



# **2008 YILINDA PARA VE KUR POLİTİKASI**

**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

**18 Aralık 2007**

**ANKARA**

# PARA POLİTİKASI GENEL ÇERÇEVESİ

## *2007 Yılıın Genel Değerlendirmesi*

1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Merkez Bankası), 2007 yılında para politikasını enflasyon hedeflemesi rejimi esasları çerçevesinde uygulamaya devam etmiştir. Para Politikası Kurulu (Kurul) toplantıları, daha önce duyurulmuş olan yıllık toplantı takvimi dahilinde gerçekleştirilmiştir. Alınan faiz kararları, kararın alındığı gün, gerekçesi ile birlikte basın duyurusu yoluyla kamuoyuna sunulmuştur. Bunun yanı sıra, Kurul toplantılarını takip eden 8 iş günü içinde, alınan kararın detaylarını ve toplantıda yapılan değerlendirmeleri içeren "Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti", 2007 yılında İngilizce çevirisi ile birlikte yayımlanmaya başlanmıştır. Temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu ise üç ayda bir yayımlanmaya devam etmiştir. Ayrıca, beklenti yönetimini etkinleştirmek amacıyla, enflasyon verilerini ayrıntılı olarak analiz eden Fiyat Gelişmeleri notu aylık fiyat verilerinin açıklanmasını takiben kısa süre içinde yayımlanmıştır.
2. 2007 yılının ilk üç çeyreğinde enflasyon öngöründüğü şekilde hedefle uyumlu patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. Yılın son çeyreğinde ise gerek gıda fiyatlarında kuraklık ve küresel konjonktürden kaynaklanan yüksek artışların devam etmesi gerekse yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki ayarlamalar enflasyondaki düşüş eğiliminin duraklamasına sebep olmuştur. Böylelikle yıl sonunda enflasyonun belirsizlik aralığının dışında kalacağı ortaya çıkmıştır. Merkez Bankası, TÜFE enflasyonunu hedeflemekle birlikte, kontrolü dışında kalan fiyat hareketlerinin ortaya çıktığı dönemlerde özel kapsamlı enflasyon göstergelerine atıfta bulunmuş ve etkin bir iletişim stratejisi izlemiştir. Enerji, gıda ve yönetilen/yönlendirilen ürünleri dışarıda bırakan temel enflasyon eğilimindeki olumlu görünüm doğrultusunda 2007 Eylül ayından itibaren ölçülü bir faiz indirim süreci başlatılmıştır. Bu kapsamda, 2007 yıl sonuna kadar gecelik borçlanma faiz oranı toplamda 175 baz puan indirilerek yüzde 17,50 seviyesinden yüzde 15,75 seviyesine düşürülmüştür.
3. Merkez Bankası son iki yıl içinde kamuoyu ile iletişim, şeffaflık, hesap verebilirlik konularında önemli mesafe katetmiştir. Geçtiğimiz iki yıl içinde ortaya çıkan bir dizi arz şokuyla enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalmasına rağmen, 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri yüzde 6,1 ve yüzde 5,2 gibi ekonomimizde uzun yıllardır tecrübe edilmediği kadar düşük seviyelerde bulunmaktadır. Bu gözlem enflasyon hedeflemesi rejiminin beklenti yönetiminde büyük oranda başarılı olduğunu

göstermektedir. Diğer yandan, beklentilerin orta vadeli hedef olan yüzde 4 düzeyinin üzerinde seyretmesi enflasyonla mücadelede alınacak mesafe olduğuna işaret etmektedir. Merkez Bankası, halihazırda elde etmiş olduğu kazanımlarla yetinmeyerek önümüzdeki dönemde beklenti yönetiminin daha da etkinleştirilmesine yönelik adımları atmaya devam edecektir.

4. Metnin bundan sonraki kısmında 2008 yılında uygulanacak olan para ve kur politikasının genel çerçevesi sunulmaktadır. İlk bölümde para politikasının stratejik çerçevesi ortaya koyulmakta, ikinci bölümde ise döviz kuru politikası, döviz alım ihaleleri ve likidite yönetimi esasları açıklanmaktadır.

### ***Enflasyon Hedefleri***

5. 2006 yılından itibaren enflasyon hedefleri "nokta hedef" olarak belirlenmiştir. Hedef değişken Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden hesaplanan yıl sonu enflasyon oranı olarak ilan edilmiş ve hedef ufku 3 yıllık bütçe uygulamasına paralel şekilde 3 yıl olarak belirlenmiştir. Merkez Bankası, bu çerçeveyi 2008 yılında da koruyacaktır.
6. Ekonomideki yapısal dönüşüm, gelişmiş ülkelere yakınsama süreci ve yüksek enflasyon döneminden kalma fiyatlama davranışları göz önüne alınarak, hükümetle yapılan görüşmelerde orta vadede yüzde 4 düzeyinde bir enflasyon hedefi üzerinde görüş birliğine varılmıştır. Bu doğrultuda, 2010 yılı hedefi, 2008 ve 2009 yılları için olduğu gibi, yüzde 4 olarak belirlenmiştir.

### ***Özel Kapsamlı TÜFE Göstergelerinin Önemi***

7. Tüketici fiyat endeksi, tanım gereği geniş bir kapsama sahip olduğu için geçici fiyat dalgalanmalarına maruz kalabilmektedir. Özel kapsamlı göstergeler, para politikasının kontrolü dışında kalan fiyat hareketlerinin ayrıştırılmasını sağlamakta ve bu yönüyle enflasyonun temel eğiliminin daha sağlıklı izlenebilmesine olanak tanımaktadır. Örneğin, enerji fiyatlarında gözlenen dikkate değer bir artışın tüketici fiyatları üzerindeki etkisi, enerji fiyatlarını dışlayan bir fiyat endeksi kullanılarak analiz edilebilmektedir. Benzer şekilde tütün ürünlerinden alınan özel tüketim vergisinde gözlenen bir kereye mahsus geçici nitelikteki bir hareketin neden olduğu fiyat değişimleri de söz konusu kalemi dışlayan özel kapsamlı TÜFE göstergeleri aracılığıyla ayrıştırılabilmektedir.
8. Son 2 yıl içinde ortaya çıkan bir dizi arz şoku Özel Kapsamlı TÜFE Göstergelerinin önemini belirginleştirmiştir. "Çekirdek" endeksler olarak da tanımlanabilecek olan söz konusu göstergeler, 2007 yılında para politikası kararlarının iletişiminde önemli bir rol oynamıştır.

9. Şüphesiz, tüketici fiyatlarında gözlenen tüm geçici etkileri arındırabilecek tek bir çekirdek enflasyon göstergesi tanımlamak mümkün değildir. Örneğin, Türkiye İstatistik Kurumu tarafından yayımlanan mevcut Özel Kapsamlı Göstergeler *işlenmiş* gıda kalemini dışlamamaktadır. Yakın dönemde de gözlediğimiz gibi kuraklık kaynaklı etkiler işlenmiş gıda ürünleri fiyatları kanalıyla özel kapsamlı göstergeleri olumsuz yönde etkilemektedir. Bir diğer ifadeyle, temel enflasyon eğiliminde bir bozulma olmamasına rağmen, Özel Kapsamlı TÜFE Göstergelerinin artış hızı işlenmiş gıda fiyatlarından kaynaklanan yükselişler gösterebilmektedir. Bu doğrultuda Merkez Bankası, bütün gıda kalemlerini dışarıda tutan bir endeks oluşturmuş ve bu endeksi yakından izlemeye başlamıştır.
10. Merkez Bankası, para politikasının iletişiminin etkinliğini artırmak ve sağlıklı kararlar vermek amacıyla zaman zaman TÜFE'nin belirli alt gruplarındaki fiyat hareketlerine de dikkat çekmektedir. Örneğin 2006 yılının ortalarından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın etkilerini vurgulamak amacıyla, hizmetler veya dayanıklı tüketim malları gibi, fiyatları para politikası uygulamalarına duyarlı olan alt gruplardaki gelişmelere 2007 yılında sıkça atıfta bulunulmuştur.
11. Sonuç olarak Merkez Bankası, enflasyondaki temel eğilimi değerlendirirken Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri de dahil olmak üzere bir çok değişkeni incelemekte, içinde bulunulan konjoktüre bağlı olarak dönem dönem farklı göstergeleri ön plana çıkarabilmektedir. Merkez Bankası'nın çekirdek enflasyon konusundaki bu yaklaşımının kamuoyunca anlaşılması, uygulanan para politikasının sağlıklı bir biçimde değerlendirilmesine olanak sağlayarak iletişim politikalarının etkinliğini artıracaktır.

### ***Belirsizlik Aralığı ve Hesap Verebilirlik***

12. 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. Bahse konu madde, para politikası uygulamalarında hesap verebilirlik ilkesi açısından temel oluşturmakla birlikte, hedeften ne ölçüde sapılması durumunda hesap verme mekanizmasının devreye gireceği hususuna açıklık getirmemiştir. Bir diğer ifadeyle, hesap verme mekanizmasının ayrıntıları Merkez Bankası'nın insiyatifine bırakılmıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan bir çok ülkede olduğu gibi, nokta hedef etrafında simetrik bir belirsizlik aralığı oluşturarak, etkin ve uygulanabilir bir hesap verme mekanizması tasarlamıştır.

13. Yukarıda da belirtildiği gibi enflasyon hedefi, TÜFE gibi oldukça geniş kapsamlı bir gösterge üzerinden tanımlanmıştır. Söz konusu endekste, gıda enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar gibi, para politikasının etki alanı dışında kalan çok sayıda kalem de yer almaktadır. Ayrıca, Türkiye gibi gelişmekte olan açık ekonomilerde döviz kurundaki kısa vadeli hareketler enflasyon üzerinde öngörülemeyen geçici dalgalanmalara yol açabilmektedir. Para politikasının kontrolü dışındaki unsurlara ani tepki vermesi makroekonomik değişkenlerdeki oynaklığı artıracağından, enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları orta vadeli bir yaklaşımla hareket etmekte ve beklentiler kontrol altında olduğu sürece enflasyondaki geçici dalgalanmalara izin vermektedir. Bu bağlamda, belirsizlik aralığının oluşturulmasındaki temel amaç, enflasyonun nokta hedef etrafındaki sapmalara hesap verebilirlik ilkesi açısından ne ölçüde tolerans gösterileceğine ilişkin ölçülebilir bir kriter oluşturmaktır.
14. Yukarıda sıralanan unsurlar göz önüne alınarak 2008 yılında belirsizlik aralığının iki puan olarak korunması uygun görülmüştür. Bu çerçevede üçer aylık dönemlerin sonu için oluşturulan hedefle uyumlu patika ve bu patika etrafındaki belirsizlik aralığının ifade ettiği alt ve üst sınırlar Tablo 1’de sunulmaktadır.

**Tablo 1: 2008 Yılında Hedefle Uyumlu Patika ve Belirsizlik Aralığı**

	<b>Mart</b>	<b>Haziran</b>	<b>Eylül</b>	<b>Aralık</b>
Belirsizlik aralığı üst sınırı	9,10	8,50	8,30	6,00
<b>Hedefle uyumlu patika</b>	<b>7,10</b>	<b>6,50</b>	<b>6,30</b>	<b>4,00</b>
Belirsizlik aralığı alt sınırı	5,10	4,50	4,30	2,00

15. Enflasyonun üçer aylık dönemler sonu itibarıyla belirsizlik aralığının dışında kalması halinde Merkez Bankası, sapmanın nedenlerini ve hedefe tekrar yakınsaması için alınan ve alınması gereken tedbirleri Hükümete yazacağı bir *açık mektup* aracılığıyla kamuoyunun bilgisine sunacaktır.
16. Son dönemde Enflasyon Raporu’nun genel değerlendirme bölümünde hesap verebilirlik ilkesine yönelik olarak değişikliklere gidilmiş ve Merkez Bankası, enflasyon ve para politikası görünümüne ilişkin görüşlerini ve enflasyonu hedefe yakın tutmak için gerekli gördüğü tedbirleri Enflasyon Raporu aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaya başlamıştır. Böylece Enflasyon Raporu, temel iletişim aracı olma işlevinin yanı sıra, hesap verebilirlik mekanizması açısından da önemli bir rol üstlenmeye başlamıştır. Bu doğrultuda, önümüzdeki dönemlerde yazılması muhtemel açık mektuplarda Enflasyon Raporu’na daha fazla atıfta bulunulacaktır. Kamuoyunun gerek Enflasyon Raporu’na gerekse açık mektuplara bu bakış açısıyla yaklaşarak söz konusu

metinleri birbirini tamamlayıcı unsurlar olarak değerlendirmesi, iletişim politikası açısından önem arz etmektedir.

### ***Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Kamu Kesiminin Rolü***

17. Enflasyondaki düşüşün uzun vadeli, kalıcı bir kazanıma dönüşebilmesi için uygulanan para politikasının maliye politikalarıyla desteklenmesinin gerekliliği tekrar vurgulanmalıdır. Kamu kesiminin izlediği politikalar enflasyonu çeşitli kanallardan etkileyebilmektedir. Enflasyon üzerinde doğrudan etkisi olan bir kanal kamu kesiminin ürettiği mal ve hizmetlerdeki fiyat ve vergi ayarlamalarıdır. Söz konusu ayarlamaların önceden açıklanan bir takvim veya kural dahilinde yapılması, enflasyon tahminlerine ilişkin riskleri azaltacak ve enflasyon hedeflemesi rejiminin itibarına olumlu katkıda bulunacaktır.
18. Merkez Bankası, enflasyon tahminlerini oluştururken, kamu kesiminin bütçe projeksiyonlarını veri olarak almaktadır. Bu çerçevede, para politikası duruşu güncellenirken, toplam talebin önemli bileşenlerinden biri olan kamu kesimi harcamalarının seyri dikkatle izlenmektedir. Bunun yanında kamu kesimindeki ücret ayarlamalarının enflasyon hedefiyle uyumlu olması, söz konusu artışların özel sektör tarafından da emsal olarak alınması nedeniyle ayrı bir önem taşımaktadır.
19. Bütün bu nedenlerden dolayı Merkez Bankası, gelirler ve maliye politikası uygulamalarını yakından takip etmekte, mali disiplinin kalitesini ve maliye politikalarının öngörülebilirliğini artıracak yapısal düzenlemelerin önemini sıkça vurgulamaktadır.

### ***Aktarım Mekanizması, Enflasyon Tahminleri ve Para Politikası Duruşu***

20. Para politikası uygulamalarının enflasyonu etkileme sürecindeki belirsizlikler merkez bankalarının politika metinlerinde üzerinde sıkça durduğu bir konudur. Türkiye gibi yapısal dönüşüm yaşayan ülkelerde, makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler zaman içinde değişim göstermekte ve bu nedenle parasal aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler gelişmiş ülkelere kıyasla daha fazla olabilmektedir. Bununla birlikte, Merkez Bankası'nın aktarım mekanizmasına dair saptamalarını kamuoyuyla paylaşmasının beklenti yönetimine katkıda bulunacağı düşünülmektedir.
21. Türkiye'de 2001 sonrasında enflasyondaki düşüş süreciyle birlikte kısa vadeli faizlerin uzun süre sadece aşağı yönde hareket göstermesi ve bu dönemin enflasyon hedeflemesinin geçiş dönemi olması, para politikası aktarım mekanizmasının değerlendirilmesini güçleştirmiştir. Bununla birlikte, 2006 yılının ortalarından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma ve sonrasında

oluşan makroekonomik dinamikler, aktarım mekanizmasına ilişkin önemli çıkarımlar yapılabilmesine olanak tanımaktadır. Son dönemdeki gözlemler doğrultusunda para politikasındaki sıkılaştırmanın ekonomik faaliyet üzerindeki etkisinin yaklaşık bir yıl, enflasyon üzerindeki etkisinin ise yaklaşık iki yıl kadar sürdüğü ifade edilebilir. Son bir buçuk yıl içinde para politikasının özel kesim talebi ve enflasyon üzerindeki etkisi açıkça görülmüştür. Daha da önemlisi, bu süreçte para politikasının enflasyon beklentilerini kontrol altına alabildiği teyid edilmiştir. Para politikası kararlarının en etkili olduğu sektörler dayanıklı tüketim malı ve hizmet sektörleri olmuştur. Nitekim, 2007 yılında hizmetler ve dayanıklı tüketim malları fiyat dinamikleri enflasyondaki düşüş sürecine önemli katkıda bulunmuştur.

22. Sonuç olarak TÜFE'nin yaklaşık yarısı enerji, gıda ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar gibi kalemlerden oluşsa da para politikasının diğer kalemler aracılığıyla enflasyonun temel eğilimini kontrol altına almakta başarılı olduğu görülmektedir.
23. Geçtiğimiz iki yıldaki para politikası metinlerinde de belirtildiği gibi, enflasyon hedefleri sadece para politikasının etkisi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeften *çok büyük ve uzun süreli sapmalar* görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda değiştirilecektir. Bu çerçevede Merkez Bankası, önümüzdeki kısa dönemde enflasyonun bir süre hedefin üzerinde seyredebileceğini hesaba katmakla beraber enflasyonun temel eğiliminin aşağı yönlü olduğu saptamasından yola çıkarak yüzde 4 enflasyon hedefini korumaktadır.
24. Enflasyon Raporlarında tahminler iki yıllık bir zaman dilimini kapsayacak şekilde sunulmaya devam edilecektir. Enflasyonun hedeflenen oranların üzerinde olduğu dönemlerde Enflasyon Raporlarında sunulan tahminler ayrı bir önem kazanmaktadır. Tahminler enflasyonun orta vadeli hedefe doğru yaklaşırken hangi yolu izleyeceği konusunda kamuoyunu bilgilendirme işlevini üstlenmektedir. Bir diğer ifadeyle ekonomik birimler için referans olarak oluşturulan değer kısa vadede enflasyon tahmini, orta vadede ise enflasyon hedefidir.
25. Enflasyon tahminlerinin içerdiği bir diğer mesaj para politikası duruşuna ilişkindir. Enflasyon Raporu'nda tahminler ve para politikası görünümü oluşturulurken şu soruya cevap aranmaktadır: "Orta vadede enflasyonu hedefe yakın tutacak para politikası duruşu nedir?" Burada *para politikası duruşu* ile kastedilen sadece kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesi değildir. Para politikası duruşu, bugünden orta vadeye uzanan bir zaman diliminde kısa vadeli faizlerde izlenmesi muhtemel görülen bir patikayı ifade etmektedir.

Tahminlere temel oluşturan faiz patikası varsayımının niteliksel de olsa kamuoyuyla paylaşılması, enflasyon hedeflemesinin temel ilkelerinden olan şeffaflık ve öngörülebilirliğin artırılması anlamında önemli bir rol oynamaktadır.

26. Merkez Bankası'nın uygulayacağı muhtemel politikalarla ilgili olarak kamuoyunu bilgilendirmesi beklentiler kanalıyla orta vadeli piyasa faizlerini etkileyerek para politikası aktarım mekanizmasını güçlendirmektedir. Ancak, Enflasyon Raporları'nda politika duruşuna ilişkin telaffuz edilen patikanın o an için mevcut olan bilgilere göre üretilmekte olduğu ve orta vadeli enflasyon görünümüne dair açıklanacak her yeni verinin para politikasının geleceğe yönelik duruşunun gözden geçirilmesine neden olacağı tekrar hatırlatılmalıdır. Uygulanan rejimde para politikası duruşunun güncellenmesi bir istisna değil bir normdur. Dolayısıyla, bugünkü bilgilerle oluşturulan para politikası duruşu kesinlikle bir taahhüt olarak algılanmamalıdır. Enflasyon görünümünü etkileyen değişkenlere dair öngörülenin dışındaki her gelişme para politikası duruşunun yeniden tanımlanmasını gündeme getirecektir. Burada önemli olan politika duruşunun neden güncellendiğinin açıkça kamuoyuyla paylaşılmasıdır. Nitekim Merkez Bankası, Enflasyon Raporu ve diğer politika metinleri aracılığıyla para politikası duruşunun ne yönde ve hangi gerekçelerle güncellendiğini açıkça ifade etmektedir.

27. Merkez Bankası'nın temel politika aracı kısa vadeli faizlerdir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikası kararlarının uygulanması ve iletişimi kısa vadeli faizler aracılığıyla yapılmaya devam edilecektir. Bunun yanında, daha önceki politika metinlerinde de ifade edildiği üzere, gerekli görüldüğü takdirde zorunlu karşılık oranları veya etkin likidite yönetimi gibi destekleyici araçlar da kullanılabilir.

### ***Karar Alma Süreci ve İletişim***

28. Para Politikası Kurulu (Kurul), 2008 yılında aylık olarak toplanmaya devam edecektir. Toplantılar, yıllık bir takvim dahilinde ilan edilen tarihlerde gerçekleştirilecek ve saat 13.00'da başlayacaktır. Para politikası kararı oluşturulduktan sonra karar ve gerekçesini özetleyen kısa bir metin toplantının yapıldığı gün saat 19.00'da bir basın duyurusu ile Merkez Bankası İnternet sayfasında açıklanacaktır. Kararın İngilizce çevirisi ise yine aynı gün içinde yayımlanacaktır.

29. Para politikası kararlarının iletişimini desteklemek amacıyla hazırlanan "Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti" toplantıyı takip eden 8 iş günü içinde Merkez Bankası İnternet sitesinde Türkçe ve İngilizce olarak açıklanmaya devam edilecektir.



30. Para politikasının temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu yine yılda dört defa yayımlanacak, Rapor'un genel değerlendirmesi basın toplantısı ile kamuoyuna sunulacaktır. Finansal İstikrar Raporu ise yılda iki kez yayımlanmaya devam edilecektir.<sup>1</sup> Ayrıca, aylık "Fiyat Gelişmeleri" Raporu, enflasyon verilerinin açıklanmasını takip eden iş günü içinde yayımlanacaktır.
31. Bütün bunlara ek olarak, Merkez Bankası yetkililerinin yurt içi ve yurt dışı toplantılarda yaptığı sunum ve konuşmalar iletişim politikasının önemli bir ayağını oluşturacaktır. Bankamızca yayımlanan araştırma tebliğleri, kitapçıklar ve teknik notlar ile düzenlenen konferans ve çalıştaylar da iletişim politikasının etkin bir unsuru olarak kullanılacaktır.

## **DÖVİZ KURU POLİTİKASI VE LİKİDİTE YÖNETİMİ**

### ***Döviz Kuru Politikası ve Döviz Alım İhaleleri***

32. Merkez Bankası 2008 yılında enflasyon hedeflemesinin yanısıra dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edecektir. 2002 yılından itibaren ilan edilmekte olan yıllık para ve kur politikası duyurularında da belirtildiği üzere, dalgalı kur rejiminde döviz kuru ne bir hedef ne de bir politika aracıdır. Döviz kurları 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.
33. Diğer taraftan, dalgalı kur rejimi uyguluyor olsalar da ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olmak karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesinde ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasında büyük katkı sağlamaktadır. Buna ek olarak, Hazine'nin dış borç ödemelerinin gerçekleştirilmesi ve Merkez Bankası bilançosunda yükümlülükler içinde önemli bir yer tutan işçi döviz hesaplarının uzun vadede aşamalı olarak azaltılması gerekmektedir. Bu nedenle, döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde Merkez Bankası'nca rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirilmektedir.
34. Döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca düşük düzeyde etkilemek için Merkez Bankası döviz alımlarını 1 Nisan 2002 tarihinden itibaren kuralları önceden açıklanmış döviz alım ihaleleriyle gerçekleştirmekte, 2005 yılından itibaren de yıllık ihale programları açıklamaktadır. İhalelerin esas olarak açıklanan program çerçevesinde yürütülmesi hedeflense de, döviz arzına ilişkin öngörülerin dışında önemli

---

<sup>1</sup> Para Politikası Kurulu toplantı tarihleri ile Enflasyon Raporu ve Finansal İstikrar Raporu'nun yayımlanma takvimi Ek'te sunulmaktadır.

gelişmeler olması durumunda ihale programlarında önceden duyurularak değişiklikler yapılabilmektedir.

35. Nitekim, günlük döviz alım ihalelerinde alımı yapılacak tutar;

i) 2007 yılı için 15 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 45 milyon ABD doları olarak açıklanmış,

ii) Seçim sürecinin sona ermesi ve makroekonomik politikalara ilişkin olumlu beklentilerle ülkemize yönelik sermaye girişlerinin güçlü seyredeceği öngörülerek 25 Temmuz 2007 tarihinden itibaren ihale miktarı 40 milyon ABD dolarına yükseltilmiş,

iii) Ancak, söz konusu dönemde gelişmiş ülkeler konut ve kredi piyasalarındaki olumsuz gelişmelerin, diğer gelişmekte olan ülke piyasalarında olduğu gibi ülkemiz piyasalarında da oynaklığı artırması nedeniyle, ihale miktarı 15 Ağustos 2007 tarihinden itibaren tekrar 15 milyon ABD dolarına düşürülmüş,

iv) Konut ve kredi piyasalarında yaşanan sorunların azaltılmasına yönelik olarak merkez bankaları tarafından alınan önlemlerin, söz konusu piyasalarda gözlenen dalgalanmaların göreceli olarak azalmasına ve global risk iştahının yeniden artmasına neden olması üzerine, 9 Ekim 2007 tarihinden başlamak üzere ihalelerde alımı yapılan tutar, günlük 30 milyon ABD doları ihale ve 60 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 90 milyon ABD dolarına yükseltilmiştir.

36. 14 Aralık 2007 tarihi itibarıyla, 2007 yılı içinde ihaleler yoluyla alımı yapılan toplam döviz tutarı 9,5 milyar ABD doları olmuş, döviz piyasasına doğrudan müdahale edilmemiştir. Merkez Bankası'nca 2002 yılından itibaren ihaleler ve müdahalelerle alım ve satımı yapılan döviz tutarları yıllık bazda aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

**Tablo 2: Merkez Bankası'nca Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları (2002-2007; 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*	9,494	-	-	-	9,494
<b>Toplam</b>	<b>31,783</b>	<b>1,000</b>	<b>25,534</b>	<b>2,126</b>	<b>54,191</b>

\* 14 Aralık 2007 itibarıyla.

37. 2008 yılında da döviz likidite koşullarında olağanüstü farklılaşmalar görülmedikçe döviz alım ihalelerine, günlük 30 milyon ABD doları ihale ve 60 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 90 milyon ABD doları olarak

devam edilecektir. Ancak, önceki uygulamalarımızda olduğu gibi, döviz arzına ilişkin gelişmeler 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.

38. Diğer taraftan, döviz kurlarındaki oynaklık her zaman olduğu gibi 2008 yılında da Merkez Bankası'nca yakından izlenecek ve kurlarda oluşan ve oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale edilebilecektir.

39. Bankalar önümüzdeki dönemde de Döviz ve Efektif Piyasaları - Döviz Depo Piyasası'nda kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde ABD doları ve euro cinsinden haftalık vadede döviz depo alabileceklerdir. 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 devam edilecektir.

40. Sonuç olarak, uygulanmakta olan kur rejimi ve Merkez Bankası kur politikası uygulamaları çerçevesinde, ekonomik birimlerin kur riskinin piyasada olduğu bir ortamda faaliyette bulduklarını dikkate alarak bu riskin etkin bir şekilde yönetilebilmesini sağlayacak mekanizmaları oluşturmaları gerekmektedir.

### ***Likidite Yönetimi***

41. Merkez Bankası'nın döviz alımları sonucu, piyasadaki likidite fazlası 2007 yılında da devam etmiştir. Merkez Bankası, piyasadaki fazla likiditeyi, asıl olarak bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasası'ndaki Yeni Türk Lirası depo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki repo işlemleri ile gecelik vadede çekmeye devam etmiştir. Ancak, gecelik vadeli işlemlerle çekilen fazla likiditenin artması üzerine, likidite yönetiminin esnekliğini ve etkinliğini artırmak amacıyla, gecelik işlemlere ilave olarak Temmuz ayından itibaren likidite senetlerinin ihracına da başlanmıştır. Piyasadaki fazla likiditenin Merkez Bankası tarafından temel olarak gecelik vadeli işlemlerle çekilmesine bağlı olarak, gecelik piyasa faiz oranları genellikle Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşmuştur. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranı para piyasaları için gösterge olma niteliğini sürdürmüştür.

42. Mevcut verilere göre, 2008 yılında, piyasadaki likiditeyi asıl olarak;

- i) Para tabanı artışı,
- ii) Hazine'nin Merkez Bankası'na olan kupon ve anapara itfaları,
- iii) Hazine'nin net döviz cinsi borç ödeyicisi olması

azaltıcı yönde etkilerken;

- iv) Merkez Bankası'nın net döviz alımları,
- v) Merkez Bankası'nın zorunlu karşılıklar ve fazla likiditeyi çekmek için yapacağı faiz ödemeleri,
- vi) Hazine'nin Merkez Bankası nezdindeki hesaplarındaki azalış artırıcı yönde etkileyecektir.

43. Hazine'nin 2008 yılı finansman programı ve Merkez Bankası'nın 2008 yılı döviz alım ihale programı temel alındığında, piyasadaki likidite fazlasının 2008 yılında genellikle makul düzeylerde devam edeceği öngörülmektedir. Ancak, önceki yıllarda olduğu gibi, özellikle Hazine'nin finansman programı ve Merkez Bankası'nın döviz alım tutarları ile Hazine'nin Merkez Bankası nezdindeki hesap bakiyesindeki değişikliklere bağlı olarak, piyasadaki likidite durumu önemli ölçüde değişebilecektir.

44. Merkez Bankası piyasadaki fazla likiditeyi, makul düzeylerde kaldığı sürece, asıl olarak bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasası'ndaki Yeni Türk Lirası depo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki repo işlemleri ile gecelik vadede çekmeye devam edecektir. Böylece gecelik piyasa faiz oranları, Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşmaya devam edecek, dolayısıyla Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi para politikası açısından referans faiz oranı olma niteliğini sürdürecektir.

45. Piyasada kalıcı likidite açığının ortaya çıkması halinde ise piyasalarda referans alınan kısa vadeli faizler, Merkez Bankası'nın borçlanma faizi değil, temel fonlama aracı olan repo ihale faizleri olacaktır. Dolayısıyla, likiditenin sıkışmaya başlaması halinde, piyasalarca referans alınan faiz oranı, sadece likiditenin azalması nedeniyle yükselmiş olacaktır. Böyle bir durumun yaratabileceği olumsuzlukların önüne geçilebilmesi için, enflasyondaki görünümün değişmemesi halinde, Merkez Bankası, borçlanma ve borç verme faizlerini likidite sıkışıklığının gecelik faizler üzerinde yarattığı baskıyı giderecek şekilde düşürebilecektir. Ancak bu faiz indirimi tamamen likidite koşullarındaki değişimden kaynaklanan teknik bir düzenleme olacak, para politikasının gevşetilmesi anlamına gelmeyecektir.

46. Merkez Bankası, 2008 yılı likidite yönetimi genel çerçevesinde önemli bir değişiklik öngörmemektedir. Buna göre, 2008 yılı likidite yönetimi stratejisi 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 halinde, bankalar limitleri ile sınırlı olmak üzere teminat karşılığında Merkez Bankası borç verme faiz oranından borçlanabilecekler, likiditenin artması sonucu faizlerin düşmesi halinde ise limitsiz olarak Merkez Bankası borçlanma faiz oranından Merkez Bankası'na Yeni Türk Lirası borç verebileceklerdir.
- ii) Merkez Bankası, bankaların likidite yönetiminin esnekliğini ve etkinliğini artırmak amacıyla, 9 Temmuz 2007 tarihinden itibaren "Geç Likidite Penceresi" işlem saatini 16.00 – 16.30 aralığından 16.00 – 17.00'ye, zorunlu karşılıkların tesis süresinin son iş gününde ise 16.00 – 17.15'e uzatmıştır. "Geç Likidite Penceresi" mevcut uygulamadaki gibi devam edecek; bankalar, söz konusu saatler arasında Merkez Bankası'ndan teminat karşılığı olmak üzere limitsiz olarak borçlanabilecek ya da Merkez Bankası'na borç verebileceklerdir.
- iii) Merkez Bankası, geçici ya da kalıcı likidite sıkışıklığının ortaya çıkması halinde, likidite yönetimini asıl olarak 1 hafta vadeli repo ihaleleri ile gerçekleştirmeye 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 faizlerinin mümkün olduğunca;
- a. Piyasadaki likidite sıkışıklığının geçici olduğunun öngörülmesi ve 45. paragrafta açıklanan teknik faiz indirimine gidilmemesi halinde, gecelik faizlerdeki dalgalanmayı azaltmak amacıyla, gün içi işlemler için ilan edilen Merkez Bankası borçlanma faiz oranının en fazla 1 puan üzerinde,
- b. Piyasadaki likidite sıkışıklığının kalıcı olduğunun öngörülmesi ve 45. paragrafta açıklanan teknik faiz indirimine gidilmesi halinde ise, gün içi işlemler için ilan edilen Merkez Bankası borçlanma ve borç verme faizlerinin orta noktası civarında oluşmasını sağlamaya çalışacaktır.

- iv) 1 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 öngörülmeven 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 yapıcı bankalar, Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri çerçevesinde kendilerine sağlanan repo imkanından 10.00 – 12.00 ile 13.00 – 16.00 saatleri arasında yararlanabileceklerdir.
- vii) Piyasadaki fazla likiditenin aşırı düzeyde artması halinde, para politikası ve likidite yönetiminin etkinlik ve esnekliğinin artırılması amacıyla asıl olarak 91 güne kadar vadeli Merkez Bankası likidite senetleri ve gerek görülürse 1, 2 ve 4 hafta standart vadeli Yeni Türk Lirası depo alım ile 91 güne kadar vadeli ters repo işlemleri de aktif olarak kullanılacaktır. Ancak, para piyasalarında gecelik vadeli faiz oranlarının Merkez Bankası borçlanma faizleri civarında oluşmasını sağlayacak düzeydeki fazla likiditenin, gecelik vadeli işlemlerle çekilmeye devam edilmesine özen gösterilecektir.
- viii) Merkez Bankası, piyasadaki fazla likidite makul düzeylerde olsa dahi, piyasalarda olağanüstü dalgalanmalar gözlenmesi halinde, söz konusu dalgalanmaları azaltmak amacıyla gecelik vadede çekilen fazla likiditeyi likidite senetleri, Yeni Türk Lirası depo alım ve ters repo işlemleri ile sterilize ederek gecelik faizlerin Merkez Bankası gecelik borçlanma ve borç verme faizleri aralığında dalgalanmasına izin verebilecektir.
- ix) Likidite senetlerinin ihraç edilmesine gerek duyulması halinde, yatırımcılara daha uzun değerlendirme süresi sağlamak amacıyla, ihale bilgileri, mevcut uygulamadaki "aynı gün" yerine, ihaleden bir iş günü önce saat 10.00'da Reuters sisteminin "CBTL" sayfasında duyurulacaktır. İhale bilgilerinin banka ve aracı kurumlara Elektronik Fon Transferi (EFT) sistemi aracılığı ile bildirimine de devam edilecektir. Likidite senetleri ihaleleri saat 11.00'de bir iş günü sonrası valörle gerçekleştirilecek ve sonuçların en geç saat 11.30'da

Reuters sisteminin "CBTM" sayfasında ilan edilmesine özen gösterilecektir. İhaleler, geleneksel ihale yöntemiyle gerçekleştirilecektir.

- x) Yeni Türk Lirası depo alım ihale bilgileri Reuters sisteminin "CBTY" sayfasında, ters repo ihale bilgileri ise "CBTF" sayfasında aynı gün saat 10.00'da ilan edilecektir.

47. Piyasadaki fazla likiditenin çekilmesinde yukarıda sözü edilen açık piyasa işlemleri araçlarının aktif olarak kullanılmasına rağmen, bankacılık sistemi kredi genişlemesinin enflasyonist baskı yaratacak ölçüde hızlanması halinde, likidite yönetimini desteklemek amacıyla zorunlu karşılıklar da etkin olarak kullanılabilir.

48. Yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, 2008 yılında da para politikası ve likidite yönetiminin etkinleştirilmesine yönelik uygulamalara devam edecektir. Bu çerçevede, piyasa koşullarında beklenmedik değişikliklere ve ortaya çıkacak ihtiyaçlara göre, şimdiye kadar olduğu gibi, gelecek dönemde de likidite yönetimi stratejisinde ve borçlanma ve borç verme faiz oranları aralıklarında değişikliklere gidebilecektir.

49. Merkez Bankası, her zaman belirttiği üzere, finansal piyasaların istikrarını ve gelişmesini fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesi için destekleyici amaç olarak görmektedir. Kuşkusuz, dalgalı kur rejiminde, Merkez Bankası, Yeni Türk Lirası likidite politikasını sabit/öngörülebilir kur rejimine kıyasla çok daha esnek uygulayabilmekte, bankacılık sisteminin Yeni Türk Lirası likidite ihtiyaçlarına çok daha esnek ve süratle cevap verebilmekte, enflasyon hedefi ile uyumlu olduğu sürece, para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önleyebilmektedir. Ayrıca, Merkez Bankası bankacılık sistemine sınırlı da olsa kısa vadeli döviz depo işlemleri ile döviz likidite imkanı sağlamaktadır. Ancak, bankacılık sisteminin, Merkez Bankası'nın esnek ve etkin Yeni Türk Lirası likidite yönetimini ve sınırlı da olsa döviz likidite imkanını baz alarak risk yönetimi ilkelerinde rehavete kapılmamasının, aksine, risk yönetimi prensiplerini etkin olarak kullanmasının gereğinin bir defa daha hatırlatılmasında fayda görülmektedir.

Kamuoyunun bilgisine sunulur.

## EK: 2008 YILI TAKVİMİ

<b>PPK Toplantı Tarihleri</b>	<b>Enflasyon Raporu</b>	<b>Finansal İstikrar Raporu</b>
17 Ocak, Perşembe	31 Ocak, Perşembe	
14 Şubat, Perşembe		
19 Mart, Çarşamba		
17 Nisan, Perşembe	30 Nisan, Çarşamba	
15 Mayıs, Perşembe		30 Mayıs, Cuma
16 Haziran, Pazartesi		
17 Temmuz, Perşembe	28 Temmuz, Pazartesi	
14 Ağustos, Perşembe		
18 Eylül, Perşembe		
22 Ekim, Çarşamba	31 Ekim, Cuma	
19 Kasım, Çarşamba		28 Kasım, Cuma
18 Aralık, Perşembe		