

2005 YILINDA PARA VE KUR POLİTİKASI

Giriş

1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2001 krizinin hemen ardından 22 Şubat 2001 tarihindeki basın açıklamasında; 2000 yılı başından beri uygulanmakta olan istikrar programının temel unsuru olan döviz kurlarının çapa olarak devam ettirilmesinin, istikrar programına olan güvenin kaybolmuş olması nedeni ile artık mümkün olmadığını, dolayısı ile dalgalı kur rejimine geçileceğini ve zaman içinde para politikası olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin benimseneceğini açıklamıştır.
2. 2001 krizi sonrası yeni para politikası, yasal olarak bağımsız hale gelmiş Merkez Bankası'nın birincil sorumluluğu olarak tanımlanmış fiyat istikrarına ulaşma amacı üzerinde odaklanmıştır. Mayıs 2001 tarihinde uygulanmaya başlanan yeni programın mali disiplin, bankacılık sektörünün güçlendirilmesi, yapısal reformlar ve dalgalı kur rejimi gibi temel unsurlarının kendilerinden beklenen sonuçları vermeye başlamakta olduklarının ilk belirtileri ile birlikte, 2 Ocak 2002 tarihli "2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler" duyurusu ile para politikası stratejisi belirginleştirilmiş ve örtük enflasyon hedeflemesine geçileceği ilan edilmiştir.
3. Söz konusu stratejinin benimsenmesinin ilk nedeni açık enflasyon hedeflemesi rejiminin koşullarının oluşmadığı düşüncesidir. İkinci neden ise, kronik enflasyon ortamında para talebinin tahmininin zorlukları ve parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin

genelde istikrarlı olmaması yüzünden salt parasal hedefleme ile enflasyonla mücadelenin yeterli olmayacağı düşüncesidir. Hem 2002 başındaki duyuruda hem de izleyen duyurularda, ekonomik birimlerin yeni rejimi öğrenme sürecine katkıda bulunmak amacıyla, makroekonomik dengeler ve para politikasının rolü üzerine saptamalar kamuoyuyla paylaşılmıştır. Böylece kamuoyunun yabancı olduğu bir çok kavram, raporlar ve basın açıklamaları yoluyla tanıtılmış, enflasyonun neden yenilmesi gereken kronik bir hastalık olduğu her fırsatta dile getirilmiştir. Fiyat istikrarının orta ve uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme için olmazsa olmaz bir ön koşul olduğu ve uygulanan politikalara olan güven arttıkça kısa dönemde dahi enflasyondaki düşüşün büyümeyi destekleyebileceği, sıkı maliye politikasının yüksek kamu borcu koşullarında büyümeyi engellemeyeceği ve dalgalı kur rejiminin, Dünya'da bugün yaklaşık 80 kadar ülkede olduğu gibi, ülkemizde de sürdürülebileceği defalarca vurgulanmıştır.

4. Bugün gelinen noktada enflasyonun otuz yıl aradan sonra tek haneli rakamlara inmesi; enflasyondaki iyileşmenin geçici olmadığı, daha da önemlisi geçici olmaması gerektiği görüşünün toplumun büyük bir kesimi tarafından benimsenmiş olması, önemli bir dönüm noktası olarak değerlendirilmektedir.

Neden "Örtük" Enflasyon Hedeflemesi?

5. Daha önce çeşitli platformlarda dile getirildiği gibi, 2001-2004 dönemine damgasını vuran ve kriz sonrası para politikasının etkinliğini kısıtlayan temel faktörlerin başında "mali baskınlık" veya "kamu borcu baskınlığı" olarak adlandırabileceğimiz hassas kamu

borcu dinamikleri gelmektedir. Derin bir güvenilirlik kaybına uğramış, yüksek borç yükü taşıyan, vadelerin kısa ve borcun büyük bir bölümünün değişken ya da dövizle endeksli olduğu ekonomilerde merkez bankalarının kısa vadeli faizler gibi politika araçlarının faizlerin genel düzeyi üzerindeki etkisi sınırlı olmaktadır. Zira, bu tip ekonomilerde faizlerin genel düzeyi ve döviz kurları çeşitli içsel ve dışsal şoklara karşı son derece yüksek duyarlılık gösterebilmektedir. Söz konusu değişkenlerin oynaklığı, gerek bu tür şokların yarattığı etkilerin öngörülebilme kalitesini, gerekse para politikası aktarım mekanizmalarının etkinliğini tahrip edebilmektedir.

- 6.** 2001 krizinden hemen sonra Merkez Bankası da benzer kısıtlar yaşamıştır. Üzerinde 2000 yılından beri yoğun olarak çalışılan ve bu çalışmaların zaman zaman iş, finans ve akademik çevreler ile paylaşıldığı açık enflasyon hedeflemesine geçişte erken davranılmasının hatalı olacağı düşünülmüştür. Zira, enflasyon hedeflemesinin etkinliği büyük ölçüde güvenilirliğin düzeyi ile bağıntılıdır. Şüphesiz, güvenilirlik her tür iktisat politikasının başarısı için gerekli koşullardan birisidir. Ancak, enflasyon hedeflemesinde güvenilirliğin önemi çok daha fazladır. Merkez Bankası, 2000 yılından itibaren üzerinde önemli ölçüde bilgi birikimi sağladığı enflasyon hedeflemesine koşullar oluşmadan geçilmesinin güvenilir olmayacağı saptamasından hareket etmiştir. Bu bağlamda, dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında açık enflasyon hedeflemesine kademeli olarak yakınsama stratejisi benimsenmiş, para politikasının etkinliğini kısıtlayan ve aktarım mekanizmalarının işlemesi için engel teşkil eden unsurların ortadan kalkması beklenmiştir. Bir diğer deyişle, üç yılı aşkın bir süredir temkinli bir tavır izlenmiş, mali disiplin desteğinin yanısıra, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır. Bunun yanında, enflasyonla mücadelede orta ve uzun

vadede yapısal reformların esas olduğu vurgulanmış, fiyat istikrarına giden yoldaki engelleri aşma yönündeki her türlü yapısal düzenleme desteklenmiştir.

Bir Sonraki Adım: Açık Enflasyon Hedeflemesi

7. 2001 yılı krizinden bugüne son derece önemli bir iktisadi dönüşüm yaşanmaktadır. Yapısal reformlar ve bu çerçevede Merkez Bankası'nın bağımsızlığı yolunda atılan adımlar, parasal ve mali disiplin ve döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması sayesinde fiyat istikrarı yolunda önemi yadsınamaz aşamalar kaydedilmiştir. Bu sürece paralel olarak ekonominin hemen her kesiminde başlatılan yapısal reformlar ve uygulanan kararlı ekonomi politikalarıyla gerek kamu, gerekse özel sektörde iktisadi davranış biçimleri hızla değişmeye başlamıştır. Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin kaygılar ekonomideki gündem maddeleri arasında ilk sıralardaki yerini kaybetmiştir. Daha da önemlisi, mevcut yaklaşımın orta vadeli bir solukla yapısal reformları içselleştiren ve derinleştiren bir şekilde devam ettirileceği algılamaları, açık enflasyon hedeflemesine kademeli bir geçişin dahi doğal olarak önkoşulu olması gereken orta vadeli bir programın ortaya konması ile, güçlenmiştir. Bu süreçte, kredi aktarım mekanizmasının işlerliği de artmaya başlamıştır. Bütün bu gelişmeler, enflasyon hedeflemesi açısından giderek daha elverişli bir ortamın oluştuğuna işaret etmektedir.

8. Merkez Bankası, makroekonomik istikrarın olmazsa olmaz şartı olan fiyat istikrarı hedefinin güvenilirliğini daha da perçinleyecek olan açık enflasyon hedeflemesi stratejisine aşamalı olarak geçecektir. Bu aşamalarda temel amaç, enflasyon hedeflemesine doğru yönelirken,

söz konusu rejimin ayrılmaz bir parçası olan para politikası kararlarının daha öngörülebilir ve şeffaf bir hale getirilmesine katkıda bulunmak olacaktır. Kuşkusuz, açık enflasyon hedeflemesine geçiş aşamalarında temkinli olunması ve atılacak adımların bir plan dahilinde gerçekleştirilmesi, para politikası kararlarında ihtiyaç duyulabilecek esnekliğin kaybedilmemesi yönünden kritik önem taşımaktadır. Enflasyonla mücadelede alınan mesafe ve son dönemde para politikası uygulamalarının giderek artan etkinliği de dikkate alındığında, para politikası karar alma sürecinin işleyişi konusunda bazı adımların atılması ve bu adımların kamuoyu ile paylaşılması oluşmaya başlayan istikrar ortamına destek verecektir.

Önümüzdeki Dönemde Para Politikası Karar Alma Süreci

- 9.** Önümüzdeki dönemde para politikası karar alma mekanizmasında ilk planda yapılacak temel değişiklik, faiz kararlarının zamanlaması ve yönünün daha şeffaf ve öngörülebilir hale getirilmesi üzerine odaklanmaktadır. Ayrıca, açıklık ve hesap verebilirlik ilkelerinin geliştirilmesine paralel olarak, karar alma sürecinin diğer unsurları hakkında da giderek daha fazla bilgi paylaşımı gündeme gelecektir. 2006 yılının başında ise açık enflasyon hedeflemesine geçilecektir.
- 10.** Ülkemizde son yıllarda uygulanan para politikası stratejisi gittikçe artan bir şekilde enflasyon hedeflemesine yakınsamaktadır. Önümüzdeki dönemde para politikası, uygulama anlamında açık enflasyon hedeflemesi tanımına daha da yaklaşacaktır. Bu doğrultuda, 2006 başında geçilecek olan enflasyon hedeflemesi sistemi yeni bir rejimden ziyade, para politikası karar alma mekanizmasının kurumsallaşması ve fiyat istikrarına giden yolda

atılması gereken bir sonraki adım olarak nitelendirilmeli, ekonomimizin "normalleşme" yolunda aldığı mesafenin doğal bir gereği olarak algılanmalıdır.

11. Hali hazırdaki uygulamada Merkez Bankası'nın temel politika aracı, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo–Ters Repo Pazarı'nda uygulamakta olduğu kısa vadeli faiz oranlarıdır. Kısa vadeli faiz oranları herhangi bir iş gününde değiştirilebilmektedir. Değişikliğe gidildiği anda yeni oranları belirten ve faiz kararının altyapısını oluşturan bir açıklama yapılmaktadır. İki karar arasında faizlerin sabit kaldığı dönemlerde ise faizlere ilişkin doğrudan bir açıklama yapılmamaktadır.

12. Önümüzdeki dönemde para politikası genel çerçevesi, karar alma süreci ve zamanlaması ile bu mekanizmaların açık enflasyon hedeflemesine geçildiğinde alacağı yapı aşağıdaki şekilde olacaktır:

i) 2005 Ocak ayından itibaren Para Politikası Kurulu (PPK) enflasyondaki ve ekonomideki gelişmeleri değerlendirmek üzere düzenli olarak her ayın 8'inde saat 15.00'de, ayın 8'inin tatil gününe denk gelmesi durumunda ise takip eden işgününde aynı saatte Başkan'ın başkanlığında toplanacaktır.

ii) Olağan toplantı gündeminde, enflasyon eğilimi ile iç ve dış piyasa gelişmeleri değerlendirilecektir. İlgili birimler gelişmeler hakkında hazırladıkları raporları PPK'ya sunarak analiz ve görüşlerini tartışmaya açacaktır. Hazine Müsteşarlığı ise maliye politikası ve borçlanma stratejisi konularında son gelişmeleri özetleyecektir.

iii) Bu aşamada faiz kararı, PPK toplantısındaki değerlendirmeler de dikkate alınarak toplantıyı takip eden işgününün sabahı, saat 9.00'da ilan edilecektir. İki karar alma döneminin arasında kalan yaklaşık bir

aylık süreçte, olağanüstü bir gelişme ortaya çıkmadığı takdirde, kısa vadeli faizler sabit tutulacaktır. Karar ne olursa olsun, (faizlerin seviyesinde herhangi bir değişikliğe gidilmemesi durumunda dahi) iki gün içinde faizleri değiştirme/değiştirmeme kararının gerekçesi niteliğinde olan ve Merkez Bankası'nın ekonominin genel görünümüne dair değerlendirmelerini içeren bir açıklama yapılacaktır, her ay yayımlanan "Enflasyon ve Görünüm" başlıklı basın duyurusu bu açıklamanın içinde yer alacaktır.

- iv) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2006 yılının başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçecektir. Yukarıda açıklandığı gibi, geçiş aşamasında nihai faiz kararlarının alınması sürecinde PPK tavsiye veren bir konumda olacaktır. 2006 yılında resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle beraber faiz kararları PPK'da oylanacak ve toplantı özeti yayımlanacaktır. Ayrıca üç ayda bir yayımlanan, bugünkü Para Politikası Raporu'nun yerini alacak Enflasyon Raporu'nda enflasyon tahminleri niceliksel olarak açıklanacaktır. Böylece para politikası uygulamalarında büyük oranda şeffaflık sağlanmış olacaktır.
- v) Açık enflasyon hedeflemesinin genel operasyonel çerçevesi ve bu sistemdeki karar alma mekanizmasının detayları daha sonraki bir aşamada açıklanacaktır.
- vi) Geçiş dönemi olan 2005 yılında Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervler performans kriteri, Net İç Varlıklar ise gösterge niteliğinde hedef olarak izlenmeye devam edilecektir.
- vii) Merkez Bankası'nın temel amacı, Yasasında belirtildiği gibi, fiyat istikrarıdır. Bu nedenle, ve Merkez Bankası'nın 2001 yılından beri her fırsatta belirttiği gibi, kısa vadeli faiz oranları kararları enflasyon

görünümü ve enflasyon hedefi değerlendirilerek alınmaktadır. Yine Yasası gereği ekonomiye ilişkin her türlü bilgiyi toplama yetkisine sahip olan Merkez Bankası, ekonomiye ilişkin tüm göstergeleri enflasyon görünümüne etkileri ölçüsünde analize dahil etmeye devam edecektir. Bu doğrultuda, Merkez Bankası'nın aylık "Enflasyon ve Görünüm" duyuruları ve Para Politikası raporlarının iyi okunup anlaşılması her zaman olduğu gibi bundan sonra da son derece önem taşıyacaktır.

Kur Politikası ve Döviz Alım İhaleleri

13. Yukarıda genel çerçevesi çizilen iktisadi dönüşüm süreci, makroekonomik istikrar yolunda önemi yadsınamayacak mesafelerin alınmasını sağlamıştır. Bu sürecin doğal bir sonucu olarak, geçmiş dönemdeki istikrarsız makroekonomik politikalar ve yüksek enflasyonun yarattığı "dolarizasyon" olgusunun önemini yitirmeye başladığı gözlenmiştir. 2002 yılından bu yana temel eğilim ekonomik birimlerin portföylerinde giderek daha fazla Türk lirası cinsinden mali varlık tutmaları yönündedir. Dışsal şoklara bağlı olarak bazen bu ana eğilimden sapmalar gözlenmişse de, uygulanmakta olan programın olumlu sonuçlarından birisinin de "ters dolarizasyon" sürecini başlatmış olması olduğu açıktır.

14. Merkez Bankası, ekonomik programın aksatılmadan yürütülmesi halinde gelişmelerin yukarıdaki paragrafta anlatılan biçimde olacağını bundan üç yıl önce, 2 Ocak 2002 tarihli "2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler" duyurusu ile kamuoyunun dikkatine sunmuştur. Hem söz konusu duyuruda, hem de izleyen yılbaşlarında yapılan duyurularda da vurgulandığı gibi, ters

dolarizasyon sürecinin önemli bir sonucu da, ödemeler dengesindeki olumlu gelişmeler ile birlikte ele alındığında, ekonomide döviz arzını giderek artırması, döviz talebini ise ya aynı ölçüde artırmaması ya da azaltmasıdır.

15. Dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerde, döviz kurunun seviyesi arz ve talep koşullarına bağlı olarak belirlendiğinden, diğer bir ifade ile piyasalarda belirlenen bu seviyeye merkez bankalarının müdahale edilmediğinden, döviz rezervlerinin düzeyinin bir öneminin olmaması gerekir. Oysa, bazı merkez bankaları, ülkelerinin kamu kesimlerinin dış borç servisini de yürütmek zorundadırlar. Ülkemizin de içinde bulunduğu bu tür ülkelerde, dalgalı kur rejimi uygulanıyor olsa da, döviz rezervlerinin düzeyi önemlidir. Ayrıca, ülkemize özel bir durum olan ve Merkez Bankası bilançosunda yükümlülükler içinde önemli bir yer tutan yüksek maliyetli Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat hesaplarının uzun vadede aşamalı olarak azaltılması gerekliliği de dikkate alındığında –ki Merkez Bankası'nın 2002'den beri bu hesapların faiz oranlarına ilişkin politikası bu yöndedir- döviz rezervlerinin düzeyi daha da önem kazanmaktadır. Ancak doğaldır ki, korunması gereken bir kur düzeyi olmadığından, bu önem, sabit ya da öngörülebilir kur rejimlerine kıyasla oldukça azdır.

16. Bu nedendir ki, döviz arzının döviz talebine kıyasla giderek arttığı dönemlerde, güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olunmasının uygulanan programa ilişkin güvenin artmasına sağlayacağı katkı da dikkate alınarak, döviz alım ihaleleri gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede, döviz alım ihalelerine 1 Nisan 2002 tarihinde başlanmış, 2003 ve 2004 yıllarında da koşullar elverdiğinde ihaleler sürdürülmüştür. Diğer bir ifade ile, Merkez Bankası, her koşul altında değil, sadece döviz arzı ile talebi arasındaki farkın ilki lehine önemli

miktarda arttığı koşullar altında ılımlı bir rezerv artırımını stratejisi izlemiştir.

17. Burada önemli olan nokta şudur: Temel ilke, döviz kurunun arz ve talep koşullarınca belirlenmesidir ve uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi altında Merkez Bankası'nın herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır. Şüphesiz döviz alım ihaleleri, döviz talebini etkilemektedir. Ancak, döviz alım ihalelerinin amacı arz ve talep koşullarını yapısal olarak etkilemek değil, arzın giderek arttığı dönemlerde yukarıda belirtilen nedenlere bağlı olarak döviz rezervlerini ılımlı bir biçimde artırmak ya da azalmasını engellemektir. Bu nedenledir ki, döviz alımları kuralları önceden açıklanan ihaleler yoluyla yapılmaktadır. Burada amaçlanan, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca en düşük düzeyde etkilemek, son yıllarda sayısız yararı görülen dalgalı kur rejiminin temel ilkelerine ve işleyiş biçimine sadık kalmaktır.

18. Önümüzdeki üç yıllık dönemde uygulanacak olan yeni bir Ekonomik Program için sürdürülen çalışmalar sonuçlanma aşamasındadır. Yeni programın merkezinde de mali ve parasal disiplin ile yapısal reformlar yer almaktadır. Gerçekleştirilecek yapısal reformlar, mali disiplinin kalitesini ve sürdürülebilirliğini de olumlu yönde etkileyecektir. Diğer taraftan, 17 Aralık 2004 tarihli Avrupa Birliği zirvesinde Türkiye ile Avrupa Birliği'ne tam üyelik amaçlı müzakere sürecinin başlatılması yönünde çıkan kararın da program çerçevesinde yapılacak reformların sürekliliğine destek sağlayacağı düşünülmektedir.

19. Mali ve parasal disiplinin sürdürüleceği, yapısal reformların derinleştirileceği ve mali disiplinin kalitesinin artırılacağı yeni üç yıllık program döneminde de, büyük dışsal şokların oluşmadığı koşullar

altında, ters dolarizasyon sürecinin daha da belirginleşmesi ve ülkemize yönelik sermaye girişlerinin artması beklenir. Öte yandan, Avrupa Birliği'ne tam üyelik amaçlı müzakere sürecinin olumlu gelişmesinin hem ters dolarizasyon sürecini hem de ödemeler dengesini olumlu biçimde etkileyeceği açıktır. Diğer bir ifade ile, önümüzdeki üç yıllık dönem, döviz arzının döviz talebine kıyasla giderek artacağı bir dönem olacaktır. Bu değerlendirmeler ışığında, 22 Aralık 2004 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine yeniden başlanacaktır. Yukarıda, on yedinci paragrafta belirtilen temel ilke bundan sonra da geçerlidir: Bu ilke doğrultusunda bir adım daha atılmasına ve alım ihalelerinin döviz piyasasına olan etkisini en aza indirebilmek amacıyla yıllık bir program açıklanmasına ve döviz likiditesinde olağanüstü farklılaşmalar görülmedikçe bu programda bir değişikliğe gidilmemesine karar verilmiştir. Böylelikle, önceki dönemde döviz alım ihale tutarlarının değişen döviz arzına göre ayarlanmaya çalışılmasının ve bu nedenle de ihale miktarlarının zaman zaman ilan edilen süre dolmadan değiştirilmek zorunda kalınmış olmasının, Merkez Bankası'nın kur politikasına ilişkin yarattığı yanlış algılamaların da önüne geçilmiş olacaktır.

20. Döviz alım ihale esasları aşağıdaki gibidir:

- i. 2004 yılının kalan dönemi ve 2005 yılı için günlük ihale tutarı 15 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir.
- ii. Türkiye'de işgünü olmasına rağmen, Amerika Birleşik Devletleri'nin tatil olduğu günlerde ve yarım işgünlerinde, ihale düzenlenmeyecektir.
- iii. Sadece ihalede kazanan kuruluşlara (banka veya özel finans kurumu) ihalede gerçekleşen ortalama fiyat üzerinden ek satım

opsiyonu tanınacaktır. Bu şekilde kullanılabilir olacak opsiyon tutarı her kuruluşun ihalede sattığı tutarın yüzde 200'ü kadar olacaktır. Opsiyon miktarı yüksek tutularak, Merkez Bankası'nın ihale miktarında değişikliğe gitmeden arz fazlasını piyasadan alması amaçlanmaktadır. Böylelikle, 15 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon hakkı kullanımlarıyla olmak üzere günlük olarak alınacak tutar en fazla 45 milyon ABD doları olacaktır.

- iv. İhale numarası saat 13.30'da Reuters sisteminin CBTQ sayfasında ilan edilecek, kuruluşlar ihale tekliflerini saat 13.40-14.00 arasında verebileceklerdir.
- v. İhale sonuçları Reuters sisteminin CBTQ sayfasında ilan edildikten sonra kuruluşlar saat 14.30'a kadar opsiyon haklarını kullanabileceklerdir.
- vi. Döviz alım ihalesiyle ilgili diğer koşullar değiştirilmemiş olup, önceki dönemdeki gibi uygulanmaya devam edilecektir.
- vii. Diğer taraftan, büyük bir dışsal şok ya da öngörülemeyen olağanüstü gelişmeler nedeniyle döviz piyasasında derinliğin kaybolması; buna bağlı olarak, döviz fiyatlarında ortaya çıkabilecek aşırı oynaklık ve sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi halinde, önceden kamuoyuna duyurularak geçici olarak döviz alım ihalelerine ara verilebilecektir.
- viii. Ayrıca, her zaman olduğu gibi, döviz kurundaki oynaklık yakından takip edilmeye devam edilecek ve kurlarda her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale edilebilecektir. Burada iyi anlaşılması gereken husus, oynaklık müdahalelerinin sadece geçmiş verilere bakılarak mekanik bir şekilde yapılmadığı, aksine oluşan oynaklığın nedenlerinin Merkez

Bankası'nca bütün yönleriyle değerlendirilerek müdahale kararlarının alınmakta olduğudur.

- 21.** Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın uzun zamandır sunum, duyuru ve raporlarında belirttiği gibi, döviz kurları yine piyasada arz ve talep koşulları tarafından belirlenecektir. Şüphesiz, döviz arz ve talebinin esas belirleyicileri ise ekonomik temeller ve beklentilerdir. Cari işlemler dengesi ve sermaye hareketlerinin beklenen seyri ile uygulanan istikrar programı, hem ekonomik temelleri belirlemede hem de beklentileri yönlendirmede ön plana çıkmaktadır.

Likidite Yönetimi

- 22.** 2005 yılından itibaren önemli bir değişiklik de piyasadaki Türk lirası likidite koşullarında gözlenecektir. 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 Senedi (DİBS) alması ve 2003 ve 2004 yıllarındaki yoğun döviz alımları sonucu, piyasadaki fazla likidite koşulları 2001 yılından bu yana devam etmektedir. Merkez Bankası piyasadaki fazla likiditeyi bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'ndaki Türk lirası depo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki repo işlemleri ile çekmekte, böylece gecelik piyasa faiz oranları sürekli olarak Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşmaktadır. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın borçlanma faizi para piyasaları için gösterge niteliği kazanmıştır.

- 23.** Ancak, 2004 yılının ikinci yarısından itibaren, piyasadaki fazla likidite, özellikle Hazine'nin Merkez Bankası'na olan itfaları ve para tabanı

artışı sonucu gittikçe azalmakta, Hazinesinin döviz cinsi net borç ödemeleri bu azalışı hızlandırmaktadır. Nitekim 2004 başında 8,8 katrilyon Türk lirası civarında olan piyasadaki fazla likidite, 17 Aralık 2004 itibariyle 1,4 katrilyon Türk lirası düzeyine gerilemiştir.

24. Yılın kalan döneminde ve 2005 yılında, piyasadaki likiditeyi asıl olarak;

- i) Para tabanı artışı,
- ii) Hazine'nin Merkez Bankası'na olan kupon ve anapara itfaları,
- iii) Hazine hesaplarındaki artış ve,
- iv) Hazine'nin Türk lirası borçlanarak gerçekleştireceği net döviz (dış ve iç borçlanma dahil) cinsi borç ödemeleri

azaltıcı yönde etkilerken,

- i) Merkez Bankası döviz alımları,
- ii) Merkez Bankası'nın zorunlu karşılıklara yapacağı faiz ödemeleri

artırıcı yönde etkileyecektir.

25. Yukarıdaki kalemlerden Hazine'nin net döviz cinsi borçlanması ve Merkez Bankası'nın döviz alım tutarı konusunda şimdiden net bir öngörüde bulunmak mümkün değildir ve bu kalemlerdeki değişikliklere bağlı olarak piyasadaki likidite durumu önemli ölçüde değişebilecektir. Ancak, bütün bu belirsizliklere rağmen, Merkez Bankası'nca oluşturulan temel senaryoya göre, likiditedeki azalış sürecinin aşamalı olarak devam etmesi ve 2005 yılı ilk çeyreğinde eksi likidite hali ile karşılaşılması öngörülmektedir.

26. Piyasadaki likidite fazlasının likidite sıkışıklığına dönüşmesi ile birlikte, para politikasının etkinliği daha da artacak, likidite yönetimi stratejisinin yapısının yeni ortama uygun hale getirilmesi gereği

ortaya çıkacaktır. Merkez Bankası, finansal piyasaların istikrarını ve gelişmesini fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesi için destekleyici amaç olarak görmektedir. Nitekim dalgalı kur rejimi çerçevesinde ve bu rejimle bağıntılı olarak, en sonuncusu Kasım 2003'de İstanbul'da meydana gelen patlamalar sonrasında olduğu gibi, son dört yılda bir çok defa finansal istikrarı sağlamaya yönelik önlemleri hayata geçirmiştir. Bu nedenle, yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, 2005 yılında da likidite politikasını fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda gerçekleştirecek, likidite yönetimi stratejisi ile, yeni likidite koşullarında da finansal piyasaların gelişmesine ve istikrarına gereken katkıyı yapacaktır. Bu amaçla, likiditenin sıkışması durumunda Merkez Bankası likidite yönetimi stratejilerinin nasıl şekilleneceğinin şimdiden piyasalara açıklanmasının, öngörülebilirliği artıracığı düşünülmektedir.

27. Piyasadaki likiditenin eksiye dönmeye başlaması ile birlikte Merkez Bankası'nın likidite yönetimi stratejisi aşağıdaki gibi olacaktır:

i) Merkez Bankası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki işlemlerine, piyasadaki likidite sıkışıklığının arttığı bir aşamada önceden duyurarak son verecek, likidite yönetimini diğer merkez bankalarında olduğu gibi kendi bünyesinde gerçekleştirecektir. Merkez Bankası'nın Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki işlemlerine son vermesinin, aşağıda açıklanan likidite yönetimi stratejisi dikkate alındığında, söz konusu piyasa faiz oranlarında önemli bir dalgalanma yaratması beklenmemektedir.

ii) 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 likiditenin sıkışması halinde bankalar limitleri ile sınırlı olmak üzere Merkez Bankası borç verme faiz oranından borçlanabilecekler, likiditenin artması sonucu faizlerin düşmesi halinde ise limitsiz olarak Merkez Bankası borçlanma faiz oranından Merkez Bankası'na Türk lirası depo yapabileceklerdir. Önümüzdeki dönemde, mevcut durumda 4 puan olan borçlanma ve borç verme faiz oranı aralığının, yaklaşık 3 puan olması planlanmaktadır.

iii) Merkez Bankası, saat 16.00 – 16.30 arasındaki Geç Likidite Penceresi uygulamasına devam edecek, bankalar, söz konusu saatler arasında Merkez Bankası'ndan teminat karşılığı olmak üzere limitsiz olarak borçlanabilecek ya da Merkez Bankası'na borç verebileceklerdir. Mevcut durumda 4 puan olan, Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesindeki Merkez Bankası borç verme faiz oranı ile gün içindeki borç verme faiz oranı farkının aynı kalması, borçlanma faiz oranının da gün içindeki borçlanma faiz oranından mevcut durumda 13 puan olan farkının yaklaşık 5 puan olacak şekilde belirlenmesi planlanmaktadır.

iv) Merkez Bankası'nın piyasa yapıcısı bankalara tanıdığı likidite imkanları devam edecektir. Mevcut durumda, Bankalararası Para Piyasası'ndaki borç verme faiz oranından 2 puan düşük olan piyasa yapıcılara gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan repo imkanı faiz oranının, önümüzdeki dönemde yaklaşık 1 puan düşük olacak şekilde belirlenmesi planlanmaktadır. Piyasa yapıcısı bankalar söz konusu repo imkanından 10.00 – 12.00 ile 13.00 – 16.00 saatleri arasında yararlanabileceklerdir.

v) Merkez Bankası, likidite yönetimini asıl olarak 1 haftalık repo ihaleleri ile gerçekleştirmeye başlayacaktır. Bu amaçla, Merkez Bankası piyasada likidite sıkışıklığının olduğu her gün saat 10.00'da o gün gerçekleştirilecek repo ihale miktarını Reuters sisteminin CBTF sayfasından ilan edecek, ihale miktarlarını belirlerken ortalama ihale faizlerinin mümkün olduğunca, Bankalararası Para Piyasası'nda belirlenen Merkez Bankası borçlanma faiz oranının yaklaşık 1 puan üzerinde oluşmasına özen gösterecektir.

vi) 1 Haftalık repo ihaleleri saat 11.00'da gerçekleştirilecek ve sonuçların en geç saat 11.30'da Reuters CBTF sayfasından ilan edilmesine özen gösterilecektir. İhaleler, geleneksel ihale yöntemiyle gerçekleştirilecek, diğer bir deyişle ihaleyi kazanan teklifler kendi faizleri üzerinden değerlendirilecektir.

vii) Gün içinde likiditenin öngörülmeleyen nedenlerle aşırı azalması ve bunun da para piyasası faiz oranları üzerinde aşırı baskı yaratması halinde, Merkez Bankası gerek görürse saat 11.00'da gerçekleştirdiği olağan repo ihalesine ilave olarak daha sonra "Gün İçi Repo" ihalesi de açabilecektir.

28. Bilindiği gibi Merkez Bankası 2001 yılından beri finansal sistemin maliyetlerinin aşağıya çekilmesi sürecine katkıda bulunmak amacı ile zorunlu karşılıklara faiz ödemektedir. Önümüzdeki dönemde zorunlu karşılık uygulamasında da değişikliğe gidilecektir. Mevcut uygulamada, kuruluşlar yüzde 6'lık Türk lirası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin en fazla yüzde 3'lük kısmını iki haftalık ortalama olarak tutabilirken, en az yüzde 3'lük kısmını bloke hesaplarında tutmaktadırlar. Piyasadaki likidite sıkışıklığının ortaya çıkması ile birlikte bankaların esnek ve etkin likidite yönetimi yapmalarını

teminen Türk lirası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin tamamının serbest mevduatlarının iki haftalık ortalamaları alınarak hesaplanması planlanmaktadır.

29. Diğer yandan, Merkez Bankası para politikası ve likidite yönetiminin etkinleştirilmesi temel amacı çerçevesinde, piyasa koşullarındaki değişikliklere ve ortaya çıkacak ihtiyaçlara göre, şimdiye kadar olduğu gibi, gelecek dönemde de likidite yönetimi stratejisinde ve yukarıda belirtilen faiz aralıklarında değişikliklere gidebilecektir.

30. Likidite, mevcut koşullarda bankacılık sistemi içinde homojen bir dağılım göstermemektedir. Piyasadaki likiditenin azalması ve eksiye dönmesi ile birlikte likiditenin bankalar arasındaki dağılımı daha da önem kazanacak ve para piyasalarının etkin çalışması açısından ikincil piyasa işlemlerinin derinliğinin önemi artacaktır. Bu süreçte, likiditenin akışkanlığını sağlamak amacıyla bankacılık sisteminin, risk prensiplerini de dikkate alarak gerekli önlemleri alması faydalı olacaktır. Hiç şüphesiz unutulmaması gereken önemli bir nokta şudur: Dalgalı kur rejimi altında Türk lirası likidite politikasının sabit/öngörülebilir kur rejimine kıyasla çok daha rahat uygulanabilmesi, diğer bir deyişle bankacılık sisteminin Türk lirası ihtiyaçlarına Merkez Bankası'nın çok daha esnek ve süratli cevap verebilmesi söz konusudur. Ancak bu durumda da, bankacılık sisteminin likidite yönetimini risk yönetimi ilkeleri çerçevesinde yapması gerektiği açıktır.

31. Bankacılık sisteminde likidite açığının ortaya çıkması ile birlikte, piyasalarda referans alınan kısa vadeli faizler Merkez Bankası'nın borçlanma faizi değil, borç verme faizleri olacaktır. Dolayısıyla, likiditenin sıkışmaya başlaması ile birlikte, referans alınan faiz oranı sadece teknik nedenlerle yükselmiş olacaktır. Böyle bir durumun

yaratabileceği olumsuzlukların önüne geçilebilmesi için, önümüzdeki dönemde fazla likiditenin pozitiften negatife geçtiği bir aşamada, Merkez Bankası, faizlerini gözden geçirebilecektir. Tekrar vurgulamak gerekirse bu faiz değişikliği tamamen likidite yönetimine dair teknik nedenlerden kaynaklanacak, para politikasının gevşetilmesi ya da sıkılaştırılması anlamına gelmeyecektir.

Kamuoyunun bilgisine sunulur.