalarının yıllık enflasyon üzerindeki yansımalarının ortadan kalkacağı, bu doğrultuda enflasyonun tekrar kademeli bir düşüş eğilimine girerek yıl sonunda hedefin bir miktar altında kalacağı öngörülmektedir. Ekim Enflasyon Raporu’nda ifade edilen para politikası duruşunun önümüzdeki aylarda

enflasyonda gözlenebilecek yükselişleri hesaba katarak oluşturulduğu tekrar vurgulanmalıdır.

İletişim Politikası ve Karar Alma Süreci

27. Hesap verme mekanizmasının önemli bir bileşeni olan Enflasyon Raporu, 2010 yılında da temel iletişim aracı olmaya devam edecektir. Gerekli görüldüğü durumlarda, 2009 yılında olduğu gibi, temel senaryo yanında alternatif senaryolara göre üretilen enflasyon projeksiyonları da sunulabilecektir. Tahminlere temel oluşturan faiz patikası varsayımı niteliksel olarak kamuoyuyla paylaşılmaya devam edecektir. Merkez Bankası, piyasada oluşan getiri eğrilerinin para politikası duruşunu doğru yansıtmadığı durumlarda, gerektiğinde politika faizlerine ilişkin somut sinyaller vermeye devam edecektir.

28. Para Politikası Kurulu (Kurul), önceden açıklanan bir takvim çerçevesinde aylık olarak toplanmayı sürdürecektir. Toplantılar iki aşamalı olarak düzenlenecektir. İlk aşama, saat 10.00’da başlayacak, Merkez Bankası yetkilileri ve uzmanları ile Hazine Müsteşarlığı yetkililerinin katıldığı geniş katılımlı bir toplantı olacaktır. Bu aşamada, Merkez Bankası’nın ilgili birimleri genel ekonomik gelişmeler ve enflasyon görünümüne ilişkin saptamalarını Kurul üyelerine sunacaktır. Hazine Müsteşarlığı yetkilileri de borç yönetimi ve maliye politikasındaki gelişmelerle ilgili değerlendirmelerini Kurul’a aktaracaktır. İkinci aşama ise Kurul üyelerinin katılımıyla gerçekleşecek ve enflasyon görünümüne ilişkin son değerlendirmeler yapıldıktan sonra karara ilişkin oylamaya geçilecektir. Para politikası kararı ve kısa gerekçesi aynı gün saat 19.00’da bir basın duyurusu ile Merkez Bankası İnternet sayfasında açıklanacak, duyurunun İngilizce çevirisi ise yine aynı akşam yayımlanacaktır. Kurul’un ayrıntılı değerlendirmelerini içeren toplantı özeti, önceki yıl olduğu gibi, toplantıyı takip eden 8 iş günü içinde Merkez Bankası İnternet sayfasında İngilizce çevirisi ile birlikte yayımlanacaktır.

29. Para politikasının temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu yılda dört defa yayımlanacak, Rapor’un kamuoyuna tanıtımı, basın toplantısı yoluyla yapılmaya devam edecektir. Başkan tarafından Merkez Bankası’nın faaliyetleri ve para politikası uygulamaları hakkında Bakanlar Kurulu’na ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu’na yılda iki defa yapılan sunumlar, her ay enflasyon verilerinin açıklanmasını takip eden iş günü içinde yayımlanan “Aylık Fiyat Gelişmeleri” raporu, yılda iki kez yayımlanan “Finansal İstikrar Raporu”, Merkez Bankası

yetkililerinin yurt içi ve yurt dışı toplantılarda yaptığı sunum ve konuşmalar ile diğer basın duyuruları da kamuoyunun bilgilendirilmesinde önemli rol oynamaya devam edecektir.³ Merkez Bankası tarafından yayımlanan araştırma tebliğleri, kitapçıklar, Ekonomi Notları ile düzenlenen konferanslar da iletişim politikasının önemli unsurları olmayı sürdürecektir.

II. DÖVİZ KURU POLİTİKASI VE LİKİDİTE YÖNETİMİ

Döviz Kuru Politikası

30. Merkez Bankası, 2010 yılında da enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edecektir. 2002 yılından itibaren ilan edilmekte olan yıllık para ve kur politikaları duyurularında belirtildiği üzere, dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kurları bir politika aracı ya da hedef değildir ve piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Döviz arz ve talebini belirleyen esas unsurlar ise uygulanan para ve maliye politikaları, uluslararası gelişmeler, ekonomik temeller ve beklentilerdir.
31. Dalgalı döviz kuru uygulamasında korunması gereken bir kur seviyesi olmamasına rağmen, güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olmak ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesine ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasına büyük katkı sağlamaktadır. Bu nedenle döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde Merkez Bankası, rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir.
32. Merkez Bankası döviz alımlarını, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca az etkilemeye özen göstererek, kuralları önceden açıklanmış şeffaf ihaleler aracılığıyla gerçekleştirmektedir. İhalelerin esas olarak açıklanan program çerçevesinde yürütülmesi hedeflense de, döviz arzına ilişkin öngörülerin dışında önemli gelişmeler olması durumunda önceden duyurularak ihale programlarında değişiklikler yapılabilmektedir.
33. Nitekim, 2008 Ekim ayından itibaren, uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelerin ülkemiz finansal piyasalarında yaratabileceği sorunları

³ Para Politikası Kurulu toplantı tarihleri ile Enflasyon Raporu ve Finansal İstikrar Raporu'nun yayımlanma takvimi Ek'te sunulmaktadır. Tarihler belirlenirken bayramlar, resmi tatiller ve veri akım takvimi gibi unsurlar göz önüne alınmıştır.

azaltmaya yönelik olarak, ihalelerle kalıcı olarak döviz piyasasından çekilen likiditenin sistemde kalarak Türk bankalarının likiditelerinin daha da güçlendirilmesi amacıyla döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Bununla birlikte Merkez Bankası 2009 yılına ilişkin açıkladığı para ve kur politikasında, güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olmanın genel stratejisi olduğunu, uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının iyileşmesi durumunda döviz alım ihalelerine önceden duyurularak yeniden başlanabileceğini belirtmiştir.

34. Bu çerçevede, Ağustos 2009 başında küresel ekonomiye ilişkin olumlu beklentilerin etkisiyle likidite ve risk iştahının tekrar güçlendiği, bu durumun diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte ülkemize yönelik sermaye akımlarını artırdığı ve döviz piyasasının görece bir istikrara kavuştuğu gözlenmiştir, bu sürecin Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini kuvvetlendirmesi için uygun bir ortam oluşturduğu değerlendirilerek döviz alım ihalelerine 4 Ağustos 2009 tarihinden itibaren tekrar başlanmıştır. İhalelerde alımı yapılacak tutar günlük 30 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon hakkı olmak üzere en fazla 60 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir.

35. 2010 yılında da döviz likidite koşullarında önemli farklılaşmalar görülmedikçe döviz alım ihalelerine, günlük 30 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 60 milyon ABD doları olarak devam edilecektir. Ancak, önceki uygulamamızda olduğu gibi, döviz arz ve talep koşulları yakından takip edilerek, öngörülenin dışında gelişmeler olması durumunda günlük ihale ve/veya opsiyon tutarlarında önceden duyurularak her iki yönde de değişiklik yapılabileceği gibi, gerek duyulursa ihalelere kısa ya da uzun süreli olarak ara verilebilecektir.

36. Diğer taraftan, dalgalı döviz kuru uygulamasında Merkez Bankası'nın herhangi bir kur hedefi olmamasına rağmen, döviz kurlarındaki gelişmeler yakından izlenmekte ve piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak sağlıklı fiyat oluşumları gözlenmesi durumunda döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlanabilmektedir.

37. Nitekim, Ekim 2008 döneminde olduğu gibi, Mart 2009 döneminde de döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıklı fiyat oluşumları gözlenmiştir. Bunun üzerine, döviz likiditesini destekleyerek döviz piyasasının sağlıklı çalışmasını sağlamak amacıyla döviz satım ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. 10 Mart 2009 tarihinden itibaren gerçekleştirilen günlük 50 milyon ABD dolarlık döviz satım ihalelerine,

küresel piyasalardaki olumlu gelişmelerin de etkisiyle döviz piyasasında derinliğe ilişkin kaygıların azaldığı 2 Nisan 2009 tarihine kadar devam edilmiştir. Bu dönem içinde gerçekleştirilen 18 döviz satım ihalesinde toplam 900 milyon ABD doları satılmıştır.

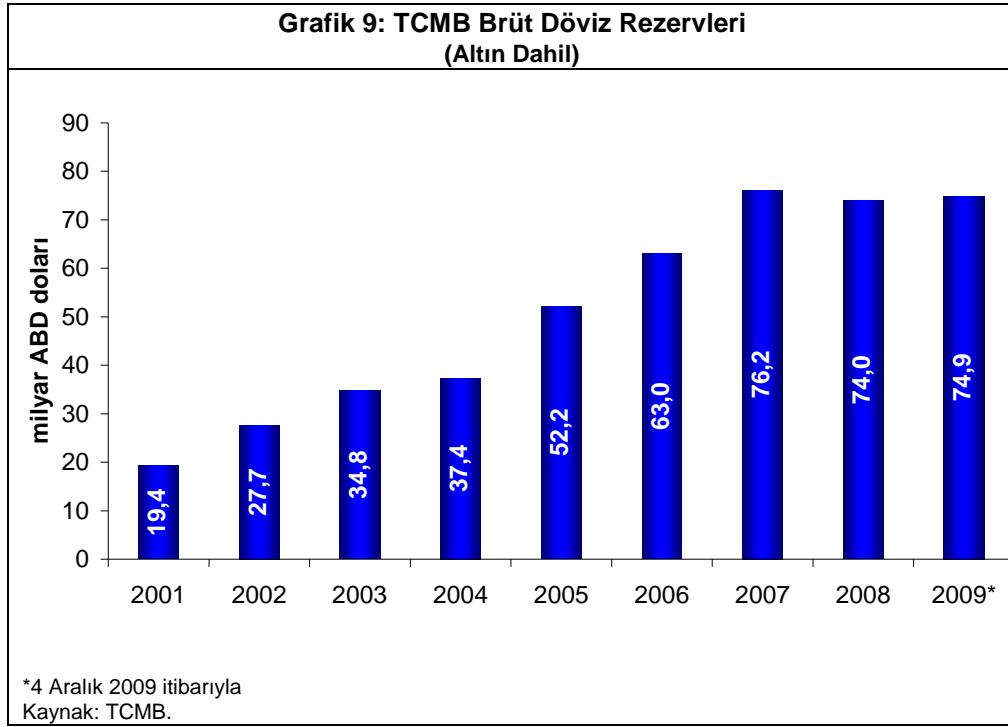
38. Dolayısıyla, 2009 yılı içinde döviz alım ihaleleri yoluyla alımı yapılan toplam döviz tutarı 4 Aralık 2009 tarihi itibarıyla 3,5 milyar ABD doları olmuş, düzenlenen döviz satım ihalelerinde toplam 0,9 milyar ABD doları satılmış, döviz piyasasına 2009 yılında da doğrudan müdahale edilmemiştir. Merkez Bankası'nca 2002 yılından itibaren ihaleler ve müdahalelerle alım ve satımı yapılan döviz tutarları yıllık bazda Tablo 1'de yer almaktadır:

**Tablo 1: Merkez Bankası'nca Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları*
(2002-2009; milyon ABD doları)**

Yıl	Döviz Alım İhaleleri	Döviz Satım İhaleleri	Döviz Alım Müdahaleleri	Döviz Satım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımları
2002	795	-	16	12	799
2003	5.652	-	4.229	-	9.881
2004	4.104	-	1.283	9	5.378
2005	7.442	-	14.565	-	22.007
2006	4.296	1.000	5.441	2.105	6.632
2007	9.906	-	-	-	9.906
2008	7.584	100	-	-	7.484
2009*	3.508	900	-	-	2.608
Toplam	43.287	2.000	25.534	2.126	64.695

* 4 Aralık 2009 itibarıyla
Kaynak: TCMB.

39. Tablo 1'de de görüldüğü üzere, 2002 yılından itibaren Merkez Bankası toplam 64,7 milyar ABD doları net döviz alımı gerçekleştirmiştir. Söz konusu dönemde Merkez Bankası'nın döviz rezervleri de 55,5 milyar artış göstererek 19,4 milyar ABD dolarından 74,9 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (Grafik 9).



40. 2008 ve 2009 yıllarında uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelerin ülkemiz finansal piyasalarında yaratabileceği sorunları azaltmaya yönelik olarak Merkez Bankası'nca düzenlenen döviz satım ihalelerinin yanısıra, Türk bankacılık sisteminin etkinliğini artıracak ve bankaların döviz likiditesini güçlü kılacak bir dizi önlem daha alınmıştır. Bu önlemlerden bir kısmı doğrudan bankalara döviz likiditesi sağlamaya yönelik olup, bir kısmı da bankaların Merkez Bankası aracılığıyla gerçekleştirebilecekleri döviz depo işlemlerine ilişkindir. Bu doğrultuda 2008 yılı son çeyreği içinde Merkez Bankası nezdindeki Döviz ve Efektif Piyasaları - Döviz Depo Piyasası'nda aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış, bankaların işlem yapma limitleri 10,8 milyar ABD dolarına yükseltilmiş, bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi uzatılarak borç verme faiz oranları düşürülmüştür. Ayrıca, yabancı para zorunlu karşılık oranı 2 puan düşürülerek bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları likidite sağlanmıştır.

41. Diğer yandan, küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla 5 Aralık 2008 tarihinden itibaren, ihracat reeskont kredisi uygulamasına yönelik yeni düzenlemeler yapılarak, ihracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir. 20 Mart ve 17 Nisan 2009 tarihlerinde, ihracat reeskont kredisi kullanımının yaygınlaştırılmasına yönelik olarak, daha fazla

sayıda firmanın ihracat reeskont kredisinden yararlandırılmasını sağlayacak düzenlemeler yapılmış, kredi limitleri yükseltilmiştir.

- 42.20** Şubat 2009 tarihinde de döviz piyasasında döviz likiditesi akışkanlığının artırılmasını sağlayarak finansal sistemdeki akışkanlığı ve kredi piyasalarının etkin çalışmasını desteklemek üzere, uluslararası para piyasaları faiz oranlarındaki gelişmeler dikkate alınarak Merkez Bankası'nca bankacılık sistemine sağlanan döviz likidite imkanı koşulları tekrar düzenlenmiştir. Bu çerçevede, Döviz Depo Piyasası'nda bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmış ve buna paralel olarak bankaların söz konusu piyasada kendi aralarında gerçekleştirdikleri karşılaşan işlemlerde daha önce 1 aya kadar olan vade 3 aya kadar uzatılmıştır. Ayrıca, Merkez Bankası tarafı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için yüzde 7'den yüzde 5,5'e, euro için yüzde 9'dan yüzde 6,5'e düşürülmüştür.
- 43.**Merkez Bankası önümüzdeki dönemde de döviz piyasasının sağlıklı çalışması ve döviz likiditesinin desteklenmesi amacıyla gerektiği takdirde ilave önlemleri imkanları ölçüsünde ve basiretli bir şekilde almaya devam edecektir. Bu çerçevede, döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıksız fiyat oluşumları gözlemlendiğinde dalgalı döviz kuru rejimi ile çelişmeyecek şekilde tekrar döviz satım ihaleleri düzenlenebilecek, bankaların Döviz ve Efektif Piyasaları'nda işlem yapma limitleri artırılabilir ve yabancı para zorunlu karşılık oranları sınırlı bir miktar daha indirilebilecektir.
- 44.**Diğer taraftan, döviz kurlarındaki gelişmeler her zaman olduğu gibi Merkez Bankası'nca yakından izlenmeye devam edilecek ve piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak spekülasyon davranışları sonucunda kurlarda sağlıksız fiyat oluşumları gözlenmesi durumunda piyasaya alım ya da satım yönünde doğrudan müdahale edilebilecektir.
- 45.**Ayrıca, Döviz ve Efektif Piyasaları'nda Merkez Bankası ile söz konusu piyasalarda işlem yapmaya yetkili kuruluşlar arasında gerçekleştirilen döviz karşılığı döviz, döviz karşılığı efektif ve efektif karşılığı efektif işlemlerine 2010 yılında da devam edilecektir.
- 46.**Özellikle uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının kalıcı olarak iyileşmesi durumunda yabancı para zorunlu karşılık oranları artırılabilir ve Döviz ve Efektif Piyasaları - Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlevine son verilebilecektir. Ancak,

Merkez Bankası'nın Döviz Depo Piyasası'nda aracılık işlevi sona erse dahi, bankalar kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan döviz depo alabileceklerdir.

47. Finansal istikrarın fiyat istikrarının ön koşullarından biri olduğunun bilinci ile Merkez Bankası, ülkemiz döviz piyasasının etkin bir şekilde çalışabilmesi için her zaman gerekli önlemleri almıştır ve almaya da devam edecektir. Ancak, uygulanmakta olan kur rejiminde ekonomik birimlerin kur riskinin piyasada olduğu bir ortamda faaliyette bulduklarını dikkate alarak bu riski yönetecek mekanizmaları oluşturmaları ve kullanmaları gerektiği unutulmamalıdır.

Likidite Yönetimi

48. Merkez Bankası'nın temel para politikası aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Dolayısıyla, Kurul, para politikası duruşunu kısa vadeli faiz oranlarının düzeyini belirleyerek tespit etmektedir. Likidite yönetimi ise kısa vadeli faiz oranlarının belirlenen düzeyde oluşmasını sağlayan, para politikasının etkinliğini belirleyen önemli bir faktördür. Merkez Bankası, likidite yönetimi genel çerçevesini belirlerken; (i) kısa vadeli faiz oranlarının Kurul tarafından belirlenen düzeyde ya da bu düzey civarında oluşmasının sağlanması, (ii) kısa vadeli para piyasası faiz oranlarındaki aşırı oynaklıkların önlenerek para piyasalarının etkin ve istikrarlı çalışmasının sağlanması, (iii) ödemeler sisteminin kesintisiz çalışmasının temini, (iv) kullanılan araçların aktarım mekanizmasının etkin çalışmasını desteklemesi, (v) operasyonel yapının piyasalardaki olağanüstü gelişmelere karşı yeterli esnekliğe sahip olması gibi amaçları hedeflemektedir. Bu amaçlara ulaşmak ve para politikasının etkinliğini artırmak için likidite yönetimi genel çerçevesi belirlenirken, piyasadaki likidite düzeyinin ve likiditenin sistem içindeki dağılımının da dikkate alınması gerekmektedir.

49. Piyasadaki likidite düzeyi, kullanılacak likidite yönetimi araçlarının çeşitlerini ve vadelerini belirlemektedir. Piyasadaki likidite fazlası ya da açığı makul düzeylerde olduğu sürece, likidite yönetiminin gecelik ya da bir hafta vadeli açık piyasa işlemleri ile yürütülmesi yeterli olmaktadır. Ancak, likidite fazlasının ya da açığının aşırı düzeylere ulaşması, para politikasının, Kurul tarafından belirlenen kısa vadeli faiz oranlarının ima ettiğinden daha gevşek ya da daha sıkı olmasına yol açabilmektedir. Likidite fazlası aşırı düzeylere ulaştığında, bankacılık sistemi kredi koşullarını gevşeterek kredilerin arzu edilenden daha hızlı

artmasına neden olabilmekte, likidite açığı aşırı düzeylere ulaştığında ise bu defa likidite açığı fonlamanın kısa vadede yoğunlaşması nedeniyle bankacılık sistemi aşırı temkinli davranabilmekte, kredi koşulları sıkılaşmakta, para politikasının etkinliği azalmaktadır. Dolayısıyla, likidite düzeyine bağlı olarak, kullanılan araçların çeşitlendirilmesi, vadelerinin uzatılması likidite yönetiminin etkinliğini artırmaktadır. Örnek olarak, likidite açığının artması halinde önce uzun vadeli repo işlemlerinin, likidite açığının artış eğilimini sürdürmesi ve kalıcı hale gelmesi halinde ise Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) alımı ve zorunlu karşılık oranı indirimi gibi piyasaya kalıcı likidite sağlayan araçların kullanılması gerekebilmektedir.

50. Piyasadaki likidite, asıl olarak aşağıdaki faktörler tarafından belirlenmektedir:

- i) Para tabanı değişimleri,
- ii) Merkez Bankası'nın piyasa ile gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler,
 - a. TL karşılığı net döviz alış/satış işlemleri,
 - b. Açık piyasa işlemleri için ödediği/tahsil ettiği faizler, TL cinsi zorunlu karşılıklara ödediği faizler ile cari harcamalar,
 - c. İhracat reeskont kredileri (TL olarak kullanılarak döviz olarak tahsil edilmektedir),
 - d. Piyasa ile yapılan DİBS alım/satım işlemleri.
- iii) Hazine'nin piyasa ile gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler,
 - a. Merkez Bankası'na yapılan itfalar hariç net TL cinsi DİBS itfa-ihraç farkı,
 - b. Faiz dışı fazla/açık giriş/çıkışları,
 - c. Özelleştirme ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kaynaklı TL transferleri ile diğer kamu işlemleri.

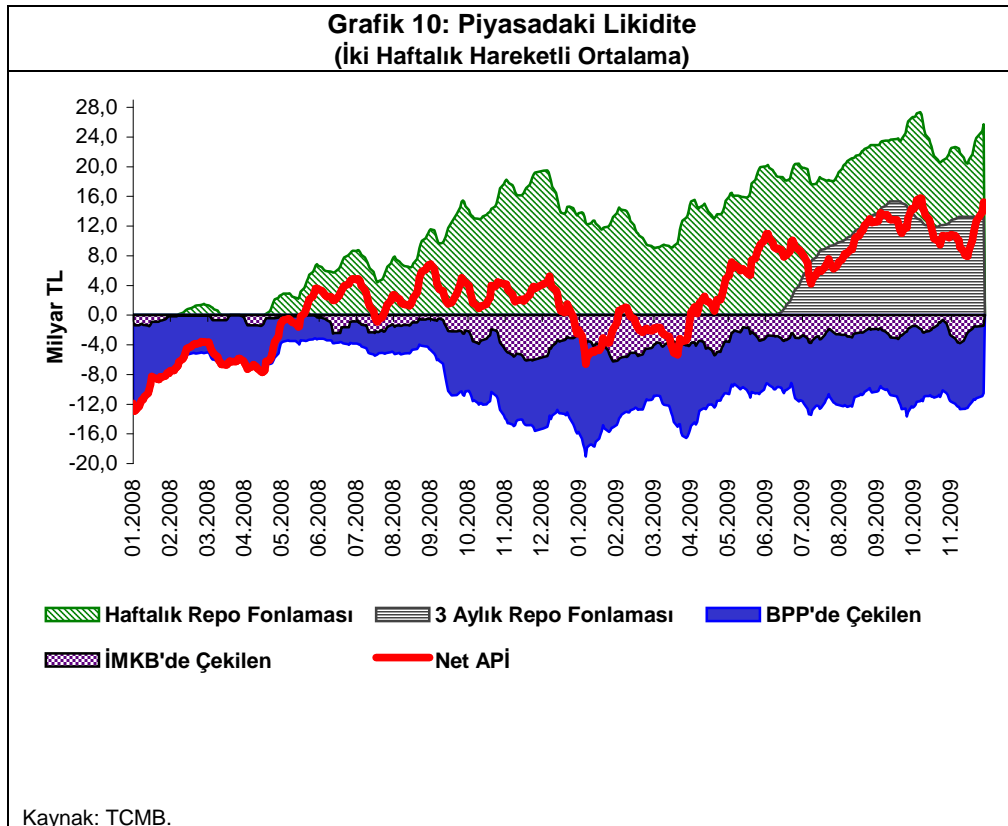
Diğer yandan, Hazine'nin TL cinsi borçlanma gereğini belirlemeleri nedeniyle, Hazine'nin iç ve dış borçlanma dahil her türlü döviz cinsi net tahsilatı ya da ödemesi ile Hazine'nin Merkez Bankası'na olan itfaları

ve Merkez Bankası'nın Hazine'ye kar transferleri piyasadaki likiditeyi dolaylı olarak etkilemektedir.

51.Merkez Bankası'nın 2001 yılında kamu ve TMSF bünyesindeki bankalardan satın aldığı DİBS'ler, daha sonraki yıllarda ise yoğun döviz alışları nedeniyle oluşan fazla likidite koşulları Mayıs 2008'e kadar sürmüştür. Mayıs 2008'den itibaren oluşan likidite açığı takip eden dönemde artarak devam etmiştir. Merkez Bankası, Mayıs 2008 öncesinde fazla likiditeyi, zaman zaman vadeli TL depo işlemleri ve likidite senetleri ile çekse de, asıl olarak bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasası'ndaki TL depo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki ters repo işlemleri ile gecelik vadede çekmiştir. Böylece, likidite fazlasının yaşandığı 2001 yılı krizi sonrası dönemde Merkez Bankası'nın gecelik vadede ilan ettiği borçlanma faiz oranı, para politikası açısından gösterge faiz oranı niteliği kazanmıştır.

52.Diğer yandan, likidite, finansal sistem içinde ve bankalar arasında homojen bir dağılım göstermemekte, özellikle yatırım fonları ile bazı bankalar likidite fazlasına sahip iken bazı bankaların önemli ölçüde likidite açığı bulunabilmektedir. Likidite fazlası olan bazı bankalar, ikincil piyasada faiz oranları Merkez Bankası borçlanma faiz oranının önemli ölçüde üzerine çıkmadığı sürece, fazla likiditelerini işlem maliyetleri ve vergi farklılıkları gibi faktörlerin de etkisiyle Bankalararası Para Piyasası'nda Merkez Bankası'na borç vererek değerlendirmeyi tercih edebilmektedirler. Likiditenin bankalar arasında dağılımına bağlı olarak zaman zaman önemli ölçüde değişebilmekle birlikte, Merkez Bankası'na borç verilen tutar 4 ile 9 milyar TL arasında değişebilmektedir. Piyasadaki fazla likidite tutarının 4-9 milyar TL düzeyinin altına düştüğü dönemlerde para piyasalarındaki gecelik faiz oranlarında yukarı yönlü baskı oluşmakta, Türkiye'de para piyasası niteliğini taşıyan İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki gecelik faiz oranları, para politikası açısından gösterge niteliğinde olan Merkez Bankası borçlanma faiz oranının üzerine çıkabilmektedir. Bu nedenle, parasal koşullardaki sıkışmayı ve gecelik faiz oranlarında ortaya çıkabilecek dalgalanmaları önlemek amacıyla, piyasadaki net likidite fazlasının söz konusu tutarın altına düştüğü dönemlerde, Merkez Bankası'nın bir yandan repo ihaleleri ile piyasayı net ihtiyacının üzerinde fonlaması, diğer yandan da oluşan fazla likiditeyi gecelik işlemlerle çekmesi gerekmektedir.

53. Bu çerçevede Merkez Bankası, net likidite fazlasının 4-5 milyar TL'nin altına düştüğü Mayıs 2008 sonrasında piyasayı, düzenli olarak gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo ihaleleri ile gün sonunda en az 4-5 milyar TL fazla likidite kalacak şekilde ihtiyacın üzerinde fonlamaya başlamış, gün sonunda ise piyasada kalan fazla likiditeyi gecelik işlemler ile çekmiştir. Böylece, gecelik faiz oranlarının Merkez Bankası borçlanma faiz oranının belirgin şekilde üzerine çıkması önlenmiştir. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranı piyasalar için gösterge olma niteliğini sürdürmüştür. Merkez Bankası Ekim 2008'den itibaren, uluslararası finansal piyasalarda ortaya çıkan dalgalanmaların artması üzerine, söz konusu dalgalanmaların ülkemiz piyasalarına olan olumsuz yansımalarını ve para piyasalarında ortaya çıkabilecek tedirginlikleri gidermek amacıyla, bir hafta vadeli repo ihaleleri ile gün sonunda piyasada genellikle 7 milyar TL'nin üzerinde fazla likidite bırakacak şekilde, piyasanın net likidite ihtiyacının oldukça üzerinde fonlama yapmıştır (Grafik 10). Böylece, piyasalarda oynaklığın arttığı dönemlerde likiditenin sistem içinde dengesiz dağılımının yaratabileceği tedirginlikler giderilmiş, para piyasalarının etkin işlemesi sağlanmış, para piyasası faiz oranlarında dalgalanmalara izin verilmemiştir.



54. Piyasadaki net likidite açığı 2008 yılı sonunda 10,1 milyar TL düzeyinde oluşmuş, Merkez Bankası, piyasaya bir hafta vadeli repo ihaleleri ile 20,1 milyar TL fonlama yapmış, oluşan 9,9 milyar TL'lik likidite fazlasını gün sonunda gecelik işlemlerle çekmiştir. Merkez Bankası, piyasadaki net likidite açığının artması ve kalıcı olma ihtimalinin yükselmesi üzerine, repo ihaleleri ile yapılan fonlamanın kısa vadede yoğunlaşmasının kredi mekanizması üzerinde yaratacağı olumsuz etkileri gidermek amacıyla 19 Haziran 2009 tarihinden itibaren 3 ay vadeli repo ihalelerine de başlamıştır. Bu tarihten sonraki dönemde yapılan toplam fonlamanın genellikle yarısından fazlası 3 ay vadeli repo ihaleleri ile gerçekleştirilmiştir. Diğer yandan, Merkez Bankası, aracılık maliyetlerini azaltmak ve kredi piyasasının etkin çalışmasını desteklemek amacıyla 16 Ekim 2009 tarihinden itibaren TL zorunlu karşılık oranını yüzde 6'dan yüzde 5 düzeyine indirerek bankacılık sistemine 3,3 milyar TL'lik kalıcı likidite sağlamıştır.

55. 4 Aralık 2009 tarihi itibarıyla, piyasadaki net likidite açığı 23,3 milyar TL iken, Merkez Bankası, bir hafta vadeli repo işlemleri ile 16,0 milyar TL, 3 ay vadeli repo işlemleri ile 14,2 milyar TL olmak üzere, toplam 30,2 milyar TL fonlama yapmıştır. Gün sonunda oluşan 6,9 milyar TL'lik fazla likiditeyi ise gecelik işlemlerle çekmiştir (Tablo 2).

Tablo 2: Likiditedeki Değişim ve Merkez Bankası Fonlaması (Milyar TL)

	31.12.2008	04.12.2009	Değişim
Piyasadaki Likidite Açığı	10,1	23,3	13,2
1 Haftalık Repo İhaleleri İle Fonlama	20,1	16,0	-4,0
3 Aylık Repo İhaleleri ile Fonlama	0,0	14,2	14,2
Gecelik Vadede BPP ve İMKB'de Çekilen	-9,9	-6,9	3,0

2009 yılında piyasadaki likiditeyi etkileyen temel kalemler Tablo 3'te yer almaktadır.

**Tablo 3: Likiditeyi Etkileyen Kalemler
(Milyar TL)**

	31.12.2008	04.12.2009	Etki
Para Tabanı	62,7	61,0	1,7
Emisyon Hacmi	31,7	38,8	-7,1
Serbest Mevduat	30,9	22,2	8,8
Likiditeyi Etkileyen TCMB İşlemleri			6,6
Piyasadan TL Karşılığı Net Döviz Alımı			3,7
TCMB Faiz ve Diğer Ödemeleri			1,6
İhracat Reeskont Kredileri			1,3
Kamu İşlemleri (TCMB'ye İtfalar Hariç)			-21,5
Net TL Cinsi DİBS İtfası (İtfa-İhraç)			-19,3
Faiz Dışı Fazla Girişleri			-2,9
TL Cinsi Özelleştirme ve Diğer İşlemler			0,8

Buna göre, 2 Ocak – 4 Aralık 2009 döneminde, Merkez Bankası'nın döviz alımları, faiz ve diğer ödemeleri ile ihracat reeskont kredileri likiditeyi 6,6 milyar TL artırırken, Hazine işlemleri likiditeyi 21,5 milyar TL azaltmıştır. Para tabanındaki 1,7 milyar TL'lik azalış ise likiditeyi artırıcı yönde etkilemiştir.

56.2010 yılında piyasadaki likidite koşullarını etkileyecek en önemli faktörler; para tabanı artışı, Merkez Bankası'nın piyasa ile gerçekleştireceği TL karşılığı döviz alış/satış işlemlerinin miktarı, Uluslararası Para Fonu ile anlaşma yapılması halinde kullanılacak kredinin tutarı ve Merkez Bankası'nın DİBS alımları olacaktır.

57.Merkez Bankası, Şubat 2001 krizi sonrası kamu bankaları ile TMSF bünyesindeki bankaların gecelik borçlanma ihtiyaçlarının azaltılması operasyonu çerçevesinde, söz konusu bankalardan 9 Nisan-30 Mayıs 2001 döneminde, toplam 14 milyar TL'lik DİBS'i açık piyasa işlemleri portföyü için satın almıştır. Bir yıl vadeli olan bu kıymetler, 25 Temmuz-6 Ağustos 2001 tarihleri arasında birikmiş faizleri ile birlikte 15,8 milyar TL'lik 2003-2006 vadeli kıymetlerle değiştirilmiştir. Bu kıymetler de, 30 Ekim 2001 ve 1 Kasım 2001 tarihlerinde, birikmiş faizleri ile birlikte, 18,8 milyar TL tutarında, vadeleri 2006-2010 yılları arasına gelecek şekilde, yılda bir kupon ödemeli ve kupon faiz oranları TÜFE'ye endeksli DİBS'lerle değiştirilmiştir. Söz konusu kıymetlerin 10,8 milyar TL'lik kısmının vadesi gelmiş, 10 Aralık 2009 tarihi itibarıyla, repo

işlemleri ile geri satma vaadi ile alınmış DİBS'ler hariç tutulduğunda, Merkez Bankası açık piyasa işlemleri portföyünde 8,0 milyar TL'lik DİBS kalmıştır. Mevcut durumda açık piyasa işlemleri portföyünde bulunan kıymetlerden; 5,0 milyar TL'lik kısmının 10 Mayıs 2010 tarihinde, 1'er milyar TL'lik kısımlarının ise 10 Temmuz, 10 Eylül ve 10 Aralık 2010 tarihlerinde vadeleri gelecektir. Böylece, 2001 yılındaki krizin Merkez Bankası bilançosu üzerindeki izleri silinmiş olacaktır.

58.Merkez Bankası, gecelik faiz oranlarının en fazla dalgalanabileceği aralığı sınırlandırmak amacıyla, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'nda ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda gecelik vadede borçlanma ve borç verme faiz oranları ilan etmekte, piyasada fazla likidite olduğu durumlarda borçlanma faiz oranlarından gelen her teklifi, herhangi bir limit koymadan karşılamaktadır. Merkez Bankası'nın söz konusu piyasalarda ilan ettiği borçlanma faiz oranı, para politikası açısından referans faiz oranı niteliğini teknik faiz indirimine gidilmediği sürece devam ettirecektir. Önümüzdeki dönemde, likidite koşullarına ilişkin belirsizliklerin devam etmesi ve likiditenin sistem içindeki dengesiz dağılımı nedenleriyle, kısa bir süre içinde teknik faiz indirimine gidilmesi öngörülmektedir. Bu nedenle, Merkez Bankası, likidite yönetimini piyasalardaki gecelik faiz oranlarının ilan edilen borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşmasını sağlayacak şekilde gerçekleştirmeye devam edecektir. Diğer bir ifadeyle, Merkez Bankası, gecelik faiz oranlarındaki dalgalanmaların ve likiditeye erişim konusundaki olası tereddütlerin en aza indirilmesi amacıyla, gün başında repo ihaleleri ile piyasanın net ihtiyacının üzerinde fonlama yapmayı, gün sonunda oluşan fazla likiditeyi ise gecelik işlemler ile çekmeyi sürdürecektir.

59.Diğer yandan, Merkez Bankası'nın araç çeşitliliği ve esnekliği, son yıllardaki likidite yönetiminin etkinliğinde ve dış piyasalarda gözlemlenen dalgalanmalara rağmen, para piyasalarında istikrarın korunmasında belirleyici olmuştur. Merkez Bankası, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'ndaki TL depo borçlanma işlemlerini teminatsız gerçekleştirirken, İMKB'deki ters repo işlemlerini portföyündeki DİBS'ler karşılığında gerçekleştirmektedir. Merkez Bankası'nın İMKB'de gerçekleştirdiği ters repo işlemleri, piyasadaki likidite koşullarına ve likiditenin sistem içindeki dağılımına göre değişebilmektedir. Geçmiş veriler incelendiğinde, Merkez Bankası'nın İMKB'de gerçekleştirdiği işlemlerin genelde 5-6 milyar TL'yi aşmadığı, ancak nadiren de olsa bu tutarın 10 milyar TL'ye kadar yükselebildiği

gözlenmektedir. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın, her türlü likidite durumu olasılığını dikkate alarak, İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki faiz oranlarını kontrol edebilmesi, likidite yönetimi araç çeşitliliğini ve operasyonel esnekliğini koruyabilmesi için teknik nedenlerle açık piyasa işlemleri portföyünde DİBS bulundurması gerekmektedir.

60. Bu nedenlerle Merkez Bankası, 2010 yılında portföyündeki DİBS'lerin vadesinin geleceğini dikkate alarak sınırlı tutarda DİBS alacaktır. Diğer yandan, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 56. maddesinde yer alan "Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz" hükmü Merkez Bankası'nın doğrudan Hazine'den DİBS alımını yasaklamaktadır. Bu nedenle, Merkez Bankası, aşağıda ilan edilen program çerçevesinde ikincil piyasadan gerçekleştireceği kesin alım işlemleri ile DİBS portföyü oluşturacaktır. Söz konusu alım işlemleri, Hazine'nin borçlanma programını desteklemek gibi bir amacı içermeyecek, sadece para politikası amaçları doğrultusunda, teknik nedenlerle gerçekleştirilecektir. Bununla birlikte, alım işlemleri piyasadaki likiditeyi artırıcı yönde etkilerken, Merkez Bankası'na yapılacak olan itfaların bankacılık sistemi bilançosu üzerinde yaratacağı baskıyı telafi edecektir. Belirli bir program çerçevesinde gerçekleştirilecek DİBS alım işlemleri aşağıdaki temel ilkeler çerçevesinde gerçekleştirilecektir:

- i) Mevcut veriler ışığında, teknik nedenlerle 2010 yılı sonuna kadar gerçekleştirilecek DİBS alım işlemlerinin toplam 8 milyar TL civarında olması öngörülmektedir. Böylece, alımı planlanan DİBS tutarı 4 Aralık 2009 tarihli Merkez Bankası analitik bilançosunun yüzde 7'si gibi çok sınırlı bir oranına karşılık gelecektir.
- ii) DİBS alımlarının, Hazine'nin 2010 yılı baz senaryosunda öngörülen iç borçlanma tutarının yüzde 5'inden az olacağı dikkate alındığında, piyasa koşulları üzerinde önemli bir etkisinin olması beklenmemektedir. Buna rağmen, alım işlemlerinin piyasadaki faiz oranlarını, dolayısıyla verim eğrisini etkilememesine ve işlem faiz oranlarının piyasa koşullarını yansıtmasına özen gösterilecektir. Bu amaçlarla;

- a. Alım işlemlerinin belirli vadelerdeki DİBS'lerde yoğunlaşmamasına, 1 yıldan 5 yıla kadar vadelerde gerçekleştirilmesine özen gösterilecektir.
 - b. Bu çerçevede, TL cinsi iskontolu, sabit ve değişken faizli kuponlu DİBS'ler alım konusu yapılabilecek, ancak alımı yapılacak DİBS'lerin ikincil piyasa likiditelerinin olmasına da dikkat edilecektir.
 - c. Alım işlemleri, küçük tutarlarda ve geniş bir zaman diliminde gerçekleştirilecektir.
- iii) Alım işlemleri, Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı kuralları çerçevesinde, geleneksel ihale yöntemi ile gerçekleştirilecek, ihalelere 23 Aralık 2009 tarihinde başlanacaktır.
 - iv) İhaleler, 23 Aralık 2009 - 23 Haziran 2010 döneminde her hafta, Çarşamba ve Cuma günleri gerçekleştirilecek, her bir ihale tutarı en fazla 100 milyon TL olacaktır. Böylece, 50 ihale ile en fazla toplam 5 milyar TL'lik DİBS alımı gerçekleştirilmiş olacaktır. Daha sonraki dönemdeki alımlar ise gerekli görülen haftalarda gerçekleştirilecektir.
 - v) İhaleler ile alınacak DİBS'ler, her ayın ilk iş günü saat 10.00'da Reuters sisteminin "CBTL" sayfasında duyurulacaktır. Her bir ihalede alınacak kıymetler ise ihale günü saat 10.00'da ilan edilecektir.
 - vi) Aralık 2009'daki ihalelerde TRT030811T14 ve TRT110511T17 tanımlı DİBS'ler alınacaktır.
 - vii) İhaleler Çarşamba ve Cuma günleri saat 13.30'da sırasıyla Perşembe ve Pazartesi günleri valörü ile gerçekleştirilecek ve sonuçların en geç saat 14.00'te Reuters sisteminin "CBTM" sayfasında ilan edilmesine özen gösterilecektir.
 - viii) İhalelere Merkez Bankası ile açık piyasa işlemleri yapma yetkisi olan tüm banka ve aracı kuruluşlar katılabilecektir.

- 61.** Merkez Bankası'nın DİBS alım tutarı önemli ölçüde belirli olmasına karşın, piyasa ile gerçekleştireceği TL karşılığı döviz alış/satış işlemlerinin miktarına ilişkin belirsizlikler ve Uluslararası Para Fonu ile anlaşma yapılması halinde alınacak kredi tutarının netleşmemesi, 2010 yılı likidite koşullarına ilişkin net bir öngöründe bulunmayı zorlaştırmaktadır. DİBS alımlarına ilave olarak, Merkez Bankası'nın 2010 yılı boyunca mevcut döviz alım ihaleleri programı çerçevesinde döviz almaya devam etmesi, buna karşın Uluslararası Para Fonu'ndan kredi alınmaması halinde, piyasadaki net likidite açığının yılın ilk yarısında sınırlı bir azalış, buna karşın yılın ikinci yarısında sınırlı bir artış eğilimi göstermesi öngörülmektedir. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın gün sonunda piyasada fazla likidite bırakma stratejisi çerçevesinde repo ihaleleri ile fonlama gereğinin devam etmesi beklenmektedir. Uluslararası Para Fonu kredisi kullanımı halinde ise, kredi tutarına ve kullanım şekline bağlı olarak değişebilecek olmakla birlikte, piyasadaki likidite açığının belirgin şekilde azalması, zaman zaman sınırlı tutarda geçici net likidite fazlasının oluşması öngörülmektedir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde, Merkez Bankası, fonlama ihtiyacının azalmasına paralel olarak 3 ay vadeli repo ihaleleri ile gerçekleştirdiği fonlamayı aşamalı olarak azaltacak, bir hafta vadeli repo ihaleleri temel fonlama aracı olmaya devam edecektir.
- 62.** Mevcut verilere göre, en azından 2010 yılının ilk yarısında kalıcı ve yüksek düzeylerde likidite açığının, dolayısıyla, daha önceki yıllık basın duyurularında bahsedilen teknik bir faiz indirimi gereğinin ortaya çıkması öngörülmemektedir. Ancak, piyasa gelişmelerine göre likiditeyi belirleyen faktörlerdeki büyük çaplı değişiklikler likidite öngörülerini de değiştirebilecek, kalıcı likidite sıkışıklığı ortaya çıkabilecektir. Böyle bir durumda Merkez Bankası, likiditenin sistem içindeki dağılımını da dikkate alarak para politikası referans faiz oranının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı olmasına ve buna imkan sağlamak amacıyla gecelik vadedeki borçlanma ve borç verme faiz oranlarının aşağı yönlü ayarlanmasına karar verebilecektir. Aşağıda da detaylı şekilde anlatıldığı üzere teknik faiz indirimi, sadece likidite koşullarındaki kalıcı

değişim sonucu operasyonel yapının değiştirilmesi, buna karşın kısa vadeli faiz oranlarının mevcut seviyelerde korunması sonucunu doğuran teknik bir düzenleme olacak, para politikasının gevşetilmesi anlamına gelmeyecektir.

Likidite Yönetimi Operasyonel Çerçevesi

63. Merkez Bankası, esnek ve etkin likidite yönetimine imkan sağlayan mevcut likidite yönetimi operasyonel çerçevesini 2010 yılında da sürdürecektir. Buna göre, piyasadaki likidite koşullarının mevcut öngörüler çerçevesinde gerçekleşmesi ve teknik faiz indirimine gidilmemesi halinde, likidite yönetimi operasyonel çerçevesi aşağıdaki gibi olacaktır:

- i) Merkez Bankası, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'nda 10.00-12.00 ve 13.00-16.00 saatleri arasında gecelik vadede borçlanma ve borç verme faiz oranlarını ilan etmeye devam edecektir. Gün içinde likidite sıkışıklığı yaşanması halinde bankalar, limitleri ile sınırlı olmak üzere teminat karşılığında Merkez Bankası borç verme faiz oranından borçlanabilecekler, likidite fazlalığı oluşması halinde ise limitsiz olarak Merkez Bankası borçlanma faiz oranından Merkez Bankası'na TL borç verebileceklerdir.
- ii) "Geç Likidite Penceresi (GLP)" mevcut uygulamadaki gibi devam edecek; bankalar, 16.00-17.00 saatleri arasında, zorunlu karşılıkların tesis süresinin son iş gününde ise 16.00-17.15 saatleri arasında Merkez Bankası'ndan teminat karşılığı olmak üzere limitsiz olarak borçlanabilecek ya da Merkez Bankası'na borç verebileceklerdir.
- iii) Merkez Bankası, bir hafta vadeli repo ihalelerine piyasada likidite ihtiyacı olduğu sürece devam edecektir. Merkez Bankası, piyasada likidite sıkışıklığının olduğu günlerde saat 10.00'da o gün gerçekleştirilecek repo ihale miktarını Reuters sisteminin "CBTF" sayfasında ilan edecek,

piyasalarda olağanüstü dalgalanmalar olmadığı sürece, ihale miktarlarını belirlerken ortalama ihale faiz oranlarının gün içi işlemler için ilan edilen Merkez Bankası borçlanma faiz oranına mümkün olduğunca yakın olmasına çalışacaktır.

- iv) Bir hafta vadeli repo ihaleleri saat 11.00'de gerçekleştirilecek ve sonuçların en geç saat 11.30'da Reuters sisteminin "CBTG" sayfasında ilan edilmesine özen gösterilecektir. İhaleler, geleneksel ihale yöntemiyle gerçekleştirilecek, diğer bir deyişle ihaleyi kazanan teklifler kendi faizleri üzerinden değerlendirilecektir.
- v) Gerek görüldüğü takdirde, gün içinde likiditenin öngörülmeleyen nedenlerle aşırı azalması ve bu durumun da para piyasası faiz oranları üzerinde aşırı baskı yaratması halinde, Merkez Bankası saat 11.00'de gerçekleştirdiği olağan repo ihalesine ilave olarak daha sonra "Gün İçi Repo İhalesi" de açabilecektir.
- vi) Piyasa yapıcısı bankalar, açık piyasa işlemleri çerçevesinde kendilerine sağlanan repo imkanından 10.00-12.00 ile 13.00-16.00 saatleri arasında yararlanabileceklerdir.

Teknik Faiz İndirimi ve Yeni Operasyonel Çerçeve

64. Likidite yönetimi operasyonel çerçevesinin yeniden düzenlenerek teknik faiz indirimine gidilmesine karar verilmesi halinde;

- i) Merkez Bankası açısından referans faiz oranı, temel fonlama aracı olan ve düzenli olarak gerçekleştirilecek bir hafta vadeli repo ihale faiz oranları olacaktır. Repo ihale faiz oranı, teknik faiz indiriminden önceki dönemde gün içi işlemler için geçerli olan Merkez Bankası borçlanma faiz oranına eşitlenecektir.
- ii) Merkez Bankası bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda ilan edilen gecelik borçlanma faiz oranı bir hafta vadeli repo ihalesi için tespit

edilen oranın altında, gecelik borç verme faiz oranı ise söz konusu ihale oranının üstünde belirlenecektir.

- iii) Bir hafta vadeli repo ihalelerinin yönteminde değişikliğe gidilecektir. Buna göre;
- a. Bir hafta vadeli repo ihaleleri geleneksel yöntemle değil, miktar ihalesi yöntemine göre gerçekleştirilecektir. Diğer bir ifadeyle, repo ihale faiz oranı Kurul'ca belirlenecek, bankalar ve aracı kurumlar, bir hafta vadeli repo ihalelerine sadece miktar teklifi vereceklerdir. Örnek olarak, Kurul'un bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yüzde 6,50 olmasına karar vermesi halinde, bir hafta vadeli repo ihalelerinin faiz oranı Kurul tarafından değiştirilinceye kadar yüzde 6,50 olacaktır.
 - b. Likiditede öngörülemeyen nedenlerle sıkışıklık ortaya çıkması ve gün içi repo ihalesi yapılmasına karar verilmesi halinde, söz konusu ihaleler de miktar ihalesi yöntemine göre Kurul tarafından bir hafta vadeli repo ihaleleri için belirlenen faiz oranından gerçekleştirilecektir.
 - c. Her bir katılımcı ihalelere en fazla o gün için ilan edilen ihale tutarı kadar teklif gönderebilecek, ihale ile gerçekleştirilecek fonlama tutarı katılımcılara tekliflerinin gerçekleşen ihale tutarına olan oranına göre dağıtılacaktır.
 - d. İhalelere ve işlemlere ilişkin mevcut diğer kurallar geçerli olmaya devam edecektir.
- iv) Piyasada geçici likidite fazlalığının ortaya çıkması halinde, Merkez Bankası, bir hafta vadeli repo ihaleleri için ilan edilen faiz oranından, aynı koşullarla bir hafta vadeli ters repo ve/veya TL depo ihaleleri gerçekleştirecektir.
- v) Sabit faizli ihaleler sadece bir hafta vadeli repo, ters repo ve TL depo ihaleleri için geçerli olacaktır. Merkez Bankası'nın

açık piyasa işlemleri çerçevesinde gerçekleştirebileceği bir haftadan uzun vadeli repo ve ters repo ihaleleri ya da diğer işlem ihaleleri geleneksel ihale yöntemi ile yapılmaya devam edilecek, faiz oranı/fiyat piyasa koşullarında oluşacaktır.

- vi) Yeni operasyonel yapıda, gecelik faiz oranlarının gün içinde asıl olarak Merkez Bankası borçlanma faiz oranı ile piyasa yapıcısı bankalara tanınan likidite imkanı faiz oranı aralığında dalgalanması olası görülmektedir. Ancak, Merkez Bankası, normal koşullarda, bir hafta vadeli repo, ters repo ve TL depo ihale tutarlarını belirlerken, ikincil para piyasası faiz oranlarının göstergesi olan İMKB Repo-Ters Repo Pazarı gecelik faiz oranlarının hem aşırı dalgalanmamasını, hem de sistematik olarak repo ihale faiz oranından belirgin şekilde aşağıda ya da yukarıda oluşmamasını sağlamaya çalışacaktır.

65.Merkez Bankası ayrıca, gecelik faiz oranlarındaki dalgalanmaları azaltmak ve bankaların likidite yönetimi esnekliklerini artırmak amacıyla, 8 Ocak 2010 tarihinden itibaren Türk parası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde esneklik sağlayacaktır. Buna göre, herhangi bir zorunlu karşılık döneminde bulundurulması gereken Türk parası zorunlu karşılıkların yüzde 10'una kadarlık kısmının bir sonraki dönemde tutulmasına, fazla tutulan kısmının ise bir sonraki dönem yükümlülüklerine sayılmasına imkân tanınacaktır. Diğer yandan, mevcut Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı uyarınca, kuruluşlar açık piyasa işlemleri yükümlülüklerini saat 16.00'ya kadar yerine getirmek zorundadırlar. Bankaların operasyonel işlemlerini kolaylaştırmak amacıyla, söz konusu süre 16.45'e uzatılacaktır.

66.Piyasadaki likidite sıkışıklığının artması ve Merkez Bankası'nın repo işlemleri ile gerçekleştirdiği fonlamanın kısa vadelerde yoğunlaşması, bankaların likidite yönetimlerini ve kredi mekanizmasının işleyişini olumsuz etkileyebilmektedir. Bu nedenle, Merkez Bankası, likidite sıkışıklığının düzeyine ve kredi mekanizmasının etkin işlemesi için ortaya çıkabilecek ihtiyaçlara göre, uzun vadeli repo ve DİBS alım

işlemlerine ilave olarak zorunlu karşılık uygulamasını da etkin bir şekilde kullanarak TL cinsi zorunlu karşılık oranını düşürebilecektir.

67.Uluslararası piyasa koşullarının olumluya dönmesi sonucu fazla likiditenin aşırı düzeyde artması halinde ise para politikası ve likidite yönetiminin etkinlik ve esnekliğinin artırılması amacıyla asıl olarak 91 güne kadar vadeli Merkez Bankası likidite senetleri, daha önce piyasadan alınmış olan DİBS'lerin satımı ve gerek görülürse 1, 2 ve 4 hafta standart vadeli TL depo alım işlemleri ile 91 güne kadar vadeli ters repo işlemleri de aktif olarak kullanılabilir, TL cinsi zorunlu karşılık oranları artırılabilir.

68.Yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, 2010 yılında da para politikası ve likidite yönetiminin etkinliğinin artırılmasına yönelik uygulamalara devam edecektir. Bu çerçevede, ortaya çıkacak ihtiyaçlara göre, şimdiye kadar olduğu gibi, gelecek dönemde de likidite yönetimi stratejisinde değişikliklere gidilebilir, Merkez Bankası'nın gecelik vadede ilan ettiği borçlanma ve borç verme faiz oranları aralığı daraltılabilir ya da genişletilebilir.

Kamuoyunun bilgisine sunulur.

EK-1: 2012 YILI ENFLASYON HEDEFİ BELİRLENİRKEN GÖZ ÖNÜNE ALINAN UNSURLAR

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir çok gelişmiş ülkede fiyat istikrarı ile uyumlu enflasyon hedefi yüzde 1-3 arasındaki değerlerle ifade edilmektedir. Türkiye için doğal bir referans olan Euro bölgesinde orta vadede yüzde 2'nin altında, ancak buna yakın bir enflasyon oranı benimsenmektedir. Bununla birlikte ülkemizde son yıllarda yaşanan yapısal dönüşüm, geçmişte yüksek enflasyonla yaşamının getirdiği katılıklar ve gelişmiş ülkelere yakınsama süreci gibi nedenler, bu aşamada gelişmiş ülkelere kıyasla görece yüksek bir enflasyon oranının hedeflenmesini daha uygun kılmaktadır. Diğer yandan, belirlenecek enflasyon hedefinin, Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı ana hedefi ile uyumlu olması ve dolayısıyla iktisadi birimlerin karar alma süreçlerini olumsuz etkilemeyecek derecede düşük olması da göz önünde bulundurulması gereken bir diğer husustur. Bu çerçevede, 2006-2009 döneminde edinilen tecrübelerin de ışığında **2012 yılı için enflasyon hedefi yüzde 5** olarak belirlenmiştir.

Bu metinde, ülkemizde enflasyon hedeflerinin bu aşamada gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek bir düzeyde belirlenmesine temel oluşturan nedenler detaylı olarak sunulmaktadır.

Ülke Ekonomisine Özgü Faktörler ve Devam Eden Yapısal Reform Süreci

Gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek bir enflasyon oranı hedeflenmesini gerektirebilecek ana unsurlardan bir tanesi ülkemize özgü sektörel katılıklardır. Türkiye ekonomisi fiyat istikrarının önündeki engelleri kaldırmaya yönelik yapısal düzenlemelerde son yıllarda önemli yol almış olsa da halihazırda yüksek aracılık maliyetleri, dağıtım kanallarındaki verimsizlikler, işgücü piyasası düzenlemelerindeki katılıklar⁴ ve bazı sektörlerde aksak rekabet koşulları gibi unsurlar fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemektedir.

Üreticiden nihai tüketiciye giden dağıtım zincirlerinin uzun olması ve her aşamadaki fiyatlama davranışının birbirinden etkilenmesi, ekonomiye gelen şokların enflasyon üzerindeki yansımalarını şiddetlendirebilmektedir. Bu durum, özellikle taze meyve ve sebze gibi fiyat esnekliği düşük ve tüketici enflasyon sepetindeki payı yüksek olan alt kalemlerin enflasyona

⁴ OECD Türkiye Ekonomik İncelemesi, OECD, Paris, Temmuz 2008.

etkisi bakımından risk oluşturabilmektedir. Ayrıca, dağıtım zincirlerinde çok sayıda halkanın bulunduğu ve rekabet koşullarının zayıf olduğu diğer sektörlerde de ekonomiye gelen şokların etkilerinde aşağı yönlü bir katılık oluşabilmekte ve bu durum fiyatlama davranışlarını olumsuz etkileyebilmektedir.

Yapısal reform sürecinin devam etmesi sadece özel sektörün değil, kamu kesiminin fiyatlama davranışları üzerinde de etkili olmaktadır. Mali disiplinin kalitesini artıracak reformların henüz tamamlanmamış olması, enflasyonun öngörülebilirliğini azaltan bir unsur olmaktadır. Bütçe yapısının yeterince esnek olmaması nedeniyle, kamu dengelerini düzeltmeye yönelik tedbirler dönem dönem enflasyon üzerinde ek bir baskı oluşturabilmektedir.

Özetle yapısal reform sürecinin, 2000'li yıllarla birlikte hızlanmasına rağmen, birçok sektörde henüz tamamlanmamış olması, bu aşamada enflasyon hedefinin gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek bir oranda belirlenmesi gereğini de beraberinde getirmektedir.

Geçmişte Yaşanan Yüksek Enflasyon Döneminin Oluşturduğu Katılıklar

Enflasyon hedefleri belirlenirken ekonomide fiyatlama davranışındaki katılıkların görece önemi de göz önünde bulundurulmalıdır. Ülkemizde uzun süre yüksek ve yapışkan enflasyonla yaşanmasından dolayı, fiyat artışları ve enflasyon beklentileri belirli bir eşik değerin altına düşmeye direnç göstermektedir.⁵ Söz konusu enflasyon katılığı son yıllarda büyük ölçüde kırılma eğilimi göstermişse de 2006-2008 döneminde arz yönlü küresel şoklar nedeniyle hedeflerin üzerinde kalınması bu konudaki ilerlemeyi yavaşlatmıştır. Bunun yanında, yüksek enflasyon döneminden kalan "yuvarlama" eğilimi (küsüratın dikkate alınmaması, kuruş kullanımının yaygınlaşmaması) de özellikle düşük fiyatlı mal ve hizmetlerde fiyatlama davranışında bozulmaya yol açmaktadır.⁶ Bu davranış biçimi aşağı yönlü fiyat katılıkları ile birleştiğinde enflasyon oranlarında yukarı yönlü bir baskıya neden olmaktadır.

⁵ Söz konusu katılığın yanında, bazı sektörler iktisadi yapısı gereği katılık gösterebilmektedir. Örneğin, hizmet fiyatları genel olarak dış ticarete, rekabete ve verimlilik artışlarına daha az açık olduğundan bu sektörde fiyat artışları daha katı bir seyir izleyebilmektedir. Bir başka ifadeyle, genel dezenflasyon sürecinde bu tür sektörlerdeki enflasyon düşüşü çok daha yavaş gerçekleşmektedir.

⁶ Bu duruma kira artışlarında da rastlanmaktadır.

Avrupa Birliği'ne Yakınsama Süreci

Avrupa Birliği'ne (AB) üyelik sürecini yeni tamamlamış gelişmekte olan ülkelerin tecrübelerine bakıldığında, üyelik sürecindeki ülkelerde fiyatların AB ortalama fiyat seviyesine yakınsama eğilimi gösterdiği, bunun da genel fiyat seviyesinde ek bir artışa neden olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, ülkemizde kısa ve orta vadeli enflasyon hedefleri belirlenirken yakınsama sürecinde yaşanması muhtemel řu gelişmelerin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir: (i) dış ticarete konu olan mallarda verimlilik ve kalite artışına bağlı görelı fiyat değişimleri, (ii) dış ticarete konu olmayan mal gruplarında gözlenen kalite artışlarına bağlı fiyat ayarlamaları ve (iii) AB mevzuatına uyuma bağlı olarak gözlenen fiyat gelişmeleri.

Gelişmiş ülkelere yakınsama süreci, gelişmekte olan ülkeler için dış ticarete konu olan mallarda verimlilik ve kalite artışları ile dış ticarete konu olmayan mallarda kalite artışlarını beraberinde getirebilmekte, bunlar da yakınsama sürecinde özellikle dış ticarete konu olmayan mal gruplarında ek fiyat artışlarına neden olmaktadır.⁷ Bu duruma özellikle AB'ye uyum sürecinde olan geçiş ülkelerinde rastlanmakta, söz konusu ülkelerin enflasyon hedefini belirlerken bu etkileri de değerlendirdiği gözlenmektedir.

AB'ye yakınsama sürecindeki ülkelerde ve bölgelerde, fiyat seviyesinin aşamalı olarak yükselmesi ve bu nedenle enflasyon oranlarının gelişimini tamamlamış ekonomilerdeki enflasyon oranlarından belli bir süre için daha yüksek olması genel kabul görmüş bir olgudur.⁸ Yakın dönemde TÜİK, EUROSTAT ve OECD işbirliğiyle yürütölen çalışmalar kapsamında, Avrupa Karşılaştırma Programı'na katılan 37 ülke için "Tüketim Mal ve Hizmetleri" grubunda fiyat düzeyleri karşılaştırması yapılmıştır.⁹ 2008 yılı verilerine dayanan çalışmanın sonuçlarına göre, tüketim mal ve hizmetleri gruplarında AB'ye üye 27 ülkenin ortalama fiyat düzeyi 100 iken, Türkiye'nin ilgili fiyat düzeyi endeksi 73'tür. Türkiye'nin ortalama fiyat düzeyinin AB'ye üye ülkelerin altında olması, AB'ye yakınsama sürecinde gözlenebilecek bir fiyat seviyesi yakınsamasının enflasyon hedefleri belirlenirken dikkate alınması gerektiğine işaret etmektedir.

⁷ Nitekim, ülke tecrübeleri, üyelik sürecinde olan ülkelerin AB ülkelerinde gözlenenden daha yüksek görelı fiyat değişimleri yaşadığını göstermektedir (Coorey, S., Mecagni, M., Offerdal, E., (1998) "Disinflation in Transition Economies: The Role of Relative Price Adjustment", IMF ve Macaristan Merkez Bankası Ortak Yayını Olan "Moderate Inflation: The Experience of Transition Economies" Yayınından, Sayfa 230–279).

⁸ Padoa-Schioppa, T. (2000), "Remarks delivered by Tommaso Padoa-Schioppa (Member of the Executive Board of the European Central Bank)", High-level Seminar with the EU-candidate Countries, Paris, Aralık 2000.

⁹ TÜİK (2009), "Satınalma Gücü Paritesi, Tüketim Mal ve Hizmetleri 2008", TÜİK Haber Bülteni Sayı: 128, Ankara, Temmuz 2009.

Ayrıca, üyelik sürecinde, mevzuat alanında AB müktesebatına uyumun bir parçası olarak, yönetilen fiyatlardaki serbestleşme ve vergi politikalarındaki değişiklikler gibi süreçler de fiyatlar üzerinde etkili olabilmektedir.

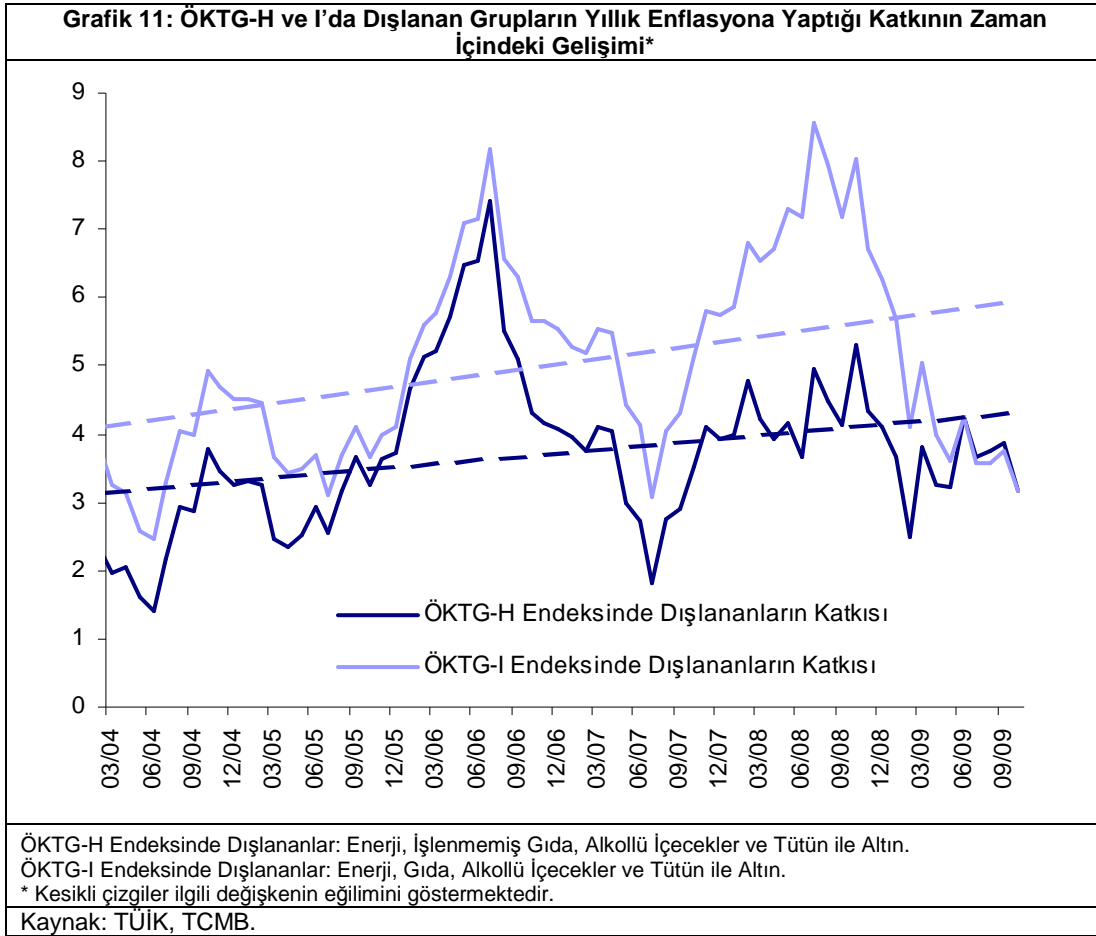
Fiyat Endekslerinin Ölçümüne Dair Hususlar

Fiyat endekslerinde sabit bir tüketim sepeti kullanılmakta, dolayısıyla sepette içerilen malların kalitesinin de zaman içerisinde sabit olduğu varsayılmaktadır. Bununla birlikte, özellikle teknoloji yoğun tüketici elektroniği, giyim vb. ürünlerde malların kalitesi zaman içerisinde gelişim göstermekte, bu da belirli aralıklarla kalite düzeltmesi yapılmasını gerektirmektedir. Bu çerçevede, tüketici fiyatları endeksi ölçümünde ölçüm yanlışlıkları olabilmektedir. Güncel çalışmalar kalite, yeni ürün ve alışveriş merkezi ikamesi gibi unsurlardan kaynaklanan yanlışlıkların önemli boyutlarda olabileceğine işaret etmektedir.¹⁰ Kalite artışlarının ve yeniliklerin daha yoğun yaşandığı gelişmekte olan ülkelerde ise bu etki daha belirgin olabilmektedir.

Dışsal Faktörlerin Etkisi

Orta vadeli hedefler belirlenirken TÜFE içinde Merkez Bankası'nın etki alanının sınırlı olduğu kalemlerin geçmişte enflasyona yaptığı katkıların ve gelecekteki olası etkilerinin incelenmesi enflasyon hedeflerinin belirlenmesinde önem taşımaktadır. Bu kapsamda, enflasyonun alt kalemlerinin son yıllardaki gelişimi incelendiğinde, para politikasının görece etki alanı dışındaki işlenmemiş gıda, enerji, altın, tütün gibi alt kalemlerin enflasyona yaptığı katkının 1,4 ile 7,4 puan arasında dalgalandığı gözlenmektedir (Grafik 11).

¹⁰ Yörükoğlu, M. (2009), "Difficulties in Inflation Measurement and Monetary Policy in Emerging Market Economies" , BIS Papers, Yayım aşamasında.



Örneğin, H endeksinden dışlanan kalemlerin (enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altın fiyatları) 2004 yılından bu yana yıllık enflasyona yaptığı katkı ortalama 3,7 puandır.¹¹ Diğer bir ifadeyle, önümüzdeki dönemde söz konusu kalemlerin TÜFE'ye yapacağı katkının son beş yıl içindeki gibi gerçekleşeceği varsayılırsa, Merkez Bankası'nın ortalama tüketici enflasyonunda gelişmiş ülkelere benzer şekilde yıllık yüzde 2 gibi bir hedefe ulaşabilmesi için temel fiyat endekslerinde deflasyon görülmesi gerekmektedir.¹² Özellikle Türkiye gibi nominal fiyat katılıklarının yüksek olduğu ekonomilerde bazı firmaların fiyatlarını düşürme yerine üretimlerini kısmayı tercih edebileceği ve bunun da iktisadi faaliyet üzerinde olumsuz etkileri olabileceği göz önüne alındığında, ülkemizde iktisadi temellerle uyumlu makul bir enflasyon düzeyinin hedeflenmesinin önemi daha da artmaktadır.

¹¹ Yıllık enflasyona katkı ÖKTG-H'de dışlananlar için en düşük 1,40 ve en yüksek 7,40 puan iken, söz konusu rakamlar ÖKTG-I'da dışlananlar için sırasıyla 2,46 ve 8,55 puandır.

¹² Bu katkı ortalaması veri kabul edildiğinde, enflasyonun ortalama yüzde 5 düzeyinde gerçekleşmesi için H temel endeksindeki yıllık artış oranının yaklaşık yüzde 2 olması gerekmektedir.

Önümüzdeki dönemde küresel krizden çıkışla beraber küresel emtia fiyatlarının artmaya devam edeceği beklentisi ve bütçe dengesini düzeltmek için gerekebilecek ek tedbirler, H endeksinden dışlanan kalemlerin ortalama enflasyondan daha hızlı artmaya devam edebileceğine işaret etmektedir. Buna ek olarak, H endeksinden dışlanan kalemlerin ülkemiz tüketim sepeti içindeki payının da gelişmekte olan ülkelere nazaran yüksek olduğu göz önüne alınmalıdır. Tüketim kalıplarının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde birbirinden farklı olması, enflasyonun gelişmekte olan ülkelere daha yüksek seviyede gerçekleşmesine yol açabilmektedir. Örneğin, gelişmekte olan ülkelerin tüketim sepetinde gıda görece daha yüksek bir yer tutmakta, gelişmiş ülkelere ise yüksek-teknoloji ürünleri daha büyük bir paya sahip olmaktadır.¹³ Bunun sonucunda, teknoloji-yoğun ürünlerdeki yüksek verimlilik artışları gelişmiş ülke enflasyonlarına daha olumlu yansımaktadır. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelere tarımdan sanayi ve hizmetler sektörüne hızlı geçiş, tarımdaki düşük verimlilik ve küresel talep içinde gelişmekte olan ülkelerin ağırlığının artması gibi unsurlar dünya gıda fiyatlarındaki artışı hızlandırabilmektedir. Bütün bu gelişmeler, gıdanın tüketim sepeti içindeki yüksek payıyla biraraya geldiğinde gelişmekte olan ülkeler için daha yüksek bir enflasyon rakamı ortaya çıkmaktadır.

Özetle, alt kalemlerdeki fiyat artışları bütün ülkeler için benzer bile olsa, tüketim kalıbındaki farklılıklardan dolayı gelişmekte olan ülkelere enflasyonun daha yüksek olması beklenebilmektedir.¹⁴ 2006-2008 döneminde küresel enflasyon oranlarında kaydedilen gelişmeler bu görüşü desteklemektedir.

Sonuç

Yukarıda özetlenen yapısal unsurlar nedeniyle kısa ve orta vadede ülkemizde gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek bir enflasyonun hedeflenmesinin gerektiği düşünülmektedir. Diğer yandan, bu hedefin Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda, iktisadi birimlerin karar süreçlerini olumsuz etkilemeyecek ve enflasyon belirsizliğini düşük düzeyde tutacak bir seviyede olması, sürdürülebilir büyüme ve toplum refahı açısından önem taşımaktadır. Geçmiş dönemde

¹³ Gıda harcamalarının toplam tüketim harcamaları içindeki payı ile gelir düzeyi arasında ters bir ilişki bulunmaktadır. Seale ve diğerleri'ne (2003) göre düşük gelir grubundaki ülkelere gıdanın payı yüzde 53 iken, yüksek gelir grubundaki ülkelere yüzde 17'dir (Seale, J., Regmi, A. ve Bernstein, J. (2003), "International Evidence on Food Consumption Patterns", United States Department of Agriculture, Washington, DC).

¹⁴ Yörükoğlu, M. (2008), "Convergence and Dynamics of Inflation", CBRT Conference, Globalization, Inflation and Monetary Policy, İstanbul, Kasım 2008.

yaşanan tecrübeler bütün bu unsurlarla bir arada değerlendirildiğinde, **2012 yılı için enflasyon hedefi yüzde 5** olarak belirlenmiştir.

Yüzde 5 gibi ulaşılabilir ve akılda kalıcı bir enflasyon oranının hedeflenmesi, fiyatlama davranışları ve enflasyon beklentilerinde geçmiş dönemden gelen katılıkların kırılmasına da yardımcı olacaktır. Yapısal dönüşüm, yakınsama ve reform süreci tamamlandıkça zaman içinde daha düşük enflasyon oranlarının hedeflenmesi mümkün olabilecektir.

Enflasyon hedeflerinin yanında, hesap verme yükümlülüğünü somutlaştırmak amacıyla para politikası stratejisinin bir parçası olarak “belirsizlik aralığının” genişliği de belirlenmektedir. Enflasyonun alt kalemlerinin son yıllardaki gelişimi incelendiğinde, para politikasının görece etki alanı dışındaki işlenmemiş gıda, enerji, altın gibi alt kalemlerin son beş yıl içinde yıllık enflasyona yaptığı katkının ortalamada 4 yüzdelerik puana yakın olduğu, aylar bazında dağılıma bakıldığında ise yüzdelerik puan cinsinden katkının yüzde 93 oranında, 2 ile 6 aralığında kaldığı görülmektedir. Bu çerçevede, genişliği 4 yüzdelerik puan olan (diğer bir ifadeyle hedef etrafında ± 2 yüzdelerik puan olarak tanımlanacak) bir belirsizlik aralığı makul olacaktır. Orta vadede bu dağılımı kalıcı olarak değıştirebilecek önemli bir gelişme olması beklenmediğinden, belirsizlik aralığı önümüzdeki üç yıl boyunca her iki yönde 2 yüzdelerik puan olarak korunacaktır.

**EK-2: 2010 YILI PARA POLİTİKASI KURULU (PPK) TOPLANTILARI,
ENFLASYON RAPORU VE FİNANSAL İSTİKRAR RAPORU TAKVİMİ**

PPK Toplantıları	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
14 Ocak, Perşembe	26 Ocak, Salı	
16 Şubat, Salı		
18 Mart, Perşembe		
13 Nisan, Salı	29 Nisan, Perşembe	
18 Mayıs, Salı		26 Mayıs, Çarşamba
17 Haziran, Perşembe		
15 Temmuz, Perşembe	27 Temmuz, Salı	
19 Ağustos, Perşembe		
16 Eylül, Perşembe		
14 Ekim, Perşembe	26 Ekim, Salı	
11 Kasım, Perşembe		
16 Aralık, Perşembe		7 Aralık, Salı