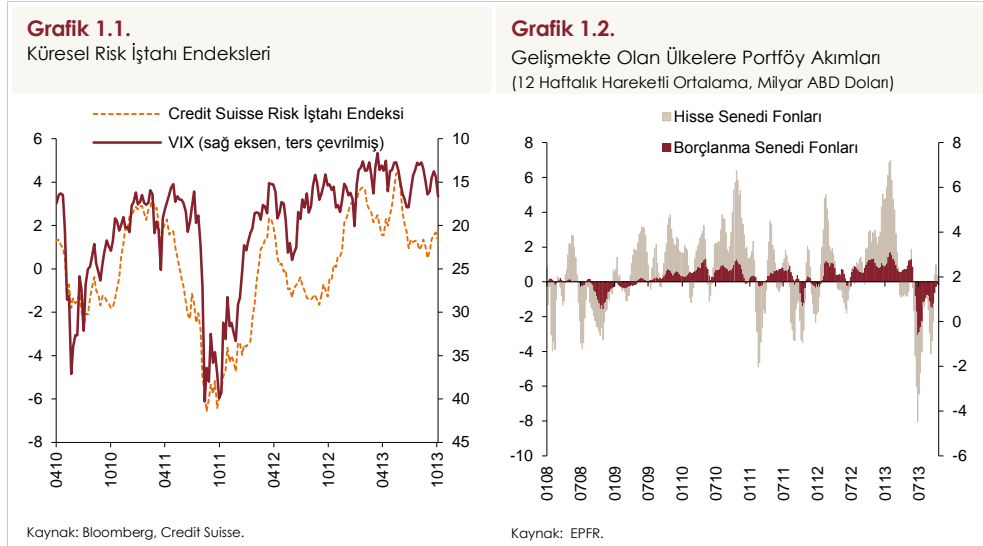


1. Genel Değerlendirme

Yılın üçüncü çeyreğinde küresel para politikalarına dair gelişmeler finansal piyasalar üzerinde belirleyici olmaya devam etmiştir. Bu dönemde, küresel büyümeye ilişkin kaygıların devamına karşın, ABD Merkez Bankası'nın (Fed) varlık alımlarını yakın dönemde azaltacağına dair beklentilerin önce oluşturulması ve sonra ötelenmesi nedeniyle, küresel risk iştahı dalgalı bir seyir izlemiştir (Grafik 1.1). Varlık alımlarının azaltılabileceğine dair ilk sinyalin verildiği Mayıs ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) sermaye çıkışları gözlenmiştir (Grafik 1.2). Bu dönemde küresel düzeyde tüm finansal varlıklarda bir yeniden fiyatlama yaşanmıştır.



Küresel iktisadi faaliyet zayıf seyrini korurken küresel para politikalarına dair belirsizliklerin bir süre daha devam etmesi beklenmektedir. ABD ekonomisindeki toparlanma eğilimi henüz istikrar kazanmazken yaşanan finansal dalgalanmalar ile bütçe tartışmaları ekonomide finansal koşulları sıkılaştırarak toparlanma üzerinde olumsuz riskler oluşturmuştur. Euro Bölgesi ekonomilerinde bazı olumlu sinyaller gözlenmesine rağmen hem yüksek işsizlik oranları hem de kredi aktarım mekanizmasındaki problemler ekonomik görünümün zayıf kalmasına sebep olmaktadır. Küresel para politikalarının yüksek frekansta açıklanan verilere ve ekonomik toparlanmanın gidişatına bağlı olması ve söz konusu verilerin ve toparlanmaya dair göstergelerin oynak seyir izlemesi, küresel para politikalarındaki belirsizliklerin devam etmesine sebep olmaktadır.

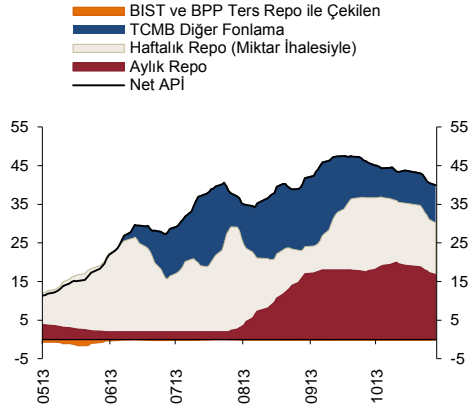
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Finansal Koşullar

Mayıs ayından itibaren küresel düzeyde para politikalarına ilişkin artan belirsizlik karşısında TCMB, gerek enflasyon göstergelerini gerekse de küresel belirsizliklerin yarattığı makro finansal riskleri gözeterek temkinli bir para politikası uygulamıştır. Bu doğrultuda hedefin üzerinde seyreden enflasyon göstergelerinin fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla ek parasal sıkılaştırmalara devam edilmiştir. Ağustos ayında ek parasal sıkılaştırmanın etkinliğini artırmak amacıyla gecelik borç verme faiz oranı yüzde 7,25'ten yüzde 7,75'e artırılarak faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmiştir. Ayrıca, etkin likidite yönetimi ile kısa vadeli faizlerin koridorun üst sınırına yakın gerçekleşmesi sağlanmıştır. Böylece, aynı dönemde enflasyon beklentilerinde gözlenen artıştan daha güçlü ve önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirilmiştir. Ağustos ayından itibaren ise küresel para politikalarına dair belirsizliklerin yurt içine yansımalarının sınırlandırılması açısından Türk lirası likidite politikasındaki öngörülebilirliğin artırılmasına karar verilmiştir. Bu amaçla faiz belirsizliğini azaltma yönünde bir strateji benimsenerek, küresel faiz oranları ile yurt içi faiz oranları arasındaki ilişkinin büyük ölçüde zayıfladığı ve piyasa faizlerinin olması gerektiği gibi daha çok yurt içi makroekonomik gelişmelere duyarlı hale geldiği bir çerçeveye oluşturulmuştur.

Yılın üçüncü çeyreğinde TCMB piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Bu gelişmenin de etkisiyle piyasadaki Türk lirası likidite açığı artış göstermiştir (Grafik 1.1.1). TCMB'nin bu çeyrekte piyasaya sağladığı likiditede bir hafta vadeli repo oranını azaltması sonucu gecelik ve aylık vadede borç verme olanakları ile sağladığı fonların oranının arttığı gözlenmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak TCMB ortalama fonlama faizi ile BIST bankalararası gecelik repo faizleri artış göstermiştir (Grafik 1.1.2). Ayrıca, TCMB Ağustos ayından itibaren likidite yönetiminin öngörülebilirliğini artırma stratejisine paralel olarak ek parasal sıkılaştırmanın frekansı ve zamanlamasına dair daha fazla bilgi paylaşmaya başlamıştır. Son dönemde TCMB'nin temkinli para politikası duruşunun sonucunda gerek Bankalararası Repo Pazarı'ndaki faizlerin gerekse zorunlu karşılık maliyeti eklendiğinde Repo-Ters Repo Piyasası'ndaki faizlerin genel olarak yüzde 6,75 ile 7,75 arasında seyrettiği göze çarpmaktadır (para piyasası faizleri için Kutu 1.1'e bakınız).

Grafik 1.1.1.

TCMB Fonlaması#(2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Diğer fonlama, TCMB'nin piyasa yapıcılığı repo imkânı, borç verme faiz oranından sağlanan BIST bünyesinde repo imkânı ve Bankalararası Para Piyasası (BPP) depo verme imkânından oluşmaktadır.

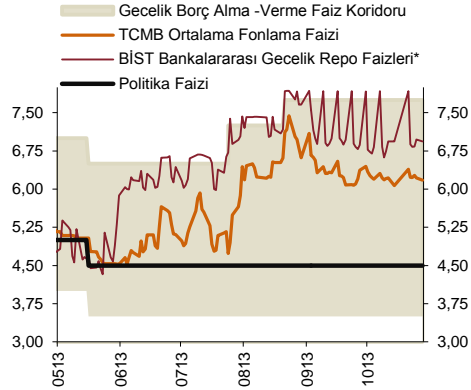
* BIST Bankalararası Gecelik Repo Faizi'ne 18 baz puan BIST işlem maliyeti eklenmiştir.

BIST Bankalararası Repo Pazarı gecelik faiz oranları için bakınız: <http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/tahvil-ve-bono-piyasasi-verileri/piyasa-verileri>

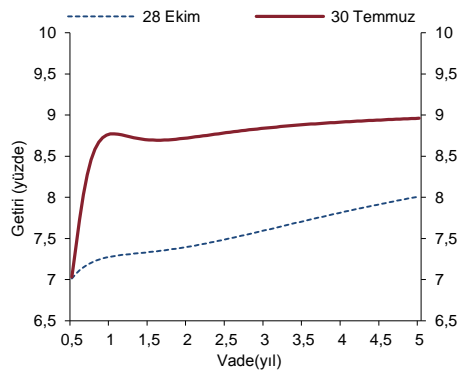
Kaynak: BIST, TCMB.

Grafik 1.1.2.

TCMB Faizleri ve BIST Gecelik Repo Faizleri (Yüzde)



Yılın üçüncü çeyreğinde faizler, kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere, tüm vadelerde bir önceki Rapor dönemine göre düşerken getiri eğrisinin eğimi artış göstermiştir (Grafik 1.1.3). Bu durum, küresel risk algılamalarında sınırlı düzelme ve Türkiye'nin ülke risk primindeki düşüşün yanı sıra TCMB'nin faiz belirsizliğini azaltıcı para politikası stratejisinin kısa vadeli faizleri daha fazla etkilemesinden kaynaklanmıştır. Aynı dönemde nominal faizlerdeki düşüş ve enflasyon beklentilerindeki artış ile iki yıl vadeli reel faizler de düşüş göstermiştir (Grafik 1.1.4).

Grafik 1.1.3Getiri Eğrisi*
(Yüzde)

*BIST Tahvil ve Bono Piyasasında işlem gören tahvillerin fiyatları kullanılarak, Extended Nelson-Siegel (ENS) yöntemiyle oluşturulmuştur.

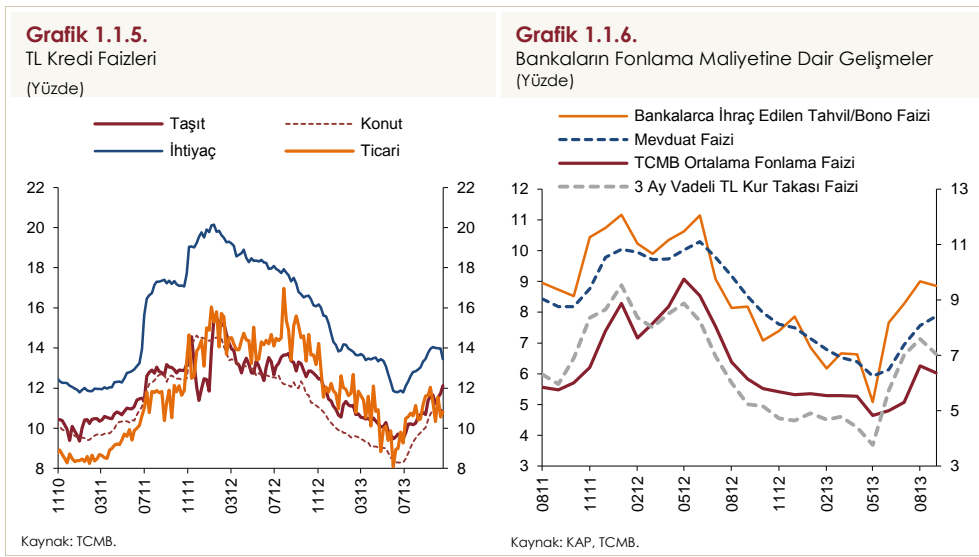
Kaynak: BIST, TCMB.

Grafik 1.1.4.Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi*
(Yüzde)

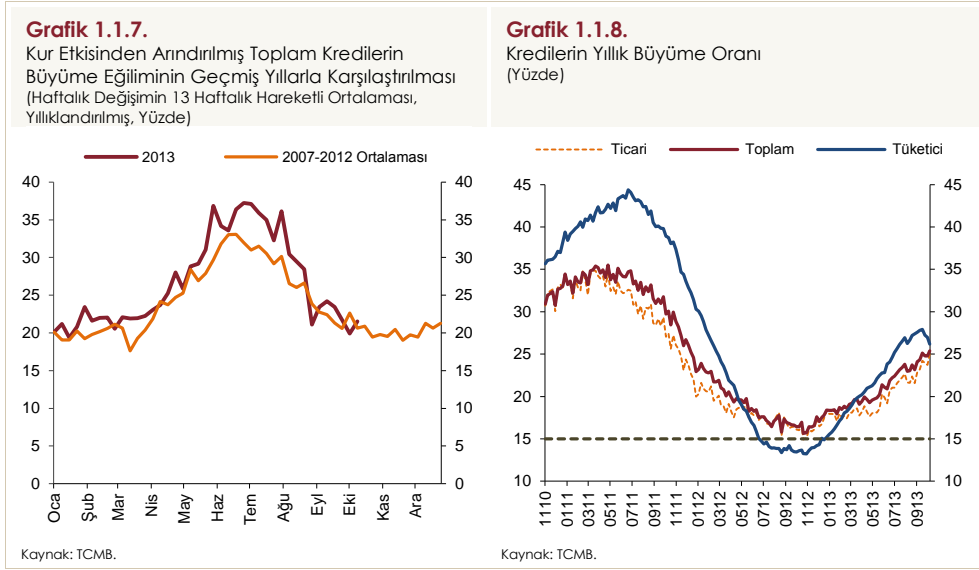
* Getiri eğrisinden hesaplanan 2 yıllık iskantolu tahvil getirisinden TCMB Beklenti Anketi'nden alınan 2 yıl sonrası TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

Kaynak: BIST, TCMB.

2013 yılının ilk yarısında aşağı yönlü hareket eden kredi faiz oranları yılın üçüncü çeyreğinin başından itibaren yukarı yönlü bir eğilim göstermiştir (Grafik 1.1.5). Dönem boyunca devam eden bu seyir küresel finansal gelişmeler ile TCMB'nin Temmuz ve Ağustos ayında faiz koridoru aracılığıyla gecelik borç verme faiz oranlarında gerçekleştirdiği sıkılaştırmayı yansıtmaktadır. Öte yandan, bankaların Türk lirası fonlama maliyetini temsil eden mevduat, para takası ve TCMB ortalama fonlama faizi ile bankalarca ihraç edilen bono/tahvil faizleri de aynı dönemde yükseliş göstermiştir (Grafik 1.1.6).

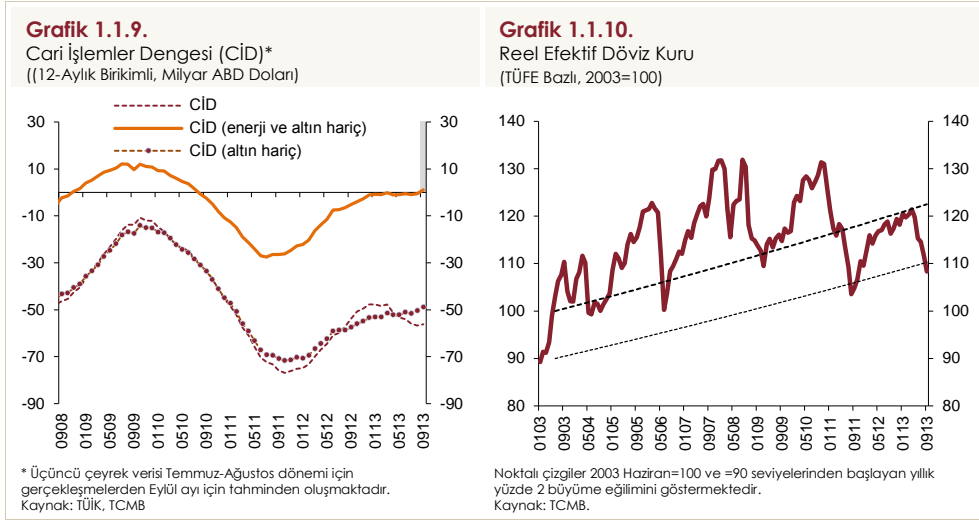


Yılın ilk yarısında geçmiş yıllar ortalaması üzerinde seyreden kredi büyüme eğilimi Ağustos ayından itibaren geçmiş yıllar ortalamasına dönmüştür (Grafik 1.1.7). Son dönemde yaşanan finansal dalgalanmaların ve temkinli para politikası duruşunun sonucunda yükselen kredi faizlerinin bu yavaşlamada rolü olmuştur. Bununla birlikte yılın üçüncü çeyreğinde kredilerin yıllık büyüme oranı yüzde 25 gibi yüksek bir düzeyde seyretmiştir (Grafik 1.1.8). Temkinli para politikası duruşunun, alınan makroihtiyati önlemlerin ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle önümüzdeki dönemde kredi büyüme hızlarının kademeli olarak daha makul düzeylere geleceği öngörülmektedir.

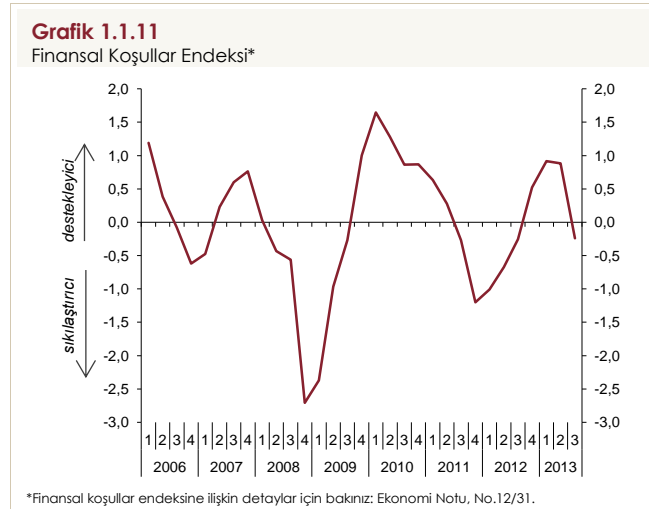


Mevcut politika çerçevesi cari işlemler dengesini olumlu yönde etkilemektedir. 2011 yılı sonunda tarihi yüksek seviyelerine ulaşan cari işlemler açığı 2012 yılında önemli bir düzeltme gerçekleştirmiştir. 2013 başından itibaren 12-aylık birikimli cari açığa bir bozulma gözlense de bu temelde geçici bir faktör olan altın ticareti dinamiklerinden kaynaklanmaktadır. Altın hariç cari işlemler dengesine bakıldığında 2012 yılında başlayan düzeltmenin yavaşlayarak da olsa 2013 yılında da devam ettiği görülmektedir (Grafik 1.1.9).

Reel kur ve kredi gelişmelerinin önümüzdeki dönemde ekonomideki dengelenme sürecini desteklemeleri beklenmektedir. Reel efektif döviz kuru son dönemdeki nominal kur gelişmeleri sonrasında değer kaybetmiş ve aşırı değerli olarak nitelendirilebilecek düzeylerden önemli ölçüde uzaklaşmıştır (Grafik 1.1.10). Daha makul seviyelerde seyretmesi beklenen kredi büyümesinin, ılımlı nihai yurt içi talep büyümesinin ve reel döviz kurundaki gelişmelerin katkılarıyla cari dengedeki düzeltme sürecinin önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Bu gelişme küresel belirsizliklerin yüksek olabileceği önümüzdeki dönemde Türkiye ekonomisini finansal istikrar açısından güçlendirecek ve dengelenme sürecini destekleyecektir.



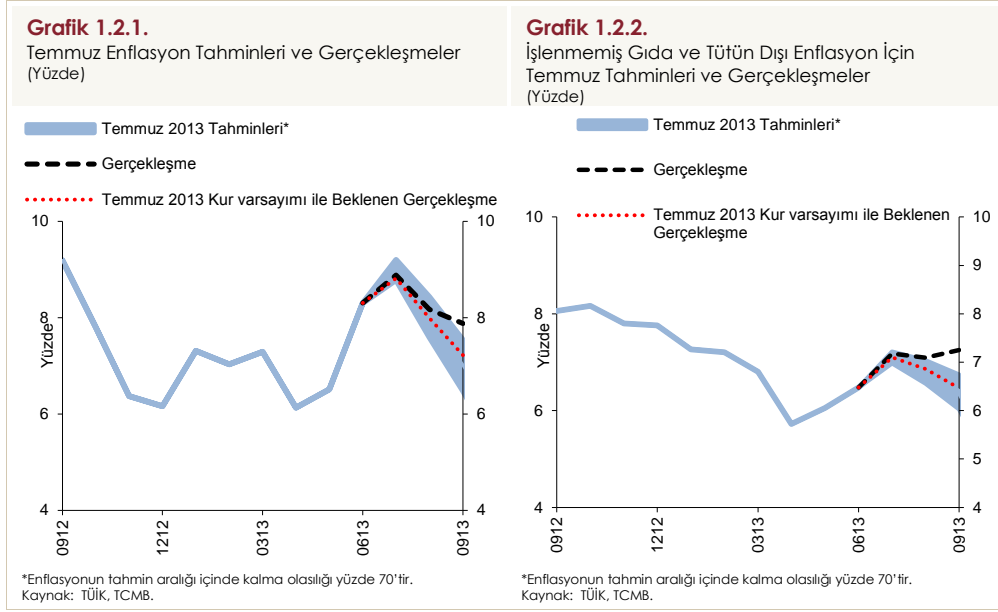
Özetle, 2013 yılının üçüncü çeyreğinde finansal piyasalarda belirsizlikler devam etmiş ve finansal koşullar sıkılaştırmıştır (Grafik 1.1.11). Endeksteki sıkılaştırmada temel olarak sermaye akımlarındaki zayıflık, kredi faizlerindeki yükseliş ve piyasa faizlerindeki artış etkili olmuştur.



1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

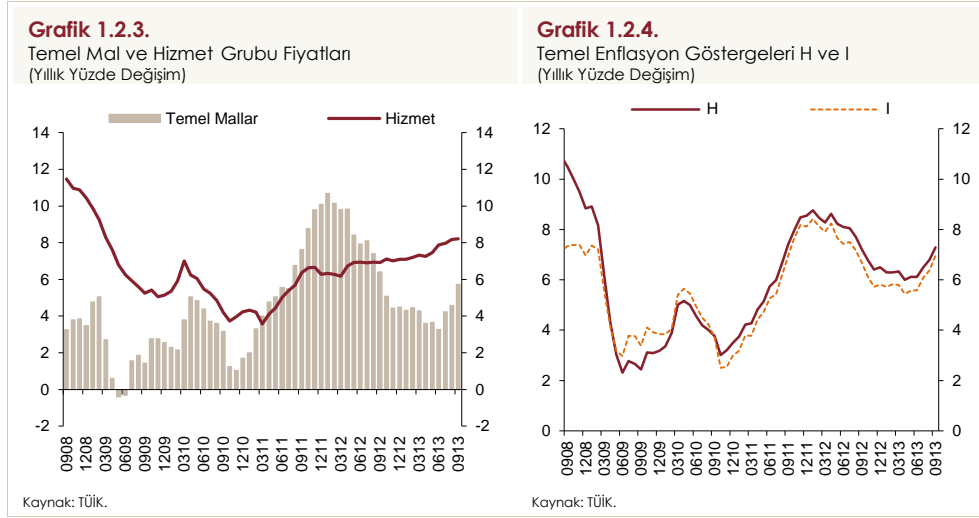
Enflasyon

2013 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu yüzde 7,9 oranına düşmüş ancak Temmuz Enflasyon Raporu tahminlerinin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Bu gelişmede, Türk lirasında gözlenen değer kaybı ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış etkili olmuştur. Temel enflasyon göstergeleri de bu gelişmeler çerçevesinde yükselmiştir (Grafik 1.2.2).



Geçtiğimiz çeyrekte enflasyonun Temmuz tahminlerine göre daha yüksek gerçekleşmesinde temel etki Türk lirasında gözlenen ek değer kaybından gelmiştir (Grafik 1.2.1 ve 1.2.2). Enflasyon Raporu'nda konvansiyonel olarak, Rapor ayındaki kur gerçekleştirmeleri, içinde bulunulan çeyrek için veri olarak kabul edilmekte ve kurların sonrasında endojen olarak para politikası duruşu ile diğer iktisadi gelişmelere tepki verdiği bir çerçeve dikkate alınmaktadır. Temmuz Enflasyon Raporu sonrasında Türk lirasında ek değer kayıpları yaşanmış ve bu kayıplar enflasyonun üçüncü çeyrekte tahmine göre daha yüksek gerçekleşmesine yol açmıştır. Ek değer kaybının 2013 yılsonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,4 puan artırıcı yönde olmuştur.

Döviz kuru gelişmelerinin çekirdek enflasyon üzerindeki etkisi temel mal grubu fiyatları üzerinden gerçekleşmektedir (Grafik 1.2.3). Üçüncü çeyrekte hizmet enflasyonu da bir miktar yükselmekle birlikte görece olarak daha istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri de yükseliş sergilemiştir (Grafik 1.2.4).



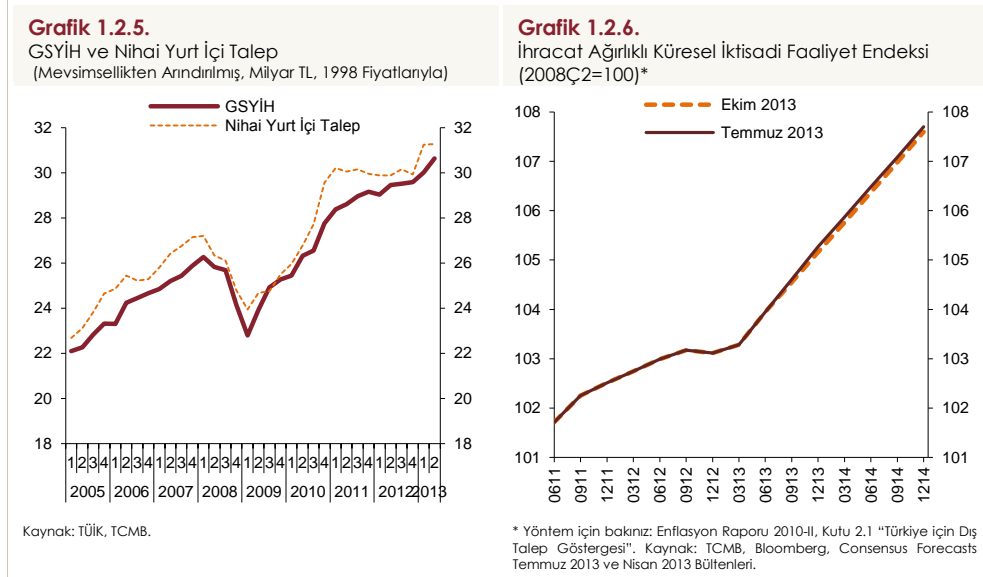
Arz ve Talep

2013 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet Temmuz Enflasyon Raporu'nda belirtilen görünümde daha olumlu gerçekleşmiştir. Bu dönemde özel tüketim talebinde belirgin bir canlanma gözlenirken, kamu talebindeki yavaşlama ile nihai yurt içi talep yataya yakın bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5). Diğer yandan, ithalat güçlü oranda artarken, zayıf seyreden küresel talep neticesinde ihracat artışı daha sınırlı oranda gerçekleşmiştir. İktisadi faaliyetin beklenenden daha güçlü gerçekleşmesinde stok değişimi belirleyici olmuştur.

2013 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin veriler, iktisadi faaliyetin ikinci çeyreğe kıyasla daha ılımlı bir artış göstereceğine işaret etmektedir. Temmuz-Ağustos döneminde tüketim malları üretimi bir önceki çeyreğe göre azalırken, tüketim malları ithalatındaki artış eğilimi devam etmiştir. Yatırımlara ilişkin göstergeler ise tüketim talebine kıyasla daha zayıf bir görünüme işaret etmektedir. Bu dönemde ihracat yatay seyrederken, ithalatta belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Dolayısıyla, net ihracatın büyümeye verdiği negatif katkının yılın üçüncü çeyreğinde azalması beklenmektedir. İhracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi ise bir önceki Enflasyon Raporu'na göre kayda değer bir değişiklik göstermemektedir (Grafik 1.2.6).

Yılın ikinci yarısında nihai yurt içi talepteki toparlanmanın ılımlı bir şekilde sürmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, 2013 yılı için çıktı açığı tahminleri bir miktar yukarı yönlü güncellenmiştir. Öte yandan, son dönemdeki finansal gelişmelere bağlı olarak toparlanma eğilimi üzerindeki aşağı yönlü riskler

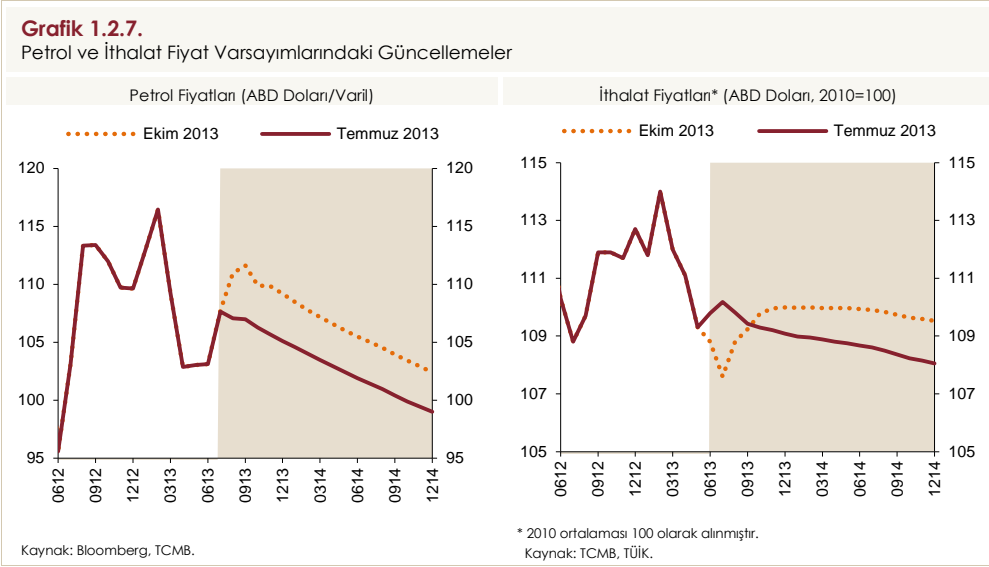
artmıştır. Bu bağlamda, 2014 yılı için çıktı açığı tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Yurt içi talep gelişmelerinin önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüş sürecine ve cari açığı iyileşmeye destek vermesi beklenmektedir.



İç ve dış talep gelişmeleri birlikte değerlendirildiğinde, tahminler üretilirken toplam talep koşullarının 2013 yılsonu enflasyonuna katkısının bir önceki rapor dönemine kıyasla sınırlı ölçüde arttığı bir görünüm esas alınmıştır. Bu güncelleme 2013 yılsonu enflasyon tahminini 0,1 puan artıracı etkide bulunmuştur.

Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Yılın üçüncü çeyreğinde ithalat fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu'ndaki varsayımların altında seyretmiştir. Petrol fiyatları ise öngörülerin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.7). Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda 107 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı Ekim ayının ilk üç haftasındaki vadeli fiyatların ortalamasıyla uyumlu şekilde güncellenerek 109 ABD dolarına yükseltilmiştir. Bu güncelleme 2013 yılsonu enflasyon tahminini 0,1 puan artıracı etkide bulunmuştur.



Gıda fiyatlarının yıllık artış oranı varsayımı ise bir önceki Rapor'da olduğu gibi yüzde 7 olarak korunmuştur. Diğer bir ifadeyle, son dönemde işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen olumsuz seyrin geçici olacağı ve fiyatların yılsonuna doğru kademeli olarak normalleşeceği varsayılmıştır.

Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

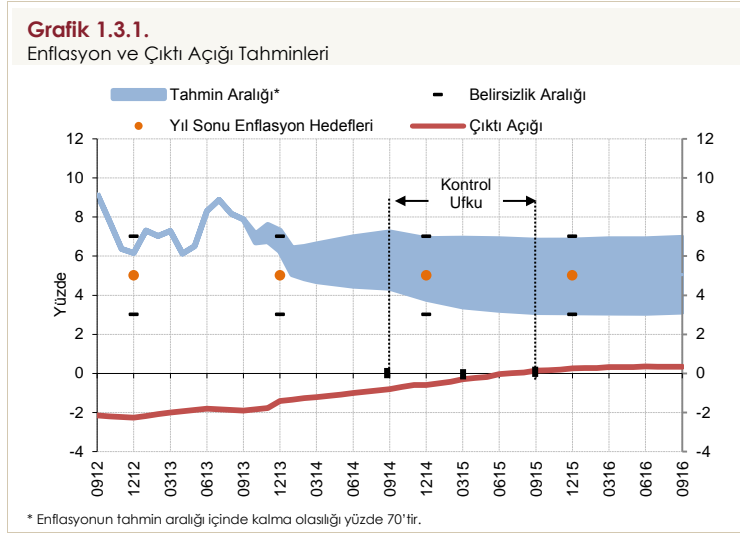
Orta vadeli tahminler üretilirken, yılın kalanında tütün ve enerji ürünlerine yönelik bir fiyat ayarlamasının yapılmayacağı varsayılmıştır. Diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır. Dolayısıyla, yılsonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir güncelleme yapılmamıştır.

Maliye politikasının orta vadeli duruşu için yakın dönemde güncellenen Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve önümüzdeki yıldan itibaren faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının kademeli olarak azalacağı varsayılmıştır.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasında öngörülebilirliğin kademeli olarak artırılmaya devam edildiği bir çerçeve esas alınmıştır. Bunun yanı sıra, temkinli duruşun korunarak likidite politikasının genel olarak sıkı tutulduğu ve alınan makroihtiyati tedbirlerin de katkısı ile yıllık kredi büyüme

oranının 2014 yılının ortalarında yüzde 15 referans değerine indiği varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2013 yılı sonunda yüzde 6,3 ile yüzde 7,3 aralığında (orta noktası yüzde 6,8), 2014 yılı sonunda ise yüzde 3,8 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,3) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, bir önceki Rapor'a göre enflasyon tahminleri 2013 ve 2014 yılları için sırasıyla 0,6 puan ve 0,3 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. 2013 yılındaki güncellenmenin 0,4 puanı döviz kuru gelişmelerinden kaynaklanırken, 0,1 puanı ortalama petrol fiyatı varsayımındaki artıştan ileri gelmektedir. Ayrıca 2013 yılı büyüme görünümünün Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülene göre daha olumlu gerçekleşmesiyle yukarı yönlü güncellenen çıktı açığının yılsonu enflasyonu üzerinde 0,1 puan yükseltici etki yapması beklenmektedir. 2014 yılı enflasyon tahminindeki güncellemede de döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olmuştur. Çıktı açığı öngörülerıyla birlikte değerlendirildiğine, maliyet kaynaklı bu unsurların 2014 yıl sonu enflasyonu üzerindeki yükseltici etkisinin 0,3 puan olması beklenmektedir.

Enflasyonun kısa vadede enerji fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak dalgalı bir seyir izlemesi öngörülse de genel olarak aşağı yönlü bir eğilim göstereceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun, tütün fiyatlarında 2013 yılı Ocak ayında gözlenen yüksek artışın yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin ortadan

kalkmasıyla, 2014 yılının başlarında önemli bir düşüş sergileyeceği ve 2014 yılının son çeyreğinde hedefle uyumlu seviyelere geleceği tahmin edilmektedir.

Açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikası görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

1.4. Riskler ve Para Politikası

Son dönemde finansal piyasalarda temelde küresel para politikalarından kaynaklanan bir belirsizlik artışı olmuştur. Bu belirsizlik artışı döviz kurları dâhil tüm finansal varlıklarda bir yeniden fiyatlamaya yol açmış ve küresel portföy yatırımlarında gelişmekte olan ülkelerin ağırlığı düşüş göstermiştir. Bu dönemde Türkiye'de de, finans ve finans-dışı sektörlerin dış borçlanmalarında herhangi bir sorun yaşanmamasına rağmen, portföy kalemlerinde sermaye çıkışı olmuş ve finansal varlıklarda yeniden fiyatlama gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler karşısında para politikası hem makro finansal riskleri dengelemek hem de enflasyon görünümündeki bozulmayı sınırlamak için temkinli bir duruş oluşturmuştur. Ayrıca küresel oynaklıkların Türkiye ekonomisindeki etkilerini sınırlamak açısından para politikasının öngörülebilirliği artırılmıştır.

Önümüzdeki aylarda küresel para politikalarına dair belirsizliklerin azalması halinde bunun hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere pozitif etkileri olabilecektir. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları tekrar hız kazanabilecektir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde Merkez Bankasının döviz rezervlerini arttırıcı yönde adımlar atılabilecektir.

Küresel düzeyde para politikalarına ilişkin belirsizliklerin artış göstermesi halinde bunun küresel likidite, sermaye akımları ve finansal varlıkların fiyatlanması açısından etkileri gözlenebilecektir. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları zayıf seyretmeye devam edebilecektir. Bu durum enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturabilecektir. TCMB bu senaryonun gerçekleşmesi halinde fiyat istikrarını güçlendirmek amacıyla daha uzun süreli ek parasal sıkılaştırma uygulamalarına başlayabilecektir.

Enflasyon tahminleri üzerinde risk oluşturan önemli diğer bazı faktörler de gıda ve enerji fiyatlarıdır. Enflasyon Raporu'nda gıda fiyatlarına dair varsayımlarda bir değişikliğe gidilmemiştir. Ancak yılın üçüncü çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarında düzeltme hareketinin beklentilerin altında kalması ile ilk üç çeyrek itibarıyla tarihsel ortalamalarına göre yüksek seyreden işlenmemiş gıda fiyatları enflasyon görünümü üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek seviyenin dördüncü çeyrekte de sürmesi durumunda yıl sonu enflasyonu baz senaryo tahminimizdeki yüzde 6,8 değerinin üzerinde gerçekleşebilecektir. Enerji fiyatlarında ise son yıllara kıyasla oldukça olumlu seyrin yılın kalan döneminde de korunacağı varsayılmakla birlikte Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkileri ile uluslararası petrol fiyatları gelişmelerinin yönetilen enerji fiyatları üzerinde sınırlı da olsa yukarı yönlü bir risk oluşturduğu belirtilmelidir.

Son dönemde yaşanan döviz kuru oynaklığına bağlı olarak çekirdek enflasyon göstergelerinde gözlenen yükselişlerin fiyatlama davranışları üzerindeki etkileri de yukarı yönlü bir risk unsuru olarak belirlemekte ve yakından takip edilmektedir. Öte yandan, petrol dışındaki uluslararası emtia fiyatlarındaki ılımlı seyir ile iktisadi faaliyetteki toparlanmanın sınırlı olması enflasyon üzerinde başlıca aşağı yönlü risk unsurlarıdır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeleyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Küresel dengesizlikler karşısında ekonomimizin dayanıklılığını koruması açısından maliye ve finansal sektör politikalarındaki temkinli duruşun sürdürülmesi kritik önem taşımaktadır. Orta vadede ise mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi makroekonomik istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para

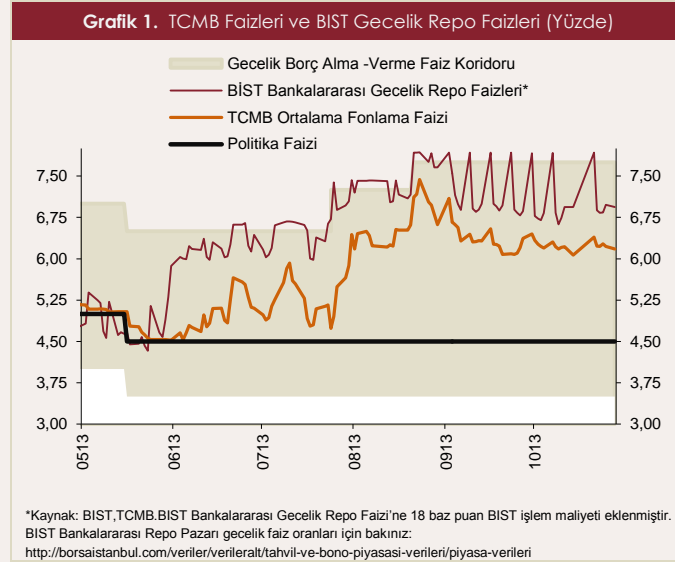
politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

Kutu
1.1

Para Piyasaları ve TCMB

Para piyasası, esas itibarıyla sahip olduğu fazla fonları kısa vadede plase etmek isteyenler ile kısa vadeli fon açığı olanların likidite pozisyonlarını dengelemelerini sağlayan organize ve tezgahüstü piyasaların toplulaştırılmış halidir. TCMB, organize para piyasasında, sahip olduğu politika araçları ile likidite miktarını kontrol etmek suretiyle etkin bir rol oynamakta ve para piyasası faizleri üzerinde belirleyici olmaktadır. Bu kutuda, TCMB'nin para piyasasını etkileyen faiz oranları anlatılmaktadır.

Likidite yönetimi çerçevesinde TCMB, zorunlu karşılık tesis süreci boyunca piyasa koşullarının gerektirdiği ölçüde bankaları teminat karşılığında fonlamaktadır. Bu kapsamda mevcut durumda bir hafta vadeli repo faiz oranından miktar ihalesi ve geleneksel yöntemle bir ay vadeli repo ihalesi ile fonlama yapılmaktadır. Ayrıca, hazır imkanlar çerçevesinde, piyasa yapıcısı bankalar piyasa yapıcı repo faiz oranından limitleri dahilinde, ya da tüm bankalar gecelik borç verme faiz oranından TCMB'den borçlanabilmektedirler.



Bankalar, miktar ihalesi ile politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo faiz oranından fon temin edebilmektedir. Bu ihalelerde her bir banka ihale miktarının yüzde 30'unu geçmeyecek şekilde tekliflerini iletmekte, ihale miktarının toplam teklif tutarının altında kalması durumunda her banka ihaleden kendi teklif tutarının toplam teklif tutarına oranı kadar borçlanmaktadır. Geleneksel yöntemle gerçekleştirilen fonlamalarda ise faizler piyasa tarafından belirlenmektedir.

Hazır imkanlar çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalar gecelik repo imkanından diğer bankalara göre daha düşük bir maliyetle faydalanabilmektedir. Ancak mevcut durumda ek parasal sıkılaştırma yapılan günlerde piyasa yapıcı bankalara bu imkan sağlanmamaktadır. Bu durum TCMB'nin para piyasası faizlerini daha etkin bir şekilde yönlendirmesine olanak tanımaktadır. TCMB'nin piyasaya birden çok kanalla likidite sağlaması nedeniyle TCMB ortalama fonlama faizi de yakından takip edilmektedir. Bu faiz, TCMB'nin taraf olduğu vadesi dolmamış fonlamaların ağırlıklı ortalama maliyetini göstermektedir.

TCMB, piyasa faiz oranlarının faiz koridoru içerisinde kalmasını sağlamak için organize BIST Repo-Ters Repo Pazarı ile BIST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarında işlem yapmaktadır. Bu iki piyasada da işlemler teminat karşılığında yapılmakla beraber aralarında önemli bir fark bulunmaktadır. Bankalar, BIST Repo-Ters Repo Pazarı'nda sağlamış oldukları fonlar için zorunlu karşılık tesis etmekle yükümlüken diğer piyasada ise böyle bir yükümlülük bulunmamaktadır. Dolayısıyla zorunlu karşılık maliyeti nedeniyle BIST Bankalararası Repo Pazarı'ndaki faizler diğer piyasaya göre daha yüksek seyretmektedir. Son dönemde TCMB'nin temkinli para politikası duruşunun ve artırılan öngörülebilirliğin etkisiyle gerek Bankalararası Repo Pazarı'ndaki faizlerin gerekse zorunlu karşılık maliyeti eklendiğinde Repo-Ters Repo Piyasası'ndaki faizlerin genel olarak yüzde 6,75 ile 7,75 arasında seyrettiği, borsa payı olan 18 baz puanlık işlem maliyeti eklendiğinde ise borçlanıcı açısından ortaya çıkan maliyetin EPS günlerinde yüzde 7,75'in de üzerine çıktığı göze çarpmaktadır (Grafik 1).

Özetle, TCMB çeşitli politika araçlarıyla para piyasasındaki faizleri etkin bir likidite yönetimi ile kontrol edebilmekte ve para piyasası faizlerini istediği yönde ve büyüklükte etkileyebilmektedir. TCMB para politikası duruşunun daha iyi değerlendirilebilmesi açısından ortalama fonlama maliyetinin yanı sıra Bankalararası Repo Pazarı'ndaki faizlerinin de yakından takip edilmesi gerekmektedir.