



# **TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU**

TARTIŞMA METNİ 2013/8

[http ://www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)

## **ENFLASYON HEDEFLEMESİ: TÜRKİYE DENEYİMİ (2006–2011 DÖNEMİ)**

**Zafer Yükseler**

**Haziran, 2013**

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ: TÜRKİYE DENEYİMİ**  
**(2006–2011 DÖNEMİ)**

**Zafer YÜKSELER**  
**DANIŞMAN**

**Mayıs 2013**

## **GİRİŞ: 1.2**

Bu çalışmanın temel amacı açık enflasyon hedeflemesi sisteminin Türkiye uygulamasını değerlendirmektir. Bu çerçevede, 2006–2011 dönemindeki enflasyon hedeflemesi sistemine yönelik uygulamalar, T.C.Merkez Bankası tarafından yayınlanan “Enflasyon Raporları”, “Para ve Kur Politikası Metinleri” , “Para Politikası Kurulu Kararları” ve “Basın Duyuruları” esas alınarak, kronolojik olarak incelenmiştir. Her yıla ilişkin, para ve kur politikası kararları ile enflasyon raporları incelenmiş ve bu resmi dokümanlarda yer alan karar gerekçeleri ve değerlendirmeler, kronolojik olarak özetlenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, enflasyon hedeflemesi sistemi açısından temel konular olan, aktarım mekanizması, çıktı açığı, döviz kurundan enflasyona geçiş ve beklentilere ilişkin, resmi görüşlerin yer aldığı enflasyon raporları ile para ve kur politikası metinlerindeki değerlendirme ve bulgular özetlenmeye çalışılmıştır. Sonuç bölümünde ise, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyimine ilişkin özet bir değerlendirmeye yer verilmiştir.

## **I. PARA VE KUR POLİTİKASI KARARLARI VE ENFLASYON RAPORLARI**

Açık enflasyon hedeflenmesi rejiminin uygulanmaya başlanması ile birlikte, enflasyon raporları Merkez Bankasının kamuoyu ile iletişiminin temel aracı olmuş ve yılda dört kez yayınlanmaya başlanmıştır. Merkez Bankası, para politikası kararlarını gelecekteki enflasyonun enflasyon hedefi ile uyumluluğu çerçevesinde oluşturmuş ve kısa vadeli politika faizini orta vadeli bir perspektifle belirlemiştir. Orta vadeli bir perspektifle oluşturulan tahminler enflasyon raporlarında kamuoyuna açıklanmaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde ve 2006 yılında bir buçuk yıllık bir dönem için verilen orta vadeli tahminler, 2007 yılından itibaren iki yıllık bir dönem için verilmeye başlanmıştır.

Merkez Bankası, orta vadeli tahminlerini oluştururken, yurt içi iktisadi faaliyetlere ve dış faktörlere ilişkin gelişme ve varsayımları dikkate almakta ve bu konulara ilişkin kapsamlı bir veri seti kullanmaktadır. Enflasyon raporlarında, ekonominin mevcut dönemdeki durumu ve kısa vadedeki görünümü detaylı bir şekilde değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, enflasyondaki gelişmeler, toplam talep koşulları, büyüme ve dış ekonomik koşullara ve risklere ilişkin değerlendirme ve varsayımlar ele alınmakta ve para politikasının gelecek döneme ilişkin durumu belirlenmektedir. Merkez Bankası, bu değerlendirme ve varsayımlarını, politika faizlerine ilişkin varsayımları ile birlikte enflasyon raporlarında orta vadeli tahminlere yansıtmaktadır. Aşağıdaki bölümde, 2006–2011 döneminde faiz ve kur politikasına ilişkin kararlar ile enflasyon raporlarında yer alan, enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile bu tahminlere esas teşkil eden politika faiz varsayımları incelenecektir.

### **1. 2006 Yılında Para ve Kur Politikası Kararları ve Enflasyon Raporları:**

Merkez Bankası 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi sistemini uygulamaya başlamıştır. Bu sistem çerçevesinde kısa vadeli faiz oranlarının Para Politikası Kurulu tarafından oylama ile belirlenmesi benimsenmiş ve enflasyon hedefi, 2006 yılında üç yıllık bir dönem için açıklanmıştır. Katılım Öncesi Ekonomik Program ve üç yıllık bütçe hedefleri ile uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yılsonu enflasyon hedefleri, sırasıyla, yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 4 olarak açıklanmıştır. 2006 yılı için üç aylık dönemler itibariyle, hedefle tutarlı patika ve belirsizlik aralığının alt ve üst sınırları da ilan edilmiştir (Bakınız Tablo:1). Ayrıca, IMF anlaşması çerçevesinde, üçer aylık enflasyon hedefi patikası para politikası performans ölçütü olarak belirlenmiştir.

<sup>1</sup> Bu çalışmadaki görüş ve değerlendirmeler yazarına aittir. Çalıştığı kurumun görüşlerini yansıtmaz.

<sup>2</sup> Bu çalışma, Eylül 2012 tarihli orijinal çalışmanın kısaltılmış şeklidir. Kapsamlı orijinal metne, <http://www.belgeler.com/blg/4kz0/enflasyon-hedeflemesi-trkiye-deneyimi-2006-2011> bağlantısından ulaşabilirsiniz.

**Tablo:1- Yıllık Enflasyon Hedefleri, Hedefle Tutarlı Patika ve Belirsizlik Aralığı**

	2006				2007	2008
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9,4	8,5	7,8	7	6	6
<b>Hedefle Tutarlı Patika ve Hedef</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5,4	4,5	3,8	3	2	2

Kaynak: TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", 5 Aralık 2005.

### **Para Politikası Kararları <sup>3</sup>**

Merkez Bankası, 9 Aralık 2005 tarihinde gecelik faiz oranlarında 0,25 puan indirim gütmiş, 30 Aralık 2005 tarihinde ise teknik faiz ayarlaması yaparak borçlanma-borç verme faizi aralığını daraltmıştır. Para Politikası Kurulu, 2006 yılı Ocak-Mart döneminde kısa vadeli faizleri sabit tutmuştur. Kurul 23 Mart 2006 tarihindeki toplantısında, yıllık enflasyondaki düşüşün Mart ayından itibaren tekrar başlayacağını ve enflasyonun yılsonunda nokta hedef olan yüzde 5'e yakın gerçekleşeceği değerlendirilmesinde bulunmuştur. Ayrıca, orta dönemde politika faizlerinin yükselme olasılığının, aşağı inme ya da sabit kalma olasılığına göre daha düşük olduğu, kısa dönemde ise sabit kalma olasılığının azaldığı ifade edilmiş ve bu politika perspektifinin enflasyonun 2007 yılı ortalarında hedef patika ile uyumlu olmasını sağlayacağı öngörüsünde bulunmuştur.

Para Politikası Kurulu, 27 Nisan 2006 tarihinde, orta vadeli enflasyon görünümünün belirgin olarak değişmediği, enerji, işlenmemiş gıda ve alkollü içecekler-tütün gibi para politikasının etki alanı dışında kalan kalemler hariç tutulduğunda enflasyonun düşüş yönünde olduğunu açıklamıştır. Enflasyonun yılın ikinci çeyreğinden itibaren aşağı yönlü bir hareket göstereceği değerlendirmesi çerçevesinde, gecelik borç alma faizini yüzde 13,50'den yüzde 13,25'e, borç verme faizini ise yüzde 16,50'den yüzde 16,25'e düşürmüştür. Ayrıca, orta dönemde politika faizlerinin yükselme olasılığının, aşağı inme ya da sabit kalma olasılığına göre daha düşük olduğu, kısa dönemde ise yeni verilerin dikkatle değerlendirileceği belirtilmiş ve bu politika perspektifinin enflasyonun 2007 yılı ortalarında hedef patika ile uyumlu olmasını sağlayacağı öngörüsünde bulunmuştur.

Para Politikası Kurulu, 25 Mayıs 2006 tarihinde, üretim, talep ve enflasyona ilişkin açıklanan verilerin Enflasyon Raporunda öngörülen orta vadeli eğilimle büyük ölçüde uyumlu bir şekilde gerçekleştiğini ifade etmiştir. Yılın ilk dört ayında enflasyonda gözlenen yükselişe rağmen, alkollü içecekler-tütün, enerji, altın ve işlenmemiş gıda hariç tutulduğunda fiyat artışlarının düşük ve istikrarlı seyrettiği değerlendirilmesinde gecelik faiz oranlarını sabit tutmuştur. Kurul, son dönemde mali piyasalarda yaşanan dalgalanmanın ardından enflasyonun 2006 yılı sonunda hedefin üzerinde gerçekleşme olasılığının arttığını, ancak orta vadeli görünümü değiştirmek için henüz erken olduğunu ve kısa vadede politika faizlerinin aşağı inme olasılığının azaldığını belirtmiştir.

2006 yılında, ABD Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankasının faiz artırımı sürecine devam etmeleri ve Japon Merkez Bankasının beş yıldır sürdürdüğü aşırı likidite politikasını terk etmesi küresel likiditeyi olumsuz etkilemiş ve piyasalarda risk algılamasını yükseltmiştir. Bu süreç, 2006 yılı Mayıs ayından itibaren uluslararası mali piyasalarda dalgalanmaya neden olmuş ve özellikle gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin döviz kurları, risk primleri, faiz oranları ve hisse senedi fiyatları önemli ölçüde olumsuz etkilenmiştir. Dalgalanmanın etkisi, Türkiye, Güney Afrika ve Macaristan gibi cari açıkları yüksek ve para birimleri değerlendirilmiş olan gelişmekte olan ülkelerde diğerlerine göre daha fazla hissedilmiştir <sup>4</sup>. Mali piyasalarda yaşanan bu dalgalanmaların etkisiyle, Merkez Bankası Ocak-Mayıs döneminde uyguladığı para politikasını radikal bir şekilde değiştirmek zorunda kalmıştır.

<sup>3</sup> TCMB, "2006 yılı Basın Duyuruları: 2006 yılı Para Politikası Kurulu Faiz Kararları".

<sup>4</sup> YÜKSELER, Zafer, "2002-2006 Döneminde Türk Ekonomisinde Döviz Kuru Dalgalanmaları: Nedenleri, Etkileri ve Politika Kararları", Kasım 2006, <http://www.ceterisparibus.net>.

Nisan ayından sonra Mayıs ayı enflasyonunun da yüksek çıkması ve mali piyasalardaki dalgalanmanın artması üzerine, Para Politikası Kurulu 7 Haziran 2006 tarihinde olağanüstü toplanmıştır. Mayıs ayı itibariyle yıllık enflasyonun hedefle uyumlu patikanın belirgin olarak üzerine çıktığı ve döviz kurundaki artış nedeniyle önümüzdeki aylarda da yıllık enflasyonun geçici olarak bir miktar yükseleceği değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, Para Politikası Kurulu gecelik borç alma faizini yüzde 13,25'den yüzde 15'e, borç verme faizini ise yüzde 16,25'den yüzde 18'e yükseltmiştir. Kurul, kısa vadede politika faizlerinin yukarı yönlü olma olasılığının bir önceki döneme göre azaldığını ve orta vadede enflasyonda öngörülen düşüşle beraber politika faizlerinin de düşüş yönünde olacağı bir görünümün esas alındığını açıklamıştır.

**Tablo:2- Politika Faiz Oranları Değişikliğine İlişkin Kararlar (Yüzde)**

Tarih	Gecelik Faiz Oranı		Geç Likidite Penceresi Faizi		Piyasa Yapıcıları Borç Verme
	Borçlanma	Borç Verme	Borçlanma	Borç Verme	
9 Aralık 2005	13,50	17,50	5,00	21,50	15,50
30 Aralık 2005 (*)	13,50	16,50	9,50	19,50	15,50
27 Nisan 2006	13,25	16,25	9,25	19,25	15,25
7 Haziran 2006 (*)	15,00	18,00	11,00	21,00	17,00
25 Haziran 2006(*)	17,25	20,25	13,25	23,25	19,25
28 Haziran 2006(*)	17,25	22,25	13,25	25,25	21,25
20 Temmuz 2006	17,50	22,50	13,50	25,50	21,50

Kaynak: TCMB.

(\*) 7 ve 25 Haziran 2006 tarihlerinde olağanüstü toplantıda alınan kararlardır. 30 Aralık 2005 ve 28 Haziran 2006 tarihinde teknik faiz değişikliği yapılmıştır.

Para Politikası Kurulu, 20 Haziran 2006 tarihindeki olağan toplantısında kısa vadeli faiz oranlarının sabit tutulmasını kararlaştırmıştır. Kurul, son dönemde döviz kurunda yaşanan hareketlerin etkisiyle enflasyonda gözlenen yükselişin, Haziran ve Temmuz aylarında da devam edebileceğini, ancak takip eden aylarda iç talepteki yavaşlamayla birlikte döviz kurunun enflasyon üzerindeki dolaylı etkilerinin sınırlı kalacağını ve yıllık enflasyondaki düşüşün 2007 yılından önce başlayabileceğini açıklamıştır. Ayrıca, kısa vadede politika faizlerinin yukarı yönlü olma olasılığının sabit kalma olasılığına göre daha azalmakla birlikte, orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyebilecek olumsuz bir gelişmenin ortaya çıkması halinde para politikasının gerekli tepkiyi vereceği ifade edilmiştir.

Para Politikası Kurulu, uluslararası mali piyasalarda Mayıs ayında başlayan hareketliliğin gelişmekte olan ülkelerin mali varlıklarına talebi ciddi bir şekilde daralttığı, bu talep daralmasının özellikle son üç günde, gerek döviz kurları gerekse orta ve uzun vadeli faiz oranları üzerinde ekonomik temellerin gerektirdiğinin ötesinde bir baskı oluşturduğu ve Türkiye'nin bu gelişmelerden daha fazla etkilendiği değerlendirilmesinde bulunmuş ve 25 Haziran 2006 tarihinde ikinci olağanüstü toplantısını yapmıştır. Kurul, orta vadeli enflasyon beklentilerini düzeltmek ve güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmek amacıyla, gecelik borç alma faizini yüzde 15'ten yüzde 17,25'e, borç verme faizini ise yüzde 18'den yüzde 20,25'e yükseltmiştir. Ayrıca Kurul, para politikası kararlarının etkinliğini güçlendirmek amacıyla fazla likiditeyi azaltmak için TL depo alım ihalelerine başlanması ve döviz likiditesinin sağlanması için etkili müdahalede bulunulması konusunda Merkez Bankası İdare Merkezi'nin tam olarak desteklendiğini ifade etmiştir.

Merkez Bankası, 28 Haziran 2006 tarihinde faiz oranlarında teknik değişiklik yapıldığını ve gecelik borç alma faizi sabit tutulurken gecelik borç verme faiz oranının yüzde 20,25'den yüzde 22,25'e yükseltildiğini açıklamıştır. Böylece, borç alma ve verme faizi arasındaki fark 3 puandan 5 puana çıkartılmış ve ikinci el DİBS piyasasında yükselen faiz oranları ile borç verme faizi arasındaki fark giderilmiştir.

Para Politikası Kurulu, 20 Temmuz 2006 tarihinde petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışın devam ettiğini, beklentilerin orta vadeli hedeflerle henüz uyumlu olmaması nedeniyle enflasyona ilişkin temkinli tavrın sürdürülmesi gerektiğini ve 2007 yılsonu enflasyon hedefine ulaşılması için ölçülü bir parasal sıkılaştırmanın gerekli görüldüğünü açıklamıştır. Kurul, bu değerlendirme çerçevesinde, gecelik borç alma faizini yüzde 17,25'den yüzde 17,50'ye, borç verme faizini ise yüzde 22,25'ten yüzde 22,50'ye yükseltmiştir.

Para Politikası Kurulu, 24 Ağustos 2006 tarihindeki toplantısında, kısa vadeli faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. Kurul, yılın ikinci yarısında iç talep kaynaklı bir yavaşlama görüleceği, Haziran ayı içinde aldığı tedbirlerin etkisiyle orta vadeli enflasyon üzerindeki baskıların azaldığı ve yüzde 4 olan 2007 enflasyon hedefine ulaşılabilmesi açısından gelirler politikasının program hedefleri ile uyumlu olarak yürütülmesi gerektiği değerlendirmesinde bulunmuştur. Ayrıca, 2007 yılı sonunda hedefe yakınsanabilmesi için temkinli duruşun bir süre daha devam ettirilmesi gerektiği ve olumsuz gelişmelerin ortaya çıkması durumunda ek parasal sıkılaştırmaya gidilebileceği ifade edilmiştir.

Para Politikası Kurulu, Eylül, Ekim, Kasım ve Aralık aylarındaki toplantılarında da kısa vadeli faiz oranlarını sabit tutmuştur. Kurul, toplam talepteki yavaşlamanın sürdüğü, enflasyon beklentilerinde iyileşme olmakla birlikte henüz orta vadeli hedeflerle uyumlu olmadığı değerlendirmesinde bulunmuştur. Bu çerçevede, para politikasındaki temkinli duruşun devam etmesi gerektiği ve olumsuz gelişmelerin gözlenmesi durumunda ek parasal sıkılaştırmaya gidilebileceği belirtilmiştir.

### **Kur Politikası Kararları**<sup>5</sup>

Faiz politikasına benzer şekilde, 2006 yılı Mayıs-Haziran dönemindeki dalgalanma sırasında uygulanan döviz kuru politikası da diğer dalgalanma dönemlerinden önemli ölçüde farklılaşma göstermiştir. Merkez Bankası, 2005 yılında doğrudan döviz müdahaleleri ve günlük düzenli döviz alım ihaleleri yoluyla piyasadan toplam 22,0 milyar dolar tutarında döviz almış ve alınan bu dövizler karşılığı piyasaya çıkan Türk lirası likiditeyi de ters repo işlemleri ile piyasadan çekmiştir (Bakınız Tablo:3). Bu politikayı, 16 Mayıs 2006 tarihine kadar sürdürmüştür. Bu dönemde, 5,4 milyar dolar doğrudan döviz müdahalesinde bulunmuş (15 Şubat 2006 tarihinde) ve günlük döviz alım ihaleleriyle de 3,3 milyar dolar piyasadan alım yapmıştır.

Merkez Bankası, küresel likidite koşullarının etkisiyle döviz arzının azalması ve kurlardaki oynaklığın artması nedeniyle, 16 Mayıs 2006 tarihinde döviz alım ihalelerine ara vermiştir. Piyasada döviz likiditesinin azalması ve döviz kurlarındaki yükselişin sürmesi üzerine Merkez Bankası, 13 ve 23 Haziran 2006 tarihlerinde doğrudan satım müdahalesinde bulunmuştur. Müdahale sonrasında da döviz piyasasında dalgalanma devam etmiştir. Merkez Bankası, 26 Haziran 2006 tarihinde döviz piyasasına tekrar doğrudan satım yönlü müdahalede bulunmuştur. Ayrıca, aynı gün, 2001 yılından sonra ilk kez, döviz satım ihalesi açmıştır. Merkez Bankası, 26 ve 27 Haziran tarihlerinde 500'er milyon dolarlık iki adet döviz satım ihalesi düzenlemiştir (Bakınız Tablo:3). Bu önlemlere ilave olarak, Merkez Bankası, piyasadaki likidite miktarını azaltmak için 1 ve 2 hafta vadeli TL depo alım ihalesi de açmıştır.

Merkez Bankası'nın Mayıs-Haziran aylarında mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalara karşı aldığı bu önlemler ve küresel likidite koşullarındaki düzelme sonrasında döviz piyasasının da görece bir istikrara kavuştuğu gözlenmiştir. Bu doğrultuda, Mayıs ayında ara verilen döviz alım ihalelerine 10 Kasım 2006 tarihinden itibaren tekrar başlanılmasına karar verilmiştir. İhalelerde alımı yapılacak tutar günlük 15 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon hakkı olmak üzere en fazla 45 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir. Diğer taraftan, döviz piyasasında derinliğin kaybolması ve sağlıklı fiyat oluşumlarının gözlenmesi durumunda, önceden kamuoyuna duyurmak koşuluyla, kısa veya uzun süreli olarak döviz alım ihalelerine ara verilebileceği belirtilmiştir.

2001 yılı Şubat ayında dalgalı kur rejiminin uygulamaya konulmasının ardından, iç/dış ekonomik ve siyasi gelişmelere bağlı olarak, döviz kurlarında yukarı doğru aşırı dalgalanmalar gözlenmiştir. T.C.Merkez Bankası tarafından, 2002–2006 döneminde ekonomide sekiz kez döviz kurlarında yukarı doğru aşırı dalgalanma yaşandığı belirtilmektedir<sup>6</sup>. 2006 yılında yaşanan bu dalgalanma, 4 Mayıs 2006 ile 26 Haziran 2006 tarihleri arasında 53 gün sürmüştü ve en sert

<sup>5</sup> TCMB, “2006 yılı Basın Duyuruları: TCMB İdare Merkezi'nin Döviz Alım-Satım İhale ve Müdahaleleri”.

<sup>6</sup> TCMB Başkanı Sayın Durmuş YILMAZ'ın 7 Eylül 2006 tarihinde Malatya'da yaptığı konuşma ve “TCMB Bakanlar Kurulu/Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu”, Ekim-Kasım 2006.

dalgalanmalardan birisini oluşturmuş ve finansal göstergeleri ve enflasyon beklentilerini önemli ölçüde olumsuz etkilemiştir.<sup>7</sup>

**Tablo: 3 – 2006 Yılı Öncesi ve 2006 Yılında TCMB Döviz İşlemleri (Milyon Dolar)**

	Doğrudan Döviz Müdahalesi				TL Karşılığı Döviz İhaleleri			
	Satım		Alım		Satım		Alım (*)	
	Tarih	Değer	Tarih	Değer	Tarih	Değer	Tarih	Değer
2002		12		16				795
2003				4.229				5.652
2004		9		1.283				4.04
2005				14.565				7.442
<b>2006</b>		<b>2.105</b>		<b>5.441</b>		<b>1.000</b>		<b>4.296</b>
Dalgalanma Öncesi			15.02.2006	5.441			03.01.2006 16.05.2006	3.320
<b>04.05.2006 – 26.06.2006</b> <b>Dalgalanma Dönemi</b>	13.06.2006	494						
	23.06.2006	763						
	26.06.2006	848			26.06.2006	500		
					27.06.2006	500		
Dalgalanma Sonrası						10.11.2006 29.12.2006	976	

Kaynak: TCMB.

(\*) Opsiyon dâhil ilgili dönemde alınan toplam tutarı ifade etmektedir.

2006 yılında yaşanan döviz kuru dalgalanma döneminde, Merkez Bankası'nın faiz ve kur politikası, önceki dönemlere göre, oldukça sert olmuş ve Merkez Bankası bu pozisyonunu uzun süre korumuştur. Bu dönemde Merkez Bankası tepkisinin farklılaşmasında da, açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçişin önemli ölçüde etkili olduğu düşünülmektedir. 2006 yılı Haziran ayından itibaren nominal döviz kurlarında sürekli bir gerileme yaşanmıştır. Nitekim 2006 yılı Haziran ayında 1,8047 olan döviz kuru sepeti (0,5 \$+0,5 Euro), Aralık ayında 1,6545'e, 2007 yılı Aralık ayında ise 1,4412'ye kadar gerilemiştir. 2007 yılı Aralık ayındaki döviz kuru sepetinin değeri, 2006 yılı Ocak ayı değerinin de (1,4667) altında kalmıştır. Dalgalanma döneminde hızla yükseltilen politika faiz oranlarının, bu seviyede uzun süre sabit tutulması gelişmekte olan ülkelerle olan faiz farkının oldukça yüksek seviyeye çıkmasına ve Türk lirasının değerlenmesine neden olmuştur.

### **2006 Yılı Enflasyon Raporları Orta Vadeli Öngörülleri: <sup>8</sup>**

#### **Enflasyon Tahminleri**

2006 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının 2006 yılında da devam edeceği, ancak bu katkının geçtiğimiz yıllara oranla daha sınırlı olacağı belirtilmiştir. 2006 yılına ilişkin tahminler üretilirken sermaye girişlerinin kompozisyonundaki uzun vade lehine gelişmenin süreceği ve buna bağlı olarak orta vadede Türk lirasının güçlü konumunu koruyacağı varsayılmıştır. Merkez Bankası politika aracı olan kısa vadeli faizlerin yılın ilk aylarında yatay bir seyir izlediği ve sonrasında kademeli olarak aşağı indiği bir para politikası duruşu benimsenmiştir. Bu varsayımlar çerçevesinde, 2006 yılı sonu enflasyonunun yüzde 4,7 ile yüzde 6,3 arasında kalacağı tahmin edilmiştir.

2006 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda, ekonomik faaliyete ilişkin açıklanan verilerin Merkez Bankası'nın Ocak Enflasyon Raporu'ndaki öngörülleri ile tutarlı olduğu belirtilmiş ve talep koşullarının enflasyon üzerinde bir baskı oluşturmadığı ifade edilmiştir. Yapısal reformların ve uzun vadeli sermaye girişlerinin devam edeceği ve verimlilik artışlarının süreceği ana senaryo altında Yeni Türk lirasının güçlü konumunu koruyacağı ve enflasyondaki düşüşe destek vermeye devam edeceği bir görünümün esas alındığı belirtilmiştir. Raporla yer alan tahminler, global likiditedeki değişimin ılımlı bir şekilde gerçekleşeceği ve uluslararası likidite koşullarında ani bir değişim yaşanmayacağı öngörüsü ile oluşturulmuştur. Bu değerlendirmeler

<sup>7</sup> YÜKSELER, Zafer, “2002–2006 Döneminde Türk Ekonomisinde Döviz Kuru Dalgalanmaları: Nedenleri, Etkileri ve Politika Kararları”, Kasım 2006, <http://www.ceterisparibus.net>.

<sup>8</sup> Bu bölüm “TCMB, 2006 Yılı Enflasyon Raporları'nın Genel Değerlendirme ve Orta Vadeli Öngörüler Bölümlerinden” özetlenmiştir.

çerçevesinde, 2006 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda, Merkez Bankası politika faizlerinin aşamalı olarak düşürüldüğü bir durum esas alınarak, yılsonunda enflasyonun yüzde 4,8 ile yüzde 6,4 arasında kalacağı tahmin edilmiştir.

2006 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda, Nisan ayı raporunda sunulan tahminlere temel oluşturan varsayımların özellikle Mayıs ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler nedeniyle güncellendiği belirtilmiştir. Finansal piyasalarda Mayıs ayı ortalarında başlayan dalgalanmanın, faizlerde artışa, YTL' de değer kaybına ve yurtiçi talebin yavaşlamasına neden olduğu ifade edilmiştir. YTL' deki değer kaybının net dış talebi olumlu etkilemesine karşın, iç talepteki yavaşlamanın toplam talebin hız kaybetmesine neden olacağı belirtilmiştir. Ayrıca, bu değer kaybının bugüne kadar güçlü YTL'nin enflasyona verdiği desteği de ortadan kaldırdığı ifade edilmiştir. Merkez Bankası'nın Haziran ayındaki tedbirlere ilave olarak 2006 yılının kalanında ölçülü bir parasal sıkılaştırma yoluna gideceği ve 2007 yılında ise politika faizlerini kademeli olarak düşüreceği varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2006 yılı sonunda yüzde 9,1 ile yüzde 10,5 arasında, 2007 yılı sonunda ise yüzde 3 ile yüzde 6,5 arasında kalacağı tahmin edilmiştir.

2006 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda, yılın ikinci yarısından itibaren iç talebin yavaşlayacağına dair öngörünün korunduğu, güçlü küresel büyüme nedeniyle net dış talebin arttığı, ancak iç talepteki yavaşlamanın baskın olması nedeniyle büyüme hızının geçmiş dönemlere kıyasla azalacağı ifade edilmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışın devam etmesi ve döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki gecikmeli etkileri nedeniyle, Eylül ayı sonu itibarıyla TÜFE enflasyonunun belirsizlik aralığı üst bandını aştığı belirtilmiştir. Ekim Enflasyon Raporu'nda, talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkı yaptığı, reel kurun enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının Temmuz ayı raporuna göre arttığı, parasal sıkılaştırmanın etkisiyle reel faizlerin toplam talep koşullarını sınırlandıracağı bir çerçevenin benimsendiği ifade edilmiştir. Merkez Bankası, gelecekteki enflasyonun hedefle tutarlılığına odaklandığını ve para politikası kararlarını orta vadeli bir perspektifle oluşturduğunu açıklamıştır. Para politikasındaki mevcut sıkı duruşun 2007 yılı son çeyreği başına kadar korunduğu ve sonrasında ölçülü bir faiz indirimine gidildiği bir senaryo altında enflasyon tahminleri oluşturulmuştur. 2006 yılı sonunda enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, yüzde 9,2 ile yüzde 10,6 aralığında gerçekleşeceği ve 2008 yılı ilk çeyreği sonunda ise enflasyonun hedef patikaya yakınsayacağı tahmin edilmiştir.

### **Çıktı Açığı Tahminleri<sup>9</sup>**

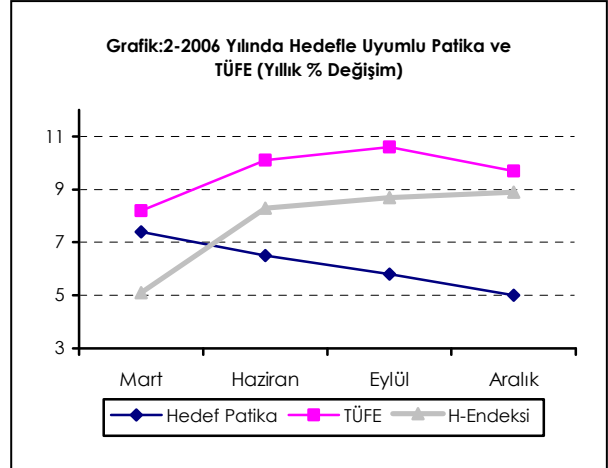
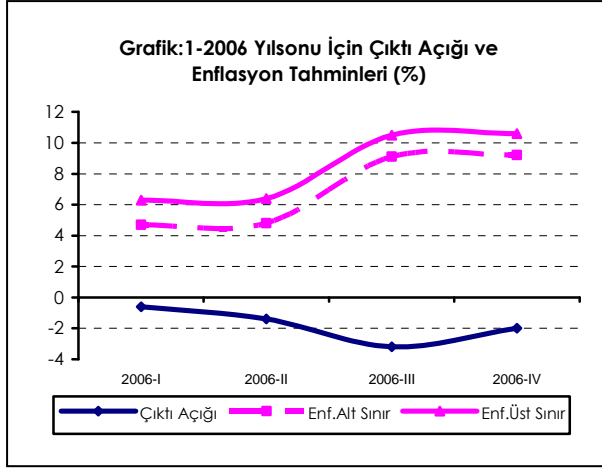
2006 yılı enflasyon raporlarında, enflasyon tahminlerine paralel olarak çıktı açığı tahminleri de önemli ölçüde revize edilmiştir. 2006 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, çıktı açığının yıl boyunca negatif kalmaya devam etmekle beraber sifıra yakın gerçekleşeceği öngörülmüş, 2006 yılı sonu için çıktı açığı yüzde 0,6 olarak tahmin edilmiştir.

2006 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda, çıktı açığının yıl boyunca devam edeceği, ekonomideki toplam talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının önceki yıllara göre azalmakla birlikte 2006 yılında da süreceği ifade edilmiştir. Raporunda, 2006 yılı sonu için girdi açığının yüzde 1,4 civarında olacağı tahmin edilmiştir.

2006 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda, 2006 yılının kalan kısmında çıktı açığının enflasyondaki düşüşe katkısının artacağı tahmin edilmiştir. Ekonominin talep ve kapasite koşullarını belirleyen değişkenlere ilişkin tahminler bir arada değerlendirildiğinde, bu koşulların 2006 yılında enflasyonu düşürücü yönde olacağı ve son dönem gelişmeleri sonrasında bu desteğin Nisan Enflasyon Raporu'na göre artacağı ifade edilmiştir. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda yılsonu için çıktı açığı tahmini yüzde 3,2'ye yükseltilmiştir. 2007 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda yılsonu için çıktı açığı tahmini tekrar revize edilmiş ve yüzde 2 olarak belirlenmiştir.

<sup>9</sup> Yılsonu çıktı açığına ilişkin yüzde oranlar enflasyon raporlarındaki grafiklerden hesaplanmıştır.





## 2. 2007 Yılında Para ve Kur Politikası Kararları ve Enflasyon Raporları:

Merkez Bankası, 2006 yılında enflasyon hedefinden önemli ölçüde sapılmasına karşın, 2007 yılında hedefi değiştirmemiş ve yüzde 4 olan enflasyon hedefini 2007-2009 dönemi için korumuştur. Bunun nedenini 2007 Yılında Para ve Kur Politikası metninde şu şekilde açıklamıştır; "Merkez Bankası, sık sık hedef değiştirmenin enflasyon beklentilerini ve fiyatlandırma davranışlarını olumsuz etkileme potansiyeli taşıdığını ve ilerisi için verilen taahhütlerin güvenilirliğini azaltabileceğini" ve " enflasyonun makul sürelerde hedefe yakınsayacağı öngörüldüğü sürece hedeflerin değiştirilmemesi" gerektiğini ifade etmiştir. Ayrıca "geçici şokların, enflasyon hedeflerinin değil enflasyon tahminlerinin değiştirilmesine yol açacağı ve böylesi bir durumda ekonomik birimler için referans değerlerin kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede ise enflasyon hedefleri olacağı vurgulanmıştır".

**Tablo:4- Yılına Enflasyon Hedefleri, Hedefle Tutarlı Patika ve Belirsizlik Aralığı**

	2007				2008	2009
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	11,2	8,7	7,3	6,0	6	6
<b>Hedefle Tutarlı Patika ve Hedef</b>	<b>9,2</b>	<b>6,7</b>	<b>5,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	7,2	4,7	3,3	2,0	2	2

Kaynak: TCMB, "2007 Yılında Para ve Kur Politikası", 13 Aralık 2006.

### Para Politikası Kararları <sup>10</sup>

Para Politikası Kurulu, 2007 yılı Ocak-Ağustos dönemindeki toplantılarında, iktisadi faaliyete ilişkin gelişmelerin enflasyon raporlarında çizilen görünümle uyumlu olduğunu ifade etmiştir. Kurul, enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmaması, geçmişe dönük fiyatlandırma davranışlarının sürmesi, petrol fiyatlarındaki artışlar ve belirsizlik algılamalarının devam etmesini dikkate alarak politika faizlerinin sabit tutulmasına karar vermiştir.

Para Politikası Kurulu, 12 Temmuz 2007 tarihli toplantısında likidite düzeyindeki gelişmeler dikkate alınarak açık piyasa işlemlerinde kullanılan mevcut araçların yanı sıra, likidite yönetiminin etkinliğinin artırılması amacıyla gerekli görüldüğünde likidite senetlerinin de kullanılabilmesini ifade etmiştir. Bu açıklamanın ardından Merkez Bankası, 18 Temmuz 2007 tarihinde, likidite senedi ihracına ilişkin basın duyurusunu yayınlamıştır. Para Politikası Kurulunun Temmuz ve Ağustos ayındaki toplantılarında, güçlü parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle enflasyonun öngörülen şekilde gerilediği ifade edilmiş ve ölçülü faiz indiriminin yılın son çeyreğinde başlayabileceği vurgulanmıştır.

Para Politikası Kurulu, 13 Eylül 2007 tarihinde kısa vadeli faiz oranlarında ölçülü indirim sürecine başlanması için gerekli şartların oluştuğu değerlendirilmesinde bulunmuş ve gecelik borçlanma faiz oranını yüzde 17,50'den yüzde 17,25'e düşürmüştür. Kurul faiz indirim

<sup>10</sup> TCMB, "2007 Yılı Basın Duyuruları: Para Politikası Kurulu Faiz Kararları".

kararında, enerji ve gıda fiyatlarına ilişkin risklere rağmen güçlü parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle enflasyonun düşmeye devam edeceğini, hizmet enflasyonunda gözlenen iyileşmenin öngörülenden daha olumlu olduğunu belirtmiştir. Kurul, küresel ekonomideki gelişmelerin hem iç hem dış talep büyümesini sınırlayıcı yönde etkileyebileceğini değerlendirmiş ve bu durumun orta vadede yüzde 4'lük enflasyon hedefine ulaşılmasına ilişkin aşağı yönlü riskleri artırdığını kaydetmiştir. Son dönemdeki gelişmelerin, orta vadede enflasyonun hedefin altında kalma olasılığını artırdığına işaret edilmiştir.

**Tablo:5- Politika Faiz Oranları Değişikliğine İlişkin Kararlar (Yüzde)**

Tarih	Gecelik Faiz Oranı		Geç Likidite Penceresi Faizi		Piyasa Yapıcıları
	Borçlanma	Borç Verme	Borçlanma	Borç Verme	Borç Verme
20 Temmuz 2006	17,50	22,50	13,50	25,50	21,50
13 Eylül 2007	17,25	22,25	13,25	25,25	21,25
16 Ekim 2007	16,75	21,50	12,75	24,50	20,50
14 Kasım 2007	16,25	20,75	12,25	23,75	19,75
13 Aralık 2007	15,75	20,00	11,75	23,00	19,00

Kaynak: TCMB.

Para politikası Kurulu, 16 Ekim 2007 tarihindeki toplantısında da, kısa vadeli faiz oranlarındaki ölçülü indirim sürecini devam ettirmiş ve gecelik borçlanma faiz oranı yüzde 17,25'ten yüzde 16,75'e indirilmiştir. Borç alma faizi 50 baz puan indirilirken, borç verme faiz oranı, teknik faiz ayarlaması çerçevesinde, 75 baz puan düşürülmüştür. Kurul, faiz indirim sürecinin erkene alınmasının orta ve uzun vadeli faizlerin belirgin şekilde düşmesine yol açtığını ve yüzde 4'lük enflasyon hedefine ulaşılmasına ilişkin aşağı yönlü riskleri azalttığını belirtmiştir. Kurul, indirim sonrasında kısa vadeli faizlerin seviyesinin enflasyondaki düşüşü desteklemeye devam ettiğini vurgulamış ve faiz indirimlerinin temkinli ve ölçülü tutulduğu mevcut durum çerçevesinde enflasyonun orta vadeli hedefe yakın gerçekleşme olasılığının yüksek olduğunu ifade etmiştir.

Para Politikası Kurulu, Kasım ve Aralık ayı toplantılarında da faiz indirim sürecini devam ettirmiştir. Kurul, Kasım ayı toplantısında toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin sürdüğünü, ancak kısa dönemde, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki ayarlamaların yıllık enflasyondaki düşüşü geciktirebileceğini ifade etmiş ve faiz indirimlerinin temkinli ve ölçülü tutulduğu mevcut para politikası çerçevesinde, enflasyonun orta vadeli hedefe yakın gerçekleşme olasılığının yüksek olduğu değerlendirilmesinde bulunmuştur. Aralık ayı toplantısında Kurul, kuraklık ve enerji fiyatlarındaki artışlar gibi arz yönlü şokların enflasyonu geçici olarak yükselttiğini, büyümeyi de geçici olarak olumsuz etkilediğini belirtmiştir. Kurul, Merkez Bankası'nın öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğunu vurgulamış, son dönemdeki faiz indirimlerine rağmen kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesinin enflasyondaki düşüşü desteklediğini ifade etmiştir.

### **Kur Politikası Kararları <sup>11</sup>**

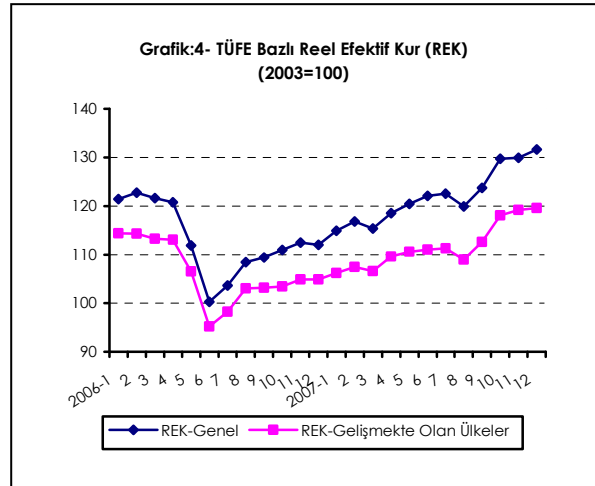
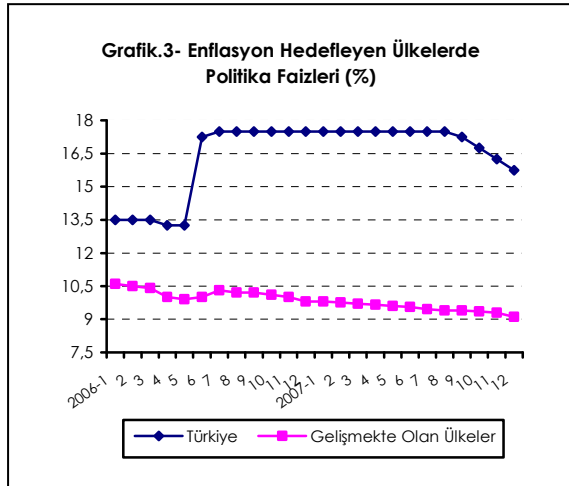
Merkez Bankası, döviz arzının döviz talebine göre arttığı dönemlerde rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihalelerini 2007 yılında da sürdürmüştür. Günlük döviz alım tutarlarında, döviz piyasalarındaki gelişmeler dikkate alınarak, zaman içinde değişiklikler yapılmıştır. Bu çerçevede;

- 2007 yılı başında, günlük olarak 15 milyon dolar ihale ve 30 milyon dolar opsiyon olmak üzere en fazla 45 milyon dolar alınacağını açıklamıştır.
- Ocak-Temmuz 2007 döneminde, uluslararası likidite koşullarının da etkisiyle Ülkemize yönelik sermaye girişlerinin oldukça güçlü seyrettiği ve bu döviz arzının önemli bir bölümünün yurtiçi yerleşiklerin döviz tevdiat hesaplarında biriktiği gözlenmiştir. Seçim sürecinin sona ermesi ve makroekonomik gelişmelere ilişkin olumlu beklentilerin sermaye girişlerini hızlandıracağı, ancak yurtiçi yerleşiklerin döviz tevdiat hesaplarını artırma konusunda geçmiş dönem kadar istekli olmayacağı değerlendirilmiştir.

<sup>11</sup> TCMB, "2007 Yılı Basın Duyuruları: TCMB İdare Merkezi Döviz Alım-Satım İhale ve Müdahaleleri".

çerçevesinde döviz alımlarının artırılmasına karar verilmiştir. 25 Temmuz 2007 tarihinden itibaren, ihalelerde alımı yapılacak tutarın 40 milyon ABD doları ihale ve 80 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 120 milyon ABD doları olacağı açıklanmıştır.

- Gelişmiş ülkelerin konut ve kredi piyasalarındaki olumsuz gelişmelerin yurtiçinde döviz piyasalarında neden olduğu oynaklık nedeniyle, 15 Ağustos 2007 tarihinden itibaren, ihalelerde alımı yapılacak tutar 15 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 45 milyon ABD dolarına düşürülmüştür.
- Gelişmiş ülke piyasalarında dalgalanmaların azalması ve risk iştahındaki artış nedeniyle, 9 Ekim 2007 tarihinde günlük döviz alım miktarı, 30 milyon doları ihale ve 60 milyon doları opsiyon olmak üzere en fazla 90 milyon dolara yükseltilmiştir.



Merkez Bankası, günlük döviz alımları ile 2007 yılında piyasadan 9,9 milyar dolar tutarında döviz alımında bulunmuş ve piyasaya çıkan Türk lirası likiditesini ise gecelik borçlanma aracılığıyla sterilize etmiştir. 2007 yılında cari işlemler açığı yüksek seviyesini korumuş, doğrudan yatırım girişleri ve özel sektörün yurtdışından kredi kullanımları önemli ölçüde yükselmiş ve resmi rezervler artmıştır. Bu gelişmeler sonucunda, ortalama dolar kuru 2006 yılı Aralık ayında 1,4260 Türk lirası iken, 2007 yılı Aralık ayında 1,1730 Türk lirasına gerilemiştir. Uluslararası piyasalarda değer kazanan Euro'da, aynı dönemde, Türk lirası karşısında değer kaybetmiş ve ortalama Euro kuru 1,8830 Türk lirasından 1,7093 Türk lirasına gerilemiştir. 2007 yılında Türk lirasında gözlenen değerlenmede, sermaye girişleri yanı sıra, politika faizlerinin diğer gelişmekte olan ülkelere göre oldukça yüksek kalması da etkili olmuştur (Bakınız Grafik: 3 ve 4).

## 2007 Yılı Enflasyon Raporları Orta Vadeli Öngörüsü: 12

### Enflasyon Tahminleri

2007 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, para politikasının sıkı duruşuyla talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği desteğin 2006 yılının son çeyreği ve 2007 yılının ilk çeyreğinde de devam edeceği ifade edilmiştir. Enflasyon beklentilerindeki düşüşün yılın son çeyreğinde de devam etmesi nedeniyle, son dönemde faizlerin sabit tutulmasına rağmen, para politikasının sıkılaşmaya devam ettiği ve reel faizlerin yüksek düzeyini koruduğu belirtilmiştir. 2007 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, 2007 yılının ilk üç çeyreğinde politika faizlerinin sabit tutulacağı ve sonrasında kademeli bir indirime gidileceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, yılsonunda enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2007 yılında yüzde 3,6 ile yüzde 6,6 arasında (orta noktası yüzde 5,1), 2008 yılında ise yüzde 1,6 ile yüzde 5,2 arasında (orta noktası yüzde 3,4) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

<sup>12</sup> Bu bölüm "TCMB, 2007 Yılı Enflasyon Raporları'nın Genel Değerlendirme ve Orta Vadeli Öngörüler" bölümlerinden özetlenmiştir.

2007 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda, para politikasının sıkı duruşu çerçevesinde üretilen tahminlere göre, talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin 2007 yılı boyunca devam edeceği bir görünümün esas alındığı ifade edilmiştir. Raporda, 2007 yılının ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarında beklenen düzeltme hareketinin gözlenmediği, hizmet enflasyonundaki düşüşün öngörülenden yavaş olduğu ve dolayısıyla Mart ayı sonu itibarıyla yıllık enflasyonun tahminleri üzerinde gerçekleştiği belirtilmiştir. Bu çerçevede, politika faizlerinin 2007 yılı ikinci ve üçüncü çeyreğinde sabit tutulduktan sonra son çeyrekte itibaren indirildiği ancak, bu indirimlerin Ocak ayı raporuna göre daha ölçülü olacağı ifade edilmiştir. Bu varsayım çerçevesinde, yüzde 70 olasılıkla, yılsonunda enflasyonun 2007 yılında yüzde 4,5 ile yüzde 7,1 arasında (orta noktası yüzde 5,8), 2008 yılında ise yüzde 1,3 ile yüzde 5,0 arasında (orta noktası yüzde 3,2) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

2007 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda, son dönemdeki gelişmelerin öngörülerle büyük ölçüde uyumlu olması nedeniyle Nisan ayında sunulan enflasyon tahminleri ve para politikası duruşunun genel hatlarıyla korunduğu belirtilmiştir. Talep koşulları, reel faizler ve reel kurun enflasyondaki düşüşe destek verdiği ve bu desteğin devam edeceği ifade edilmiştir. Bu çerçevede politika faizlerinin 2007 yılı son çeyreğinin başından itibaren ölçülü olarak indirileceği varsayımı altında; yılsonunda enflasyonun 2007 yılında yüzde 5,1 ile yüzde 6,9 arasında (orta noktası yüzde 6,0), 2008 yılında ise yüzde 1,5 ile yüzde 4,9 arasında (orta noktası yüzde 3,2) kalacağı tahmin edilmiştir.

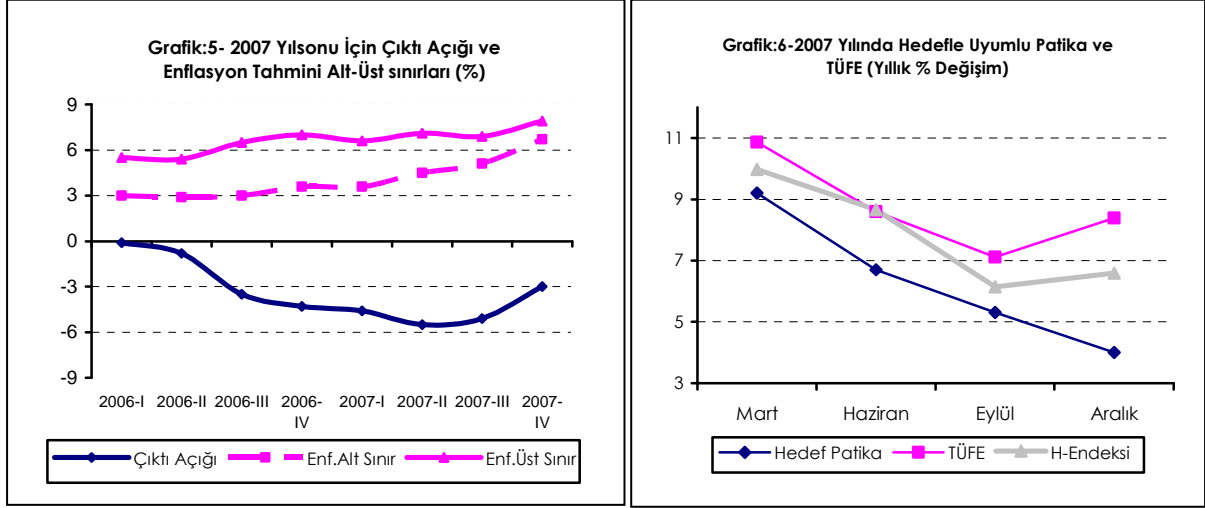
2007 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda, yılın ikinci çeyreğinde yurtiçi talebin büyümeye katkısının tahmin edilenin üzerinde gerçekleştiği, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin öncü göstergelerin ise toplam talep bileşiminin yurtiçi talep lehine değiştiğine işaret ettiği ifade edilmiştir. Toplam talep koşullarının yılın ilk yarısına kıyasla enflasyondaki düşüşe daha sınırlı destek vereceği belirtilmiştir. Tüketici enflasyonunda yılın ikinci çeyreğinde başlayan düşüş sürecinin üçüncü çeyrekte de devam ettiği ifade edilmiştir. Enflasyon tahminleri oluşturulurken, 2007 yılının son çeyreğinde elektriğe, 2008 yılı ilk çeyreğinde ise yönetilen/yönlendirilen ürün fiyatlarına zam yapılacağına öngörüldüğü ifade edilmiştir. Ayrıca, politika faizlerinin 2007 yılının kalan döneminde ve 2008 yılının ilk aylarında ölçülü olarak indirildiği ve sonrasında bir süre sabit tutulduğu varsayılmıştır. Bu varsayım çerçevesinde, yılsonunda enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2007 yılında yüzde 6,7 ile yüzde 7,9 arasında (orta noktası yüzde 7,3), 2008 yılında ise yüzde 2,5 ile yüzde 5,7 arasında (orta noktası yüzde 4,1) kalacağı tahmin edilmiştir. Enflasyon tahminlerinin yukarı doğru güncellenmesine, ham petrol fiyatlarındaki artış, vergi ayarlamaları, yönetilen/yönlendirilen ürün fiyatlarındaki artış ile faiz indiriminin erkene alınmasının etkili olduğu ifade edilmiştir.

### **Çıktı Açığı Tahminleri<sup>13</sup>**

Enflasyon raporlarında 2007 yılına ilişkin çıktı açığı tahminleri, 2006 yılı Haziran ayındaki faiz artırımından sonra, yüksek seviyesini korumuştur. 2006 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda 2007 yılı sonu için yüzde 2 olarak tahmin edilen çıktı açığı, 2007 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 4,6'ya yükseltilmiştir. Raporda, çıktı açığının 2007 yılının ilk üç çeyreği boyunca derinleşerek enflasyondaki düşüş sürecini destekleyeceği öngörülmüştür. 2007 yılı son çeyreğinden başlayarak 2008 yılı boyunca çıktı açığının kapanma eğilimi göstereceği, ancak yine de ekonomideki talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini desteklemeye devam edeceği tahmin edilmiştir.

2007 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda çıktı açığı tahmini yılsonu için yüzde 5,5'e yükseltilmiş ve 2007 yılı boyunca talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecini desteklemeye devam edeceği ifade edilmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nda 2007 yılı sonu için çıktı açığı yüzde 5,1 olarak tahmin edilmiş, talep koşullarının enflasyondaki düşüşü desteklemeye devam edeceği tekrarlanmıştır. Ekim Enflasyon Raporu'nda, Eylül ayında başlatılan faiz indiriminin ardından orta ve uzun vadeli faizlerde belirgin bir düşüş olduğu ve faizlerdeki bu düşüşün toplam talepteki toparlanmayı hızlandırdığı ifade edilmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde, 2007 yılı sonu için çıktı açığı yüzde 3'e çekilmiştir.

<sup>13</sup> Yılsonu çıktı açığına ilişkin yüzde oranlar enflasyon raporlarındaki grafiklerden hesaplanmıştır.



### 3. 2008 Yılında Para ve Kur Politikası Kararları ve Enflasyon Raporları:

2006 ve 2007 yıllarında yaşanan bir dizi arz şokuyla yıllık TÜFE enflasyonu hedefin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak, 2007 yılı sonu itibariyle 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri yüzde 6,1 ve yüzde 5,2 gibi uzun yıllardan beri görülmeyen oranda düşük seviyede kalmıştır. Bu durumu dikkate alan Merkez Bankası, beklenti yönetimi açısından mevcut hedeflerin korunmasının yararlı olacağını açıklamıştır. Merkez Bankası 2008 Yılı Para ve Kur Politikası metninde "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 değiştirileceğini" ifade etmiş ve "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 koruduğunu" açıklamıştır.

**Tablo:6- Yılı Sonu Enflasyon Hedefleri, Hedefle Tutarlı Patika ve Belirsizlik Aralığı**

	2008				2009	2010
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9,10	8,50	8,30	6,00	6,00	6,00
<b>Hedefle Tutarlı Patika ve Hedef</b>	<b>7,10</b>	<b>6,50</b>	<b>6,30</b>	<b>4,00</b>	<b>4,00</b>	<b>4,00</b>
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	5,10	4,50	4,30	2,00	2,00	2,00

Kaynak: TCMB, "2008 Yılında Para ve Kur Politikası", 18 Aralık 2007.

2008 yılı para ve kur politikası genel çerçevesi belirlenirken, 2006 ve 2007 yıllarında yaşanan arz şoklarının Özel Kapsamlı TÜFE göstergelerinin önemini artırdığı ifade edilmiştir. 2007 yılında gözlenen kuraklığın, işlenmiş gıda ürünleri aracılığıyla Özel Kapsamlı TÜFE göstergelerini olumsuz etkilediği ve TÜİK tarafından yayımlanan bu endekslerin işlenmiş gıda ürünlerini dışlamadığı belirtilmiştir. Bu çerçevede, enflasyonist süreci daha iyi değerlendirebilmek amacıyla Merkez Bankasının bütün gıda ürünlerini dışarıda tutan yeni bir endeks oluşturduğu ve bu endeksi yakından izleyeceği açıklanmıştır.

#### **Para Politikası Kararları**<sup>14</sup>

Para Politikası Kurulu, 2007 yılı Eylül ayında başlattığı faiz indirim sürecini 2008 yılı Ocak ve Şubat aylarında da sürdürmüş ve kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesinin enflasyondaki düşüşü desteklediğini belirtmiştir. Kurul Şubat ayı toplantısında, işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklanabilecek dalgalanmaların enflasyonu geçici olarak yükseltebileceğini, ancak gıda ve enerji kalemleri dışlanarak hesaplanan enflasyonun yüzde 4 seviyesine yaklaştığı değerlendirilmesinde bulunmuştur.

<sup>14</sup> TCMB, "2008 Yılı Basın Duyuruları: Para Politikası Kurulu Faiz Kararları".

Para Politikası Kurulu, Mart ve Nisan ayındaki toplantılarında, kısa vadeli faizleri sabit tutmuştur. Kurul, Nisan ayı toplantısında, uluslararası kredi piyasasındaki sorunların iç talebi yavaşlattığını, dış talebin güçlü seyrini koruduğunu ve bu çerçevede toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkı sağlamaya devam ettiğini belirtmiştir. Ancak, son dönemde artış eğilimine giren gıda ve enerji fiyatları ile küresel ekonomideki belirsizliklerin kısa vadede enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri artırdığı ve enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkilediği ifade edilmiştir. Merkez Bankası'nın enflasyon beklentilerindeki yükselişin genel fiyatlama davranışlarında bozulmaya yol açmasına izin vermeyeceği ve gerektiğinde ölçülü faiz artışına gidebileceği belirtilmiştir.

**Tablo:7- Politika Faiz Oranları Değişikliğine İlişkin Kararlar (Yüzde)**

Tarih	Gecelik Faiz Oranı		Geç Likidite Penceresi Faizi		Piyasa Yapıcıları Borç Verme
	Borçlanma	Borç Verme	Borçlanma	Borç Verme	
13 Aralık 2007	15,75	20,00	11,75	23,00	19,00
17 Ocak 2008	15,50	19,50	11,50	22,50	18,50
14 Şubat 2008	15,25	19,25	11,25	22,25	18,25
15 Mayıs 2008	15,75	19,75	11,75	22,75	18,75
16 Haziran 2008	16,25	20,25	12,25	23,25	19,25
17 Temmuz 2008	16,75	20,25	12,75	23,25	19,25
22 Ekim 2008	16,75	19,75	12,75	22,75	18,75
19 Kasım 2008	16,25	18,75	12,25	21,75	17,75
18 Aralık 2008	15,00	17,50	11,00	20,50	16,50

Kaynak: TCMB.

Merkez Bankası, 30 Nisan 2008 tarihinde, Nisan ayındaki Para Politikası Kurulu toplantısı özet metni ile Hükümete yazılan açık mektubu kamuoyuna açıklamıştır. Açık mektupta, 2008 yılı ilk üç aylık dönemi sonunda enflasyonun belirsizlik aralığı üst sınırını aştığı ifade edilmiş ve hedeften sapmanın nedenleri izah edilmiştir. Her iki dokümanda da, mevcut tahminler çerçevesinde 2008 ve 2009 yıllarında yüzde 4'lük enflasyon hedefine ulaşmanın güçlükleri ve sakıncaları ele alınmıştır.

15 Mayıs 2008 tarihli Kurul toplantısında kısa vadeli faiz oranları 50 baz puan artırılmış ve borçlanma faiz oranı yüzde 15,25'ten yüzde 15,75'e, borç verme faiz oranı ise yüzde 19,25'ten yüzde 19,75'e yükseltilmiştir. Kurul kararında, döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkileri ile enerji ve işlenmiş gıda fiyatlarındaki artışların enflasyonda geçici yükselmeye neden olabileceği ifade edilirken, toplam talep koşullarının enflasyonu düşürücü yönde katkı sağlamaya devam edeceği belirtilmiştir. Kurul, enflasyonun yılın son çeyreğinden itibaren kademeli düşüş eğilimine girerek 2009 yılı sonunda yüzde 6,7'lik tahmine yakın gerçekleşeceği öngörüsünde bulunmuştur. Merkez Bankası'nın gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişin genel fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemesini önlemek için gerekli tedbirleri almaya devam edeceği ve gerektiği takdirde önümüzdeki dönemde de ölçülü faiz artışının Kurul'un gündeminde olacağı ifade edilmiştir.

Merkez Bankası, 3 Haziran 2008 tarihinde 2009–2011 dönemi enflasyon hedeflerine ilişkin değişiklik önerisini "Açık Mektup" ile Hükümete önermiştir. Yukarıda da belirtildiği gibi, Merkez Bankası 30 Nisan 2008 tarihinde kamuoyuna duyurduğu "Açık Mektup" ve "Para Politikası Kurulu Toplantı Özetinde" gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin riskler nedeniyle, yüzde 4 olarak belirlenmiş enflasyon hedefine ulaşmanın öngörülenden daha uzun süre alabileceğine işaret etmişti. Bu açık mektupta Banka şu değerlendirmelerde bulunmuştur;

- "Merkez Bankası bünyesinde yapılan çalışmalar, enflasyon beklentileri oluşturulurken giderek artan oranda geçmiş enflasyona ağırlık verildiğine ve mevcut enflasyon hedeflerinin beklentileri şekillendirmekteki gücünün son dönemde belirgin olarak azaldığına işaret etmektedir. Bu gelişmede, bir dizi arz şoku nedeniyle 2006 yılından bu yana enflasyonun hedeflerin üzerinde kalmış olmasının etkili olduğu tahmin edilmektedir. İktisadi birimlerin fiyatlama davranışlarında enflasyon hedefi yerine geçmiş enflasyonu referans almaya başlamaları, enflasyonla mücadelenin maliyetini artırma potansiyeli taşımaktadır. Enflasyon

hedeflerinin mevcut şokları göz önüne alacak şekilde güncellenmesi hedeflerin iktisadi birimlerce yeniden referans olarak algılanmasına da katkıda bulunacaktır.”

- “Geçtiğimiz iki yıl içinde arz şoklarının olağan dışı boyutlara ulaşması enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılmasına neden olmuştur. Daha da önemlisi, bu şokların etkilerinin, başlangıçtaki tahminlerin tersine uzun bir müddet süreceğine ilişkin algılamalar giderek güçlenmektedir. Bunun yanında, küresel ekonomideki sorunların devam etmesi nedeniyle enflasyon görünümüne ilişkin riskler belirginleşmektedir. Bu doğrultuda güncellenen projeksiyonlar, para politikasının temkinli bir duruş gösterdiği bir durumda dahi, enflasyonun yüzde 4 seviyesine ulaşmasının oldukça uzun bir süre alabileceğine işaret etmektedir. Daha da önemlisi enflasyon hedefinin nominal çıpa özelliğini yitirdiği gözlenmektedir.”

Merkez Bankası, açık mektupta yer alan bu değerlendirmeleri çerçevesinde, daha önce yüzde 4 olarak açıkladığı 2009 ve 2010 yılları enflasyon hedeflerini, sırasıyla, yüzde 7,5 ve yüzde 6,5'e yükseltmiş, 2011 yılı enflasyon hedefini ise yüzde 5,5 olarak belirlemiştir.

Para Politikası Kurulu, Haziran ve Temmuz ayındaki toplantılarında borçlanma faiz oranlarını artırmıştır. Kurul Temmuz ayı toplantısında, likidite koşullarındaki gelişmeleri dikkate alarak borç alma ve borç verme faizleri arasındaki farkı 50 baz puan daralttığını açıklamıştır. Kararda, iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle, toplam talep koşullarının enflasyonu düşürücü yönde katkısını sürdürdüğü ve Mayıs ayından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma sonrasında kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesinin enflasyondaki düşüşü desteklediği ifade edilmiştir.

Para Politikası Kurulu, Ağustos-Ekim döneminde borçlanma faiz oranını yüzde 16,75 düzeyinde sabit tutarken, kısa vadeli faizlerde oluşabilecek potansiyel oynaklığı azaltmak için borç verme faiz oranlarını Ekim ayında 50 baz puan indirmiştir. Kurul, uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların iç ve dış talebi sınırlandırmaya devam edeceğini ve son dönemde küresel belirsizliklerin artmaya devam etmesi nedeniyle, enflasyon tahminlerinde ve para politikası kararlarında temkinli olunması gerektiğini belirtmiştir. Kurul, bu dönemde döviz likiditesinin sürekliliğinin önemli olduğunu, bu nedenle Merkez Bankası'nın, imkânları ölçüsünde bankacılık sisteminin döviz likiditesini artırmak amacıyla döviz depo piyasası işlem limitlerinin artırılmasının yararlı olacağını ifade etmiştir.

Para Politikası Kurulu 19 Kasım 2008 tarihli toplantısında, borçlanma faiz oranını 50 baz puan, borç verme faiz oranını ise 100 baz puan indirmiştir. Kurul, iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın belirginleşmesi ve küresel ekonomide yaşanan sorunların iç ve dış talebi uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceği gerekçesiyle faiz oranlarında indirim gitmiştir. Bu gerekçeler çerçevesinde, döviz kurlarında gözlenen hareketlerin enflasyona etkisinin ise sınırlı kalacağı değerlendirilmesinde bulunmuştur. Döviz likiditesi ile ilgili ek önlemlerin de devreye sokulacağı kararda belirtmiştir.

18 Aralık 2008 tarihindeki Para Politikası Kurulu toplantısında da faiz indirim süreci devam ettirilmiş, borçlanma ve borç verme faiz oranları 125 baz puan düşürülmüştür. İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın derinleştiği, küresel sorunların iç ve dış talebi uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceği ve enflasyon üzerindeki aşağı yönlü baskıların süreceği gerekçesiyle kısa vadeli faiz oranları indirilmiştir. Ayrıca, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki gelişmelerinde enflasyonu olumlu etkilediği belirtilmiştir.

Merkez Bankası, 2006 ve 2007 yılı para ve kur politikası metinlerinde olduğu gibi 2008 yılı para ve kur politikası metninde de, piyasada kalıcı likidite açığının ortaya çıkması halinde, piyasaya likidite sağlanması amacıyla repo ihalesi düzenleyebileceğini belirtmiştir. Bu durumda, piyasalar açısından referans faiz oranının, Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma faizi değil, temel fonlama aracı olan repo ihale faizlerinin olacağını açıklamıştır. Merkez Bankası, 1 Aralık-29 Aralık 2006 tarihleri arasında yedi kez, 7 Aralık 2007 tarihinde ise bir kez geleneksel yöntemle bir haftalık repo ihalesi düzenlemiştir. 2008 yılı içinde Mayıs ayına kadar üç kez düzenlenen haftalık repo ihalesi, Mayıs ayından itibaren piyasalarda makul düzeyde bir likidite açığı oluşması nedeniyle düzenli hale getirilmiştir. Likidite açığı, geleneksel yöntemle

yapılan, haftalık repo ihaleleri ile giderilmeye çalışılmıştır. Ortalama repo ihale faiz oranlarının, Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi civarında oluşmasına çaba gösterilmiştir.

### **Kur Politikası Kararları <sup>15</sup>**

Merkez Bankası, 2008 yılı para ve kur politikası metninde döviz arzının döviz talebini aştığı dönemlerde rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri düzenleyeceğini kamuoyuna açıklamıştır. Bu çerçevede;

- Günlük döviz alım ihalelerinde alımı yapılacak tutar 2008 yılı için 30 milyon ABD doları ihale ve 60 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 90 milyon ABD doları olarak açıklanmıştır.
- 10 Mart 2008 tarihinden itibaren, döviz piyasasında oynaklığın artması nedeniyle, döviz alım tutarları 15 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere 45 milyon ABD dolarına düşürülmüştür.
- Küresel finansal krizin derinleşmesi üzerine 16 Ekim 2008 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine ara verilmiştir.

Merkez Bankası, küresel kriz nedeniyle aşırı dalgalanma gösteren döviz fiyatlarını normalleştirmek ve sisteme döviz likiditesi sağlamak amacıyla, 9 Ekim 2008 tarihinde Döviz Depo Piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlamıştır. Bankaların Döviz ve Efektif Piyasalarında işlem yapma limitleri 16 Ekim 2008 tarihinde güncellenmiş, 24 Ekim 2008 tarihinde de işlem limitleri iki katına çıkartılarak 10,8 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Bu önlemlere ilave olarak, 24 Ekim 2008 tarihinde Merkez Bankası döviz satım ihalelerine başlamıştır. Merkez Bankası, son dönemde uluslararası kredi piyasalarında yaşanan sorunlar nedeniyle küresel finans sektörünün güvenilirliğine ilişkin kaygılar oluştuğunu ve bu gelişmelerin global likidite akışını olumsuz etkileyerek, özellikle ABD doları likiditesine olağanüstü bir talep doğurduğunu açıklamıştır. Bu çerçevede, döviz piyasasında derinliğin kaybolduğunu ve buna bağlı olarak sağlıksız fiyat oluşumları gözlemlendiğini belirterek, döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlamaya karar vermiştir. 24 ve 27 Ekim 2008 tarihlerinde düzenlenen iki ihalede toplam 100 milyon ABD doları döviz satışı yapılmıştır. Bu ihalelerin ardından, küresel piyasalardaki olumlu gelişmelerin de etkisiyle döviz piyasasındaki dalgalanmaların azalması üzerine 30 Ekim 2008 tarihinde döviz satım ihaleleri durdurulmuştur.

21 Kasım 2008 tarihinde Döviz Depo Piyasasında bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde, ABD doları ve Euro cinsinden Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltilmiş, yüzde 10 olan döviz depo faiz oranları ABD doları için yüzde 7'ye, Euro için yüzde 9'a düşürülmüştür.

Merkez Bankası 5 Aralık 2008 tarihinde, küresel piyasalardaki sorunların Türkiye ekonomisine yansımalarını sınırlandırmak için zorunlu karşılıklara ilişkin düzenleme yapmıştır. Bu çerçevede, yüzde 11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranı yüzde 9'a indirilmiş ve bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları ek döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca, Türk lirası mevduat ve kredileri teşvik etmek için, yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son vermiş, Türk parası zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranını ise gecelik borçlanma faiz oranının yüzde 75'i seviyesinden yüzde 80'i seviyesine çıkartmıştır.

Merkez Bankası, günlük döviz alımları ile 2008 yılında piyasadan 7.584 milyon dolar tutarında döviz alımında bulunmuş ve piyasaya çıkan likidite gecelik borçlanma aracılığıyla sterilize edilmiştir. 24 ve 27 Ekim 2008 tarihlerinde düzenlenen iki adet döviz satım ihalesinde ise 100 milyon dolar tutarında döviz satılmıştır.

2008 yılı Ekim ayında derinleşen küresel finansal kriz, döviz kurlarında ve ödemeler dengesinde Ocak-Eylül döneminde gözlenen eğilimleri tamamen tersine çevirmiştir. 2008 yılı son çeyreğinde, ithalat ve cari işlemler açığı önemli ölçüde daralırken, sermaye-finans hesabından çıkış ve resmi rezervlerde azalış yaşanmıştır. Bu gelişmelerin etkisiyle, 2008 yılı son

<sup>15</sup> TCMB, "2008 Yılı Basın Duyuruları: TCMB İdare Merkezi Döviz Alım-Satım İhale ve Müdahaleleri".



çeyreğinde döviz kurlarında da ciddi bir sıçrama yaşanmıştır. Nitekim yılın son çeyreğinde ortalama dolar ve Euro kuru Ocak-Eylül dönemine göre, sırasıyla, yüzde 25,7 ve yüzde 9 oranında artış göstermiştir.

### **2008 Yılı Enflasyon Raporları Orta Vadeli Öngörüler: <sup>16</sup>**

#### **Enflasyon Tahminleri**

2008 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, orta vadeli tahminler üretilirken yurtiçi talep ve kapasite kullanım koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunmaya devam ettiği bir çerçevenin esas alındığı ifade edilmiştir. 2008 yılında politika faizlerinde sınırlı bir indirim yapılacağı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2008 yılı sonunda yüzde 4,1 ile yüzde 6,9 arasında (orta noktası yüzde 5,5), 2009 yılı sonunda ise yüzde 1,8 ile yüzde 5,5 arasında (orta noktası yüzde 3,7) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

2008 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda, talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin sürdüğü bir çerçevenin esas alındığı ifade edilmiştir. Emtia fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi ve küresel ekonomideki belirsizliğin artması gibi para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerin, genel fiyatlama davranışları üzerinde etkili olmaya başladığı ve enflasyon beklentilerinde bozulma gözlemlendiği belirtilmiştir. Nisan Enflasyon Raporu'nda ilk kez baz senaryo yanı sıra, iyimser ve kötümser varsayımlar kullanılarak iki alternatif senaryo daha üretilmiştir. Baz senaryoya göre, kısa vadeli faizlerin yıl ortalarına kadar kademeli ve ölçülü artırılması, yılın kalan döneminde ise sabit tutulması varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2008 yılı sonunda yüzde 9,3, 2009 yılı sonunda ise yüzde 4,9 ile yüzde 8,5 arasında (orta noktası yüzde 6,7) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

2008 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda, bir önceki rapora göre yılsonu ve orta vadeli enflasyon beklentilerinde bozulma gözlemlendiği, risk primi ve enflasyon beklentilerindeki yükselişin etkisiyle piyasa faizlerinin politika faizlerine kıyasla daha belirgin arttığı ve bu artışın iç talebi kısıtlayan bir unsur olduğu ifade edilmiştir. Yeni Türk lirasının son iki ay içinde yeniden güçlenme eğilimine girdiği ve bu eğilimin yılın ilk dört ayındaki değer kaybının fiyatlar üzerindeki etkisini sınırladığı belirtilmiştir. Kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın ve para politikası temkinli duruşunun yurtiçi talebi sınırlamaya devam edeceği ve buna bağlı olarak önümüzdeki dönemde de toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde katkı yapacağı bir çerçevenin benimsendiği ifade edilmiştir. Baz senaryoya göre, 2008 yılı sonlarına doğru sınırlı bir parasal sıkılaştırma olacağı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2008 yılı sonunda yüzde 10,6, 2009 yılı sonunda ise yüzde 5,9 ile yüzde 9,3 arasında (orta noktası yüzde 7,6) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

Küresel krizin derinleştiği Ekim ayında hazırlanan enflasyon raporunda, belirsizliklerin yüksek boyutlara ulaştığı mevcut konjonktürde para politikasının esnekliğini koruması gerektiği vurgulanmıştır. Küresel belirsizlik algılamalarındaki hızlı bozulma sonucunda, Eylül ayında reel faizlerin tekrar yükseliş eğilimine girdiği ve bu durumun iç talebi sınırlayarak enflasyondaki düşüşü desteklemeye devam ettiği belirtilmiştir. Yakın dönemde Türk lirasının belirgin ölçüde değer kaybettiği, ancak iç talepteki bu yavaşlamanın döviz kurundan fiyatlara geçişi sınırladığı ve döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin geçmiş dönemlere göre daha zayıf olacağı ifade edilmiştir. Rapor'da yılsonunda enflasyonun, 2008 yılında yüzde 11,1 olması, 2009 yılında ise, yüzde 70 olasılıkla, yüzde 6,1 ile yüzde 9,1 arasında (orta noktası yüzde 7,6) gerçekleşmesi tahmin edilmiştir.

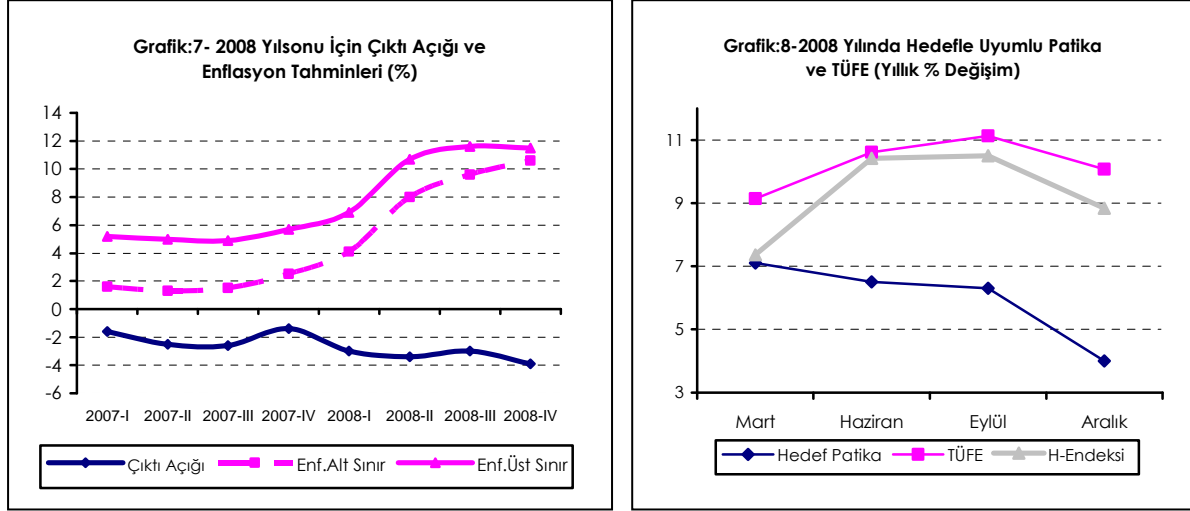
#### **Çıktı Açığı Tahminleri<sup>17</sup>**

2008 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri ve küresel kredi piyasasındaki sorunların iç talepteki büyümeyi sınırladığı ifade edilmiştir.

<sup>16</sup> Bu bölüm "TCMB, 2008 Yılı Enflasyon Raporları'nın Genel Değerlendirme ve Orta Vadeli Öngörüler" bölümlerinden özetlenmiştir.

<sup>17</sup> Yılsonu çıktı açığına ilişkin yüzde oranlar enflasyon raporlarındaki grafiklerden hesaplanmıştır.

Ayrıca, dünya ekonomisindeki yavaşlamaya bağlı olarak dış talebin azalmasının da büyüme üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğu belirtilmiştir. Bu çerçevede, çıktı açığının 2008 yılı boyunca negatif olacağı öngörülmüş ve yılsonunda çıktı açığının yüzde 3 civarında olacağı varsayılmıştır. Raporda öngörülen politika duruşu altında, 2008 yılında toplam talep koşullarının enflasyonun ana eğilimindeki düşüş sürecini destekleyeceği ifade edilmiştir. Benzer değerlendirmeler, 2008 yılı Nisan, Temmuz ve Ekim Enflasyon Raporlarında da yer almış ve yılsonu çıktı açığı tahmini yüzde 3 ile yüzde 3,9 arasında değişiklik göstermiştir.



#### 4. 2009 Yılında Para ve Kur Politikası Kararları ve Enflasyon Raporları:

Bilindiği gibi, son üç yılda yaşanan bir dizi arz şokuyla yıllık TÜFE enflasyonu hedefin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, 2009–2011 dönemi için daha önce yüzde 4 olarak ilan edilen enflasyon hedefi, Haziran 2008 tarihinde Hükümete yazılan "Açık Mektup" ile yukarı doğru revize edilmiş ve bu revize hedefler 2009 yılı para ve kur programında tekrar teyit edilmiştir. Buna göre, 2009, 2010 ve 2011 yılı için belirlenen enflasyon hedefleri, sırasıyla, yüzde 7,5, yüzde 6,5 ve yüzde 5,5 olarak açıklanmıştır.

**Tablo:8- Yılsonu Enflasyon Hedefleri, Hedefle Tutarlı Patika ve Belirsizlik Aralığı**

	2009				2010	2011
	Març	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	11,70	10,80	10,50	9,50	8,50	7,50
<b>Hedefle Tutarlı Patika ve Hedef</b>	<b>9,70</b>	<b>8,80</b>	<b>8,50</b>	<b>7,50</b>	<b>6,50</b>	<b>5,50</b>
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	7,70	6,80	6,50	5,50	4,50	3,50

Kaynak: TCMB, "2009 Yılında Para ve Kur Politikası", 16 Aralık 2008.

Merkez Bankası, enflasyon raporlarının hesap verebilirlik mekanizmasının temel aracı olma işlevini üstleneceğini belirtirken, iktisadi birimlere daha uzun vadeli bir perspektif verebilmek amacıyla enflasyon raporlarında yer alan tahminlerin ufku da üç yıla çıkartmıştır. Merkez Bankası 2009 yılı para ve kur politikası metninde, "küresel ekonomide olağanüstü belirsizliklerin yaşandığı mevcut konjonktürde para politikasının geçtiğimiz dönemlere kıyasla daha esnek olması gerektiğini" ve "son dönemde kısa vadeli faizlerin görünümüne ilişkin somut bir sinyal vermemeyi tercih ettiğini" belirtmiştir.

#### **Para Politikası Kararları**<sup>18</sup>

Para Politikası Kurulu, 2008 yılı Kasım ayında başlattığı faiz indirim sürecini 15 Ocak 2009 tarihindeki toplantısında da sürdürmüş ve politika faiz oranlarını 200 baz puanı indirmiştir. Kurul, iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın giderek derinleştiğine ve uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların uzun süreli etkili olacağına işaret etmiştir. Bu çerçevede iç ve

<sup>18</sup> TCMB, "2009 Yılı Basın Duyuruları: Para Politikası Kurulu Faiz Kararları ve Zorunlu Karşılıklara İlişkin Düzenlemeler".

dış talep ile enflasyon üzerindeki aşağı yönlü baskıların süreceği ve petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki birikimli düşüşlerin enflasyonu olumlu etkileyeceği değerlendirilmesinde bulunmuştur. Kurul, enflasyonun 2009 yılı ortalarından itibaren yılsonu hedefi ile uyumlu düzeylere ineceğini, yılsonunda ise hedefin altında kalma ihtimalinin arttığını ifade etmiştir.

Merkez Bankası 26 Ocak 2009 tarihinde, 2008 yılının sonu için yüzde 6 olan enflasyon hedefi belirsizlik aralığı üst sınırının aşılması nedeniyle Hükümete açık mektup yazmıştır. Bu açık mektupta, 2008 yılında hedefin aşılmasının nedenleri ve 2008 yılında alınan politika tedbirleri değerlendirilmiştir.

Merkez Bankası, 29 Ocak 2009 tarihinde, bankacılık sisteminde belirsizlik ve güvensizlik oluşması ve fon çekilişlerinin hızlanması halinde, haklarında belirsizlik ve güvensizlik oluşan bankalara sağlanacak likidite desteğine ilişkin bir basın duyurusu yayınlamıştır. Merkez Bankası, bankacılık sisteminin dayanıklı yapısı ve mevcut araçların etkinliği çerçevesinde söz konusu kredi imkânının kullanılmasına gerek kalmayacağını, ancak, her türlü olumsuz koşullara önceden hazırlıklı olmak için "Likidite Desteği Kredisi Yönetmeliği"ni yeniden düzenlemiştir.

Para Politikası Kurulu, 2009 yılı Şubat-Kasım dönemindeki aylık toplantılarında politika faiz oranlarını düzenli olarak düşürmüştür. 15 Ocak 2009 tarihinde yüzde 13 olan gecelik borçlanma faizi 19 Kasım 2009 tarihinde yüzde 6,50'ye, gecelik borç verme faizi ise yüzde 15,50'den yüzde 9'a indirilmiştir (Bakınız Tablo:9). Kurul bu dönemdeki değerlendirmelerinde, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın zaman alacağını ve enflasyon üzerindeki aşağı yönlü baskıların süreceğini ifade etmiş, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki birikimli düşüşlerin enflasyonu olumlu etkilediğini belirtmiştir. Bu süreçte, faiz indirimlerinin ölçülü olacağı ve şartlara bağlı olarak para politikasının aşağı yönlü esnekliğini uzunca bir süre korumasının gerekebileceği belirtilmiştir.

**Tablo:9- Politika Faiz Oranları Değişikliğine İlişkin Kararlar (Yüzde)**

Tarih	Gecelik Faiz Oranı		Geç Likidite Penceresi Faizi		Piyasa Yapıcıları Borç Verme
	Borçlanma	Borç Verme	Borçlanma	Borç Verme	
18 Aralık 2008	15,00	17,50	11,00	20,50	16,50
15 Ocak 2009	13,00	15,50	9,00	18,50	14,50
19 Şubat 2009	11,50	14,00	7,50	17,00	13,00
19 Mart 2009	10,50	13,00	6,50	16,00	12,00
16 Nisan 2009	9,75	12,25	5,75	15,25	11,25
14 Mayıs 2009	9,25	11,75	5,25	14,75	10,75
16 Haziran 2009	8,75	11,25	4,75	14,25	10,25
16 Temmuz 2009	8,25	10,75	4,25	13,75	9,75
18 Ağustos 2009	7,75	10,25	3,75	13,25	9,25
17 Eylül 2009	7,25	9,75	3,25	12,75	8,75
15 Ekim 2009	6,75	9,25	2,75	12,25	8,25
19 Kasım 2009	6,50	9,00	2,50	12,00	8,00

Kaynak: TCMB.

Merkez Bankası, 17 Haziran 2009 tarihinde uzun vadeli repo ihalelerine ilişkin yeni bir düzenleme yapmıştır. Banka, 2008 yılı Mayıs ayından itibaren piyasalarda makul düzeyde bir likidite açığı oluştuğunu ve bu likidite açığının düzenli olarak gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo ihaleleri ile giderildiğini belirtmiştir. Ancak, Merkez Bankası piyasadaki likidite sıkışıklığının önümüzdeki üç-dört aylık süreçte de zaman zaman artarak devam edeceği öngörüsünde bulunmuştur. Bu çerçevede, bankaların likidite yönetimleri ve aktarım mekanizmasının sağlıklı çalışmasını desteklemek amacıyla temel fonlama aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ilave olarak, 19 Haziran 2009 tarihinden itibaren gerektiğinde 3 aya kadar vadeli repo ihalesi düzenleyeceğini kamuoyuna açıklamıştır.

Para Politikası Kurulu, 15 Ekim 2009 tarihindeki toplantısında, 2008 yılı Kasım ayından bu yana sürdürülen faiz indirimlerinin etkisi ve küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin desteğiyle kredi piyasasında olumlu gelişmelerin gözlenmeye başladığını ifade etmiştir. Kurul, veri ve gelişmelere bağlı olarak gelecek toplantıda faiz indirimlerinde yavaşlamanın gündeme alınabileceğini belirtmiş ve Türk lirası zorunlu karşılık oranlarındaki sınırlı bir indirimin, kredi

koşullarındaki sıklığı azaltacağı, böylelikle izlenmekte olan genişletici para politikasını destekleyeceği değerlendirilmesinde bulunmuştur.

Merkez Bankası, 16 Ekim 2009 tarihinde, aracılık maliyetlerini azaltmak ve piyasaya kalıcı likidite sağlamak ve bu yolla Türk parası kredilerdeki artış eğilimini desteklemek için yüzde 6 olan Türk parası zorunlu karşılık oranını yüzde 5'e indirmiştir. Böylece, bankacılık sistemine 3,3 milyar liralık kalıcı likidite sağlanmıştır.

Para Politikası Kurulu, 17 Aralık 2009 tarihli toplantısında politika faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. Kurul, son verilere göre iktisadi faaliyette ılımlı bir toparlanma sürecine girildiğini, ancak toplam talebe ilişkin belirsizliklerin sürdüğünü ve istihdam koşullarının kalıcı olarak iyileşmesinin uzun zaman alacağını belirtmiştir. Bu doğrultuda, orta vadede yurtiçi kaynak kullanımının ve dolayısıyla enflasyonun düşük seviyelerini koruyacağını tahmin edildiği ifade edilmiştir. Kurul, enflasyonda baz etkilerinin güçlü olduğu bir döneme girildiğine dikkat çekmiş, bu nedenle Aralık ayında yıllık enflasyonda belirgin bir artış gözleneceğini, ancak temel enflasyon göstergelerinde olumlu seyrin süreceğini belirtmiştir. 2008 yılı Kasım ayından bu yana sürdürülen faiz indirimlerinin etkisi ve küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin desteğiyle kredi piyasasında olumlu gelişmelerin gözlemlendiği ifade edilmiştir. Küresel ekonomideki sorunlar ve toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizlikler nedeniyle Kurul, Enflasyon Raporu'nda açıklanan para politikasının duruşu doğrultusunda faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerektiğini vurgulamıştır.

Merkez Bankası, 2009 yılı ikinci yarısında enflasyonun belirsizlik aralığının alt sınırının altında kalması nedeniyle, Hükümet'e iki kez açık mektup yazmıştır. 19 Temmuz 2009 tarihinde, Haziran ayı itibariyle yıllık enflasyonun yüzde 5,73 olarak gerçekleştiği ve 2009 yılı ikinci üç aylık döneminin sonu için yüzde 6,8 olarak belirlenmiş olan belirsizlik aralığı alt sınırının aşağısında kaldığı için açık mektup yazılmıştır. İkinci açık mektup ise, benzer şekilde Eylül ayı yıllık enflasyonunun belirsizlik aralığı alt sınırı altında kaldığı için 27 Ekim 2009 tarihinde yazılmıştır.

#### **Kur Politikası Kararları**<sup>19</sup>

Merkez Bankası, 2009 yılı para ve kur politikası metninde, dalgalı kur rejimi altında döviz kurlarının bir politika aracı ya da hedefi olmadığını, döviz kurlarının piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlendiğini açıklamıştır. Güçlü döviz pozisyonuna sahip olmanın, ülkenin karşılaşılabileceği iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesine ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasına katkı sağlayacağı ifade edilmiştir. Bu nedenle, döviz arzının döviz talebini aştığı dönemlerde rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri düzenleneceği belirtilmiştir.

Merkez Bankası, 20 Şubat 2009 tarihinde, döviz piyasasında döviz likiditesi akışkanlığının artırılması ve kredi piyasalarının etkin çalışmasını desteklemek için, Merkez Bankası'nca bankacılık sistemine sağlanan döviz likidite imkânı koşullarını yeniden düzenlemiştir. Bu çerçevede;

- Bankaların, Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadeleri 1 aydan 3 aya uzatılmış,
- Bankaların döviz depo piyasasında kendi aralarında gerçekleştirdikleri karşılıklı işlemlerde daha önce 1 aya kadar olan vade 3 aya kadar uzatılmış,
- Merkez Bankası taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için yüzde 7'den yüzde 5,5'e, Euro için yüzde 9'dan yüzde 6,5'e düşürülmüştür.

Banka, 9 Mart 2009 tarihli basın duyurusu ile döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlayacağını açıklamıştır. İhalelerde satılabilecek döviz miktarı 50 milyon ABD doları olarak belirlenmiş, gerektiğinde ihalelerdeki döviz satım miktarının artırılacağı ve doğrudan döviz satım müdahalesinde de bulunulabileceği de açıklanmıştır. Küresel piyasalarda olumlu gelişmelerin gözlenmesi ve döviz piyasasının derinliğine ilişkin kaygıların azalması ile Banka, 2

<sup>19</sup> TCMB, "2009 Yılı Basın Duyuruları: TCMB İdare Merkezi Döviz Alım-Satım İhale ve Müdahaleleri ile YP Zorunlu Karşılıklara İlişkin Düzenlemeler".

Nisan 2009 tarihinde döviz satım ihalelerine son verilmesini kararlaştırmıştır. Bu dönemde gerçekleştirilen 18 ihalede toplam 900 milyon ABD doları tutarında döviz satılmıştır.

Küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak için, Merkez Bankası 5 Aralık 2008 tarihinde Türk Eximbank aracılığıyla kullandırılan ihracat reeskont kredisi limitini 500 milyon ABD dolarından 1 milyar ABD dolarına yükseltmişti. Banka, 17 Nisan 2009 tarihinde de, ihracatçıların kredi talebindeki artışı dikkate alarak ihracatçı firmaların finansman ihtiyaçlarına katkı sağlamak için, ihracat reeskont kredisi limitini 1 milyar ABD dolarından 2,5 milyar ABD dolarına yükseltmiştir.

Merkez Bankası, 3 Ağustos 2009 tarihli basın duyurusu ile Ekim 2008'de ara verdiği döviz alım ihalelerini tekrar başlatacağını açıklamıştır. Banka bu duyuruda, küresel ekonomiye ilişkin olumlu beklentilerin etkisiyle likidite ve risk iştahının tekrar güçlendiğini, bu durumun diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte ülkemize yönelik sermaye akımlarını artırdığını ve döviz piyasasının görece bir istikrara kavuştuğunu ifade etmiştir. İhalelerde alımı yapılacak tutar günlük 30 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon hakkı olmak üzere en fazla 60 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir. Merkez Bankası 2009 yılında, döviz alım ihaleleri aracılığıyla 4.315 milyon ABD doları döviz alımında bulunmuştur.

### **2009 Yılı Enflasyon Raporları Orta Vadeli Öngörüler:<sup>20</sup>**

#### **Enflasyon Tahminleri**

2009 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, yakın dönemde açıklanan verilerin uluslararası kredi piyasasındaki ve küresel ekonomideki sorunların önceki tahminlere göre daha uzun süre etkili olacağına işaret ettiği belirtilmiş ve toplam talebin enflasyon üzerindeki aşağı yönlü etkisinin 2009 yılında da süreceği ifade edilmiştir. 2009 yılı ilk aylarında faiz indirimlerinin yavaşlayarak süreceği varsayımı çerçevesinde, yüzde 70 olasılıkla, yılsonunda enflasyonun 2009 yılında yüzde 5,4 ile yüzde 8,2 arasında (orta noktası yüzde 6,8), 2010 yılında ise yüzde 4 ile yüzde 7,6 arasında (orta noktası yüzde 5,8) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Bu tahmin, 2008 yılı Ekim enflasyon raporunda 2009 yılsonu için verilen TÜFE enflasyon tahmininin aşağı çekildiğine işaret etmektedir. Enerji fiyatlarındaki düşüş ve toplam talebin zayıf seyri nedeniyle orta vadeli enflasyon tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Rapor'da, son dönemdeki faiz indirimlerine rağmen yılsonunda enflasyonun hedefin altında kalma olasılığının arttığına işaret edilmiştir.

2009 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda, 2009 yılının ilk çeyreğinde küresel ekonomideki yavaşlamanın ve bunun yurtiçi iktisadi faaliyetlere yansımalarının öngörülenin ötesine geçtiği ve toplam talebe ilişkin görünümün aşağı yönlü güncellendiği belirtilmiştir. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 4,8 ile yüzde 7,2 arasında (orta noktası yüzde 6), 2010 yılı sonunda ise yüzde 3,5 ile yüzde 7,1 arasında (orta noktası yüzde 5,3) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. 2009 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda, iktisadi faaliyetlerdeki daralmanın öngörülenden daha derin olduğu, enflasyon gerçekleşmesinin tahminlerin sınırlı ölçüde altında kaldığı ifade edilmiştir. Merkez Bankası'nın hızlı faiz indirimlerinin yılın ikinci çeyreği itibarıyla kredi faizleri üzerinde etkili olmaya başladığı ve doğrultuda finansal sıkılığın önceki dönemlere kıyasla bir miktar azaldığı ifade edilmiştir. Faiz indirimlerinin parasal aktarım mekanizmasının ilk ayağı olan para ve kredi piyasalarında etkilerinin gözlemlendiği, ancak toplam talep üzerinde henüz belirgin bir etkisinin gözlenmediği belirtilmiştir. Rapor'da, yakın dönemde politika faizlerinin bir miktar daha indirildiği ve sonrasında faizlerin 2010 yılı sonlarına kadar sabit tutulduğu bir para politikası görünümü varsayılmıştır. Bu çerçevede, yüzde 70 olasılıkla, enflasyonun 2009 yılı sonunda yüzde 4,9 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,9), 2010 yılı sonunda ise yüzde 3,7 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,3) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

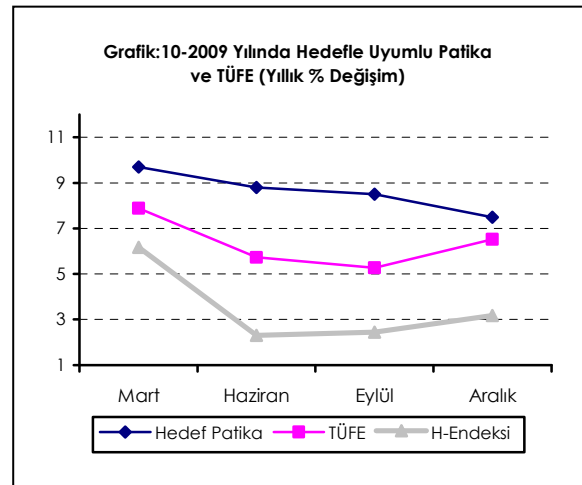
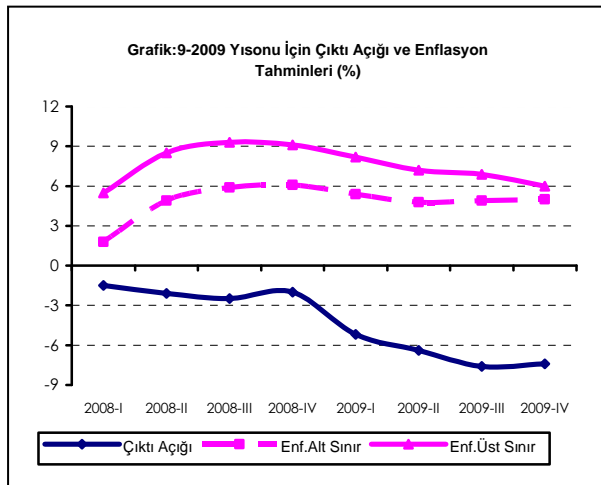
<sup>20</sup> Bu bölüm "TCMB, 2009 Yılı Enflasyon Raporları'nın Genel Değerlendirme ve Orta Vadeli Öngörüler" bölümlerinden özetlenmiştir.

2009 yılı Ekim enflasyon raporunda, iktisadi faaliyete ilişkin öngörülerin gerçekleştiği, enflasyondaki düşüş sürecinin devam ettiği, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve kamu maliyesine ilişkin tedbirlerin fiyatlar üzerine baskı oluşturduğu, ancak gıda grubu enflasyonunun beklenenin üzerinde bir düşüş gösterdiği belirtilmiştir. Enflasyon Raporu'nda, politika faizlerinin sınırlı bir miktar daha indirilerek 2010 yılı sonuna kadar sabit kalacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonunun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 5 ile yüzde 6 arasında (orta noktası yüzde 5,5), 2010 yılı sonunda ise yüzde 3,9 ile yüzde 6,9 arasında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

### Çıktı Açığı Tahminleri<sup>21</sup>

2008 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda 2009 yılı için çıktı açığı yüzde 2 olarak tahmin edilmiştir. Ancak, 2008 yılı son çeyreğine ilişkin veriler ekonomideki daralmanın derinleştiğini, yurtiçi talep ve dış talebin beklentilerden daha kötü olduğunu göstermiştir. Bu olumsuz gelişmelere bağlı olarak, çıktı açığı tahminlerinin belirgin olarak aşağı yönlü güncellendiği ifade edilmiştir. Küresel krizin iktisadi faaliyetler üzerindeki daraltıcı etkisinin belirginleşmesi nedeniyle, 2009 yılı Ocak Enflasyon Raporu baz senaryosunda çıktı açığı tahmini yüzde 5,2'ye yükseltilmiştir.

2009 yılı ilk çeyreğine ilişkin verilerin, ekonomide öngörülere kıyasla daha keskin bir küçülmeye işaret ettiği ve bu durumun Nisan Enflasyon Raporu'nda çıktı açığı tahmininin yüzde 6,4'e yükseltilmesine neden olduğu ifade edilmiştir. 2009 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda ise, toplam talep koşullarının yılın ikinci çeyreğinden itibaren tedrici bir toparlanma sürecine girmesine karşın, uzun bir süre daha enflasyona düşüş yönünde katkı yapacağı belirtilmiştir. Küresel ekonomideki iyileşme sinyallerinin yeterince güçlü olmaması dış talepteki toparlanmanın iç talebe kıyasla daha uzun bir süre alacağı ifade edilmiş ve 2009 yılı sonu için çıktı açığı tahmini yüzde 7,6'ya yükseltilmiştir.



2009 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda, yılın üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyete dair öncü göstergelerdeki toparlanma sürecinin devam etmesi nedeniyle krizin dip noktasının geride bırakıldığına ilişkin algılamaların güçlendiği ifade edilmiştir. Sonuç olarak, yılın ikinci yarısında küresel krizin iktisadi faaliyet üzerindeki daraltıcı etkisinin zayıflaması ve yılın son çeyreğinde iç ve dış talepte canlanma beklentisiyle, Ekim enflasyon raporunda çıktı açığı tahmini sınırlı ölçüde azaltılmış ve yüzde 7,4 olarak belirlenmiştir.

### 5. 2010 Yılında Para ve Kur Politikası Kararları ve Enflasyon Raporları:

Merkez Bankası 2010 Yılı Para ve Kur Politikası metninde, enflasyon hedef ufkunun üç yıllık bütçe uygulaması ile uyumlu şekilde 3 sene olarak korunduğunu ve 2008 yılında Hükümet'le varılan mutakabat çerçevesinde, 2010 ve 2011 yılları için enflasyon hedeflerinin

<sup>21</sup> Yılsonu çıktı açığına ilişkin yüzde oranlar enflasyon raporlarındaki grafiklerden hesaplanmıştır.

yüzde 6,5 ve yüzde 5,5 olarak belirlendiğini ifade etmiştir. 2012 yılsonu enflasyon hedefinin ise, ekonomide orta vadede devam etmesi öngörülen yapısal düzenlemeler, uzun yıllar yaşanan yüksek enflasyonun getirdiği katılıklar ve gelişmiş ülkelere yakınsama süreci gibi unsurlar dikkate alınarak yüzde 5 olarak belirlendiğini açıklamıştır.

Bilindiği gibi, Merkez Bankası 2006–2009 döneminde açıkladığı para ve kur politikası metinlerinde üç yıllık enflasyon hedefleri yanı sıra ilgili yıl için “hedefle tutarlı enflasyon patikasını” da açıklamakta idi. Üçer aylık dönemler itibariyle belirlenen hedef patika ve çevresindeki belirsizlik aralığı (+/- 2 puan) aşıldığında, Merkez Bankası Hükümet’e açık mektup yazmakta idi. 2010 yılında ise, her dönem için yılsonu enflasyon hedefi ve belirsizlik aralığı (+/- 2 puan) hesap verme sorumluluğu için sabit tutulmuştur. Diğer bir ifadeyle, 2010 yılı için hesap verme yükümlülüğünde yıl boyunca yüzde 6,5 hedefinin esas alınacağı belirtilmiştir.

**Tablo:10- Yılsonu Enflasyon Hedefleri, Hedefle Tutarlı Patika ve Belirsizlik Aralığı**

	2010				2011	2012
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	8,5	8,5	8,5	8,5	7,5	7,0
<b>Hedefle Tutarlı Patika ve Hedef</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	4,5	4,5	4,5	4,5	3,5	3,0

Kaynak: TCMB, “2010 Yılında Para ve Kur Politikası”, 10 Aralık 2009.

Merkez Bankası, likidite yönetimi araç çeşitliliğini ve operasyonel esnekliğini koruyabilmek için açık piyasa işlemleri portföyünde DİBS bulundurması gerektiğini ifade etmiş ve 2010 yılında portföyündeki DİBS’lerin vadesinin geleceğini dikkate alarak sınırlı tutarda DİBS alacağını açıklamıştır. Banka, ilan ettiği program çerçevesinde ikincil piyasalardan 8 milyar Türk lirası civarında DİBS almayı kararlaştırmıştır.

#### **Para Politikası Kararları <sup>22</sup>**

Para Politikası Kurulu, 14 Ocak 2010 tarihindeki toplantısında, kısa vadeli faiz oranlarını sabit tutmuştur. Kurul, iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanma sürecinin devam ettiğini, ancak toplam talebe ilişkin belirsizliklerin sürdüğünü ve kapasite kullanımı ile istihdam koşullarında kalıcı bir iyileşme gözlenmesinin uzun zaman alacağını belirtmiştir. Ayrıca, vergi ayarlamaları ve baz etkileri nedeniyle enflasyonun önümüzdeki iki ay boyunca belirgin artışlar göstermekle birlikte temel enflasyon göstergelerinin hedefle uyumlu seyredeceği ifade edilmiştir. Kurul faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceği değerlendirilmesinde bulunmuştur.

Para politikası Kurulu, Şubat, Mart ve Nisan ayı toplantılarında, mevcut ekonomik koşullara ilişkin değerlendirmelerini korumuş ve kısa vadeli faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. Kurul Nisan ayı toplantısında, para ve kredi piyasalarındaki normalleşmeyi de göz önüne alarak, kriz döneminde uygulanan likidite tedbirlerinin kademeli olarak geri alınmasına karar vermiştir.

Merkez Bankası, 14 Nisan 2010 tarihinde, küresel kriz sırasında alınan döviz ve Türk lirası likidite önlemlerini geri alma ve para politikalarını normalleştirme operasyonlarını içeren “Para Politikası Çıkış Stratejisi”ne ilişkin basın duyurusu yapmıştır. Banka, para piyasalarında ortaya çıkabilecek olası dalgalanmaların azaltılması ve likidite yönetimi esnekliğinin korunması amacıyla, aşamalı bir çıkış stratejisi uygulamayı kararlaştırmıştır. İlk aşamada, kriz süresince etkin olarak kullanılan piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanmanın tedricen azaltılacağı açıklanmıştır. Çıkış stratejisinin ikinci aşamasında, Türk lirası likidite açığının öngörülen çerçevesinde gelişmesi halinde, teknik faiz ayarlaması sürecine geçileceği açıklanmıştır. Merkez Bankası, çıkış stratejisinde temel politika aracının kısa vadeli faiz oranları olduğunu belirtmiş, ancak ekonominin aşırı ısındığı dönemlerde, diğer para politikası araçlarının da makroekonomik riskleri azaltıcı yönde kullanılmasının gerekebileceğini ifade etmiştir. Bu

<sup>22</sup> TCMB, “2010 Yılı Basın Duyuruları: Para Politikası Kurulu Faiz Kararları ve Zorunlu Karşılıklara İlişkin Düzenlemeler”.

çerçevede, kredilerdeki genişleme hızının arzu edilen düzeylerin üzerine çıkması durumunda zorunlu karşılık oranlarının daha aktif bir şekilde kullanılabileceğini açıklamıştır.

**Tablo:11- Politika Faiz Oranları Değişikliğine İlişkin Kararlar (Yüzde)**

Tarih	Gecelik Faiz Oranı		Geç Likidite Penceresi Faizi		Piyasa Yapıcıları Borç Verme	1 Hafta Vadeli Repo
	Borçlanma	Borç Verme	Borçlanma	Borç Verme		
19 Kasım 2009	6,50	9,00	2,50	12,00	8,00	
18 Mayıs 2010	6,50	9,00	2,50	12,00	8,00	7,00
16 Eylül 2010	6,25	8,75	2,25	11,75	7,75	7,00
14 Ekim 2010	5,75	8,75	1,75	11,75	7,75	7,00
11 Kasım 2010	1,75	8,75	0,00	11,75	7,75	7,00
16 Aralık 2010	1,50	9,00	0,00	12,00	8,00	6,50

Kaynak: TCMB.

Para Politikası Kurulu, 18 Mayıs 2010 tarihindeki toplantısında, uygulanmakta olan gecelik faiz oranlarını sabit tutarken, teknik faiz ayarlamasına gitmiş ve bir hafta vadeli repo faiz oranının yüzde 7 olarak belirlenmesine karar vermiştir. Piyasalarda bir hafta vadeli repo ihalelerinde faiz oranlarının yüzde 7 civarında dalgalandığını dikkate alan Kurul, söz konusu dalgalanmayı önlemek amacıyla ihalelerin sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemiyle yapılmasına karar vermiştir. Çıkış stratejisinde belirtildiği gibi, para politikası açısından bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının politika faiz oranı niteliği kazanacağı tekrar vurgulanmıştır.

Para Politikası Kurulu, 2010 yılı Haziran-Eylül döneminde politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını sabit tutmuştur. Ancak, Eylül ayı toplantısında gecelik faiz oranlarında 25 baz puan indirim yapmıştır. Kurul bu toplantıda, iktisadi faaliyetin yılın ikinci çeyreğindeki güçlü büyümenin ardından daha ılımlı bir toparlanma eğilimine girdiğini, dış talebe ilişkin belirsizliklerin önemini koruduğunu ve iç talebin görece olarak daha istikrarlı bir görünüm sergilediğini belirtmiştir. İmalat sanayinde kapasite kullanımının kriz öncesi seviyelere ulaşmasının zaman alacağını ve istihdam koşullarında iyileşme devam etmesine rağmen işsizlik oranlarının yüksek seviyede bulunduğunu ifade etmiştir. Kurul, enflasyonun yılın son çeyreğinden itibaren tekrar düşüş eğilimine gireceğini ve temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin orta vadeli hedefle uyumlu seyrini sürdüreceğini belirtmiştir. Politika faiz oranlarının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerektiği görüşü teyit edilmiştir.

Merkez Bankası, 23 Eylül 2010 tarihinde, son dönemde kredilerde gözlenen artışları dikkate alarak Türk parası zorunlu karşılık oranını yüzde 5'ten yüzde 5,5'e, yabancı para zorunlu karşılık oranını ise yüzde 10'dan yüzde 11'e yükseltmiştir. Böylece, piyasalardaki Türk lirası likiditesi 2,1 milyar Türk lirası, döviz likiditesi ise 1,5 milyar dolar azaltılmıştır. Ayrıca, 8 Ağustos 2001 tarihinden beri Türk parası zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapan Merkez Bankası bu uygulamaya da son vermiştir.

Para Politikası Kurulu, 14 Ekim 2010 tarihli toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 7, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranını da yüzde 7,75 düzeyinde sabit tutmuştur. Ancak, gecelik faiz oranlarını 50 baz puan indirmiştir. Kurul, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikalarının süreceği beklentisinin güçlenmesi sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının arttığını ve bu durumun ülkemizde iç ve dış talebin ayrışmasına yol açtığını ifade etmiştir. Kurul, çıkış stratejisi çerçevesinde diğer düzenlemelerin yürürlüğe konulmasının uygun olacağını ve üç aylık repo ihalelerine ihtiyacın azalması nedeniyle bu ihalelere son verilmesinin faydalı olacağını belirtmiştir.

Merkez Bankası, 15 Ekim 2010 tarihinde, döviz piyasaları ve açık piyasa işlemlerine ilişkin bir basın duyurusu yayınlamıştır. Bu duyuru ile Merkez Bankası'nın Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemleri ile üç ay vadeli repo ihalelerine son verilmiştir. Ayrıca, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara tanınan gecelik ve bir hafta vadeli repo imkânının, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren sadece gecelik vadede kullandırılmasına karar verilmiştir.



Para Politikası Kurulu, 11 Kasım 2010 tarihindeki toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 7, piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranını da yüzde 7,75 düzeyinde sabit tutmuştur. Kurul, gecelik borçlanma faiz oranını yüzde 5,75'ten yüzde 1,75'e, geç likidite penceresinden borçlanma faiz oranını yüzde 1,75'ten yüzde 0'a düşürmüş, borçlanma faiz oranlarını ise sabit tutmuştur. Kurul, politika faiz oranının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerektiği yönündeki görüşünü tekrarlamıştır. Son dönemde artan sermaye girişlerinin iç ve dış talebin büyüme hızlarında ayrışmaya neden olduğu, bu durumun hızlı kredi genişlemesi ve uyarılan ithalat talebi kanalıyla cari dengede bozulmaya yol açtığı ve finansal istikrara ilişkin riskleri gündeme getirdiği belirtilmiştir. Kurul, borçlanma-borç verme faizleri arasındaki farkın artırılmasına karar vermiştir. Kurul bu kararı ile Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranını 400 baz puan indirerek borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki farkı 700 baz puana yükseltmiştir. Böylece, bir yandan spekülatif amaçlı kısa vadeli sermaye girişleri caydırılmaya çalışılmış diğer yandan döviz alım ihaleleri ile piyasalara sağlanan Türk lirası likiditenin gecelik borçlanma ile sterilize edilmeyeceği mesajı da verilmiştir.

Merkez Bankası, 12 Kasım 2010 tarihinde, son dönemde kredilerde görülen artışları da dikkate alarak, Türk parası zorunlu karşılık oranını yüzde 5,5'ten yüzde 6'ya yükseltmiştir. Böylece, piyasadaki Türk lirası likiditesi 2,1 milyar Türk lirası azaltılmıştır.

Para Politikası Kurulu, 16 Aralık 2010 tarihindeki toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 7'den yüzde 6,50'ye, gecelik borçlanma faiz oranını yüzde 1,75'ten yüzde 1,50'ye düşürmüş, geç likidite penceresinden borçlanma faiz oranını ise yüzde 0 düzeyinde sabit tutmuştur. Kurul, gecelik borç verme faiz oranını yüzde 8,75'ten yüzde 9'a, geç likidite penceresinden gecelik borç verme faiz oranını yüzde 11,75'ten yüzde 12'ye, piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranını ise yüzde 7,75'ten yüzde 8'e yükseltmiştir. Kurul, Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve korumak olduğunu ifade ettikten sonra, finansal sistemde istikrar sağlayıcı tedbirleri almanın da Merkez Bankası'nın temel görevleri arasında yer aldığını belirtmiştir. Mevcut ortamda iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma ve hızlı kredi genişlemesinin cari açığı artırdığı ve finansal risklere ilişkin riskleri gündeme getirdiği ifade edilmiştir. Ayrıca, Avrupa ve ABD ekonomilerindeki son gelişmeler ve alınan kararların finansal istikrara ilişkin söz konusu riskleri daha da artırdığı ve bu nedenle uygulanan politika bileşiminin gözden geçirilmesi gerektiği belirtilmiştir. Bu çevrede Kurul, daha düşük politika faizi, daha geniş bir faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranlarının uygun bir politika bileşimi olacağı değerlendirilmesinde bulunmuştur. Ayrıca, finansal istikrarı desteklemek amacıyla, zorunlu karşılık oranlarının vadelere göre farklılaştırılması ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan bazı yükümlülüklerin kapsama alınmasının faydalı olacağını ifade etmiştir. Merkez Bankası da, 17 Aralık 2010 tarihinde, halen yüzde 6 olan Türk lirası zorunlu karşılık oranlarını mevduatların vadelerine göre farklılaştırmıştır. Ayrıca, vadesiz mevduat faiz oranının yüzde 0,25'i geçemeyeceği düzenlemesi yapılmış, bankaların Merkez Bankası ve birbirleri ile gerçekleştirdikleri repo işlemlerinden sağlanan fonlar dışında kalan yurt içi ve yurt dışı tüm repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılığa tabi tutularak kapsam genişletilmiştir. Böylece, piyasadaki likidite, 7,6 milyar Türk lirası ve 200 milyon ABD doları azaltılmıştır. Merkez Bankası'nın bu düzenlemelerine ek olarak, 2010 yılı sonlarında, Bakanlar Kurulu ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından fiyat istikrarı ve finansal istikrara yardımcı olacak bazı düzenlemelerde yürürlüğe konulmuştur.

### **Kur Politikası Kararları** <sup>23</sup>

Merkez Bankası, 2010 yılı para ve kur politikası metninde, dalgalı kur rejimi altında döviz kurlarının bir politika aracı ya da hedefi olmadığını, döviz kurlarının piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlendiğini açıklamıştır. Güçlü döviz pozisyonuna sahip olmanın, ülkenin karşılaşılabileceği iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesine ve ülkeye duyulan güvenin

<sup>23</sup> TCMB, "2010 Yılı Basın Duyuruları: TCMB İdare Merkezi Döviz Alım-Satım İhale ve Müdahaleleri ile YP Zorunlu Karşılıklara İlişkin Düzenlemeler".

artırılmasına katkı sağlayacağı ifade edilmiştir. Bu nedenle, döviz arzının döviz talebini aştığı dönemlerde rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri düzenleneceği belirtilmiştir. 2010 yılında döviz alım ihaleleri ve döviz likiditesine ilişkin kararlar, kronolojik olarak, şu şekilde özetlenebilir;

- 2010 yılında döviz likidite koşullarında önemli farklılaşmalar görülmedikçe döviz alım ihalelerine, günlük 30 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 60 milyon ABD doları olarak devam edileceği açıklanmıştır.
- Merkez Bankası, 26 Nisan 2010 tarihinde, yabancı para zorunlu karşılık oranını 0,5 puan artırarak yüzde 9,5 düzeyine yükseltmiş ve piyasadan 700 milyon ABD doları döviz likiditesi çekmiştir.
- Merkez Bankası, 29 Temmuz 2010 tarihinde, yabancı para zorunlu karşılık oranını tekrar 0,5 puan artırarak yüzde 10'a yükseltmiş ve piyasadan 720 milyon ABD doları döviz likiditesi çekmiştir.
- Merkez Bankası, 3 Ağustos 2010 tarihinden itibaren günlük döviz alım tutarının, 40 milyon ABD doları ihale ve 40 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 80 milyon ABD dolarına yükseltilmesine karar vermiştir.
- Merkez Bankası, 23 Eylül 2010 tarihinde, kredilerde gözlenen artışları dikkate alarak, yabancı para zorunlu karşılık oranını 1 puan artırarak yüzde 11'e yükseltmiş ve piyasadan 1,5 milyar ABD doları döviz likiditesi çekmiştir.
- Merkez Bankası, 1 Ekim 2010 tarihinde döviz alım ihalelerine ilişkin yeni bir duyuru yayınlamış ve düzenli döviz alım ihalelerinin dışında da ilave alım yapılabileceğini ve ilave alımı yapılacak en fazla tutarın önceden ilan edileceğini açıklamıştır.
- Merkez Bankası, 15 Ekim 2010 tarihinde, Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlevine son vermiştir. Bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan döviz depo alabilecekleri belirtilmiş ve bu işlemlerin vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilmiştir.
- 17 Aralık 2010 tarihinde bankaların yurt dışı tüm repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılığa tabi tutulmuş ve piyasadan 200 milyon ABD doları döviz likiditesi çekilmiştir.

Sonuç olarak, Merkez Bankası 2010 yılında döviz alım ihaleleri aracılığıyla 14,9 milyar ABD doları döviz alımında bulunmuştur. Buna ilave olarak, yabancı para zorunlu karşılık oranlarında yapılan düzenlemelerle piyasadan 3,1 milyar ABD doları döviz likiditesi çekilmiştir. Bu düzenlemelere karşın, sermaye girişlerinin sürmesi nedeniyle, 2010 yılında Türk lirası nominal ve reel bazda güçlenmeye devam etmiştir.

### **2010 Yılı Enflasyon Raporları Orta Vadeli Öngörüler:<sup>24</sup>**

#### **Enflasyon Tahminleri**

2010 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, 2009 yılı son çeyreğine ilişkin verilerin iktisadi faaliyette yavaş fakat istikrarlı bir toparlanma eğilimine işaret ettiği ve talep koşullarındaki orta vadeli seyrin temel belirleyicisinin küresel büyüme görünümü olacağı belirtilmiştir. Kredi risk algılamalarındaki iyileşme ve uygulanan para politikası sonucunda finansal sıkılığın giderek azaldığı, ancak küresel ekonomide süregelen sorunlar ve yüksek işsizlik oranlarının kredi genişlemesini sınırlayacağı ve iktisadi faaliyetin bir müddet daha enflasyonist baskı oluşturmayacağı belirtilmiştir. Bu öngörüler çerçevesinde, politika faizlerinin uzun bir süre sabit tutulduğu ve sonrasında sınırlı artışlar göstererek tahmin ufku (3 yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kalacağı varsayımı altında; enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 5,5 ile yüzde 8,3 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 7 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

2010 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda; küresel büyümenin zayıf seyrinin dış talebe yönelik sektörlerde iktisadi faaliyet ve istihdamı bir süre daha sınırlayacağı ve kamu

---

<sup>24</sup> Bu bölüm "TCMB, 2010 Yılı Enflasyon Raporları'nın Genel Değerlendirme ve Orta Vadeli Öngörüler" bölümlerinden özetlenmiştir.

harcamalarının büyümeye verdiği katkının kademeli olarak azalmakla birlikte devam edeceği belirtilmiştir. Rapor'da, enflasyonun bir müddet hedefin belirgin şekilde üzerinde dalgalı bir seyir izledikten sonra yılın son çeyreğinden itibaren geçici etkilerin ortadan kalkmasıyla tekrar düşüş sürecine gireceği ve 2011 yılının ilk aylarında hedeflerle uyumlu seviyelere gerileyeceği belirtilmiştir. Bu öngörüler çerçevesinde, kısa vadeli likidite tedbirlerinin aşamalı olarak normalleştirildiği, politika faizlerinin ise bir süre daha mevcut düzeylerde tutularak yılın son çeyreğinden itibaren ölçülü artışlara gidildiği ve sonrasında tahmin ufku (3 yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kaldığı varsayılmıştır. Bu çerçevede; enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 7,2 ile yüzde 9,6 arasında ( orta noktası yüzde 8,4), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,6 ile yüzde 7,2 (orta noktası yüzde 5,4) arasında gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

2010 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda, tüketici fiyat endeksinin 2010 yılı ikinci çeyreğinde, tarihinde ilk kez çeyreklik bazda gerilediği ve bu dönemde gerçekleşen enflasyonun, Nisan Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörülerin 1,9 puan altında kaldığı ifade edilmiştir. Bu durum, gıda fiyatlarının öngörülerin altında seyretmesinden ve temel mal fiyatları artış hızında kayda değer bir düşüş gözlenmesinden kaynaklanmıştır. Uluslararası piyasalarda petrol ve metal fiyatlarının, bir önceki Rapor dönemine göre daha düşük seyrettiği, iç talebin toparlanma eğiliminin devam ettiği, dış talebin ise daha zayıf bir görünüm arz ettiği belirtilmiştir. Temmuz enflasyon raporunda, yılın kalan döneminde "Çıkış Stratejisinde" öngörülen tedbirlerin büyük ölçüde tamamlanacağı, politika faizlerinin bir süre daha mevcut düzeylerde tutularak 2011 yılı içinde sınırlı bir artış gösterdikten sonra tahmin ufku (3 yıl) boyunca tek haneli düzeylerde kalacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlar çerçevesinde; enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 6,5 ile yüzde 8,5 aralığında (orta noktası yüzde 7,5), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,6 ile yüzde 7 aralığında (orta noktası yüzde 5,3) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

**Tablo: 12- Enflasyona İlişkin Temel Varsayımlar (Yüzde)**

	2009 Ekim	2010 Ocak	2010 Nisan	2010 Temmuz	2010 Ekim
Yönetilen/Yönlendirilen Fiyatlar ve Vergi Düzenlemeleri Etkisi	...	+ 1,5 puan	+1,9 puan	+1,9	+1,9
Petrol Fiyatları (\$/Varil)	75	80	85	80	80
Gıda Fiyatları	6,0	7,0	9,0	7,5	10,5
Temel Mal ve Hizmet Fiyatları Etkisi	...	...	...	-0,2 puan	-0,8 puan
Toplam Talep Etkisi	...	...	...	-0,1 puan	...
2010 Enflasyon Tahmini (Orta Nokta)	5,4	6,9	8,4	7,5	7,5

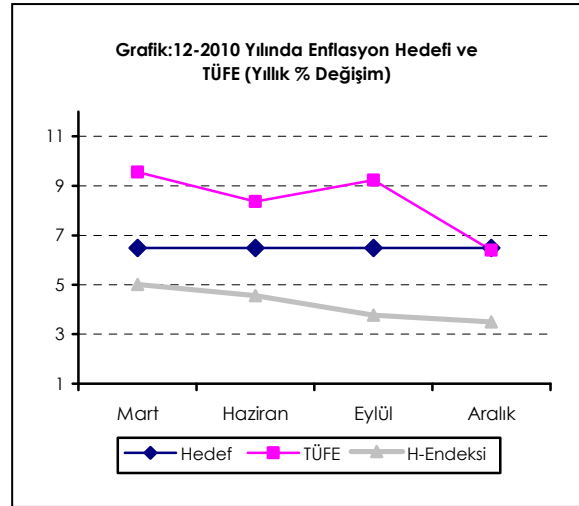
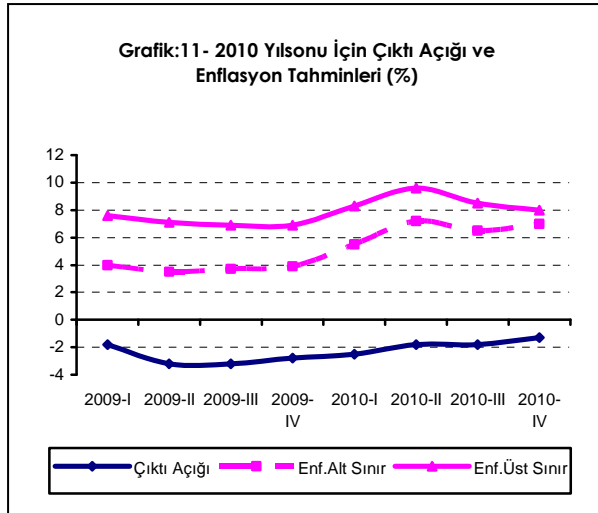
Kaynak: TCMB, 2010 Yılı Enflasyon Raporları.

2010 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda, yaşanan finansal krizle birlikte merkez bankalarının finansal istikrarı daha açık şekilde gözetilen politikalar uyguladıkları ve finansal istikrar kavramının makro açıdan da öneminin vurgulanmaya başlandığı ifade edilmiştir. Bu çerçevede, T.C.Merkez Bankası politika faiz oranının finansal istikrarı sağlamada yeterli olmayabileceğini, bu nedenle zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi alternatif araçlarında etkin bir şekilde kullanılabileceğini belirtmiştir. Rapor'da, yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyette hızlı bir toparlanma gözlemlendiği ve kriz öncesi düzeyin aşıldığı ifade edilmiştir. Bu dönemde, hizmet ve temel mal enflasyonunun öngörülenden daha olumlu gerçekleştiği, ancak gıda enflasyonunun öngörülenden yüksek olması nedeniyle TÜFE enflasyonunun tahminlerin üzerinde gerçekleştiği belirtilmiştir. 2010 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda, yılın kalan döneminde çıkış stratejisinde öngörülen tedbirlerin tamamlandığı, politika faizlerinin bir süre daha sabit tutularak 2011 yılının son çeyreğinden itibaren sınırlı artışlar gösterdikten sonra 3 yıl boyunca tek haneli düzeylerde kaldığı varsayılmıştır. Bu çerçevede; enflasyonunun yüzde 70 olasılıkla, 2010 yılı sonunda yüzde 7 ile yüzde 8 arasında (orta noktası yüzde 7,5), 2011 yılı sonunda ise yüzde 3,9 ile yüzde 6,9 arasında (orta noktası yüzde 5,4) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

## Çıktı Açığı Tahminleri<sup>25</sup>

2010 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, çıktı açığının Ekim 2009 Raporu'na göre, bir miktar daha hızlı kapanacağı, ancak toparlanmanın ılımlı olacağı öngörülmüştür. Nitekim 2009 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda 2010 yılı sonu için yüzde 2,8 olarak tahmin edilen çıktı açığı, küresel likidite koşulları ve risk algılamalarının iyileşmesi, kredi piyasasındaki gelişmelerin yurtiçi iktisadi faaliyetleri desteklemeye başlamasının etkisiyle, 2010 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 2,5'e indirilmiştir. 2010 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda, ekonomide toparlanma sürecinin istikrar kazandığı ve iktisadi faaliyetteki kademeli canlanma eğiliminin devam edeceği öngörülmüştür. Ekonomide çıktı açığının kapanmasının uzunca bir süre alacağı ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının, Ocak 2010 Enflasyon Raporu'na göre azalmakla birlikte, bir süre daha devam edeceği ifade edilmiştir. Bu çerçevede, 2010 yılı sonu için çıktı açığı tahmini yüzde 1,8'e çekilmiştir.

2010 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda, küresel ekonominin büyüme oranına ilişkin Nisan ayına kıyasla önemli bir değişiklik yapılmadığı belirtilmiştir. Ancak, Mayıs ayından itibaren Yunanistan, Portekiz ve İspanya ekonomilerinden kaynaklanan sorunların tüm Euro bölgesi finansal sistemini etkilediği ve bu durumun Türkiye'nin en önemli ihracat pazarında daralmaya yol açtığı ifade edilmiştir. Euro bölgesine ilişkin sorunların toplam talebi kısıtlaması nedeniyle çıktı açığı tahminlerinin bir önceki rapora göre sınırlı miktarda aşağı yönlü güncellendiği belirtilmiştir. Para politikası duruşu güncellenirken, orta vadeli hedeflere ulaşmak için yapılması gerekli görülen parasal sıkılaştırmanın bir önceki Rapor dönemine göre daha geç başlayacağı ve daha sınırlı olacağı bir çerçevenin esas alındığı ifade edilmiş ve 2010 yılı sonu için çıktı açığı tahmini yüzde 1,8'de korunmuştur. 2010 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda, iç talepteki güçlü artış sonucunda iktisadi faaliyetin toparlanmaya devam ettiği, iç talep canlılığının istihdam koşullarını olumlu etkilediği ve dış talebin zayıf seyrini koruduğu belirtilmiştir. Rapor'da finansal sıkılığın azaldığı, kredi piyasasındaki normalleşme sürecinin devam ettiği ve kredi talebindeki genişlemenin sürdüğü bir çerçeve esas alınmış ve 2010 yılı sonu için çıktı açığı tahmini yüzde 1,3'e çekilmiştir.



## 6. 2011 Yılında Para ve Kur Politikası Kararları ve Enflasyon Raporları:

Merkez Bankası 2011 Yılı Para ve Kur Politikası metninde, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmenin öncelikli amacı olduğunu ve bu amaç doğrultusunda para politikası uygulamalarını enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde sürdüreceğini açıklamıştır. Ayrıca Banka, finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri alma görevini de yerine getireceğini ifade etmiştir. Banka, mevcut konjunktürde iç ve dış talebin büyüme hızlarında ayrışmanın belirginleştiğini, hızlı kredi genişlemesinin cari açığı artırdığını ifade etmiş ve içinde bulunulan küresel konjunktür çerçevesinde kısa vadeli faizlerle birlikte, likidite yönetimi ve zorunlu

<sup>25</sup> Yılı sonu çıktı açığına ilişkin yüzde oranlar enflasyon raporlarındaki grafiklerden hesaplanmıştır.

karşılıklar gibi alternatif araçlarında etkin bir biçimde kullanıldığı bir politika bileşiminin uygulanması gerektiğini belirtmiştir.

Merkez Bankası, daha önce 2011 ve 2012 yılları için, sırasıyla, yüzde 5,5 ve yüzde 5 olarak açıklanan enflasyon hedefini, 2013 yılı için de Orta Vadeli Program hazırlıkları çerçevesinde Hükümet'le birlikte yüzde 5 olarak belirlemiştir. Banka, 2011 yılında hesap verme yükümlülüğü için yüzde 5,5 oranındaki enflasyon hedefinin tüm dönemlerde geçerli olacağını ve belirsizlik aralığının (+/- 2 puan) olarak korunduğunu açıklamıştır.

**Tablo:13- Yıllık Enflasyon Hedefleri, Hedefle Tutarlı Patika ve Belirsizlik Aralığı**

	2011				2012	2013
	Març	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	7,5	7,5	7,5	7,5	7,0	7,0
<b>Hedefle Tutarlı Patika ve Hedef</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	3,5	3,5	3,5	3,5	3,0	3,0

Kaynak: TCMB, "2011 Yılında Para ve Kur Politikası", 21 Aralık 2010.

### **Para Politikası Kararları** <sup>26</sup>

Para Politikası Kurulu, 20 Ocak 2011 tarihli toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 6,50'den yüzde 6,25'e indirmiş, diğer gecelik faiz oranlarını ise sabit tutmuştur. Kurul, iç talepteki güçlü artışın desteğiyle iktisadi faaliyetin toparlanmaya devam ettiğini, buna karşılık dış talebin zayıf seyretmesi nedeniyle imalat sanayinde kapasite kullanımının kriz öncesi seviyelerin altında seyrettiğini, istihdam koşullarındaki iyileşmeye rağmen işsizlik oranının hala yüksek seviyelerde bulunduğunu ifade etmiştir. Dolayısıyla, toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmadığı, yıllık enflasyonun Ocak ayında belirgin bir düşüş gösterdikten sonra yılın ikinci çeyreğinden itibaren dalgalı bir seyir göstererek yılsonunda hedefle uyumlu gerçekleşeceği değerlendirilmesinde bulunmuştur. Kurul, kısa vadeli yükümlülükler için tesis edilecek zorunlu karşılık oranlarının yükseltilerek, kredi genişlemesinin sınırlandırılacağı ve para politikasının hareket alanının genişletileceği ifade edilmiştir.

Merkez Bankası, 24 Ocak 2011 tarihinde, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarını vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplarda 4 puan, 1 ve 3 aya kadar vadeli mevduat/katılım hesaplarında 2'ser puan, mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülüklerde ise 1 puan yükseltmiştir. Bu düzenleme ile piyasadaki 9,8 milyar Türk lirası likidite çekilmiştir.

**Tablo:14- Politika Faiz Oranları Değişikliğine İlişkin Kararlar (Yüzde)**

Tarih	Gecelik Faiz Oranı		Geç Likidite Penceresi Faizi		Piyasa Yapıcıları Borç Verme	1 Hafta Vadeli Repo
	Borçlanma	Borç Verme	Borçlanma	Borç Verme		
16 Aralık 2010	1,50	9,00	0,00	12,00	8,00	6,50
20 Ocak 2011	1,50	9,00	0,00	12,00	8,00	6,25
4 Ağustos 2011*	5,00	9,00	0,00	12,00	8,00	5,75
20 Ekim 2011	5,00	12,50	0,00	15,50	12,00	5,75

Kaynak: TCMB. (\*) Ara toplantı.

Para Politikası Kurulu, Şubat ve Mart aylarında faiz oranlarını sabit tutmuş ve önceki toplantılarındaki değerlendirmelerini genelde korumuştur. Petrol ve diğer emtia fiyatlarının öngörülerin üzerinde gerçekleştiği, önümüzdeki dönemde temel mal grubunda enflasyonun bu nedenle bir miktar daha yükselmeye devam edeceği, buna karşılık hizmet enflasyonunun daha ılımlı bir seyir izleyeceği belirtilmiştir. Kurul, Mart ayı toplantısında finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmak için zorunlu karşılıklarda bir miktar daha artışa ihtiyaç duyulduğunu belirtmiştir. Merkez Bankası, 23 Mart 2011 tarihinde, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarını vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplarda 3 puan, 1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılım hesaplarında 5 puan, 3 aya kadar vadeli mevduat/katılım hesaplarında 4 puan, 6 aya kadar

<sup>26</sup> TCMB, "2011 Yılı Basın Duyuruları: Para Politikası Kurulu Faiz Kararları ve Zorunlu Karşılıklara İlişkin Düzenlemeler".

vadeli mevduatlar/katılım hesaplarında 2 puan, mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülüklerde ise 4 puan yükselmiş ve piyasadan 19,1 milyar Türk lirası likidite çekilmiştir (Bakınız Tablo:15).

**Tablo:15- Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Düzenlemeler**

	17 Aralık 2010	24 Ocak 2011	23 Mart 2011	21 Nisan 2011	6 Ekim 2011	27 Ekim 2011
Vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplar	8	12	15	16	16	11
1 aya kadar vadeli mevduat/katılma hesapları (1 ay dâhil)	8	10	15	16	16	11
3 aya kadar vadeli mevduat/katılma hesapları (3 ay dâhil)	7	9	13	13	12,5	11
6 aya kadar vadeli mevduat/katılma hesapları (6 ay dâhil)	7	7	9	9	9	8
1 yıla kadar vadeli mevduat/katılma hesapları	6	6	6	6	6	6
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduat/katılma hesabı/birikimli mevduat/katılma hesapları	5	5	5	5	5	5
1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli TL diğer yükümlülükler	8	9	13	13	11	11
3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli TL diğer yükümlülükler	8	9	13	13	8	8
3 yıldan uzun vadeli TL diğer yükümlülük.	8	9	13	13	5	5
<b>Likidite Etkisi (milyar TL)</b>	<b>-7,6</b>	<b>-9,8</b>	<b>-19,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>+3,2</b>	<b>+11,0</b>

Kaynak: TCMB Basın Duyuruları.

NOT: 1.12 Eylül 2011 tarih ve 2011-55 sayılı duyuru ile Türk lirası zorunlu karşılıkların yüzde 10'unun döviz cinsinden tutulmasına imkân tanınmıştır. Aynı duyuru ile altın depo hesapları da zorunlu karşılığa tabi tutulmuş ve karşılığın yüzde 10'unun "standart altın" olarak tutulabileceği belirtilmiştir.

2. 5 Ekim 2011 tarih ve 2011-64 sayılı duyuru ile Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınır yüzde 10'dan yüzde 20'ye yükseltilmiştir.

3. 27 Ekim 2011 tarih ve 2011-70 sayılı duyuru ile Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınır yüzde 20'den yüzde 40'a yükseltilmiştir.

Para Politikası Kurulu, 21 Nisan 2011 tarihli toplantısında, faiz oranlarını sabit tutmuş ve bir önceki toplantıdaki değerlendirmelerini genelde korumuştur. Merkez Bankası, 21 Nisan 2011 tarihinde, kısa vadeli yabancı para ve Türk lirası yükümlülükler için ayrılan zorunlu karşılık oranlarını 1 puan yükseltmiştir. Bu düzenleme ile piyasadan 1,4 milyar ABD doları ve 1,5 milyar Türk lirası likidite çekilmiştir.

Para Politikası Kurulu, Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarındaki toplantılarında, faiz oranlarını sabit tutmuş ve son dönemde iktisadi faaliyete dair açıklanan verilerin Enflasyon Raporu'nda belirlenen çerçeveyi teyit ettiğini açıklamıştır. Kurul Temmuz ayı toplantısında, özel tüketimde yavaşlama işaretleri gözlenirken yatırım talebinin ılımlı bir seyir izlediğini, dış talebin ise zayıf görünümünü koruduğunu belirtmiştir. Kurul, işsizlik oranlarının kriz öncesi seviyelerine döndüğünü, güçlü verimlilik artışlarının katkısıyla birim işgücü maliyetlerinin azaldığını ve zayıf dış talebin etkisiyle imalat sanayinde kapasite kullanım oranlarının düşük düzeylerini koruduğunu ifade etmiştir. Kısa vadede temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin bir miktar daha yükselmesi beklense de iktisadi faaliyetteki yavaşlama nedeniyle artışın sınırlı kalacağı belirtilmiştir. Son dönemde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu tarafından tüketici kredilerine ilişkin alınan önlemler ve maliye politikasındaki sıkı duruşun Merkez Bankası'nın uyguladığı politika bileşimini destekleyerek iç ve dış talebin dengelenmesine katkıda bulunduğu ifade edilmiştir. Kurul, bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ve küresel büyümeye ilişkin endişelerin risk iştahını olumsuz etkilemeye devam etmesi halinde faiz koridorunun kademeli olarak daraltılmasının uygun olacağını belirtmiştir. Ayrıca, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurtiçi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılmasının söz konusu olabileceği ifade edilmiştir.

Para Politikası Kurulu, 4 Ağustos 2011 tarihinde ara toplantı yapmıştır. Bu toplantıda politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranı yüzde 6,25'ten yüzde 5,75'e düşürülmüş, Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı ise yüzde 1,50'den yüzde 5'e yükseltilmiştir. Diğer

faiz oranları ise sabit tutulmuştur. Kurul, bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ve küresel ekonomiye ilişkin endişelerin giderek güçlendiğini ve Temmuz ayı Kurul toplantısında işaret edilen risklerin belirginleştiğini açıklamıştır. Bu çerçevede Kurul, kısa vadeli faizlerde oluşabilecek aşağı yönlü oynaklığı azaltmak amacıyla, gecelik borçlanma faizini önemli ölçüde artırarak faiz koridorunu daraltmıştır. Buna ilave olarak, küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurtiçi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak amacıyla politika faizinde ölçülü bir indirmeye gidilmiştir. Ayrıca Kurul, uygun görülecek araç ve yöntemlerle piyasaya döviz likiditesi sağlanması konusunda mutakabat sağlandığını açıklamıştır.

Merkez Bankası, Para Politikası Kurulu'nun 4 Ağustos 2011 tarihindeki ara toplantısının ardından bir dizi karar almıştır. Bunlar;

- Merkez Bankası gerek gördüğü günlerde döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlanmasına karar vermiştir.
- Repo işlemlerinden sağlanan zorunlu karşılığa tabi fonlar için tüm günlerin ortalaması alınarak zorunlu karşılık ayrılması hükmü getirilmiştir.
- Yabancı para zorunlu karşılık oranları tüm vadeler için 0,5 puan azaltılmıştır. Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasasında Merkez Bankası taraflı işlemlerde faiz oranı 1 puan düşürülmüştür.

Para Politikası Kurulu, 23 Ağustos 2011 tarihindeki toplantısında, 4 Ağustos 2011 tarihli ara toplantısında alınan önlemlerle ekonomi üzerindeki aşağı yönlü risklerin bu aşamada dengelenmiş olduğunu teyit etmiş ve politika faiz oranlarının sabit tutulmasını kararlaştırmıştır. Kurul döviz kuru hareketleri nedeniyle, temel (çekirdek) enflasyon göstergelerindeki yükselişin bir müddet daha süreceğini, döviz kurundan kaynaklanan fiyat hareketlerinin ikincil etkilerinin sınırlı kalacağını ve 2012 yılsonunda enflasyon görünümünün yüzde 5 enflasyon hedefi ile uyumlu olduğunu belirtmiştir.

Merkez Bankası, 12 Eylül 2011 tarihinde, gerek bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, gerek Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması amaçlarıyla aşağıdaki ek önlemlerin uygulanmasına karar vermiştir;

- Türk lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların yüzde 10'una kadar olan kısmının ABD doları ve/veya Euro cinsinden tutulması imkânı getirilmiştir.
- Altın depo hesapları da zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerle dâhil edilmiştir.
- Kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamına kadar olan kısmı ile kıymetli maden depo hesapları hariç yabancı para yükümlülükler için tutulması gerek zorunlu karşılıkların yüzde 10'una kadar olan kısmının Merkez Bankası nezdinde "standart altın" cinsinden tutulmasına imkân sağlanmıştır.
- İhracat reeskont kredisi limiti 2,5 milyar dolardan 3,0 milyar dolara yükseltilmiş ve ihracat taahhüdünü gerçekleştirme süresi 4 aydan 6 aya çıkartılmıştır.

Para Politikası Kurulu, 20 Eylül 2011 tarihindeki toplantısında, faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. Kurul, son dönemde açıklanan verilerin yılın ikinci yarısında iktisadi faaliyetin büyüme hızında kayda değer bir düşüşün olacağına işaret ettiğini, kredilerdeki ve yurtiçi talepteki yavaşlama ve döviz kuru hareketlerinin iç ve dış talebin dengelenmesine katkıda bulunduğunu belirtmiştir. Döviz kuru hareketleri nedeniyle kısa vadede temel (çekirdek) enflasyon göstergelerindeki yükselişin sürebileceğini hatırlatmış, 2012 yılsonu için enflasyon görünümünün yüzde 5 hedefi ile uyumlu olduğunu ifade etmiştir.

Merkez Bankası, 5 Ekim 2011 tarihinden itibaren, döviz kurlarındaki aşırı oynaklığın ve düzensiz hareketlerin ekonomik ve finansal istikrar açısından olumsuz etkilerini gidermek ve piyasaya döviz likiditesi sağlamak amacıyla bir dizi önlemleri yürürlüğe koymuştur. Bu çerçevede, yabancı para zorunlu karşılıklarda indirim yapmış, yüklü miktarda döviz satım ihaleleri düzenlemeye başlamış ve doğrudan döviz müdahalelerinde bulunmuştur. Ayrıca, bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacını kalıcı olarak karşılamak amacıyla, Türk lirası zorunlu

karşılıkların döviz olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınırı yüzde 10'dan yüzde 20'ye yükseltmiş ve bazı Türk lirası yükümlülüklerde zorunlu karşılık oranını düşürmüştür.

Para politikası Kurulu, 20 Ekim 2011 tarihindeki toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 5,75 düzeyinde sabit tutmuştur. Ancak, gecelik borç verme faiz oranını yüzde 9'dan yüzde 12,5'e, piyasa yapıcısı bankalara tanınan borçlanma faiz oranını yüzde 8'den yüzde 12'ye ve geç likidite penceresinden borç verme faiz oranını ise yüzde 12'den yüzde 15,5'e yükseltmiştir. Kurul, iç ve dış talep arasındaki dengelenmenin öngörüldüğü şekilde sürdüğünü, tüketici kredilerindeki büyümenin daha makul seviyelere inmesi sonucu özel kesim tasarruflarında arzulan artışın gerçekleşmeye başladığını ve yılın son çeyreğinde cari işlemler dengesinde belirgin bir iyileşme olacağını ifade etmiştir.

Merkez Bankası, 27 Ekim 2011 tarihinde, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarına ilişkin yeni bir düzenleme yapmış ve bir yıldan daha kısa vadeli Türk parası yükümlülüklerde zorunlu karşılık oranları 5 ile 1 puan arasında indirilmiştir. Ayrıca, bankacılık sisteminin Türk lirası ihtiyacını daha düşük maliyetle kalıcı olarak karşılamasını sağlamak ve Merkez Bankasının döviz rezervlerini desteklemek için Türk lirası yükümlülüklerle ilişkin zorunlu karşılıkların yabancı para olarak tutulacak kısmını yüzde 20'den yüzde 40'a yükseltmiştir. Bu düzenleme ile piyasaya 11 milyar Türk lirası kalıcı likidite sağlanırken, Merkez Bankası döviz rezervlerinin de 4,7 milyar ABD doları artırılma imkânı yaratılmıştır.

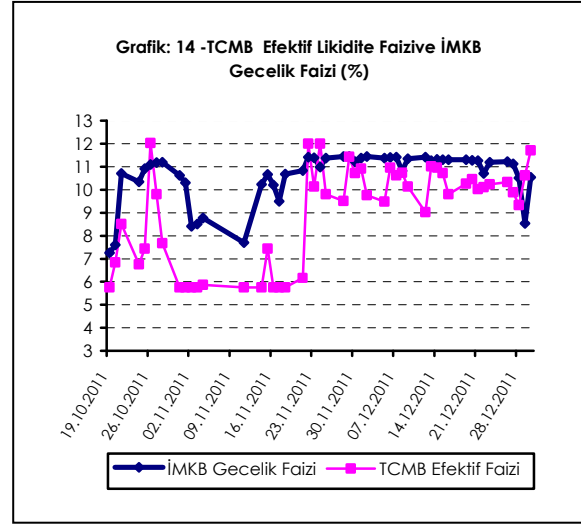
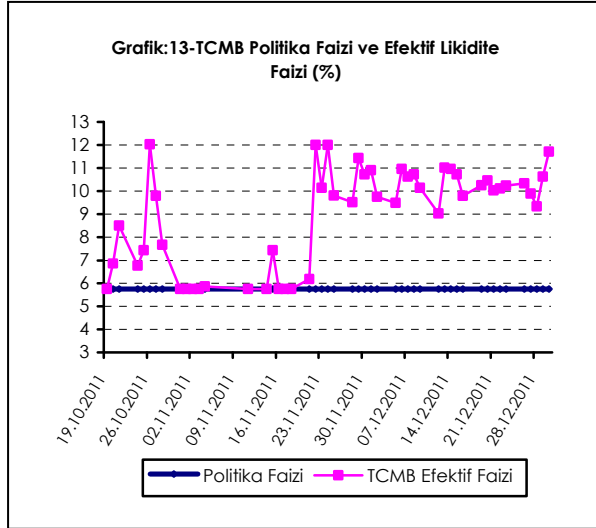
Para Politikası Kurulu, 23 Kasım 2011 tarihindeki toplantısında, faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. Kurul, iç ve dış talep arasındaki dengelenmenin öngörüldüğü şekilde sürdüğünü, tüketici kredilerindeki büyümenin yavaşlaması sonucunda özel kesim tasarruflarında arzulan artışın gerçekleşmeye başladığını ve yılın son aylarında cari işlemler dengesindeki iyileşmenin daha belirgin hale geleceğini tekrar ifade etmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının etkisiyle enflasyonun yılsonunda hedefin belirgin olarak üzerinde gerçekleşeceği belirtilmiştir. Kurul, alınan tedbirlerin krediler, yurtiçi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerinin dikkatle takip edileceğini ve bir hafta vadeli repo ihalesi ile yapılan Türk lirası fonlamanın miktarının gerektiğinde aşağı ve yukarı yönlü ayarlanacağını belirtmiştir. Merkez Bankası, 25 Kasım 2011 tarihinde, açık piyasa işlemlerine ilişkin bir duyuru yayınlamıştır. Bu duyuru ile bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla bir hafta vadeli repo ihalesi ile Merkez Bankası'nın sağlamayı planladığı fonlama miktarı hakkında kamuoyunu düzenli olarak bilgilendireceği açıklanmıştır.

Para Politikası Kurulu, 22 Aralık 2011 tarihindeki toplantısında, faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. Kurul, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin verilere göre, iç ve dış talep arasındaki dengelenmenin öngörüldüğü şekilde sürdüğünü, tüketim talebi yavaşlarken net ihracatın büyümeye katkısının arttığını ve cari işlemler dengesindeki iyileşmenin daha belirgin hale geldiğini ifade etmiştir. Kurul, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi nedeniyle Aralık ayında enflasyonun yükseliş göstereceğine ve 2011 yılı sonunda hedefin belirgin olarak üzerinde gerçekleşeceğine dikkat çekmiştir. Merkez Bankası'nın Ekim ayında para politikasında güçlü bir sıkılaştırmaya gittiği, bu sıkılaştırmanın etkisiyle önümüzdeki dönemde yurtiçi talep büyümesinin ılımlı bir seyir izleyeceği, tüketici kredilerindeki yavaşlama eğiliminin daha belirginleştiği ve geçici fiyat hareketlerinin ikincil etkilerinin sınırlı kalacağı belirtilmiştir. Bu çerçevede, 2012 yılı içinde enflasyonun kademeli bir düşüş göstererek yılın son aylarında yüzde 5 hedefine yaklaşmasının beklendiği ifade edilmiştir. Kurul, para politikasındaki esnekliğin korunmasının uygun olacağını belirtmiş ve bir hafta vadeli repo ihalesi ile yapılan Türk lirası fonlamanın miktarının gerekli görüldüğünde aşağı ve yukarı yönlü ayarlanacağını açıklamıştır. Merkez Bankası, 27 Aralık 2011 tarihinde, açık piyasa işlemlerine ilişkin bir duyuru yayınlamıştır. Bu duyuru ile Banka'nın günlük olarak düzenlediği bir hafta vadeli repo ihalelerinin yanı sıra her hafta Cuma günlerinde bir ay vadeli (dört hafta) repo ihalesi düzenlemeye başlayacağı açıklanmıştır.

Merkez Bankası, 20 Ekim 2011 tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ile piyasaya verdiği günlük likidite miktarını ayarlamaya başlamıştır. Böylece, piyasaya sağladığı likidite



miktarının efektif faiz oranı ile politika faiz oranı arasında önemli bir farklılaşma ortaya çıkmıştır (Bakınız Grafik: 13). Efektif faiz oranları, özellikle döviz kurlarının yukarı doğru hareketlendiği günlerde, politika faizinden belirgin olarak yüksek olmuş, faiz oranlarında ciddi bir dalgalanma gözlenmiş ve İMKB gecelik faiz oranları da, efektif faiz oranlarına paralel olarak yükselmiştir.



#### **Kur Politikası Kararları <sup>27</sup>**

Merkez Bankası, 2011 yılı para ve kur politikası metninde, 2011 yılında da enflasyon hedeflemesinin yanı sıra dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edeceğini açıklamıştır. Uygulanmakta olan bu kur rejiminde döviz kurlarının bir politika aracı olarak kullanılmadığını, Merkez Bankası'nın nominal ya da reel her hangi bir kur hedefi bulunmadığını belirtmiştir. Ancak, döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde Merkez Bankası'nın rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirdiği ifade edilmiştir. Ayrıca, döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıklı fiyat oluşumları gözlemlendiğinde, döviz satım ihaleleri düzenlenebileceği, döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetinin yeniden başlatılabileceği ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında sınırlı indirimle gidilebileceği belirtilmiştir. Spekülatif davranışlar sonucunda kurlarda sağlıklı fiyat oluşumları gözlenmesi durumunda piyasaya alım ya da satım yönünde doğrudan müdahale de edilebileceği ifade edilmiştir.

Merkez Bankası, 2011 yılında belirlenen bu döviz kuru politikası çerçevesinde aşağıdaki düzenlemeleri yapmıştır;

- 3 Ocak 2011 tarihinde ihale alım miktarı 50 milyon ABD dolarına yükseltilmiş ve opsiyon uygulamasına son verilmiştir.
- 23 Eylül 2010 tarihinde kriz öncesi seviyeye yükseltilen yabancı para zorunlu karşılık oranları, 21 Nisan 2011 tarihinde vadelere göre farklılaştırılmış ve kısa vadeli yabancı yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları artırılmıştır. Böylece, piyasadaki 1,4 milyar ABD doları döviz likiditesi çekilmiştir.
- Bazı Avrupa ülkelerinin kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerden dolayı sermaye akımlarındaki azalış nedeniyle, 31 Mayıs 2011 tarihinden itibaren ihale alım miktarı 40 milyon ABD dolarına düşürülmüştür.
- Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının zayıflamaya devam etmesi nedeniyle, 29 Haziran 2011 tarihinde döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutar 30 milyon ABD dolarına indirilmiştir.

<sup>27</sup> TCMB, "2011 Yılı Basın Duyuruları: TCMB İdare Merkezi Döviz Alım-Satım İhale ve Müdahaleleri ile YP Zorunlu Karşılıklara İlişkin Düzenlemeler".

- Avrupa ülkelerinin kamu borcu sorununa yönelik aldıkları kararların piyasaya yansımalarını izlemek amacıyla, 25 Temmuz 2011 tarihinde döviz alım ihaleleri durdurulmuştur.
- 25 Temmuz 2011 tarihinde, bankacılık sektöründe yükümlülüklerin vadesinin uzatılmasını teşvik etmek amacıyla, yabancı para zorunlu karşılık oranları uzun vadeli yükümlülükler için azaltılmış, kısa vadeli yükümlülükler için yüzde 12 olarak korunmuştur. Bu düzenleme ile piyasaya yaklaşık 590 milyon ABD doları likidite sağlanmıştır.

Merkez Bankası, 3 Ocak–25 Temmuz 2011 tarihleri arasında düzenlediği döviz alım ihaleleri ile piyasadan 6.450 milyon ABD doları döviz satın almıştır. Döviz alım ihalelerinin düzenlendiği bu dönemde, Merkez Bankası tarafından gecelik borçlanma faiz oranı yüzde 1,5, geç likidite penceresinden borçlanma faiz oranı yüzde 0 olarak uygulandığından, döviz alımı sonucu sağlanan Türk lirası likiditesi genelde piyasaya bırakılmıştır. Ancak, bu dönemde Türk lirası zorunlu karşılık oranları yükseltilmiş, Türk lirası karşılıklara faiz ödemesi uygulaması kaldırılmış ve yabancı para karşılık oranları da yükseltilmiştir (Bakınız Tablo:15 ve 16).

Bazı Avrupa ülkelerinde kamu borcu sorununa ve küresel ekonomiye ilişkin endişelerin artması üzerine Para Politikası Kurulu 4 Ağustos 2011 tarihinde ara toplantı yapmıştır. Bu toplantıda Kurul, uygun görülecek araç ve yöntemlerle piyasaya döviz likiditesi sağlanması konusunda mutakabat sağlandığını açıklamış ve Merkez Bankası da ara toplantının ardından kur politikası ile ilgili bir dizi kararı yürürlüğe koymuştur. Bunlar;

- 5 Ağustos 2011 tarihinden itibaren Merkez Bankası, gerek gördüğü günlerde döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlanmaya başlamıştır.
- 9 Ağustos 2011 tarihinden geçerli olmak üzere Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasasında Merkez Bankası taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için yüzde 5,5'ten yüzde 4,5'e, Euro için yüzde 6,5'ten yüzde 5,5'e düşürülmüştür.
- Yabancı para zorunlu karşılık oranları tüm vadeler için 0,5 puan azaltılmıştır.

**Tablo: 16- Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)**

	23 Eylül 2010	21 Nisan 2011	25 Temmuz 2011	5 Ağustos 2011	5 Ekim 2011
Vadesiz, ihbarlı DTH, yabancı para özel cari hesaplar ile 1 aya kadar vadeli, 3 aya kadar vadeli, 6 aya kadar vadeli ve 1 yıla kadar vadeli DTH/yabancı para katılma hesapları	11	12	12	11,5	11
1 yıl ve daha uzun vadeli DTH/yabancı para katılma hesapları ve birikimli DTH/yabancı para katılma hesapları	11	11	10	9,5	9
Özel fon havuzları	11	Vadesine karşılık gelen oran	Vadesine karşılık gelen oran	Vadesine karşılık gelen oran	.....
1 yıla kadar vadeli (1 yıl dâhil) diğer yükümlülükler	11	12	12	11,5	11
3 yıla kadar vadeli (3 yıl dâhil) diğer yükümlülükler	11	11,5	10	9,5	9
3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler	11	11	9	8,5	6
<b>Likidite Etkisi (Milyar Dolar)</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>+0,6</b>	<b>+0,9</b>	<b>+1,3</b>

Kaynak: T.C. Merkez Bankası.

Eylül ayı sonlarına doğru döviz satış miktarında yükseliş olmasına karşın döviz kurlarında oynaklık artmıştır. Merkez Bankası, döviz kurlarında iktisadi temellerden kopuk aşırı oynaklık ve düzensiz hareketleri gidermek ve döviz piyasasında döviz likiditesinin akışkanlığını sağlamak için Ekim ayında bir dizi tedbiri uygulamaya koymuştur. Bunlar:

- 5 Ekim 2011 tarihinden itibaren, döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı önlemek için, piyasaya yüksek miktarlı döviz likiditesi sağlamaya başlamıştır. Banka, Ekim ayı içinde düzenlediği 14 ihalede toplam 4.920 milyon dolar döviz satışı gerçekleştirmiştir.

- 5 Ekim 2011 tarihinde, piyasaya döviz likiditesi sağlamak amacıyla yabancı para zorunlu karşılık oranları 0,5 puan düşürülmüş ve piyasaya 1,3 milyar ABD doları likidite sağlanmıştır.
- 5 Ekim 2011 tarihinde, Türk lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların yabancı para olarak tutulacak kısmına ilişkin üst sınır yüzde 10'dan yüzde 20'ye yükseltilmiştir. Böylece, Merkez Bankası rezervlerinin 3,6 milyar dolar artırılması imkânı yaratılmıştır.
- 18 Ekim 2011 tarihinde, spekülâtif davranışlar sonucunda kurlarda sağlıksız fiyat oluşumu gözlenmesi nedeniyle, piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiş ve 525 milyon dolar satış gerçekleştirilmiştir.
- 4 Kasım 2011 tarihli basın duyurusu ile Merkez Bankası'nın döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine 10 Kasım 2011 tarihinden itibaren yeniden başlayacağı açıklanmıştır.
- Merkez Bankası 27 Aralık 2011 tarihinde, bankaların döviz depo piyasasında kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesini, 2 Ocak 2012 tarihinden geçerli olmak üzere, 1 haftadan 1 aya yükseltmiştir.
- Merkez Bankası 30 Aralık 2011 tarihinde, döviz kurlarında sağlıksız fiyat oluşumları gözlenmesi nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale etmiş ve 1.825 milyon dolar tutarında döviz satmıştır.

Sonuç olarak, Merkez Bankası 2011 yılı Ocak-Temmuz döneminde döviz alım ihaleleri aracılığıyla 6.450 milyon ABD doları döviz alımında bulunmuştur. Piyasada döviz likiditesinin azalması ve sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine, Merkez Bankası 5 Ağustos 2011 tarihinde döviz satım ihalelerine başlamış ve zaman içinde ihalelerde yapılan satım miktarını artırmıştır. Ağustos-Aralık döneminde döviz satım ihalelerinde 11.210 milyon dolar tutarında döviz satılmıştır. Banka, spekülâtif hareketleri önlemek amacıyla, 18 Ekim ve 30 Aralık 2011 tarihlerinde de satım yönünde doğrudan döviz müdahalesinde bulunmuş ve 2.390 milyon dolar tutarında döviz satmıştır. Böylece, net olarak Merkez Bankası piyasalara 7.150 milyon dolar tutarında döviz arz etmiştir.

**Tablo: 17- 2011 Yılı Döviz Alım ve Satım İhaleleri ve Doğrudan Döviz Alımları**

Dönem/Tarih	Döviz Alım İhaleleri		Döviz Satım İhaleleri		Doğrudan Döviz Satımı (Milyon \$)
	Tutar (Milyon \$)	Ort. İhale Kuru (TL/\$)	Tutar (Milyon \$)	Ort. İhale Kuru (TL/\$)	
03 Ocak-22 Tem. 2011	6.450	1,5811			
05 Ağus.-30 Eylül 2011			3.030	1,7855	
03 Ekim-25 Ekim 2011			4.920	1,8466	
02 Kasım-27 Ara. 2011			2.210	1,8383	
28 Aralık-30 Ara. 2011			1.050	1,8916	
18 Ekim 2011			(750)*	(1,8626)*	525
30 Aralık 2011			(750)*	(1,8652)*	1.865
<b>Genel Toplam</b>	<b>6.450</b>	<b>1,5811</b>	<b>11.210</b>	<b>1,8191</b>	<b>2.390</b>

Kaynak: T.C. Merkez Bankası.

(\*) İlgili dönem toplamına dâhildir, bilgi için ayrı verilmiştir.

Döviz müdahalelerinin etkisiyle, Merkez Bankası'nın 2010 yılında yaklaşık 49,5 milyar dolar olan net döviz pozisyon fazlası 2011 yılında 42 milyar dolar civarına gerilemiştir. Banka, brüt altın ve döviz rezervlerini desteklemek için, TL zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulacak kısmın üst sınırı yüzde 10'dan yüzde 40'a kadar yükseltilmiş, zorunlu karşılıkların bir kısmının standart altın olarak tutulmasına imkan tanımış ve Türk lirası olarak kullandığı ihracat reeskont kredilerinin döviz olarak ödenmesi uygulamasını devam ettirmiştir. Böylece, 2010 yılı sonunda 86 milyar dolar olan brüt altın ve döviz rezervleri, 2011 yılı sonunda 88,2 milyara yükselmiştir.

## 2011 Yılı Enflasyon Raporları Orta Vadeli Öngörüler: 28

### Enflasyon Tahminleri

2011 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda, özel kesim talebindeki toparlanmanın hızlandığı ve toplam talep koşullarının enflasyona verdiği desteğin Ekim Enflasyon Raporu'na göre azaldığı ifade edilmiştir. 2011 yılında, politika bileşiminde sınırlı bir ek sıkılaştırma yapılacağı varsayımı altında; enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 4,5 ile yüzde 7,3 aralığında (orta noktası yüzde 5,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Ana senaryoda politika bileşiminin krediler ve iç talep üzerindeki net etkisinin daraltıcı yönde olmasının planlandığı ve kredi genişleme hızının yüzde 20–25 civarına düşürüldüğü bir çerçevenin benimsendiği belirtilmiştir.

2011 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda, yılın ilk çeyreğinde iç talepteki artışın desteğiyle iktisadi faaliyetin öngörülenden canlı seyrettiği ve kredi büyümesinde bir önceki çeyreğe göre yavaşlama gözlenmesine karşın kredilerin artış hızının henüz finansal istikrar açısından makul seviyelere inmediği belirtilmiştir. Bununla birlikte, halen kapasite kullanım oranlarının kriz öncesi seviyelerin altında, işsizlik oranlarının ise üstünde seyrettiği göz önüne alınarak 2011 yılı ilk çeyreği itibarıyla toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü belirgin bir baskı oluşturmadığı ifade edilmiştir. 2011 yılının ikinci yarısında sınırlı ölçüde ilave bir parasal sıkılaştırmaya gidilerek yıl sonunda kredi büyüme hızının yüzde 20–25 aralığına getirildiği varsayımı altında; enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 5,6 ile yüzde 8,2 arasında (orta noktası yüzde 6,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. 2011 yılsonunda enflasyonun hedefin üzerinde tahmin edilmesinin temel sebebinin tamamen para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden kaynaklandığı ifade edilmiştir.

2011 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda, yılın ikinci çeyreğinde gıda fiyat hareketlerinden kaynaklanan baz etkisi ve ithal fiyatlarındaki birikimli artışların etkisiyle tüketici fiyatlarının yükseldiği ifade edilmiştir. Bu dönemde iç talepte bir önceki dönemde gözlenen güçlü artışın hız kestiği, dış talebin ise zayıf görünümünü koruduğu belirtilmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde kredi artış hızının henüz finansal istikrar açısından makul görülen oranlara inmediği, ancak süregelen sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle yılın ikinci yarısında kredi kullanımının ivme kaybedeceği ifade edilmiştir. Mevcut konjunktürde kredilerin artış hızının yavaşlatılmasının, gerek iç talebin kontrol altına alınarak enflasyon baskılarının azaltılması gerekse aşırı borçlanmanın önlenerek makro finansal risklerin sınırlanması bakımından önemli olduğu belirtilmiştir. Bu çerçevede, Temmuz Enflasyon Raporu'nda, kredilerin yıllık büyüme hızının 2011 yılı sonunda yüzde 25 düzeyine indiği, politika faizinin ise yılsonuna kadar sabit tutulduğu varsayılmıştır. Bu varsayım altında; enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 5,9 ile yüzde 7,9 arasında (orta noktası yüzde 6,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,5 ile yüzde 6,9 arasında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

**Tablo: 18- Enflasyona İlişkin Temel Varsayımlar (Yüzde)**

	2010 Ekim	2011 Ocak	2011 Nisan	2011 Temmuz	2011 Ekim
Vergi Düzenlemesi Etkisi	...	...	0,5 puan	...	...
Petrol Fiyatları (\$/Varil)	80	95	115	115	110
Gıda Fiyatları	10,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Tütün Ürünleri Fiyatları Etkisi	...	...	...	...	0,6 puan
Döviz Kuru Etkisi	...	...	...	...	0,9 puan
İthalat Fiyatları	6,1	10,9	16,2	...	...
Temel Mal ve Hizmet Fiyatları Etkisi	-0,8 puan	...	...	...	...
Toplam Talep Etkisi	...	...	...	...	...
2011 Enflasyon Tahmini (Orta Nokta)	5,4	5,9	6,9	6,9	8,3

Kaynak: TCMB, 2011 Yılı Enflasyon Raporları.

<sup>28</sup> Bu bölüm "TCMB, 2011 Yılı Enflasyon Raporları'nın Genel Değerlendirme ve Orta Vadeli Öngörüler" bölümlerinden özetlenmiştir.

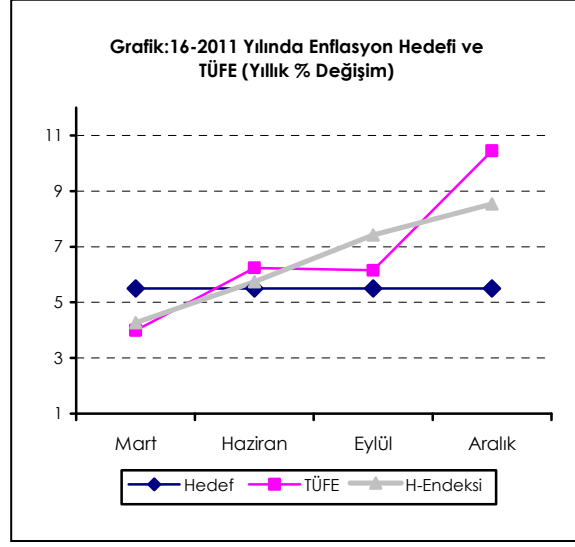
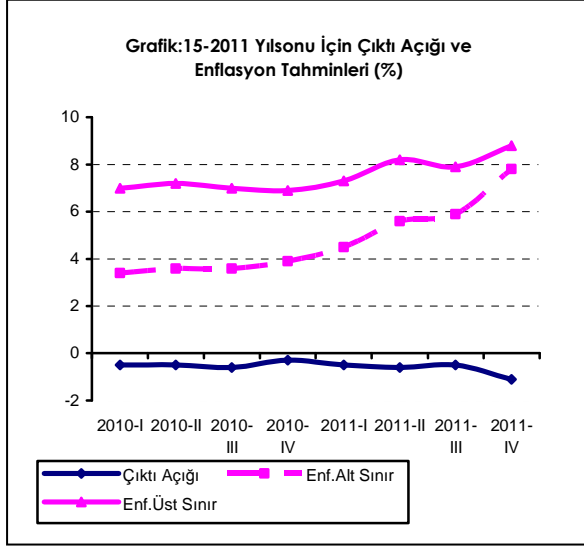
2011 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda, Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayınlanmasının ardından risk algılamalarının hızla bozularak Euro Bölgesi'ndeki borç sorunlarının daha da derinleştiği ve ana senaryoda temel alınan görünümün değiştiği ifade edilmiştir. Bu nedenle, Para Politikası Kurulu'nun 4 Ağustos tarihinde ara toplantı yaparak kapsamlı bir önlem paketi açıkladığı belirtilmiştir. Söz konusu önlem paketi ile küresel ekonomiden kaynaklanabilecek olası bir finansal çalkantı durumunda piyasanın ihtiyacı olan likiditenin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanabilmesi için gerekli alt yapının oluşturulduğu ifade edilmiş, politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizinde ölçülü bir indirimle gidilmiş, borçlanma faizi yükseltılarak faiz koridoru daraltılmıştır. Takip eden aylarda küresel risk iştahındaki bozulma ile birlikte gelişmekte olan ülkelerden hızlı sermaye çıkışları yaşanmış ve Türk lirasında aşırı değer kaybı belirginleşmiştir. Söz konusu gelişme yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki fiyat artışlarının da etkisiyle fiyatlandırma davranışlarının bozulma riskinin arttığı ifade edilmiştir. Merkez Bankası bu durum karşısında, Ekim ayında güçlü bir politika tepkisi vererek borç verme faizini belirgin bir şekilde yükseltmiştir. Gerek TCMB'nin almış olduğu kararların gerekse BDKK'nın çeşitli kredi türlerine yönelik yaptığı düzenlemelerin, kredi büyümesinde yılın üçüncü çeyreğinde gözlenen yavaşlamada belirleyici olduğu ve yıllık kredi büyüme hızının makro ve finansal istikrar açısından arzu edilen seviyelere yakınsadığı ifade edilmiştir. Ekim Enflasyon Raporu'nda, tüketici kredilerinin yıllık büyüme hızının kademeli olarak yavaşlamaya devam ettiği ve Ekim ayında alınan politika tedbirleri çerçevesinde yılın son çeyreğinde parasal koşullarda belirgin bir sıkılaştırılma yapılacağı varsayılmıştır. Bu varsayım altında; enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 7,8 ile yüzde 8,8 aralığında (orta noktası yüzde 8,3), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,7 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'na göre enflasyon tahminindeki 1,4 puanlık yükselmenin; 0,6 puanının tütün ürünleri ek vergi ayarlamasından, 0,9 puanının ise döviz kuru gelişmelerinden kaynaklandığı ifade edilmiştir.

### **Çıktı Açığı Tahminleri<sup>29</sup>**

2010 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda 2011 yılı sonu için yüzde 0,3 olarak tahmin edilen çıktı açığı, kredi büyümesinin yavaşlatılması, iç ve dış talebin dengelenmesi yönündeki politikaların etkisiyle, 2011 yılı Ocak Enflasyon Raporu'nda yüzde 0,5'e yükseltilmiştir. Bu raporda, enflasyon tahminleri güncellenirken, iç talebin artış hızının kademeli olarak azaldığı, dış talebin ise yavaş da olsa toparlanmaya devam ettiği bir görünümün esas alındığı ifade edilmiştir. 2011 yılı Nisan Enflasyon Raporu'nda, yılın ilk çeyreğine ilişkin verilerin iç talepteki artışın desteğiyle ekonomideki canlılığın öngörülenden daha olumlu olduğu belirtilmiştir. Yılın ilk çeyreğinde alınan sıkılaştırıcı parasal tedbirlerin öngörülenden daha güçlü olması nedeniyle çıktı açığının bir önceki döneme kıyasla daha geç kapandığı bir görünümün çizildiği ifade edilmiştir. Bu çerçevede, 2011 yılı sonu için çıktı açığı Nisan Enflasyon Raporu'nda da yüzde 0,5 olarak korunmuştur.

2011 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'nda, 2011 yılı ilk çeyreğine ilişkin GSYH verilerinin Nisan Enflasyon Raporu'ndaki görünümle uyumlu gerçekleştiği ifade edilmiştir. Bu dönemde, özel kesim talebinin güçlü, ihracatın zayıf seyirini sürdürdüğü ve ithalattaki hızlı artış nedeniyle net dış talebin büyümeye olumsuz katkı yaptığı belirtilmiştir. Yılın ikinci yarısında ise, gerek politika tedbirlerinin gecikmeli etkileri gerekse küresel ölçekte gözlenen yavaşlama nedeniyle yurtiçi talebin daha ılımlı bir büyüme patikasına oturacağı tahmin edilmiştir. Bu çerçevede, 2011 yılı sonu için çıktı açığı tahmini yüzde 0,5 olarak korunmuştur. 2011 yılı Ekim Enflasyon Raporu'nda, GSYH verilerine göre yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin Temmuz Enflasyon Raporu'ndaki tahminlerden daha güçlü olduğu belirtilmiştir. Sıkılaştırıcı zorunlu karşılık ve likidite politikalarının gecikmeli etkilerine bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde yurtiçi talebin yavaşlamaya devam ettiği ifade edilmiştir. BDKK'nın aldığı tedbirler ve maliye politikasındaki sıkı duruşun da katkısıyla, yılın üçüncü çeyreğinde iç talep büyümesinin sürdürülebilir bir seviyeye getirildiği belirtilmiştir. Bu çerçevede, yurtiçi talebin yavaşlamaya devam ettiği, dış talebin bir önceki rapor dönemine göre yavaşladığı bir görünüm esas alınmış ve 2011 yılı sonu için çıktı açığı tahmini yüzde 1,1'e yükseltilmiştir.

<sup>29</sup> Yılsonu çıktı açığına ilişkin yüzde oranlar enflasyon raporlarındaki grafiklerden hesaplanmıştır.



## II. 2006–2011 DÖNEMİNE TOPLU BAKIŞ:

### 1. Politika Faizi Kararları:

Enflasyon hedeflemesi sisteminde temel politika aracı kısa vadeli faizlerdir. Kısa vadeli faiz oranları kullanılarak, merkez bankalarının çeşitli kanallardan ekonomideki temel büyüklükleri etkileme gücüne sahip oldukları kabul edilmektedir. Para politikasının ekonomik büyüklükler üzerindeki etkileme süreci, parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi sisteminde, merkez bankalarının temel amacı olan fiyat istikrarına ulaşmak için kullandığı kısa vadeli faizlerin; talep, varlık fiyatları, döviz kurları, beklentiler ve diğer faiz oranları üzerindeki etkileri ile bu etkilerin ne kadar sürede ve ne büyüklükte olduğunun bilinmesi özel bir öneme sahiptir. Ancak, parasal aktarım mekanizmasının işleyiş süreci ve enflasyonu belirleyen temel ekonomik göstergeler üzerindeki etkileme gücü konusunda belirsizlikler bulunmaktadır. Aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler, sadece gelişmekte olan ülkeler açısından değil, gelişmiş ülkeler açısından da geçerli bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere özgü, yapısal sorunlar, mali baskınlık, finansal baskınlık, geçmişe dönük fiyatlandırma davranışları ve dışsal şoklara açıklık gibi unsurlarda, parasal aktarım mekanizmasının işleyiş sürecinde ek belirsizlikler yaratmaktadır.<sup>30, 31</sup>

Merkez Bankası 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi sistemine başlarken, Türkiye'de aktarım mekanizmasının önceki dönemlere göre belirginleşmeyle birlikte halen önemli düzeyde belirsizlikler taşıdığını ifade etmiştir. Aktarım mekanizmasının işleyişine ilişkin belirsizlikler ve ekonominin hızla değişen yapısı nedeniyle, tek bir modele bağlı kalınmasının doğru olmadığı ve para politikası kararlarında farklı varsayımları içeren farklı modellerin ve uzman görüşleriyle desteklenerek bir arada değerlendirilmesinin önemli olduğu belirtilmiştir.<sup>32</sup>

Merkez Bankası, 2007 yılı para ve kur politikası metninde aktarım mekanizması ile ilgili daha açık değerlendirmede bulunmuştur. Bu metinde; "Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, para politikasının enflasyon üzerindeki gecikmeli etkilerine ilişkin ciddi belirsizlikler yaşamaktadır. 2001 yılı sonrası ekonomimizde yaşanan yapısal dönüşümle beraber makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin ciddi bir değişim gösterdiği de dikkate alındığında, söz konusu belirsizliğin Ülkemizde en az diğer ülkeler kadar yüksek olduğu değerlendirilmektedir. Ancak, yine de son dönemdeki normalleşme sürecinin

<sup>30</sup> KARA, A. Hakan-ORAK, Musa, "Enflasyon Hedeflemesi", Ekim 2008, T.C. Merkez Bankası.

<sup>31</sup> KASAPOĞLU, Özgür, "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama", Uzmanlık Yeterlik Tezi, Şubat 2007, T.C. Merkez Bankası.

<sup>32</sup> TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", sf.14–15, 5 Aralık 2005.

deneyimi ışığında para politikasının enflasyonu etkileme süresi konusunda bazı saptamalar yapmak mümkündür. Son yıllardaki gözlemler, para politikası tedbirlerinin iç talebe etki süresinin yaklaşık 3 ile 9 ay arasında yoğunlaştığına; talepteki değişimin enflasyona etkisinin ise 3 ay ile 1 yıl arasında gerçekleştiğine işaret etmektedir. Buradan hareketle, para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin ortalama bir buçuk yıllık bir zaman dilimine yayıldığı ifade edilebilir... Kuşkusuz, şokların büyüklüğü ve fiyatlara yansıma sürelerine bağlı olarak bu sürenin uzaması veya kısalması söz konusu olabilecektir”<sup>33</sup> değerlendirmesine yer verilmiştir.

2008 yılı para ve kur politikası metninde, aktarım mekanizmasıyla ilgili şu değerlendirmeye yer verilmiştir; “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... 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 değerlendirmesini 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 faaliyetler 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 teyit edilmiştir. Para politikası kararlarının en etkili olduğu sektörler dayanıklı tüketim malı ve hizmetler sektörleri olmuştur.”<sup>34</sup>

Merkez Bankası 2009–2011 döneminde, para ve kur politikası metinlerinde parasal aktarım mekanizmasının etkileme süreci ve süresine ilişkin açık bir değerlendirmeye yer vermemiştir. Bu dönemde, küresel krizin gerek dünya gerekse Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle, merkez bankalarının amaç ve araçlarında çeşitlenme gözlenmiştir. Fiyat istikrarı amacına ilave olarak, merkez bankalarının finansal istikrarı gözetmelerinin de gerekli olduğu görüşü yaygınlık kazanmaya başlamıştır. Mevcut küresel konjonktürde, sadece kısa vadeli politika faizine dayalı parasal aktarım mekanizması yetersiz kaldığından, para politikalarının etkinliğini artırmak için, kısa vadeli politika faizleri yanı sıra diğer para politikası araçlarının da kullanılması gündeme gelmiştir. Nitekim 2010 yılı para ve kur politikası metninde, Merkez Bankası’nın fiyat istikrarı yanı sıra küresel finansal krizin Türkiye ekonomisi ve finansal istikrarı üzerindeki olumsuz etkilerini önlemeyi amaçladığı ifade edilmiştir. Bu çerçevede, temel aracı olan kısa vadeli politika faizine ek olarak, Türk lirası ve döviz likiditesine ilişkin önlemler ile kredi piyasasının sağlıklı işlemini sağlayacak ve reel sektörü destekleyecek bir dizi ek önlem alındığı belirtilmiştir. Böylece, para politikası kararlarının finansal değişkenler ve beklentiler üzerindeki etkinliğinin arttığı, Merkez Bankası’nın piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliğinin güçlendiği ifade edilmiştir.<sup>35</sup>

Merkez Bankası, 2011 yılı para ve kur politikası metninde, kriz sonrası süreçte, Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının daha etkin biçimde çalıştığını ve para ve kredi piyasalarında oluşan faizlerin temel belirleyicisinin Merkez Bankası’nın politika faizi olduğunu ifade etmiştir. Mevcut küresel konjonktür çerçevesinde, temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerle birlikte, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da etkin biçimde kullanıldığı bir politika bileşiminin uygulanmasının gerekli olduğu belirtilmiştir. Bu kapsamda Merkez Bankası’nın, küresel krizin zirve yaptığı 2008 Eylül ayından bu yana, fiyat istikrarı amacı ve finansal istikrar görevi doğrultusunda farklı araçların bir arada kullanıldığı bir politika bileşimi

<sup>33</sup> TCMB, “2007 Yılında Para ve Kur Politikası”, sf.3–4, 13 Aralık 2006.

<sup>34</sup> TCMB, “2008 Yılında Para ve Kur Politikası”, sf.5–6, 18 Aralık 2007.

<sup>35</sup> TCMB, “2010 Yılında Para ve Kur Politikası”, sf. 3, Aralık 2009.

uyguladığı ifade edilmiştir <sup>36</sup>. 2011 yılı para politikası uygulamalarına ilişkin 2012 yılı para ve kur politikaları metninde de, Merkez Bankası'nın 2010 yılı son çeyreğinden itibaren geleneksel politika aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve diğer likidite politikalarını aktif şekilde kullandığı ifade edilmiştir. Kasım 2010 tarihinden itibaren uygulamaya konulan yeni strateji çerçevesinde, kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlanması, döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önlenmesi, yurtiçinde krediler ve talebin daha kontrollü büyümesi ile iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın dengelenmesinin amaçlandığı belirtilmiştir. Merkez Bankası Kasım 2010-Ağustos 2011 döneminde, bu amaçlara ulaşmak için faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiş, zorunlu karşılık oranlarını artırmış ve döviz alım ihaleleri düzenlemiştir <sup>37</sup>. 2011 yılı Ekim ayı ortasından itibaren ise, faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiş, günlük likidite miktarını ayarlayarak gecelik faiz oranlarını önemli ölçüde yükseltmiş ve döviz kuru hareketlerini yumuşatmaya çalışmıştır.

Yukarıda da özetlendiği gibi, özellikle 2010 yılı Kasım ayından itibaren, Merkez Bankası para politikası uygulamalarında esneklik sağlamaya çalışmış ve enflasyon hedeflemesi sisteminin temel özelliği olan "Tek Hedef-Tek Araç" yaklaşımını önemli ölçüde değiştirerek makro finansal riskleri kontrol altına almaya çalışmıştır. Bu çerçevede, kısa vadeli politika faizi yanı sıra, zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru, döviz alım-satım ihaleleri ve doğrudan döviz müdahaleleri ile günlük likidite miktarının ayarlanarak efektif faiz oranlarının belirlenmesine yönelik uygulamalar ile para politikasının etkinliği artırılmaya çalışılmıştır.

2006–2011 döneminde Merkez Bankası'nın, piyasadaki likidite düzeyini ayarlamak için, kullandığı kısa vadeli politika faizi de zaman içinde değişiklik göstermiştir (Bakınız Grafik: 17). 2001 yılında Kamu ve TMSF bünyesindeki bankalardan Merkez Bankası'nın satın aldığı DİBS'ler, daha sonraki yıllarda ise yoğun döviz alışları nedeniyle oluşan fazla likidite koşulları Mayıs 2008 tarihine kadar sürmüştür. Likidite fazlalığının olduğu bu dönemde, piyasadaki likidite düzeyini belirleyen temel faiz oranı Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma faizi olmuştur. Mayıs 2008 tarihinden itibaren ise piyasada likidite sıkışıklığı oluşmuş ve bu durum sonraki dönemlerde de devam etmiştir. Likidite açığının ortaya çıktığı Mayıs 2008 tarihi sonrasında ise, Merkez Bankası piyasanın likidite ihtiyacını düzenli olarak gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlamaya başlamıştır. Merkez Bankası, bir yandan piyasayı bir hafta vadeli fonlarken, diğer yandan gecelik vadede borçlanmıştır <sup>38</sup>.

Merkez Bankası, 18 Mayıs 2010 tarihine kadar, politika faizi olarak gecelik borçlanma faiz oranını kullanmış, bu tarihten itibaren "bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı" politika faizi olarak ilan edilmiştir. Merkez Bankası, faiz politikasına ilişkin önemli bir değişikliği 2010 yılı Kasım ayında yapmış ve gecelik borçlanma faiz oranını önemli ölçüde aşağı çekerek borçlanma-borç verme faizi arasındaki farkı açarak faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiştir. 2011 yılı Ağustos ayında ise, gecelik borçlanma ve borç verme faizini yükselterek faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Bu dönemde de, piyasadaki likidite düzeyi bir hafta vadeli repo ihaleleri ile ayarlanmış ve repo faiz oranı politika faizi olarak ilan edilmeye devam edilmiştir. Merkez Bankası 2011 yılı Ekim ayından itibaren, piyasadaki günlük likidite miktarını aşağı ve yukarı doğru ayarlayarak efektif bir faiz oranı oluşturmuştur. Bir hafta vadeli repo ihale faizi politika faizi olarak korunurken, efektif faiz oranının faiz koridoru içinde kalacak şekilde belirlenmesi söz konusu olmuştur. 2011 yılı Ekim-Aralık döneminde, piyasalar açısından günlük efektif faiz oranı belirleyici olmuş ve politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranı ile efektif faiz oranı arasında önemli bir farklılaşma gözlenmiştir (Bakınız Grafik:13).

2006–2008 döneminde, Merkez Bankası'nın politika faizi, enflasyon hedeflemesi yapan gelişmekte olan ülkelerin politika faizlerinden önemli ölçüde yüksek kalmıştır. Finansal piyasalardaki dalgalanma nedeniyle, 2006 yılı Haziran ayında politika faizinin artırılması ve uzun süre bu düzeylerde tutulması, Türkiye'de nominal ve reel faizlerin gelişmekte olan ülkelere daha yüksek kalmasına yol açmıştır. Küresel krizin derinleşmesi ve enflasyonist kaygıların azalması, 2009 yılından itibaren Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine ivme

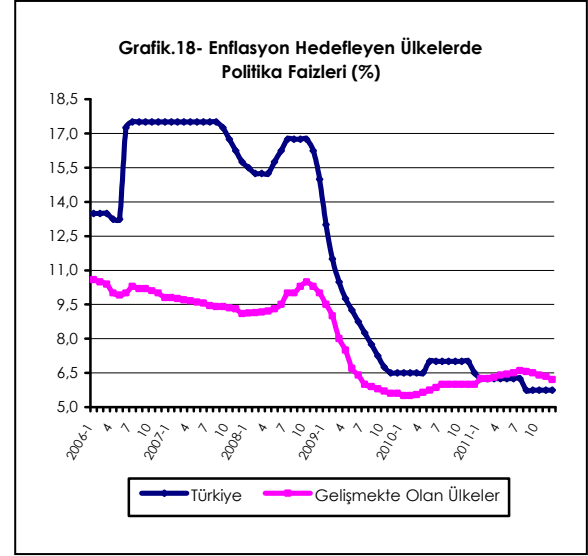
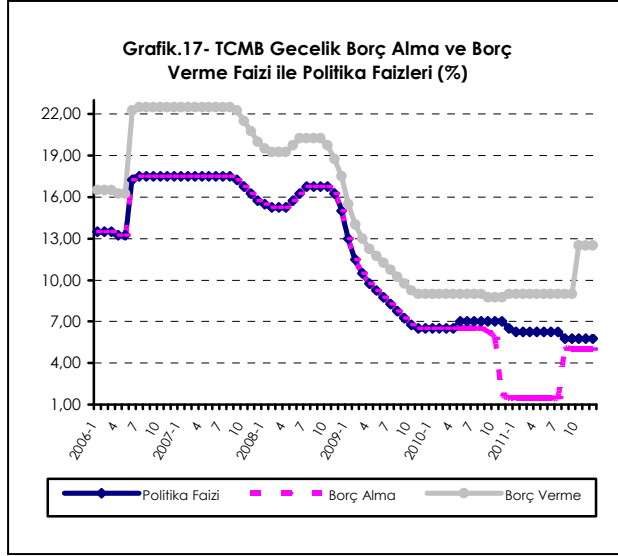
<sup>36</sup> TCMB, "2011 Yılında Para ve Kur Politikası", sf.3, 4, 21 Aralık 2010.

<sup>37</sup> TCMB, "2012 Yılında Para ve Kur Politikası", sf.3, 27 Aralık 2011.

<sup>38</sup> TCMB, "2009 Yılı Para ve Kur Politikası", sf.15, 16 Aralık 2008.



kazandırmış ve diğer ülkelerle olan faiz farklılığı azalmıştır. 2011 yılı ikinci çeyreğinden itibaren, Merkez Bankası politika faizi, gelişmekte olan ülkelerin politika faizlerinin altında kalmıştır (Bakınız Grafik:18). Ancak, yılın son çeyreğinde Merkez Bankası'nın efektif faiz oranı politika faizinin önemli ölçüde üzerinde gerçekleşmiştir.



2006–2011 döneminde, Para Politikası Kurulu, 72 adet normal, 2 adet olağanüstü ve bir adet ara toplantı olmak üzere, toplam 75 adet toplantı yapmıştır. Bu toplantılarda, 45 kez faizlerin sabit tutulması, 23 kez faiz indirimi, 6 kez faiz artırım ve bir kez de politika faizine esas olacak referans faiz değişikliği kararı alınmıştır. 18 Mayıs 2010 tarihindeki Kurul toplantısında, gecelik borçlanma faizi yerine bir hafta vadeli repo ihale faizinin politika faizi olarak belirlenmesine karar verilmiştir. Kurul'un politika faizi indirim kararları, küresel krizin çıkış ve derinleştiği dönem olan Eylül 2007 ile Kasım 2009 tarihleri arasında yoğunlaşmıştır.

Para Politikası Kurulu, 2006–2011 döneminde politika faizi artırım kararlarını, genelde finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmaların ve dışsal şokların olumsuz etkilerini gidermek amacıyla almıştır. 2006 yılı Mayıs ayında uluslararası mali piyasalarda yaşanan dalgalanmaların, yurtiçi mali piyasalar ve döviz kurları üzerinde yarattığı olumsuz etkileri gidermek için, Para Politikası Kurulu Haziran ayında iki kez olağanüstü toplantı yapmıştır. 7 ve 25 Haziran 2006 tarihlerinde yaptığı bu toplantılarda politika faizini toplam 400 baz puan artırarak yüzde 13,25'ten yüzde 17,25'e yükseltmiştir. Daha sonra, 20 Temmuz 2006 tarihinde de 25 baz puanlık artış gerçekleştirmiştir. Faiz artırımlarının temel gerekçesi olarak, döviz kurlarındaki sağlıklı yükseliş ve bu yükselişin bekleyişler ile fiyatlandırma davranışlarını olumsuz etkileyerek enflasyon hedefini risk altına sokması sayılmıştır. Bu dönemde, döviz kurlarındaki sağlıklı oluşumu önlemek için, doğrudan döviz müdahalesi de dâhil olmak üzere döviz piyasasına yönelik bir dizi ek önlem yürürlüğe konulmuştur.

Para Politikası Kurulu ikinci politika faizi artırım sürecini, Mayıs-Temmuz 2008 döneminde başlatmıştır. Küresel krizin derinleşmeye başladığı bu dönemde, döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkileriyle artış eğilimine giren enerji ve işlenmiş gıda fiyatlarındaki yükselişin genel fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemesini önlemek amacıyla faiz oranları, 3 kez yükseltilmiştir. Bu dönemde Kurul, toplam talep koşullarının enflasyonu düşürücü yönde katkı sağladığı değerlendirilmesinde bulunmuş ve politika faizlerini ölçülü bir şekilde artırmıştır. Toplam faiz artırım 150 baz puan olmuştur.

Küresel finans krizi sonrasında gelişmiş ekonomilerde devam eden genişletici para politikası sermaye akımlarının güçlenmesine neden olmuştur. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin kredi imkânlarını artırmış ve ülke para birimlerinin güçlenmesine yol açarak, iç ve dış talepte ayrışmaya neden olmuştur. Güçlü sermaye akımları gerek döviz kurları üzerinden gerek bankacılık sisteminin kullanabileceği fonları artırarak, cari işlemler açığının genişlemesine katkıda bulunmuştur. Bu ortamda, Merkez Bankası fiyat istikrarı yanısıra finansal istikrarı

sağlamayı da amaç edinmeye başlamıştır. Merkez Bankası bu amaçlara ulaşmak için, kısa vadeli politika faizi yanısıra zorunlu karşılık, faiz koridoru ve likidite önlemleri gibi yeni araçlar kullanarak para politikasının etkinliğini artırmaya çalışmıştır. 2011 yılı Ekim ayından itibaren, faiz koridoru, Merkez Bankası'na para politikası yönetiminde önemli bir esneklik kazandırmış ve faizlerin günlük olarak belirlenmesi imkânı sağlamıştır. Diğer bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesi sisteminin temel özelliği olan kural bazlı para politikasından, piyasa koşullarına uyum sağlayan esnek bir para politikası uygulamasına geçilmiştir. Bu ortamda, Para Politikası Kurulu aylık toplantılarında faiz koridorunun alt ve üst sınırlarını belirlerken, Merkez Bankası İdare Merkezi, kredileri ve döviz kurlarını etkilemek için, kısa vadeli faizleri günlük olarak belirleme imkânına kavuşmuştur.

## 2. Döviz Kuru Politikası:

Enflasyon hedeflemesi sisteminin uygulamaya konulduğu 2006 yılında, kamuoyuna açıklanan para ve kur politikası metninde, döviz kuru politikası ile ilgili şu ifade yer almaktadır; “Dalgalı kur rejimi uygulamasında temel ilke, döviz kurunun bir para politikası aracı olarak kullanılmaması ve Merkez Bankası'nın herhangi bir kur hedefinin bulunmamasıdır. Bu nedendir ki, ılımlı bir rezerv artırma politikası yürüten Merkez Bankası, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını, dolayısıyla kur seviyesini mümkün olduğunca düşük düzeyde etkilemek ve dalgalı kur rejiminin temel ilkelerine ve işleyişine sadık kalmak için döviz alımlarını kuralları önceden belirlenen ihaleler yoluyla yapmaktadır... Diğer taraftan, döviz kurundaki oynaklığın her zaman olduğu gibi Merkez Bankası'nca yakından izleneceği ve kurlarda her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale edilebileceği vurgulanmıştır.”<sup>39</sup>

2006 yılı sonrasında kamuoyuna açıklanan para ve kur politikası metinlerinde de, döviz kuru politikasının genel çerçevesi aynen korunmuş ve dalgalı kur rejiminde döviz kurunun bir politika aracı olarak kullanılmadığı, Merkez Bankası'nın nominal ya da reel herhangi bir kur hedefinin bulunmadığı düzenli olarak ifade edilmiştir. 2007 yılı para ve kur politikası metninde, döviz kuru politikasının genel çerçevesiyle ilgili daha belirgin ifadeler yer almaktadır. Bu metinde, “Dalgalı kur rejiminde döviz kuru ne bir hedef, ne de bir politika aracıdır. Merkez Bankası'nın hedef olarak aldığı tek değişken enflasyon; hedeflerine ulaşmak için kullandığı temel politika aracı ise kısa vadeli faizlerdir. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın döviz kuru, büyüme ya da cari açık gibi bir değişkeni hedeflemesi söz konusu değildir”<sup>40</sup> ifadesine yer verilmiştir.

2008 yılı son çeyreğinden itibaren, küresel mali krizin derinleşmesi sonucunda dünya genelinde finansal koşullar değişmiş ve bu değişimin para politikalarına yansımaları gözlenmeye başlamıştır. Bu süreçte, merkez bankaları açısından fiyat istikrarı yanı sıra finansal istikrarın sağlanması da önemli bir amaç olmaya başlamıştır. Nitekim T.C.Merkez Bankası, 2009 yılı ve sonrasında ki para ve kur politikası metinlerinde; finansal istikrarın fiyat istikrarının ön koşullarından biri olduğunu ve Merkez Bankası'nın döviz piyasasının likidite sorunları yaşamadan etkin bir şekilde çalışabilmesi için gerekli önlemleri alabileceğini belirtmiştir. T.C.Merkez Bankası daha sonra hazırlamış olduğu politika metinlerinde, gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme politikalarının, kısa vadeli sermaye girişlerini hızlandırdığını, bunun hızlı kredi genişlemesine ve Türk lirasının giderek değerlenmesine yol açarak, 2010 yılı ikinci yarısından itibaren makro finansal risklerin ve dış dengesizliklerin birikmesine yol açtığını ifade etmeye başlamıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın makro finansal risklerin azaltılabilmesine yönelik politikalar geliştirdiğini ve bu doğrultuda, geleneksel politika aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve diğer likidite politikalarının aktif bir şekilde kullanıldığı belirtilmiştir.

<sup>39</sup> TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, sf.17-18, 5 Aralık 2005.

<sup>40</sup> TCMB, “2007 Yılında Para ve Kur Politikası”, sf.8, 13 Aralık 2006.

Merkez Bankası, açık enflasyon hedeflemesi sistemini uyguladığı 2006–2011 döneminde, genelde rezerv biriktirme amacıyla, piyasalardan net 35,2 milyar dolar tutarında döviz alımında bulunmuştur (Bakınız Tablo:19). Bu dönemde Merkez Bankası, genelde her yıl düzenli döviz alım ihaleleri ile piyasadaki alımda bulunmuş ve döviz alım ihaleleri aracılığıyla 47,4 milyar dolar tutarında döviz satın almıştır. Aynı dönemde, 15 Şubat 2006 tarihinde bir kez piyasaya alım yönlü doğrudan müdahalede bulunmuş ve 5,4 milyar dolar tutarında alım yapmıştır. Döviz alımı sonucu piyasaya çıkan Türk lirası likiditesi ise, gecelik borçlanma ile piyasadaki çekilmiş ve alımların döviz kuru seviyesi üzerine etkisi giderilmeye çalışılmıştır.

Merkez Bankası, döviz piyasalarında likidite sıkışıklığı yaşandığı ve sağlıklı döviz kuru hareketlerinin gözlemlendiği dönemlerde, döviz satım ihaleleri veya doğrudan döviz satım müdahaleleri ile piyasalara döviz likiditesi sağlamış ve döviz kurlarındaki aşırı yükselişleri önlemeye çalışmıştır. Küresel likidite koşullarının etkisiyle döviz arzının azaldığı ve döviz kurlarında aşırı yükselişin gözlemlendiği 2006 yılı Haziran ayında, Merkez Bankası üç kez doğrudan satım müdahalesinde bulunmuş ve iki kez de döviz satım ihalesi düzenleyerek, döviz piyasalarına 3,1 milyar dolar tutarında döviz likiditesi sağlamıştır. Aynı zamanda, döviz kurlarındaki yükselişin beklenişler ve enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini sınırlandırmak için politika faiz oranlarını da önemli ölçüde yükseltmiştir.

**Tablo: 19 - T.C.Merkez Bankası Döviz İhaleleri ve Doğrudan Döviz Müdahaleleri (Milyon Dolar)**

Yıllar	Döviz İhaleleri		Doğrudan Müdahaleler		Toplam Net Döviz Alımları
	Döviz Alım	Döviz Satım	Döviz Alım	Döviz Satım	
2006	4.296	1.000	5.441	2.105	6.632
2007	9.906	-	-	-	9.906
2008	7.584	100	-	-	7.484
2009	4.314	900	-	-	3.414
2010	14.865	-	-	-	14.865
2011	6.450	11.210	-	2.390	-7.150
<b>Toplam</b>	<b>47.415</b>	<b>13.210</b>	<b>5.441</b>	<b>4.495</b>	<b>35.151</b>

Kaynak: TCMB.

Merkez Bankası, küresel finansal krizin derinleştiği 2008 ve 2009 yıllarında, sınırlı sürelerde döviz satım ihaleleri düzenlemiş ve piyasalara 1,0 milyar dolar tutarında döviz satışı yapmıştır. Döviz piyasalarına ihale aracılığıyla veya doğrudan müdahale ile döviz satışları 2011 yılında yoğunlaşmıştır. 2011 yılının Ocak-Temmuz döneminde, döviz alım ihaleleri düzenleyen Merkez Bankası, Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahının bozulmasının etkisiyle döviz kurlarında yaşanan aşırı yükselişi önlemek için döviz satım ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. İhalelerde yapılan döviz satışları, zaman içinde önemli ölçüde yükseltilmiş ve Ağustos-Aralık döneminde 11,2 milyar dolar döviz satışı yapılmıştır. Ayrıca Banka, 18 Ekim ve 30 Aralık 2011 tarihlerinde iki kez piyasalara doğrudan müdahalede bulunmuş ve 2,4 milyar dolar tutarında döviz satmıştır.

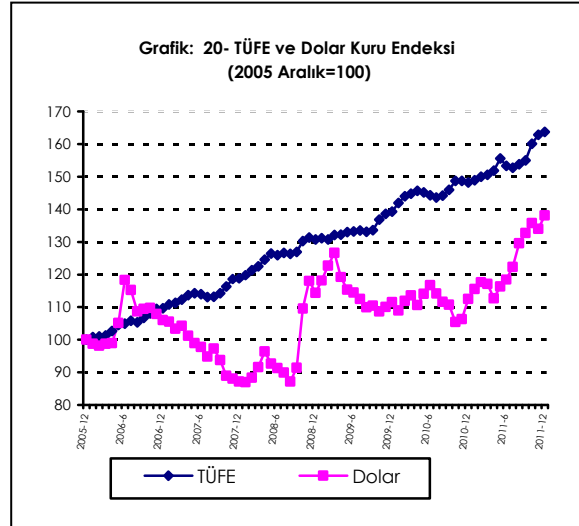
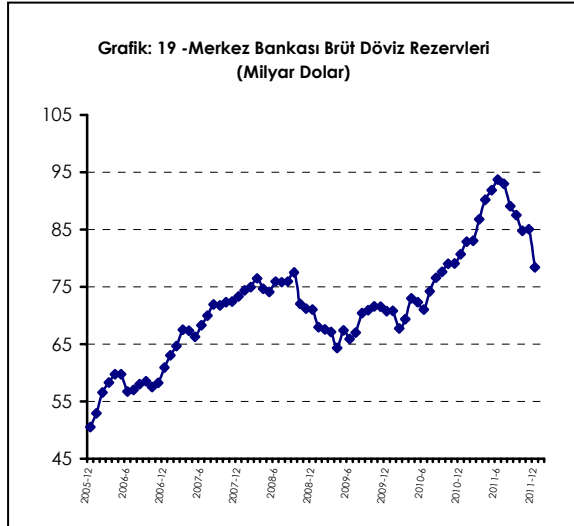
2011 yılı Ağustos ayından itibaren Türk lirasında ortaya çıkan aşırı değer kaybının, orta vadeli enflasyon beklentilerini ve enflasyon görünümünü olumsuz etkilememesi için, Merkez Bankası Ekim ayında borç verme faizlerini önemli ölçüde artırarak faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Banka, piyasaya yapılan fonlamayı ayarlayarak para piyasasındaki efektif gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksek oluşmasına izin vermiştir (Bakınız Grafik:13). Uygulanan faiz koridoru sistemiyle efektif faizler günlük olarak ayarlanmış, böylece sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve ekonomi geneli üzerindeki olumsuz yansımaları yumuşatılmaya çalışılmıştır.

Merkez Bankası'nın 2011 yılında uygulamaya başladığı yeni para politikası çerçevesinde, kısa vadeli politika faizi yanı sıra faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve likidite önlemleri gibi araçlar da kullanılmakta, böylece fiyat istikrarı ve finansal istikrarın birlikte sağlanması amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, nihai amaçlara ulaşmak için krediler ve döviz kurunun aktarım kanalları olması benimsenmiştir. TCMB bünyesinde yapılan bir çalışmaya göre, finansal istikrarı da hedefleyen bir para otoritesi için tek başına politika faizini kullanmanın yeterli olmadığı belirtilmektedir. Hem kredilerin hem de döviz kurunun istenilen yönde hareket etmesi için parasal otoritenin kısa vadeli faizle birlikte başka araçları da

devreye sokması gerektiği ve bu doğrultuda TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren araç çeşitliliğine giderek krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebileceği bir çerçeve oluşturduğu ifade edilmektedir.<sup>41</sup> Merkez Bankası, özellikle, 2011 yılı Ekim ayı ortasından itibaren, Türk lirasındaki hızlı değer kaybının enflasyon beklentileri ve hedefleri üzerindeki olumsuz etkisini sınırlandırmak için, günlük sağladığı likidite miktarını ve faiz koridorunu kullanarak gecelik piyasada oluşan faizleri önemli ölçüde yükseltmiş ve döviz kuru hareketlerini yumuşatmaya çalışmıştır.

Enflasyon hedeflemesi sistemini uygulayan ülkeler için, döviz kurundan fiyatlara geçiş para politikasının temel konularından birisini oluşturmaktadır. Özellikle, para ikamesinin yüksek olduğu Türkiye için bu konu daha büyük bir önem arz etmektedir. Zaman içinde, para ikamesinde önemli bir gerileme yaşanmış olsa da, günümüzde de bu konu önemini korumakta ve Merkez Bankası'nın döviz kurlarına yönelik tepkisinde belirleyici olmaktadır. Türkiye ekonomisi, 2001 krizinin ardından dalgalı kur rejimine geçmiş ve bu yeni rejim döviz kurundan fiyatlara geçiş sürecinde belirgin bir değişime yol açmıştır. Açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılında yapılan bir çalışmaya göre, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin, dalgalı kur rejimi öncesi dönemde 4-5 ay gibi kısa bir sürede tamamlandığı ve tüketici fiyatları üzerindeki etkisinin yüzde 60'ın üzerinde olduğu görülmektedir. Dalgalı kur rejimi sonrasında bu geçiş etkisinin tamamlanmasının daha uzun (yaklaşık 1 yıl) sürdüğü ve enflasyona geçiş etkisinin yüzde 40'lara gerilediği tahmin edilmiştir.<sup>42</sup>

Küresel krizin etkileri ve son makroekonomik gelişmeler çerçevesinde, döviz kurundan fiyatlara geçiş sürecinde değişim gözlenmiştir. Bu konuda yapılan bir çalışma, döviz kuru sepeti ve ABD dolarına gelen yüzde 1 oranındaki kalıcı bir şoka işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici fiyat göstergesinin birikimli tepkisini hesaplamaya çalışmıştır. Birinci yılın sonunda birikimli etki, ortalama olarak, döviz kuru sepeti için yüzde 15, ABD doları için ise yüzde 10 olarak hesaplanmıştır. Diğer bir ifadeyle, döviz kurundaki yüzde 10 düzeyindeki kalıcı bir artışın, çekirdek fiyat göstergesinin birikimli olarak bir yıl içinde yaklaşık yüzde 1,5 oranında artmasına neden olmaktadır. Çalışma, döviz kurundan tüketici fiyatlarına olan geçişkenliğin son yıllarda giderek azaldığına işaret etmektedir. Nitekim finansal kriz öncesi dönemde bir yıllık bir süre içinde döviz kuru sepetindeki değişimin yaklaşık yüzde 20'si (temel) tüketici fiyatlarına yansırken, bu oran küresel kriz döneminin dâhil edilmesiyle yüzde 15'lere gerilemiştir.<sup>43</sup>



<sup>41</sup> KARA, A. Hakan, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, sf.7, TCMB Çalışma Tebliği No: 12/17, Haziran 2012.

<sup>42</sup> TCMB, “Türkiye’de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçişkenlik: Yeni Endeks ile Birlikte Geçişkenlik Değişti mi?”, Kutu:22, Enflasyon Raporu 2006-I.

<sup>43</sup> TCMB, “Döviz Kuru ve İthalat Fiyat Geçişkenliğinde Güncel Tahminler”, Kutu:3.2, Enflasyon Raporu 2011-I.

2006–2011 döneminde, Türk lirası genelde değerlenme eğiliminde olmuş, uluslararası likidite koşullarının bozulduğu dönemlerde ise değer kayıpları yaşanmıştır. Genelde uluslararası likidite koşullarının bozulduğu ve sermaye çıkışlarının gözlemlendiği, 2006 yılı Mayıs-Temmuz, 2008 Ekim–2009 Mart ve 2011 yılı Ağustos-Aralık dönemlerinde Türk lirasında hızlı değer kayıpları meydana gelmiştir. Merkez Bankası, bu dönemlerde öncelikle döviz alım ihalelerine son vermiş, döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetine tekrar başlamış, döviz satım ihalelerini başlatmış veya doğrudan döviz satım müdahalesinde bulunmuştur.

2006 yılı Mayıs-Temmuz ve 2011 Ağustos-Aralık döneminde, döviz piyasalarına yönelik bu müdahalelerine ek olarak, Türk lirasındaki değer kaybının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak için faiz ve likidite koşullarını ayarlayarak parasal sıkılaştırmaya da gitmiştir. Küresel finansal krizin derinleştiği 2008 Kasım–2009 Mart döneminde ise, enflasyon riskinin azalması nedeniyle faiz indirim sürecini devam ettirmiştir. 2006–2011 döneminde TÜFE ve nominal dolar kuru endeksi karşılaştırıldığında, yukarıda belirtilen dönemlerde, döviz kurlarında bir yükseliş gözlemlendiği, ancak nominal dolar kuru endeksinin, 2006 yılı Mayıs-Ekim dönemi dışında, sürekli olarak TÜFE endeksinin altında kaldığı görülmektedir (Bakınız Grafik:20).

### 3. Çıktı Açığı:

Enflasyon hedeflemesi sisteminde, para politikası uygulaması açısından arz-talep dengesi ve buna ilişkin göstergelerin analizi orta vadeli öngörü sürecinin önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Merkez Bankası, enflasyon raporlarında orta vadeli enflasyon öngörülerini açıklarken çıktı açığına ilişkin tahminlere de yer vermektedir. Çıktı açığı, cari üretimin enflasyon yaratmayan potansiyel düzeyinden farkını göstermekte ve fiyatlar üzerinde talep yönlü baskıların boyutunun değerlendirilmesinde kullanılan temel göstergelerden birisini oluşturmaktadır.<sup>44</sup> Potansiyel üretim düzeyi, doğrudan gözlenemediğinden, çıktı açığı çeşitli istatistikî ve ekonometrik yöntemlerle tahmin edilmektedir. Kullanılan yöntem ve veri setine bağlı olarak, Türkiye için yapılan çıktı açığı hesaplamalarında birbirlerinden oldukça farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir.

Çıktı açığının negatif olması toplam talep düzeyinin enflasyon üzerinde baskı yaratmadığı, pozitif olması ise toplam talep düzeyinin enflasyon üzerinde baskı oluşturduğu anlamına gelmektedir. Enflasyon raporlarında yer alan orta vadeli enflasyon tahminleri, çıktı açığı yanı sıra, mevcut enflasyon eğilimi, bekleyişler, geriye yönelik fiyatlama davranışları, döviz kurları ve ithalat fiyatları gibi diğer değişkenler tarafından da etkilenmektedir. Çıktı açığının seviyesinin, enflasyonun düzeyinden ziyade enflasyonun eğilimi üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

Merkez Bankası enflasyon raporlarında, son yıllarda enflasyon tahminleri ve bu tahminlerde kullanılan varsayımlar özetlenirken, ilgili dönemlere ilişkin çıktı açığının sayısal tahminlerine de, 2009 yılı Temmuz Enflasyon Raporu'ndan itibaren yer vermeye başlamıştır. Daha önceki dönemlerde ise çıktı açığına ilişkin bilgiler grafikler aracılığıyla raporlarda yer almıştır. Aşağıda 2000–2011 dönemine ilişkin çıktı açığını gösteren grafik, enflasyon raporlarında yer alan çıktı açığı ile ilgili grafiklerden yararlanarak oluşturulmuştur.<sup>45</sup> Çıktı açığına ilişkin bu grafik incelendiğinde, gerek 2002–2005 yıllarındaki örtük enflasyon döneminde gerek 2006–2011 yıllarındaki açık enflasyon hedeflemesi döneminde, ekonomide sürekli olarak çıktı açığının söz konusu olduğu görülmektedir (Bakınız Grafik:21). Diğer bir ifadeyle, çıktı açığının sürekli negatif olması talep koşullarının enflasyon üzerinde bir baskı oluşturmadığına işaret etmektedir.

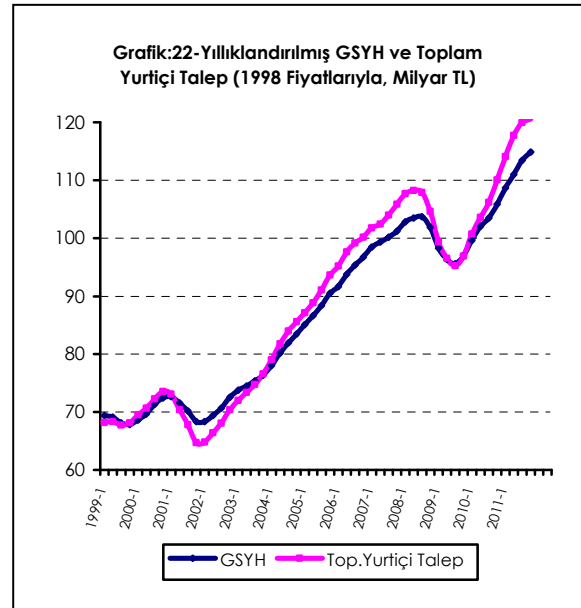
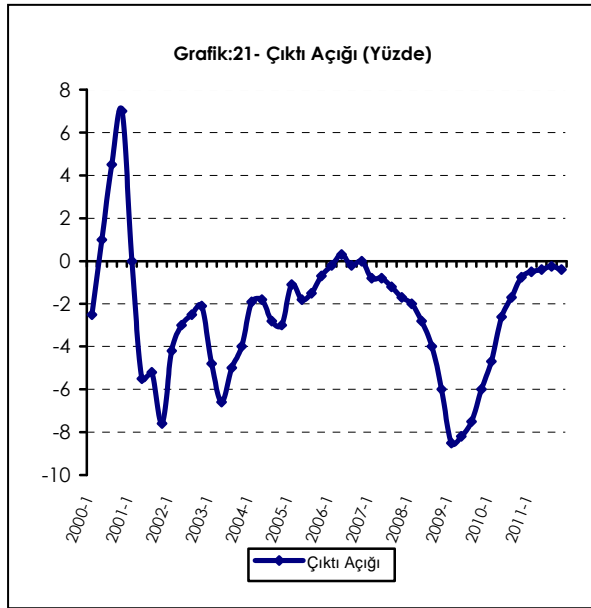
Enflasyon raporlarında, çıktı açığındaki değişim toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının azalması veya artması şeklinde yorumlanmıştır. Çıktı açığının

<sup>44</sup> ÖĞÜNÇ, Fethi-SARIKAYA, Çağrı, “Görünmez Ama Hissedilmez Değil: Türkiye’de Çıktı Açığı”, Central Bank Review, Vol.11 (July 2011), pp.15–28, Central Bank of the Republic of Turkey.

<sup>45</sup> Çıktı Açığı Grafiği; Enflasyon Raporu 2009-IV sf.60, Enflasyon Raporu 2011-III sf.115 ve Enflasyon Raporu 2012-II sf.106’da yer alan grafiklerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

arttığı dönemlerde, örneğin 2009 yılında, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkısının arttığı belirtilirken, çıktı açığının daraldığı 2011 yılında toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin azaldığı ifade edilmektedir. 2006–2011 döneminin genelinde, gerek enflasyon raporları gerek Para Politikası Kurulu faiz kararları incelendiğinde toplam talep koşullarının enflasyonist bir baskıya neden olmadığı görülmektedir. Para Politikası Kurulu'nun faiz artırımı kararları genelde, arz şokları ve döviz kurlarındaki yükselişin enflasyon beklentileri ve fiyatlamaya davranışları üzerinde yarattığı olumsuzlukları gidermek için alınmıştır.

Yıllıklandırılmış GSYH ve toplam yurtiçi talep düzeyi birlikte incelendiğinde, 2001 ve 2008–2009 yıllarında yaşanan krizlerin, GSYH ve toplam yurtiçi talep üzerinde ciddi daraltıcı etkilerinin olduğu görülmektedir (Bakınız Grafik:22). Grafikten de görüleceği gibi, 2001–2004 döneminde toplam yurtiçi talep GSYH'nın altında kalmış, 2005–2007 döneminde toplam yurtiçi talep gittikçe hızlı bir artış eğilimine girerek 2008 yılı üçüncü çeyreğine kadar GSYH'nın önemli ölçüde üzerinde seyretmiştir. 2008 yılı üçüncü çeyreğinde derinleşen küresel kriz, toplam yurtiçi talep ve GSYH'nın hızla gerilemesine yol açmış ve iki seri arasındaki fark daralmıştır. 2010 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren ise toplam yurtiçi talep büyümesi tekrar GSYH büyümesinin üzerine çıkmıştır. Toplam yurtiçi talep seviyesinin GSYH seviyesini aştığı dönemlerde, yurtiçi talepteki bu yükselişin etkisi enflasyondan ziyade dış denge üzerinde gözlenmiş ve cari işlemler dengesi açığı hızla genişlemiştir. Merkez Bankası enflasyon raporlarında, toplam yurtiçi talep düzeyinin önemli ölçüde yükseldiği bu dönemlerde de çıktı açığının, daralmakla birlikte, devam ettiği belirtilmiş ve toplam talep seviyesinin enflasyondaki düşüş sürecine desteğinin azaldığı ifade edilmiştir.



Enflasyon raporları dışında da, gerek Merkez Bankası bünyesinde gerek Merkez Bankası dışındaki kuruluşların da, Türkiye ekonomisinde çıktı açığı tahminlerine ilişkin çalışmaları bulunmaktadır. Bu çalışmalarda, genel olarak, 2002–2004 dönemi ile 2008-IV–2010 döneminde çıktı açığının negatif olduğu, 2005–2008-III dönemi arasında ise çıktı açığının pozitif olduğu tahmin edilmiştir. Bu çalışmalarda, 2011 yılında çıktı açığının sıfır veya sıfıra yakın düzeyde negatif olduğu görülmektedir<sup>46, 47, 48</sup>. 2002–2011 döneminde, enflasyon raporlarında yer alan

<sup>46</sup> ÖĞÜNÇ, Fethi-SARIKAYA, Çağrı (July 2011), a.g.e., sf, 24, Grafik:2.

<sup>47</sup> ALP, Harun-ÖĞÜNÇ, Fethi-SARIKAYA, Çağrı, "Monetary Policy and Output Gap: Mind the Composition", sf,5, Figure:1, Economic Notes, No: 2012-7/ March 02, 2012, T.C.Merkez Bankası.

<sup>48</sup> T.C.Kalkınma Bakanlığı, "Katılım Öncesi Ekonomik Program (2012–2014)", sf.26, Şekil.2.12, Aralık 2011, <http://www.kalkinma.gov.tr>. Bu raporda, Hodrick-Prescott filtresi, üretim fonksiyonu metodu, doğrusal metot ve ayrıştırılmış doğrusal metot olmak üzere dört farklı yöntemle yıllık bazda hâsıla (çıktı) açığı tahmin edilmiştir. Bazı yıllarda, model sonuçlarının önemli ölçüde farklılaştığı görülmektedir.

çıkıta açığı tahminlerinin sürekli negatif olması, yukarıda sözü edilen çalışmaların sonuçları ile bir çelişki oluşturmaktadır. Özellikle, toplam yurtiçi talepte hızlı artışların gözlemlendiği ve cari işlemler açığının hızla yükseldiği dönemlerde bile çıkıta açığı tahminlerinin negatif olması soru işaretlerini gündeme getirmiştir. Sermaye hareketlerinin serbest ve liberal bir dış ticaret rejimine sahip bir ülke olan Türkiye'de, uzun süre ekonomideki aşırı ısınmanın tek göstergesinin enflasyon üzerinde oluşan baskılar olarak kabul edilmesi bazı sorunlara da yol açmıştır. Bu yaklaşım, toplam iç talep düzeyindeki aşırı artışların etkisiyle oluşan cari işlemler dengesi açıklarının göz ardı edilmesine ve finansal istikrara ilişkin risklerin birikmesine neden olmuştur. Nitekim 2011 yılında iç ve dış denge arasındaki ayrışmanın gittikçe belirginleşmesi, finansal istikrara yönelik politika araçlarının devreye sokulmasını gerektirmiş ve dış dengede kademeli bir iyileşmenin sağlanmasına yönelik girişimler başlatılmıştır.

#### **4. Enflasyon Hedefi, Enflasyon Beklentileri ve Enflasyon Gerçekleşmeleri:**

2006 yılında başlatılan açık enflasyon hedeflemesi sisteminde, Merkez Bankası enflasyon hedefi olarak tüketici fiyatları genel endeksini hedef olarak seçmiştir. Sayısal nokta hedef olarak seçilen enflasyon hedefi, üç yıllık bir dönem için Hükümetle birlikte belirlenmektedir. Nokta hedefle birlikte belirsizlik aralığı da (+/- 2 puan), ilgili yılın para ve kur politikası metinlerinde üç yıllık bir dönem için kamuoyuna açıklanmıştır. Merkez Bankası 2010 yılına kadar, para ve kur politikası metinlerinde, ilgili yılın üçer aylık dönem sonları için hedefle tutarlı patika ve belirsizlik aralığını açıklamış, 2010 yılından itibaren yılsonu enflasyon hedefi üçer aylık dönem sonları itibarıyla sabit tutulmuştur.

Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesine göre, hedeften belirgin olarak sapıldığında veya sapma olasılığı ortaya çıktığında hesap verebilirlik mekanizmasının devreye gireceği belirtilmiştir. Buna göre, gerçekleşen enflasyonun hedefi aşması durumunda Merkez Bankası'nın Hükümet'e hitaben açık bir mektup yazması ve bu mektupta sapmanın nedenleri ve tekrar hedefe dönüş için gerekli tedbir ve politika kararlarının açıklanması gerekmektedir. Hesap verebilirlik mekanizması için, Merkez Bankası üçer aylık dönem sonları için hedefle uyumlu patika ve bu patikanın etrafında her iki yönde 2 puanlık belirsizlik aralığı oluşturmuştur. İlgili üçer aylık dönem sonunda, gerçekleşen TÜFE enflasyonunun bu hedef patika çevresinde oluşturulan belirsizlik aralığını aşması durumunda, Merkez Bankası tarafından Hükümet'e açık mektup yazılmış ve belirsizlik aralığının aşılmasının nedenleri ile politika önerileri açıklanmıştır.

Merkez Bankası 2006–2011 döneminde, hesap verebilirlik mekanizması çerçevesinde Hükümet'e 13 adet açık mektup yazmıştır. Bu mektuplardan 11 adedi belirsizlik aralığının üst sınırının aşılması, 2 adedi ise belirsizlik aralığının alt sınırının altında kalınması nedeniyle yazılmıştır (Bakınız Tablo:20). Merkez Bankası 3 Haziran 2008 tarihinde de, mevcut ve orta vadeli enflasyon görünümünü dikkate alarak 2009–2010 yılları için enflasyon hedefinin revize edilmesine ve 2011 yılı için de enflasyon hedefinin belirlenmesine ilişkin Hükümet'e açık mektup yazmıştır. Bu mektupla Hükümet'e, daha önce 2009–2010 yılları için yüzde 4 olarak açıklanan enflasyon hedefinin, 2009 yılsonu için yüzde 7,5'e, 2010 yılsonu için yüzde 6,5'e yükseltilmesi ve 2011 yılsonu için enflasyon hedefinin yüzde 5,5 olarak belirlenmesi önerilmiştir. Merkez Bankası, enflasyon hedefi revize edilmesine karşın, 2008 yılı için "hesap verme yükümlülüğünü" değiştirmemiş ve 2008 yılının kalan döneminde de 2007 yılı Aralık ayında 2008 yılı için açıklamış olduğu yüzde 4 enflasyon hedefiyle uyumlu patikayı korumuştur.

Merkez Bankası 2006–2008 döneminde yüzde 4 olarak tespit ettiği orta vadeli enflasyon hedefini, "2010 Yılında Para ve Kur Politikası" metninde yüzde 5'e yükseltmiş ve bununla uyumlu olarak 2012 yılı enflasyon hedefini yüzde 5 olarak açıklamıştır. Merkez Bankası "2010 Yılında Para ve Kur Politikası" metninde, gelişmiş ülkelere göre görece yüksek olan bu hedefin belirlenme nedenleri olarak şu hususları sıralamıştır: Türkiye ekonomisine özgü nedenler ve yapısal reform süreci, geçmişte yaşanan yüksek enflasyon döneminin oluşturduğu katılıklar, Avrupa Birliği'ne yakınsama sürecinin fiyat düzeyine etkileri, fiyat endekslerine ilişkin ölçüm sorunları ve para politikası kontrolünde olmayan dışsal sorunlar.<sup>49</sup>

<sup>49</sup> TCMB, "2010 Yılında Para ve Kur Politikası" EK-1, 10 Aralık 2009.

**Tablo: 20 - Açık Mektuplar ve Nedenleri**

Tarih	İlgili Dönem	Hedef ve Belirsizlik Aralığı (%)			TÜFE (Yıllık %)	Gereççe
		Üst Sınır	Hedef/ Patika	Alt Sınır		
14.07.2006	Haziran 2006	8,5	6,5	4,5	10,12	Üst sınırın Aşılması
30.10.2006	Eylül 2006	7,8	5,8	3,8	10,55	Üst sınırın Aşılması
22.01.2007	Aralık 2006	7,0	5,0	3,0	9,65	Üst sınırın Aşılması
31.01.2008	Aralık 2007	6,0	4,0	2,0	8,39	Üst sınırın Aşılması
30.04.2008	Mart 2008	9,1	7,1	5,1	9,15	Üst sınırın Aşılması
28.07.2008	Haziran 2008	8,5	6,5	4,5	10,61	Üst sınırın Aşılması
31.10.2008	Eylül 2008	8,3	6,3	4,3	11,13	Üst sınırın Aşılması
26.01.2009	Aralık 2008	6,0	4,0	2,0	10,06	Üst sınırın Aşılması
29.07.2009	Haziran 2009	10,8	8,8	6,8	5,73	Alt sınırın altında kalınması
27.10.2009	Eylül 2009	10,5	8,5	6,5	5,27	Alt sınırın altında kalınması
29.04.2010	Mart 2010	8,5	6,5	4,5	9,56	Üst sınırın Aşılması
26.10.2010	Eylül 2010	8,5	6,5	4,5	9,24	Üst sınırın Aşılması
31.01.2012	Aralık 2011	7,5	5,5	3,5	10,45	Üst sınırın Aşılması

Kaynak: TCMB Basın Duyuruları.

NOT: 3 Haziran 2008 tarihinde enflasyon hedefleri ve belirsizlik aralığı alt-üst limitleri yükseltilmesine karşın, hesap verilebilirlik açısından önceki hedefler kullanılmıştır.

Enflasyon hedeflemesi sisteminde, para politikası kararlarına yön vermesi açısından, enflasyon tahminleri de önemli bir yer tutmaktadır. "Enflasyon hedeflemesi sistemi aynı zamanda "tahmin hedeflemesi" olarak da adlandırılmaktadır. Para politikası kararlarının enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak görüldüğünden, para politikasının enflasyon tahminlerine yönelik oluşturulması daha etkin bir yöntem olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması, tahminlere önemli bir rol yüklemekte ve politika kararları alınırken tahminlerin hedeflerle uyumuna dikkat edilmektedir"<sup>50</sup>.

Merkez Bankası 2006 yılından itibaren yayınlamaya başladığı Enflasyon Raporlarında, orta vadeli enflasyon tahminlerine de yer vermiştir. Başlangıçta 18 ay için verilen enflasyon tahminleri, 2007 yılında 2 yıllık bir zaman dilimini kapsayacak şekilde sunulmaya başlanmıştır. 2008 yılı Nisan ayından itibaren, iktisadi birimlerin öngörülerini daha iyi görebilmelerine ve daha uzun vadeli bir perspektif oluşturabilmelerine katkıda bulunmak amacıyla tahmin ufku 3 yıla uzatılmıştır. Yılda dört kez yayınlanan enflasyon raporlarında, içinde bulunan yılın sonu ile ilgili enflasyon tahminleri belirli bir aralık içinde ve orta nokta tahmini olarak kamuoyuna açıklanmıştır(Bakınız Tablo:21). Bu tahminler aracılığıyla, enflasyon görünümü ve bu görünüme ilişkin para politikası duruşu konusunda ekonomik birimlere mesajlar iletilerek, ekonomik birimlerin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları etkilenmeye çalışılmıştır.

**Tablo: 21- Yıllık TÜFE Hedef, Beklenti, Tahmin ve Gerçekleşmesi (Yıllık, %)**

	Hedef	12 Ay Önceki Beklenti(1)	Enflasyon Raporları Tahminleri (Orta Nokta )				Gerçekleşme
			I (Ocak)	II (Nisan)	III (Temmuz)	IV (Ekim)	
2006	5,0	5,84	5,5	5,6	9,8	9,9	9,7
2007	4,0	7,11	5,1	5,8	6,0	7,3	8,4
2008	4,0	6,14	5,5	9,3	10,6	11,1	10,1
2009	7,5	8,45	6,8	6,0	5,9	5,5	6,5
2010	6,5	6,56	6,9	8,4	7,5	7,5	6,4
2011	5,5	6,95	5,9	6,9	6,9	8,3	10,5

Kaynak: TCMB.

(1) Uygun ortalama, ikinci dönem verisi.

Merkez Bankası, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası" metninde, enflasyon hedefinin, sadece, para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda değiştirileceğini ifade etmiştir. Geçici şokların, enflasyon hedeflerini değil, enflasyon tahminlerini değiştireceği

<sup>50</sup> KARA, A. Hakan-ORAK, Musa, "Enflasyon Hedeflemesi", TCMB, Ekim 2008.



belirtmiştir. Böylesi bir durumda, ekonomik birimler için referans olması gereken değerler kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede ise enflasyon hedefi olacağı ifade edilmiştir.

Merkez Bankası, daha sonraki para ve kur politikası metinlerinde de enflasyon hedefi ile tahmini arasındaki farkı sık, sık kamuoyuna açıklamıştır. Merkez Bankası'na göre, "hedef" enflasyonun orta vadede nereye gideceği bilgisini içerirken; "tahmin" enflasyonun hedefe doğru ilerlerken izlemesi öngörülen seyri göstermektedir. Dolayısıyla, iktisadi birimlerin orta vadede enflasyon hedefini, daha kısa vadelerde ise Merkez Bankası'nın enflasyon tahminlerini referans almasının uygun olacağı belirtilmiştir.<sup>51</sup> Merkez Bankası, enflasyonun hedeflenen oranların üzerinde olduğu dönemlerde Enflasyon Raporlarında sunulan tahminlerin ayrı bir önem kazandığını belirtmiş ve tahminlerin enflasyonun orta vadeli hedefe doğru yaklaşırken hangi yolu izleyeceği ve para politikası duruşu konusunda kamuoyunu bilgilendirme işlevini üstlendiğini ifade etmiştir.<sup>52</sup>

Enflasyon hedeflemesi sistemi açısından önemli konulardan birisi de, ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini etkilemektir. Bu amaçla, merkez bankaları uyguladıkları politikalar ve bunların sonuçları konusunda kamuoyunu sık, sık bilgilendirmek amacıyla iletişim politikasını etkin bir şekilde kullanmaya çaba göstermektedirler. Bu çerçevede, T.C. Merkez Bankası da yılda dört kez enflasyon raporu yayınlamakta, yılda iki kez Hükümet ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na para politikaları ve enflasyon gelişmeleri hakkında bilgi vermekte ve aylık enflasyon değerlendirme notları yayınlamaktadır. Ayrıca, Para Politikası Kurulu'nun faiz kararları ve Kurul'un faiz kararlarına ilişkin toplantı özetleri de kamuoyuna açıklanmaktadır. Bu resmi dokümanlara ilave olarak, T.C. Merkez Bankası bünyesinde yapılan teknik çalışmalar ile para politikası, enflasyonist süreç ve çeşitli ekonomik konular hakkında toplumun tüm kesimleri bilgilendirilmeye çalışılmaktadır. İletişim politikasının tüm bu araçları, para politikasının işleyişi, etkileri ve diğer alanlara yansımaları konusunda bilgi verirken, ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini etkilemeye çalışmakta ve bu beklentilerin hedefle uyumlu şekilde oluşmasına çaba göstermektedir.

Enflasyon beklentileri, bir yandan fiyatlandırma ve ücret davranışlarını değiştirerek enflasyonu doğrudan etkilerken, diğer yandan iktisadi birimlerin tüketim, tasarruf ve yatırım gibi kararları üzerinde etkili olarak enflasyon üzerinde dolaylı yoldan belirleyici olmaktadır. Ayrıca, enflasyon beklentileri iç borçlanma maliyetleri, döviz kuru hareketleri ve risk primi gibi enflasyon üzerinde belirleyici olan diğer değişkenleri de etkileyebilmektedir.<sup>53</sup> Gelişmekte olan ülkelerde beklentiler kanalının işleyişinin daha zayıf olduğu görülmektedir. Bunun temel nedenleri, bu ülkelerin uzun yıllar yüksek ve kronik enflasyon yaşamaları ve geçmişteki uygulamalar nedeniyle para politikası taahhütlerine olan güvenin zayıf olmasıdır.

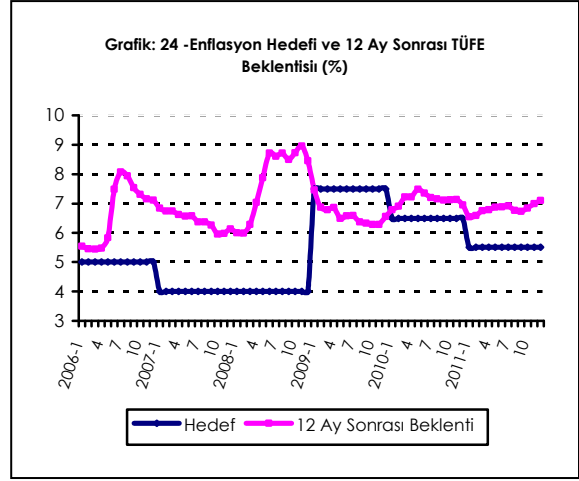
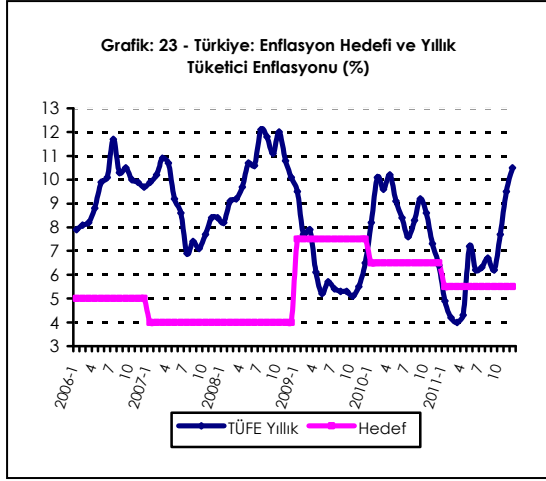
Açık enflasyon hedeflemesi sisteminin uygulanmaya başlandığı 2006 yılının Mayıs-Haziran döneminde, küresel likidite koşullarının olumsuzlaşması sonucunda döviz kurlarında yaşanan ani yükseliş enflasyon ve enflasyon beklentilerinin hızla yükselmesine neden olmuştur. Gerçekleşen enflasyonun hedeften önemli ölçüde uzaklaşması, enflasyon hedefinin beklentiler açısından referans olma özelliğini de ortadan kaldırmıştır (Bakınız Grafik: 23-24). Bu durum, iki yıl sonra enflasyon hedefinin revize edilmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. 3 Haziran 2008 tarihinde Hükümet'e yazılan açık mektupta enflasyon hedefinin değiştirilmesi ile ilgili şu değerlendirmeye yer verilmiştir. "Merkez Bankası bünyesinde yapılan çalışmalar, enflasyon beklentileri oluşturulurken giderek artan oranda geçmiş enflasyona ağırlık verildiğine ve mevcut enflasyon hedeflerinin beklentileri şekillendirmekteki gücünün son dönemde belirgin olarak azaldığına işaret etmektedir... Enflasyon hedeflerinin mevcut şokları göz önüne alacak şekilde güncellenmesi hedeflerin iktisadi birimlerce yeniden referans olarak algılanmasına da katkıda bulunacaktır."<sup>54</sup> Merkez Bankası'nın Hükümet'e yaptığı öneri çerçevesinde, 2009-2011 yılları için enflasyon hedefleri, sırasıyla, yüzde 7,5, yüzde 6,5 ve yüzde 5,5 olarak belirlenmiş ve enflasyon beklentilerinin kontrol edilmesi amaçlanmıştır.

<sup>51</sup> TCMB, "2010 Yılında Para ve Kur Politikası", sf.12, 10 Aralık 2009.

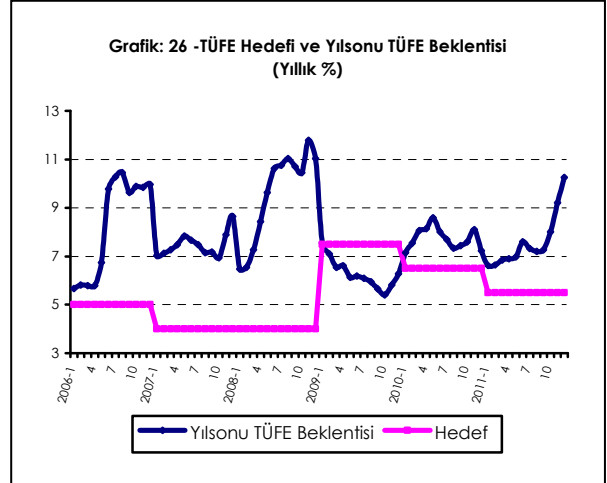
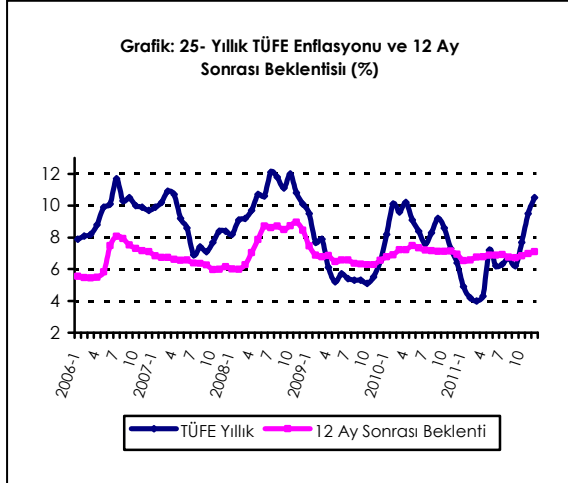
<sup>52</sup> TCMB, "2008 Yılında Para ve Kur Politikası", sf.6, 18 Aralık 2007.

<sup>53</sup> KARA, A. Hakan-ORAK, Musa, "Enflasyon Hedeflemesi", sf.30, TCMB, Ekim 2008.

<sup>54</sup> TCMB, "3 Haziran 2008 Tarihli Açık Mektup", sf.2, Sayı:2008-24.



2006–2008 döneminde, gerek gerçekleşen enflasyon gerek enflasyon beklentileri ile hedef arasında önemli bir farklılaşma gözlenmiştir. Bu dönemde enflasyon beklentileri ile hedef arasındaki ilişki zayıflamış, gerçekleşen enflasyon ve döviz kuru hareketlerinin enflasyon beklentileri üzerindeki belirleyiciliği artmıştır. Küresel finansal krizin 2008 yılı son çeyreğinde derinleşmesi sonucunda, başta petrol olmak üzere diğer emtia fiyatlarında düşüş gözlenmiştir. Finansal kriz dünya genelinde büyüme oranlarını olumsuz etkilerken, Türkiye'de de GSYH ve yurtiçi talep düzeyinde önemli bir düşüşe neden olmuştur. Emtia fiyatlarındaki düşüş ve yurtiçi talepteki bu gerileme, hem doğrudan hem de döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisini zayıflatması ile, dolaylı olarak yıllık TÜFE enflasyonunu olumlu etkilemiştir. Bu olumlu etkiler sonucunda, 2009 yılında TÜFE enflasyonu ve enflasyon beklentileri hedefin altında kalmıştır. 2009–2011 döneminde yıllık TÜFE enflasyonu, hedefin çevresinde önemli ölçüde dalgalanma gösterirken, enflasyon beklentilerinde daha sınırlı bir dalgalanma gözlenmiştir. Bu dönemde, 12 ay sonrası için enflasyon beklentileri yüzde 7 civarında dalgalanmış ve enflasyon gerçekleştirmeleri ile döviz kuru hareketlerine daha sınırlı tepki vermiştir. Diğer bir ifadeyle, küresel kriz ve sonrasında, yıllık TÜFE enflasyonu önemli ölçüde dalgalanma gösterirken, 12 ay sonrası enflasyon beklentileri daha istikrarlı bir yapı göstermiştir.



Yıllık TÜFE gerçekleştirmeleri ile 12 ay sonrası enflasyon beklentileri karşılaştırıldığında, 2010 yılına kadar beklentilerin gerçekleşen enflasyondan belirgin olarak etkilendiği, ancak 2010 ve 2011 yıllarında gerçekleşen enflasyonun beklentilere etkisinin daha zayıfladığı görülmektedir (Bakınız Grafik:25). Nitekim 2011 yılı Ağustos ayından itibaren Türk lirasının aşırı ölçüde değer kaybetmesi ve yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki fiyat ayarlamaları, 2011 yılı sonlarında yıllık TÜFE enflasyonunu iki haneli rakamlara yükseltmiş, buna karşın 12 ay sonrası enflasyon beklentilerinde ciddi bir bozulma gözlenmemiş ve beklentiler yüzde 7 civarında seyretmiştir. Ancak bu dönemde, yıllık TÜFE enflasyonu hedeften ciddi ölçüde uzaklaşmıştır.

## V. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME:

2006–2011 döneminde uygulanan “Açık Enflasyon Hedeflemesi Sistemi”, Merkez Bankası ile piyasalar arasındaki iletişimi güçlendirmiş, para politikasının şeffaflığını ve hesap verilebilirliğini önemli ölçüde artırmıştır. Bu amaca yönelik olarak, Merkez Bankası Hükümet’le birlikte ileriye yönelik enflasyon hedeflerini açıklamış, Para Politikası Kurulu aylık düzenli toplantılar yapmış, toplantılara ilişkin değerlendirme ve özet tutanaklar yayınlanmış, faiz kararları oylama suretiyle belirlenmiş, ekonomideki gelişmelerin değerlendirildiği ve üçer aylık dönemler itibariyle enflasyon tahminlerinin yer aldığı enflasyon raporları yayınlanmaya başlanmıştır. Ayrıca, enflasyon hedefinin aşılması durumunda, Merkez Bankası tarafından Hükümet’e açık mektup yazılması uygulaması getirilmiş ve enflasyonun aşılma nedenleri ile alınacak önlemlerin belirtildiği mektuplar, kamuoyuna da açıklanmıştır.

Merkez Bankası enflasyon hedefi olarak tüketici fiyatları genel endeksini hedef olarak seçmiştir. Sayısal nokta hedef olarak seçilen yıllık TÜFE enflasyon hedefi ile birlikte belirsizlik aralığı da (+/- 2 puan), ilgili yılın para ve kur politikası metinlerinde üç yıllık bir dönem için kamuoyuna açıklanmıştır. Merkez Bankası 2010 yılına kadar, para ve kur politikası metinlerinde, ilgili yılın üçer aylık dönem sonları için hedefle tutarlı patika ve belirsizlik aralığını birlikte kamuoyuna duyurmuştur. Bu dönemde, “Hesap Verebilirlik Mekanizması” için üçer aylık dönem sonları itibariyle belirlenen hedef patika ve belirsizlik aralığı kullanılmıştır. Ancak, 2010 yılından itibaren hedef patika açıklamasına son verilmiş, yılsonu enflasyon hedefi üçer aylık dönem sonları itibariyle sabit tutulmuştur.

2006–2011 döneminde enflasyon gelişmeleri değerlendirilirken, Merkez Bankası genel TÜFE endeksindeki fiyat hareketleri yanı sıra, para politikası kontrolünde olmayan bazı ürün gruplarının dışlandığı Özel Kapsamlı TÜFE Göstergelerini de kullanmıştır. 2006 yılı başında yayınlanan enflasyon raporlarında, para politikası enflasyon ilişkisi değerlendirilirken E\*-Endeksi (E-Endeksinden mevsimlik ürünler dışlanmıştır) ve D\*-Endeksi (enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içkiler ve tütün ürünleri ile altın hariç) tanımlamaları yapılmış ve çekirdek enflasyon değerlendirmelerinde bu endeksler kullanılmıştır. 2006 yılı Eylül ayında TÜİK, Özel Kapsamlı H-Endeksini (enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ile altın hariç) yayınlamış ve bu tarihten itibaren Merkez Bankası çekirdek enflasyon değerlendirmelerinde H-Endeksini kullanmaya başlamıştır. Merkez Bankası 2008 yılı başından itibaren, işlenmiş gıda ürünlerini de dışlayarak çekirdek enflasyondaki gelişmeleri değerlendirmiştir. 2008 yılı Nisan ayında TÜİK, Özel Kapsamlı I-Endeksini (enerji, gıda ve içecekler, alkollü içkiler ve tütün ürünleri ile altın hariç) kamuoyuna açıklamış ve bu tarihten itibaren Merkez Bankası temel çekirdek enflasyon göstergesi olarak I-Endeksini kullanmaya öncelik vermiştir.

2006–2011 döneminde, yıllık TÜFE enflasyonu, 2009 ve 2010 yılları hariç, enflasyon hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir. Çekirdek enflasyon göstergesi olan I-Endeksi ile ölçülen enflasyon ise, 2009 ve 2010 yılı dışında, hedefin üstünde kalmış, 2007 yılında ise hedefe oldukça yakın gerçekleşmiştir. Özellikle, 2006–2008 döneminde, 2006 yılı Mayıs-Haziran dönemindeki finansal dalgalanma ve sonrasında emtia fiyatlarındaki artışın etkisiyle, enflasyon hedefi önemli ölçüde aşılmış ve yüzde 4 olan hedef anlamını yitirmiştir. Bu nedenle, 2008 yılı Haziran ayında 2009–2011 yılları için enflasyon hedefleri, sırasıyla, yüzde 7,5, yüzde 6,5 ve yüzde 5,5’e yükseltilmiştir.

Enflasyon raporları incelendiğinde, enflasyon hedefinin aşılmasında; petrol, işlenmemiş gıda fiyatları ve diğer emtia fiyatlarındaki yükseliş gibi arz şokları ile uluslararası likidite koşullarındaki bozulma sonucu döviz kurlarındaki yükseliş temel nedenler olarak sayılmıştır. 2006–2011 döneminde, enflasyon raporları ile Para Politikası Kurulu politika faiz kararları incelendiğinde, toplam talep koşullarının genelde, enflasyondaki düşüş eğilimini desteklediğinin ifade edildiği görülmektedir. Nitekim enflasyon raporlarında verilen çıktı açığı tahminlerinin incelenen tüm dönem boyunca negatif olması da bu eğilime işaret etmektedir. Ancak, toplam yurtiçi talepte hızlı artışların gözlemlendiği ve cari işlemler açığının önemli ölçüde yükseldiği dönemlerde bile çıktı açığı tahminlerinin negatif olması, kamuoyunda çıktı açığı tahminlerinin tartışılmasını da gündeme getirmiştir.

Merkez Bankası'nın 2006–2011 döneminde, piyasadaki likidite düzeyini ayarlamak için, kullandığı kısa vadeli politika faizi zaman içinde değişiklik göstermiştir. 2001 Şubat krizi sonrasında oluşan likidite fazlası Mayıs 2008 tarihine kadar sürmüştür. Likidite fazlalığının olduğu bu dönemde, piyasadaki likidite düzeyini belirleyen temel politika faiz oranı Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma faizi olmuştur. Likidite açığının ortaya çıktığı Mayıs 2008 tarihi sonrasında ise, Merkez Bankası piyasanın likidite ihtiyacını düzenli olarak gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlamaya başlamış, ancak gecelik borçlanma faizi politika faizi olmaya devam etmiştir. Merkez Bankası, 18 Mayıs 2010 tarihine kadar, politika faizi olarak gecelik borçlanma faiz oranını kullanmış, bu tarihten itibaren "bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı" politika faizi olarak ilan edilmiştir. Merkez Bankası 2011 yılı Ekim ayından itibaren, piyasadaki günlük likidite miktarını aşağı ve yukarı doğru ayarlayarak efektif bir faiz oranı oluşturmaktadır. Bir hafta vadeli repo ihale faizi politika faizi olarak korunurken, efektif faiz oranının faiz koridoru içinde kalacak şekilde belirlenmesi söz konusu olmaktadır. 2011 yılı Ekim-Aralık döneminde, piyasalar açısından günlük efektif faiz oranı belirleyici olmuş ve politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranı ile efektif faiz oranı arasında önemli bir farklılaşma gözlenmiştir.

İncelenen dönemde, enflasyon hedeflemesi sistemini uygulayan diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye'de de, döviz kurlarından fiyatlara geçiş para politikasının temel konularından birisini oluşturmuştur. Özellikle, para ikamesinin ve firmaların yabancı para yükümlülüklerinin yüksek olduğu Türkiye için bu konu daha büyük bir önem taşımış ve Merkez Bankası'nın döviz kurlarına yönelik tepkisinde belirleyici olmuştur. Türkiye ekonomisi, 2001 krizinin ardından dalgalı kur rejimine geçmiş ve bu yeni rejim döviz kurundan fiyatlara geçiş sürecinde belirgin bir değişime yol açmıştır. Açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılından bugüne kadar da döviz kurundan fiyatlara geçişte önemli bir düşüş gözlenmiştir. 2006–2011 döneminde, Türk lirası genelde değerlenme eğiliminde olmuş, uluslararası likidite koşullarının bozulduğu dönemlerde ise değer kayıpları yaşanmıştır. Genelde sermaye çıkışlarının gözlemlendiği bu dönemlerde, Türk lirasında hızlı değer kayıpları meydana gelmiştir. Merkez Bankası bu dönemlerde, öncelikle döviz alım ihalelerine son vermiş, döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetine tekrar başlamış, döviz satım ihalelerini başlatmış, doğrudan döviz satım müdahalesinde bulunmuş ve politika faiz oranlarını yükseltmiştir.

2006–2011 döneminde, Para Politikası Kurulu'nun politika faizi indirim kararlarının, enflasyon endişelerinin azaldığı ve küresel krizin çıkış ve derinleştiği dönem olan Eylül 2007 ile Kasım 2009 tarihleri arasında yoğunlaştığı görülmektedir. İncelenen dönemde, faiz artırımı kararları ise, genelde finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmaların ve dışsal şokların olumsuz etkilerini gidermek amacıyla alınmıştır. Bu dönemdeki ilk faiz artırımı sürecini, 2006 yılı Mayıs ayında uluslararası mali piyasalarda yaşanan dalgalanmaların, yurtiçi mali piyasalar ve döviz kurları üzerinde yarattığı olumsuz etkileri gidermek için başlatmıştır. Faiz artırımlarının temel gerekçesi olarak, döviz kurlarındaki sağlıksız yükseliş ve bu yükselişin bekleyişler ile fiyatlandırma davranışlarını olumsuz etkileyerek enflasyon hedefini risk altına sokması sayılmıştır. Bu dönemde, döviz kurlarındaki sağlıksız oluşumu önlemek için, doğrudan döviz müdahalesi de dâhil olmak üzere döviz piyasasına yönelik bir dizi ek önlem yürürlüğe konulmuştur. Para Politikası Kurulu ikinci politika faizi artırımı sürecini, Mayıs-Temmuz 2008 döneminde gerçekleştirmiştir. Küresel krizin derinleşmeye başladığı bu dönemde, döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkileriyle artış eğilimine giren enerji ve işlenmiş gıda fiyatlarındaki yükselişin genel fiyatlandırma davranışlarını olumsuz etkilemesini önlemek amacıyla faiz oranları yükseltilmiştir. 2011 yılı Ekim-Aralık döneminde, üçüncü faiz artırımı süreci başlatılmıştır. Ancak, bu dönemde, Para Politikası Kurulu politika faizini sabit tutarken, Merkez Bankası piyasaya sağladığı günlük likidite miktarını ayarlamış ve faiz koridorunu kullanarak efektif faiz oranını önemli ölçüde yükseltmiştir. Efektif faiz oranlarının yükseltilmesinin gerekçesi olarak, döviz kurlarındaki aşırı oynaklığın ve düzensiz hareketlerin ekonomik ve finansal istikrar açısından olumsuz etkilerini gidermek ve enflasyondaki belirgin yükselişi önlemek sayılmıştır. Bu dönemde, Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılıklarda indirim yapılmış, yüklü miktarda döviz satım ihaleleri düzenlenmiş ve doğrudan döviz müdahaleleri de yapılmıştır.

2006–2011 yıllarındaki açık enflasyon hedeflemesi sistemi uygulamalarının üç farklı aşamadan geçtiği görülmektedir. Birinci aşama olan 2006–2010 Ekim döneminde, enflasyon hedeflemesi sisteminin “Tek Hedef-Tek Araç” ilkesinin, özellikle 2006–2008 döneminde katı bir şekilde uygulandığı görülmektedir. Bu dönemde, fiyat istikrarı amacı tek hedef olarak belirlenirken, politika faizinin bu amaca ulaşmak için tek ve yeterli araç olduğu kabul edilmiştir. Ancak, küresel krizin derinleştiği ve enflasyon endişelerinin azaldığı 2008 yılı Ekim ayı sonrasında, fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek koşuluyla büyüme ve istihdamın desteklemesi amacının da para politikası kararlarında etkili olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, politika faiz indirim süreci hızlandırılmış, kredi genişlemesini teşvik etmek ve aracılık maliyetlerini düşürmek için zorunlu karşılık oranlarında indirime de gidilmiştir.

İkinci aşama olan 2010 Kasım–2011 Eylül döneminde, enflasyon hedeflemesinin “Tek Hedef-Tek Araç” ilkesinde önemli bir değişim gözlenmiştir. Bu değişimin temel nedeni, küresel kriz ve sonrasında yaşanan gelişmelerin, fiyat istikrarını amaçlayan para politikalarının finansal ve makroekonomik istikrarı sağlamakta tek başına yeterli olamayacağına anlaşılmasıdır. Küresel kriz sonrasında gelişmiş ekonomilerde devam eden genişletici para politikaları sermaye akımlarının güçlenmesine, gelişmekte olan ülkelerin kredi imkânlarının artmasına ve ülke para birimlerinin güçlenmesine yol açarak, iç ve dış talepte ayrışmaya neden olmuştur. Türkiye’de de, Türk lirasının güçlenmesi ve kredi arzındaki artış cari işlemler açığının genişlemesine katkıda bulunmuş ve bu durum finansal istikrar açısından risk oluşturmaya başlamıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankası fiyat istikrarı yanı sıra finansal istikrarı da para politikası amacına dâhil etmiş ve para politikasının bu iki amacı gerçekleştirmek için araç çeşitliliğini de artırmıştır. Bu dönemde politika faizi ile birlikte, zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru, likidite önlemleri ve kredi arzının sınırlandırılmasına ilişkin düzenlemeler uygulamaya konulmuştur.

Enflasyon hedeflemesi sistemi açısından üçüncü aşama 2011 Ekim ayında başlamıştır. Bilindiği gibi, enflasyon hedeflemesi sisteminin en önemli özelliklerinden birisi “Kurala Bağlı (rule based)” bir para politikası sistemi olmasıdır. Bu çerçevede, kısa vadeli politika faizi Para Politikası Kurulu’nun aylık düzenli toplantılarında oylama ile belirlenmekte ve kamuoyuna açıklanmaktadır. Ancak, 2011 Ekim ayından itibaren “Kurala Bağlı” para politikası çerçevesinde önemli bir değişim olmuştur. Merkez Bankası, 2011 Ekim ayından itibaren, piyasaya sağladığı likidite miktarını ayarlayarak efektif faiz oranını günlük olarak belirleme esnekliğine kavuşmuştur. Bu kapsamda, Para Politikası Kurulu faiz koridoru olarak adlandırılan gecelik borçlanma ve gecelik borç verme faiz oranlarını belirlemekte, Merkez Bankası İdare Merkezi ise “bir hafta vadeli repo” fonlama miktarını ayarlayarak, günlük efektif faiz oranının faiz koridoru içinde oluşmasını sağlamaktadır. Bu uygulama ile “Kurala Bağlı” para politikası ilkesinden uzaklaşarak “İsteğe Bağlı (discretionary)” para politikası uygulaması ön plana geçmiş ve Merkez Bankası günlük piyasa koşullarına göre faiz oranını belirleme esnekliğine kavuşmuştur.

Sonuç olarak, 2006–2011 döneminde uygulanan enflasyon hedeflemesi sistemi, Türkiye’de Merkez Bankası ile piyasalar arasındaki iletişimi güçlendirmiş, para politikasının şeffaflığını artırmış ve ekonomik birimlerin beklentilerini etkilemekte Merkez Bankası’nın rolünü güçlendirmiştir. Ancak, dışsal olumsuz şoklar ve piyasalarda güven bunalımının gözlemlendiği dönemlerde, enflasyon hedeflemesi sisteminin ciddi sorunlarla karşılaşabileceği ve “tek hedef-tek araç” yaklaşımının finansal ve makroekonomik istikrarı sağlamak açısından yeterli olmadığı da gözlenmiştir.

## **KAYNAKLAR**

ALP, Harun-ÖĞÜNÇ, Fethi-SARIKAYA, Çağrı, "Monetary Policy and Output Gap: Mind the Composition", TCMB-Economic Notes, No: 2012-7/March 02, 2012, <http://www.tcmb.gov.tr>.

KARA, A. Hakan-ORAK, Musa, "Enflasyon Hedeflemesi", T.C. Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr>, Ekim 2008.

KARA, A. Hakan, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası" TCMB Çalışma Tebliği No: 12/17, <http://www.tcmb.gov.tr>, Haziran 2012.

KASAPOĞLU, Özgür, "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama", Uzmanlık Tezi, TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, Şubat 2007.

ÖĞRETMEN, Eren, "Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri", T.C. Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr>, 5 Temmuz 2004.

ÖĞÜNÇ, Fethi-SARIKAYA, Çağrı, "Görünmez Ama Hissedilmez Değil: Türkiye'de Çıktı Açığı", Central Bank Review, Vol.11 (July 2011), pp.15-28, CBRT, <http://www.tcmb.gov.tr>.

T.C. Kalkınma Bakanlığı, Katılım Öncesi Ekonomik Program (2012-2014), <http://www.kalkinma.gov.tr>, Aralık 2011.

T.C. Merkez Bankası, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", <http://www.tcmb.gov.tr>, 5 Aralık 2005.

T.C. Merkez Bankası, "2007 Yılında Para ve Kur Politikası", <http://www.tcmb.gov.tr>, 13 Aralık 2006.

T.C. Merkez Bankası, "2008 Yılında Para ve Kur Politikası", <http://www.tcmb.gov.tr>, 18 Aralık 2007.

T.C. Merkez Bankası, "2009 Yılında Para ve Kur Politikası", <http://www.tcmb.gov.tr>, 16 Aralık 2008.

T.C. Merkez Bankası, "2010 Yılında Para ve Kur Politikası", <http://www.tcmb.gov.tr>, 10 Aralık 2009.

T.C. Merkez Bankası, "2011 Yılında Para ve Kur Politikası", <http://www.tcmb.gov.tr>, 21 Aralık 2010.

T.C. Merkez Bankası, "2012 Yılında Para ve Kur Politikası", <http://www.tcmb.gov.tr>, 27 Aralık 2011.

T.C. Merkez Bankası, 2006-2011 Yılları Basın Duyuruları, <http://www.tcmb.gov.tr>.

T.C. Merkez Bankası, "2006-2011 Yılları Enflasyon Raporları: Genel Değerlendirme ve Orta Vadeli Öngörüler", <http://www.tcmb.gov.tr>.

T.C. Merkez Bankası, "Basın Duyuruları: Hükümete Gönderilen Açık Mektuplar", <http://www.tcmb.gov.tr>.

T.C. Merkez Bankası, "Beklenti Anketleri", <http://www.tcmb.gov.tr>.

T.C. Merkez Bankası, "Türkiye'de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçişkenlik: Yeni Endeks ile Birlikte Geçişkenlik Değişti mi?" Kutu:22, Enflasyon Raporu 2006-I, <http://www.tcmb.gov.tr>.

T.C. Merkez Bankası, "Döviz Kuru ve İthalat Fiyat Geçişkenliğinde Güncel Tahminler" Kutu:3.2, Enflasyon Raporu 2011-I, <http://www.tcmb.gov.tr>.

TÜİK, "Basın Duyuruları: TÜFE, Hane Halkı İşgücü Anketi, Sanayi Üretimi, GSYH", Çeşitli Sayılar, <http://www.tuik.gov.tr>.

YILMAZ, Durmuş, "7 Eylül 2006 Tarihli Malatya Konuşması" ve "TCMB Bakanlar Kurulu/Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu", . <http://www.tcmb.gov.tr>, Ekim-Kasım 2006.

YÜKSELER, Zafer, "2002-2006 Döneminde Türk Ekonomisinde Döviz Kuru Dalgalanmaları: Nedenleri, Etkileri ve Politika Kararları", <http://www.ceterisparibus.net>, Kasım 2006.

**EK TABLO: 1- GSYH, Sanayi Üretimi ve Enflasyon**

	Yıllık Yüzde Değişim (1)					İşsizlik Oranı (%)	Bir Önceki Döneme Göre % Değişim (3)	
	GSYH (Sabit Fiy.)	Sanayi Üretimi	TÜFE		Kur Sepeti (2)		GSYH (Sabit Fiy.)	Sanayi Üretimi
			Genel	H-Endeksi (*)				
2005-I	8,5		7,9	8,5	2,2	11,9	4,8	
2005-II	7,7		9,0	9,4	-3,7	9,6	0,8	
2005-III	7,6		8,0	6,9	-9,4	9,9	2,5	
2005-IV	9,8		7,7	6,3	-10,6	11,0	2,0	
<b>2005 Yılı</b>	<b>8,4</b>	<b>5,3</b>	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>	<b>-5,6</b>	<b>10,6</b>		
2006-I	5,9	7,7	8,2	5,1	-4,5	12,2	0,2	2,1
2006-II	9,7	11,2	10,1	8,3	6,3	9,2	4,0	1,2
2006-III	6,3	6,7	10,5	8,7	14,8	9,6	0,9	0,7
2006-IV	5,7	4,0	9,7	8,9	12,4	10,0	0,7	0,5
<b>2006 Yılı</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>7,2</b>	<b>10,2</b>		
2007-I	8,1	10,9	10,9	10,0	11,1	11,7	0,9	5,4
2007-II	3,8	6,0	8,6	8,7	-4,0	9,2	1,5	0,3
2007-III	3,2	6,1	7,1	6,1	-10,5	9,7	0,9	0,9
2007-IV	4,2	5,5	8,4	6,6	-12,7	10,5	1,6	1,2
<b>2007 Yılı</b>	<b>4,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,4</b>	<b>6,6</b>	<b>-4,6</b>	<b>10,3</b>		
2008-I	7,0	7,7	9,2	7,4	-7,8	11,9	1,6	3,2
2008-II	2,6	4,2	10,6	10,4	2,9	9,2	-1,5	-1,2
2008-III	0,9	-1,0	11,1	10,5	-0,8	10,2	-0,6	-4,1
2008-IV	-7,0	-12,2	10,1	8,8	22,6	12,6	-6,2	-9,6
<b>2008 Yılı</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>10,1</b>	<b>8,8</b>	<b>3,8</b>	<b>11,0</b>		
2009-I	-14,7	-22,3	7,9	6,2	27,0	16,1	-5,5	-6,7
2009-II	-7,8	-15,3	5,7	2,3	14,7	13,6	5,2	5,5
2009-III	-2,8	-8,4	5,3	2,4	20,2	13,4	4,0	3,0
2009-IV	5,9	8,3	6,5	3,2	3,2	13,1	1,1	3,4
<b>2009 Yılı</b>	<b>-4,8</b>	<b>-9,9</b>	<b>6,5</b>	<b>3,2</b>	<b>15,7</b>	<b>14,0</b>		
2010-I	12,6	17,3	9,6	5,0	-5,6	14,4	1,0	3,2
2010-II	10,4	13,8	8,4	4,6	-5,5	11,0	3,7	3,8
2010-III	5,3	10,0	9,2	3,8	-4,5	11,4	0,8	1,5
2010-IV	9,3	12,1	6,4	3,5	-6,3	11,0	4,1	4,3
<b>2010 Yılı</b>	<b>9,2</b>	<b>13,1</b>	<b>6,4</b>	<b>3,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>11,9</b>		
2011-I	11,9	14,4	4,0	4,3	3,8	11,5	2,1	3,2
2011-II	9,1	8,1	6,2	5,7	9,1	9,4	1,3	-1,7
2011-III	8,4	7,6	6,2	7,4	20,5	9,2	1,0	0,9
2011-IV	5,2	6,5	10,5	8,5	25,2	9,1	0,4	3,3
<b>2011 Yılı</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>10,5</b>	<b>8,5</b>	<b>14,5</b>	<b>9,8</b>		

Kaynak: TÜİK.

(1) GSYH ve sanayi üretimi için yıllık ortalama, TÜFE ve ÜFE için dönem sonu yıllık değişim.

(2) Kur sepeti 0,5 \$+0,5 Euro'dan oluşmaktadır. Yıllık yüzde değişim dönem ortalamalarından hesaplanmıştır.

(3) Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış.

(\*)H-Endeksi (enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ile altın hariç), TÜİK tarafından Eylül 2006 tarihinden itibaren yayınlanmaya başlamıştır.

**EK TABLO: 2- Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)**

Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)				
	2006			
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
<b>TÜFE</b>	<b>8,17</b>	<b>10,12</b>	<b>10,55</b>	<b>9,65</b>
<b>1.Mallar</b>	<b>7,33</b>	<b>10,00</b>	<b>10,09</b>	<b>8,69</b>
Enerji	8,60	13,14	9,74	10,52
İşlenmemiş Gd	11,68	16,75	18,60	12,94
Dayanıklı Mal.	5,53	10,70	13,10	6,61
Yarı Day. Mal.	4,56	7,92	6,79	7,81
Dayaniksız M.	9,72	11,37	11,82	9,82
<b>2.Hizmetler</b>	<b>11,12</b>	<b>11,76</b>	<b>11,96</b>	<b>12,21</b>
Kira	20,27	20,21	19,77	20,01
<b>H-Endeksi</b>	<b>5,11</b>	<b>8,33</b>	<b>8,74</b>	<b>8,89</b>

Kaynak: TCMB.

Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)				
	2007			
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
<b>TÜFE</b>	<b>10,86</b>	<b>8,60</b>	<b>7,12</b>	<b>8,39</b>
<b>1.Mallar</b>	<b>10,40</b>	<b>7,75</b>	<b>6,68</b>	<b>8,29</b>
Enerji	9,39	5,28	5,13	11,25
İşlenmemiş Gd	15,98	13,25	13,69	10,99
Dayanıklı Mal.	9,74	-0,77	-3,21	-3,34
Yarı Day. Mal.	8,13	6,43	4,94	7,86
Dayaniksız M.	12,04	10,96	10,43	11,69
<b>2.Hizmetler</b>	<b>12,07</b>	<b>10,90</b>	<b>8,41</b>	<b>8,64</b>
Kira	19,85	19,44	17,09	16,01
<b>H-Endeksi</b>	<b>9,98</b>	<b>8,66</b>	<b>6,14</b>	<b>6,59</b>

Kaynak: TCMB.

Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)				
	2008			
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
<b>TÜFE</b>	<b>9,15</b>	<b>10,61</b>	<b>11,13</b>	<b>10,08</b>
<b>1.Mallar</b>	<b>9,22</b>	<b>10,85</b>	<b>11,03</b>	<b>9,93</b>
Enerji	16,21	19,80	26,79	19,81
İşlenmemiş Gd	10,16	1,60	-0,90	7,87
Dayanıklı Mal.	-1,22	2,49	1,26	5,54
Yarı Day. Mal.	10,24	12,05	16,13	11,54
Dayaniksız M.	11,36	12,09	10,14	9,99
<b>2.Hizmetler</b>	<b>8,93</b>	<b>9,91</b>	<b>11,47</b>	<b>10,46</b>
Kira	14,73	14,07	13,00	11,85
<b>H-Endeksi</b>	<b>7,36</b>	<b>10,42</b>	<b>10,50</b>	<b>8,84</b>
<b>I-Endeksi</b>	<b>4,80</b>	<b>6,37</b>	<b>7,35</b>	<b>6,97</b>

Kaynak: TCMB.

Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)				
	2009			
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
<b>TÜFE</b>	<b>7,89</b>	<b>5,73</b>	<b>5,27</b>	<b>6,53</b>
<b>1.Mallar</b>	<b>7,75</b>	<b>5,56</b>	<b>5,27</b>	<b>7,01</b>
Enerji	12,59	6,09	2,01	4,64
İşlenmemiş Gd	10,20	22,35	16,70	19,35
İşlenmiş Gıda	8,30	0,32	-0,43	1,04
Dayanıklı Mal.	1,75	-2,97	2,04	3,76
Yarı Day. Mal.	9,02	4,39	2,65	4,55
Dayaniksız M.	8,72	8,95	8,19	9,80
<b>2.Hizmetler</b>	<b>8,29</b>	<b>6,27</b>	<b>5,26</b>	<b>5,13</b>
Kira	10,45	8,74	6,48	5,28
<b>H-Endeksi</b>	<b>6,18</b>	<b>2,31</b>	<b>2,44</b>	<b>3,18</b>
<b>I-Endeksi</b>	<b>5,55</b>	<b>2,98</b>	<b>3,37</b>	<b>3,84</b>

Kaynak: TCMB.

Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)				
	2010			
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
<b>TÜFE</b>	<b>9,56</b>	<b>8,37</b>	<b>9,24</b>	<b>6,40</b>
<b>1.Mallar</b>	<b>10,47</b>	<b>9,39</b>	<b>11,06</b>	<b>7,18</b>
Enerji	10,26	12,63	10,56	9,96
İşlenmemiş Gd	19,47	8,20	28,74	8,52
İşlenmiş Gıda	3,95	3,22	4,32	5,68
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	10,15	11,07	7,59	6,09
Temel Mallar	3,79	4,38	3,18	1,70
Dayanıklı Mal.	5,41	9,81	6,36	1,99
<b>2.Hizmetler</b>	<b>7,01</b>	<b>5,48</b>	<b>4,20</b>	<b>4,24</b>
Kira	10,45	4,21	4,08	3,96
<b>H-Endeksi</b>	<b>5,01</b>	<b>4,56</b>	<b>3,76</b>	<b>3,49</b>
<b>I-Endeksi</b>	<b>5,41</b>	<b>4,95</b>	<b>3,70</b>	<b>2,99</b>

Kaynak: TCMB.

Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)				
	2011			
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
<b>TÜFE</b>	<b>3,99</b>	<b>6,24</b>	<b>6,15</b>	<b>10,45</b>
<b>1.Mallar</b>	<b>4,13</b>	<b>6,67</b>	<b>6,07</b>	<b>11,97</b>
Enerji	7,02	8,25	10,30	10,36
İşlenmemiş Gd	0,56	8,60	-4,99	14,89
İşlenmiş Gıda	6,39	7,65	9,07	9,82
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	3,50	4,73	7,54	12,51
Temel Mallar	4,01	5,56	7,64	10,09
Dayanıklı Mal.	5,11	6,18	12,98	14,53
<b>2.Hizmetler</b>	<b>3,57</b>	<b>5,02</b>	<b>6,36</b>	<b>6,27</b>
Kira	4,08	4,43	4,47	4,71
<b>H-Endeksi</b>	<b>4,27</b>	<b>5,73</b>	<b>7,42</b>	<b>8,54</b>
<b>I-Endeksi</b>	<b>3,77</b>	<b>5,27</b>	<b>6,96</b>	<b>8,12</b>

Kaynak: TCMB.