

Sayı :2005-56

05 Aralık 2005



**ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN GENEL  
ÇERÇEVESİ ve 2006 YILINDA PARA ve KUR POLİTİKASI**

**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

**ARALIK 2005**

# I. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNE GEÇİŞ

## *Giriş*

1. Enflasyon hedeflemesi, gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde başarısı kanıtlanmış ve giderek artan sayıda ülke tarafından uygulanan bir para politikası rejimidir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Merkez Bankası), 2002 yılı başında para politikasının genel çerçevesine ilişkin yaptığı duyuruda, para politikasında nihai hedefin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu, ancak gerekli ön koşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin rejimin güvenilirliğini daha başlamadan sarsacağını ve bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının bekleneceğini vurgulamıştı. Aynı duyuruda, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilene kadar “örtük enflasyon hedeflemesi” uygulanacağı belirtilmişti. Bu doğrultuda Hükümet ile birlikte enflasyon hedefleri saptanmıştır. Kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanılırken, para tabanı da ek bir çapa olarak belirlenerek, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır. Uygulanan bu politika; Merkez Bankası’nın bağımsızlığı yolunda atılan adımlar, mali disiplin ve süregelen yapısal düzenlemelerin de katkısıyla, fiyat istikrarı yolunda önemi yadsınamaz kazanımları da beraberinde getirmiştir.
2. Geçen süre zarfında, dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için elverişli bir ortam oluşmasına yönelik önemli mesafeler alınmıştır: Enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşılmış, güvenilirlik artmış, enflasyon bekleyişleri hedeflere yakınsamıştır. Bugün enflasyon son otuz yılın en düşük seviyelerinde bulunmaktadır. Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin tartışmalar geçmişte ekonomideki gündem maddeleri arasında ilk sıralarda yer alırken bugün artık bu yerini kaybetmiştir. Mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir. Finansal piyasaların derinliği artmaya başlamış, finansal kesimin kırılabilirliği azalmıştır.
3. Ekonomik istikrarda alınan mesafeler ters dolarizasyon sürecinin başlamasını sağlamış, zaman zaman kesintiye uğrasa ve alınması gereken daha mesafe olsa da, portföy tercihlerinde Türk parası cinsinden yatırımların ağırlığı artmaya başlamıştır.

4. Yine bu süreçte, Türk lirasından altı sıfır atılarak Yeni Türk Lirası'na geçilmiştir. Para reformu olarak adlandırdığımız bu adım, elde edilen kazanımların kalıcılığına duyduğumuz güvenin bir göstergesi olmuştur.
5. Orta vadeli programın açıklanması, Avrupa Birliği ile tam üyelik amaçlı müzakere sürecinin başlaması ve Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılan anlaşmayla birlikte temel makroekonomik değişkenlerin öngörülebilirliği daha da artmaya başlamıştır.
6. 2001-2005 döneminde, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi açısından ön koşullardan bir diğeri olan para politikasında kurumsal alt yapının iyileştirilmesi konusunda da çok önemli adımlar atılmıştır. Bu süreç içinde Merkez Bankası, kurumsal çerçevesini etkinleştirmiş, iletişim politikasını daha net ortaya koymuş, bilgi setini genişletmiş ve enflasyon öngörü yöntemlerini geliştirmiştir. Ayrıca geçen zaman içinde, Merkez Bankası bağımsızlığı konusunda uygulama anlamında önemli mesafe alınmış; bu gelişme, kronik enflasyonist sürece tekrar dönülmeyeceği konusundaki beklentileri de güçlendirmiştir.
7. Bütün bu gelişmeler, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için ön koşulların büyük oranda oluştuğuna ve doğru zamanın yaklaşmakta olduğuna işaret etmiştir. Gerek Türkiye İstatistik Kurumu'nun yayımladığı fiyat endekslerinde yapmış olduğu değişiklikler, gerekse gerçekleştirilen para reformu nedeniyle, Merkez Bankası, 2005 yılında da enflasyon hedeflemesi rejimine geçmemiş, ancak bu dönemi enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için son hazırlık dönemi olarak ilan etmiştir. Bu hazırlık döneminde para politikasının daha da kurumsallaşması yönünde atılan adımlar, para politikası stratejisi uygulamasını enflasyon hedeflemesi rejimine bir kademe daha yaklaştırmıştır. Söz konusu dönemde, Para Politikası Kurulu toplantıları önceden belirlenen ve kamuoyuna ilan edilen tarih ve saatte yapılmaya ve faiz kararları bu toplantılardan sonra ve toplantıdaki görüşler de dikkate alınarak takip eden işgünü saat 9.00'da açıklanmaya başlanmıştır. Kararların ardından ise, Para Politikası Kurulu üyelerinin de görüşlerini içeren ve kararın gerekçesi niteliğinde bir metin gecikmeksizin yayımlanmaya başlanmıştır. Bu metinler sadece mevcut kararı gerekçelendirmekle sınırlı kalmamış, faiz oranlarına ilişkin kararların gelecekte izleyeceği seyre ilişkin sinyaller de vermiştir. Yine bu dönemde kurum içinde organizasyon yapısı yenilenmiş ve para politikasına ilişkin görev tanımları netleştirilmiştir. Sonuç olarak, son dört yıllık

dönemde özellikle de son bir yıl içinde para politikasının öngörülebilirliği belirgin bir ölçüde artmış, kurumsal altyapı ve şeffaflık konusunda önemli gelişmeler yaşanmıştır.

8. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2006 yılında para politikası kurumsallaşma süreci çerçevesinde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamasına geçecektir. Bu rejim ile birlikte, son yıllardaki “düşen enflasyon” sürecinden “fiyat istikrarı” sürecine doğru ilerlenmesi planlanmaktadır. Bu kapsamda, önümüzdeki dönemde para politikasının genel çerçevesinde, enflasyon hedefleri ve bu hedeflere ulaşmak için izlenilecek politikalar konusunda giderek artan bir açıklık ve hesap verme söz konusu olacaktır. Bu duyuru, enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesine ilişkin temel bir politika metni olarak algılanmalıdır.

### **ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN GENEL TANIMI**

9. Merkez bankalarının birincil ve öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Enflasyon hedeflemesi ise, fiyat istikrarına ulaşılabilmesi amacıyla uygulanan ve giderek yaygınlaşan bir para politikası stratejisidir. Akademik yazında bir çok farklı tanım bulunsa da, uygulamalara bakıldığında enflasyon hedeflemesi rejimini diğer rejimlerden ayıran iki ana unsurun bulunduğu görülmektedir:
  - i. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları, enflasyon hedeflerini rakamsal olarak açıklamakta, bu hedeflere ulaşmayı taahhüt etmekte ve açıklanan hedeflere ulaşamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır.
  - ii. Para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belli bir süre gerektirdiğinden, merkez bankaları bugünkü enflasyonu değil gelecekteki enflasyonu kontrol edebilmekte, bu amaçla belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturmakta ve bu tahminleri kamuoyu ile paylaşmaktadırlar. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimi çoğu zaman “enflasyon tahmini hedeflemesi” olarak da adlandırılmaktadır. Bu doğrultuda, öngörülerin enflasyon hedefi ile tutarlılığı ve hedeften sapma konusundaki riskler kamuoyuna anlatılmaktadır.
10. Türkiye’de uygulanan para politikası kademeli olarak enflasyon hedeflemesi rejimine yaklaşmıştır. 2006 yılında ise şeffaflık ve hesap verebilirlik alanında

atılacak yeni adımlar ile, uygulanacak olan para politikası artık enflasyon hedeflemesi rejimi olarak tanımlanacaktır. Diğer ülke örnekleri ve Türkiye'nin geçmiş deneyimleri incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi rejiminin para politikasında bir son olmadığı; aksine, kesintisiz bir "gelişme" sürecinin bir parçası olduğu görülmektedir. Kuşkusuz, bu gelişme süreci sadece politika uygulayıcıları için değil, tüm ekonomik birimler için de geçerlidir. Bu süreçte kamuoyu ile karşılıklı etkileşimin ve bilgi paylaşımının artması rejimi daha işlevsel ve etkin kılacaktır. Bu doğrultuda, Merkez Bankası açısından önümüzdeki dönemin başlıca gündem maddeleri, şeffaflığın, hesap verebilirliğin ve öngörülebilirliğin artırılması olacaktır. Önümüzdeki dönemde uygulanacak para politikasının ana ilkeleri aşağıda özetlenmektedir.

## **TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN GENEL ÇERÇEVESİ**

**11.** Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi rejimi konusunda 2000 yılından bu yana çalışmalarını sürdürmektedir. Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejiminin ana çerçevesi oluşturulurken, bu rejimi uygulayan 20'yi aşkın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin deneyimlerinden faydalanılmıştır. İncelenen ülke örnekleri, tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasal farklılıklar nedeniyle, "her ülkeye uygun tek ve en iyi uygulama" olmadığını göstermiştir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde genel yapı oluşturulurken Türkiye'ye özgü bir modelin oluşturulması gerektiği göz önüne alınmıştır.

### ***Enflasyon Hedefi ve Hedefleme Süresi***

**12.** Kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği ve iletişim açısından avantajları göz önüne alınarak, enflasyon hedefi "nokta hedef" olarak belirlenmiştir. Toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin Tüketici Fiyat Endeksi üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir. Bu doğrultuda, hedeflenen değişken 2003 temel yıllık Tüketici Fiyat Endeksi'nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yıl sonu enflasyon oranıdır. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği göz önüne alındığında, üç yıllık bir hedef patikasının açıklanmasının, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunu artıracakı düşünülmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejiminin bu ilk aşamasında hedefler üç yıllık olarak ilan edilmektedir. Katılım Öncesi Ekonomik

Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yıl sonu hedefleri sırasıyla yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 4 olarak belirlenmiştir. 2009 yıl sonu hedefi ise 2006 yılı içinde açıklanacaktır.

### ***Hedefin Yorumlanması***

**13.** Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde 2002-2005 yılları arasında yıl sonu enflasyon hedefleri açıklanmış, enflasyon ilk üç yıl üst üste belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Büyük bir olasılıkla 2005 yılında da hedefin altında kalınacağı öngörülmektedir. Enflasyonun düşük seviyelerde istikrara kavuştuğu normal şartlar altında, gerçekleşen enflasyon rakamının sistematik olarak hedefin altında kalması olumsuz bir durum olarak değerlendirilebilir. Ancak, 2001-2005 döneminde kronik enflasyonist ortamdan tek haneli rakamlara giderken temel amaç yüksek enflasyonu düşürmek olduğundan, hedeflerin altında kalınması bekleyişleri olumsuz etkilememiş; aksine enflasyondaki düşüşün süreceğine dair algılamaları kuvvetlendirmiştir. Dolayısıyla, söz konusu dönemde enflasyonun hedeflerin altında kalması, üzerinde kalmasına oranla daha kabul edilebilir bir durum olarak değerlendirilmiştir. Bu bağlamda Merkez Bankası'nın ilan ettiği hedefler, örtük bir şekilde "üst sınır" olarak algılanmıştır. Ancak, önümüzdeki yıllarda bu durumun değişmesi kaçınılmazdır. Zira, enflasyonun istikrara kavuştuğu ekonomilerde para politikası, enflasyonun hedefin altında olmasından çok hedeflerle tutarlı olmasını amaçlamak durumundadır. Bu doğrultuda, bundan böyle Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi rejimi sürecinde hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmaları aynı şekilde değerlendirecektir. Bir diğer deyişle, enflasyonun hedefin belirgin olarak altında kalması, belirgin olarak üzerinde olması kadar önem taşıyacak ve nedenleri kamuoyuna açıklanması gereken bir durum olarak değerlendirilecektir.

### ***Hedeften Sapma ve Hesap Verme***

**14.** Tüketici Fiyat Endeksi gibi kapsamlı bir endeksle ölçüldüğünden, enflasyon, para politikasının denetimi dışındaki unsurlardan kaynaklanan oynaklıklar gösterebilecektir. Petrol fiyatlarındaki gelişmeler, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler gibi unsurlar, enflasyonda zaman zaman dalgalanmalar yaratabilecektir. Bütün bu unsurlara ekonomideki veri ve model belirsizliği de eklenince, nokta hedef söz konusu

olduğunda enflasyon gerçekleşmesinin hedefle birebir aynı olma olasılığının son derece düşük olduğu açıktır. İşte bu nedenle, Merkez Bankası'nın, enflasyonun belirlenen nokta hedeflerden en ufak bir sapma dahi göstermeyeceği taahhüdünü vermesi mümkün değildir.

**15.** Ancak bu durum hesap vermeme anlamına gelmemelidir. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında, enflasyonun herhangi bir dönem içinde hedeften belirgin olarak sapması durumunda, Merkez Bankası söz konusu gelişmenin nedenlerini yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklayacaktır. Bu bağlamda, Merkez Bankası yayımlayacağı raporlar aracılığıyla kamuoyuna sürekli olarak hesap vermek durumunda olacaktır. Ancak yine de, enflasyon gerçekleşmelerinin hedeften aşırı sapma gösterdiği durumlarda, Merkez Bankası'nın bu durumu kamuoyuna açıklayacağı ayrı bir mekanizma oluşturması önem taşımaktadır. Zira Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesinde, “Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılamaması ya da ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar.” hükmü yer almaktadır. Söz konusu madde, hesap verebilirliği sağladığından, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde titizlikle uygulanacaktır.

**16.** Bu noktada yanıtlanması gereken temel soru, bu mekanizmanın nasıl oluşturulacağıdır. Yukarıda 14. paragrafta açıkça belirtildiği gibi, nokta hedefin tam olarak tutturulması olasılığı hemen hemen sıfırdır. Bu durumda, hedeften ondalık hatta yüzdelerle rakamlarla ifade edilebilecek bir sapma durumunda bile hesap verme gündeme gelecek midir? Ne büyüklükte bir sapma bu tür bir açıklama yapılmasını gerektirmektedir? Açıktır ki, bu düzeyin büyüklüğü önemlidir, ancak, bu düzeyin nasıl algılanacağı çok daha önemlidir. Sapma düzeyinin belirlenmesi, bizzat bir “belirsizlik aralığı”nın ifade edilmesi anlamına gelmektedir. Kritik olan nokta, bu aralığın hiç bir şekilde enflasyon hedefi aralığı olarak algılanmamasının gerekliliğidir.

**17.** Hedef etrafında bir aralık oluşturulması, enflasyon hedeflemesi uygulayan ve nokta hedef ilan eden merkez bankalarının büyük bir çoğunluğu tarafından tercih edilen bir uygulamadır.<sup>1</sup> Merkez bankalarının nokta hedef etrafında bir aralık

---

<sup>1</sup> International Monetary Fund, 2005, “Does Inflation Targeting Work In Emerging Markets?”, World Economic Outlook, 4, Bölüm 4, s.161-186, Eylül, Washington DC.

oluşturmaları, para politikasının normalin üzerinde gevşetileceği anlamına gelmemektedir. Tekrar vurgulamak gerekirse, belirsizlik aralığı herhangi bir hedef olarak algılanmamalıdır; 2006 yılında açıklanan aralık hedeften her iki yönde “aşırı sapma” eşikleri için sadece gösterge niteliği taşımaktadır ve Merkez Bankası iletişim politikasını kolaylaştıracak bir unsurdur. Büyük dışsal şokların oluşmadığı ana senaryo altında, Merkez Bankası’nın amacının nokta hedefe mümkün olduğunca yakın olmak olduğu ve dolayısıyla yüzde 5 hedefinden yukarı ve aşağı yönlü sapmaların Bankaca eşit ölçülerde değerlendirileceğinin kamuoyunca son derece iyi anlaşılması gerekmektedir. Ayrıca, önümüzdeki yıllarda fiyat istikrarına daha da yaklaşılması sonucu belirsizlik aralığının daralmasının söz konusu olabileceği de ekonomik birimlerce not edilmelidir.

18. Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında, 2006 yılı için “belirsizlik aralığı” her iki yönde de iki puan olarak oluşturulmuştur. Yıl sonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası ve etrafındaki belirsizlik aralıkları aşağıda verilmektedir. Bu aralıkların dışına çıkılması durumunda, Merkez Bankası bunun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri ayrı bir raporla Hükümete sunacak ve bu raporu kamuoyu ile paylaşacaktır.

TABLO 1. YIL SONU HEDEFİ İLE TUTARLI ENFLASYON PATİKASI VE BELİRSİZLİK ARALIĞI

	Mart 2006	Haziran 2006	Eylül 2006	Aralık 2006
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	9.4	8.5	7.8	7
<b>Hedefle Tutarlı Patika</b>	<b>7.4</b>	<b>6.5</b>	<b>5.8</b>	<b>5</b>
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5.4	4.5	3.8	3

#### *Orta Vadeli Bakışın Yaygınlaşması*

19. Belirsizlik aralığının oluşturulması ile “orta vadeli bakış” arasında da yakın bir ilişki vardır. Enflasyonu belirgin şekilde artıran veya azaltan geçici dışsal şoklarla mücadele edilirken makroekonomik dalgalanmaların en aza indirgenebilmesi açısından da, nokta hedefin etrafında referans olarak alınabilecek bir “belirsizlik



aralığına” ihtiyaç duyulmaktadır. Merkez Bankası açısından orta vadede önemli olan, enflasyondaki geçici dalgalanmalardan ziyade, enflasyonun kademeli olarak aşağı inerek bir yıl içinde yüzde 5, iki yıl içinde ise yüzde 4 civarına gelmesi ve belirli bir istikrara kavuşmasıdır. Dikkat edilirse, bu tür bir uygulamada orta vadeli enflasyon hedefi ön plana çıkmaktadır. Büyük dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmemekte, orta vadeli hedeflere vurgu yapılarak politika tepkisi zamana yayılmaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası, enflasyonu hedeften uzaklaştıran bir şokun nasıl algılandığını (hangi oranda kalıcı hangi oranda geçici nitelik taşıdığına değeriendirilmesi gibi) kamuoyuna açıklıkla anlatacak, hedefe tekrar yakınsamaya yönelik politikaları uygulamakla kalmayacak, aynı zamanda 15. paragrafta değeriinilen Kanunu’nun 42. maddesi gereği bu konuda yapılması gerekenleri de siyasi otorite ile paylaşacak ve hedefe ne kadar zaman içinde tekrar yakınsanacağı konusunda kamuoyuna bilgi verecektir.

**20.** Örneğin, petrol fiyatlarının yükselmesi durumunda, bu yükselişin birincil etkilerine karşı merkez bankalarının tepki vermemeleri gerektiği genel kabul gören bir görüştür. Ancak bu görüştün uygulamaya konulabilmesi bir ölçüde esneklik gerektirdiğinden, hedef etrafında belirsizlik aralığı oluşturulması gereklidir.

**21.** Bu hususun bir örnekle açıklanmasında fayda görölmektedir: Önümüzdeki aylarda petrol fiyatlarının varil başına 100 ABD dolarına çıktığı ve 2006 yılı boyunca bu seviyenin devam ettiği bir senaryo altında, petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki birincil etkileri 3-4 puana ulaşabilecek ve doğal olarak Merkez Bankası 2006 yıl sonu enflasyonunun yüzde 5 hedefinin üzerinde oluşmasına müsamaha gösterecektir. Zira, Merkez Bankası petrol fiyatlarında varsayılan artışa rağmen 2006 yılında yüzde 5’lik hedefine ulaşma çabasına girerse, faizleri çok yüksek düzeylere çıkarmak zorunda kalabilecek ve ekonomik faaliyette normalin çok üzerinde bir daralma yaratarak, toplumsal refah seviyesini olumsuz etkileyebilecektir. Bunun yerine, Merkez Bankası söz konusu örnek durumda 2006 yılı hedefinden sapılmasına izin verecek, ancak ikincil etkileri önlemek ve bekleyişleri denetim altında tutmak amacıyla, enflasyonu 2007 yılında yüzde 4’e indirmeyi taahhüt edecektir. Benzer bir uygulama, uluslararası likidite koşullarındaki değerişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, yapısal

düzenlemeler sonucu kurumların fiyatlamasındaki farklılaşmalar ve tarımsal ürün fiyatlarındaki ani hareketler gibi olası gelişmeler için de söz konusu olacaktır.

22. Burada önemli olan, yukarıda da açıklandığı gibi, enflasyonun hedeften uzaklaştığı dönemlerde Merkez Bankası'nın bunun nedenlerini kamuoyuna şeffaf bir şekilde açıklayabilmesi ve enflasyonun tekrar hedefe yakınsama zamanlaması ile bu konuda izlenecek para politikası konusunda kamuoyunu bilgilendirebilmesidir. Kuşkusuz, söz konusu zaman aralığı şokların cinsine ve büyüklüğüne göre farklılaşabilecektir. Farklı şokların enflasyon üzerindeki etkileri zamana ve döneme bağlı olarak değişebildiğinden, hedeften belirgin olarak sapılması durumunda enflasyonun tekrar hedefe yakınsama süresi, şoklar gerçekleştiikten ve kaynağı belirlendikten sonra açıklanacaktır.

### *Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri*

23. Enerji, işlenmemiş gıda ve kamu fiyatları ile dolaylı vergilerde ortaya çıkan dalgalanmalar sonucu TÜFE'de zaman zaman öngörülemeyen hareketler meydana gelmektedir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejiminde hedef ölçütü olarak kullanılacak olan TÜFE enflasyonu, zaman zaman para politikasının denetiminde olmayan unsurlar tarafından etkilenebilmektedir. Bu nedenle, ana enflasyon eğiliminin daha iyi anlaşılabilmesi bağlamında, Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG), Merkez Bankası'nın ileriye yönelik enflasyon analizinin ve iletişim politikasının bir parçası olmaya devam edecektir. Enflasyona gelen şoklar dönemler itibarıyla farklı nitelikte olabileceği için, tek bir "çekirdek enflasyon" göstergesinin para politikası denetiminde olmayan bütün unsurları dışlama olasılığı oldukça zayıftır. Bu nedenle, çekirdek olarak adlandırılacak tek bir gösterge yerine farklı dışsal şokların ayrıştırılmasına yardımcı olabilecek birden fazla göstergenin birarada değerlendirilmesi yaklaşımı benimsenmiştir. Kuşkusuz, söz konusu göstergelerden bazıları zaman içinde ön plana çıkabilecektir. Ancak, şu an itibarıyla tek bir göstergenin çekirdek enflasyon olarak tanımlanması mümkün görünmemektedir. Bu süreçte, Merkez Bankası hangi göstergeye ne önem atfettiğini kamuoyu ile açıklıkla paylaşacaktır. Bunun yanında, zaman içinde yeterli gözlem sayısına ulaşılması ile, farklı tekniklere dayalı olarak hazırlanan endekslerin oluşturulması ve ekonomideki değişen şartlara göre ÖKTG tanımlarının güncellenmesi de söz konusu olabilecektir.

### ***Hedeflerin Değiştirilme Koşulları***

24. Önceden açıklanan bir enflasyon hedefi, sadece, para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda değiştirilecektir. Bu durumda, yeni hedef Yasa gereği yine Hükümet ile beraber saptanacaktır.
25. Geçici şoklar ise, enflasyon hedeflerini değil, enflasyon tahminlerini değiştirecektir. Örneğin, dolaylı vergilerin bir defaya özgü ayarlanması o dönemde enflasyonu hedeften uzaklaştırsa dahi, bir yıl sonrasının enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi çok kısıtlı olacağından hedefin değiştirilmesi söz konusu olmayacaktır; bunun yerine, kısa vadeli tahminler değiştirilecektir. Böylesi bir durumda, ekonomik birimler için referans olması gereken değer kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede ise enflasyon hedefi olacaktır. Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde, olağanüstü gelişmeler hariç hedeflerin değiştirilmemesi esastır.

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

26. Doğru para politikası, fiyat istikrarına giden yolda gerek şarttır; ancak tek başına yeter şart değildir. Fiyat istikrarına ulaşılabilmesi için, son yıllarda olduğu gibi önümüzdeki yıllarda da maliye politikalarında disiplinin sürmesi esastır. Ülkemizde mali disiplin, enflasyon hedeflemesi rejiminin performansını temelde dört kanaldan etkileme potansiyeline sahiptir. Bunlardan birincisi, uzun dönemli bekleyişler kanalıdır. Mali disiplinin sürdürülerek kalitesinin daha da iyileştirilmesi, borçlanma vadelerini uzatıp risk primini ve risk primindeki oynaklıkları azaltarak para politikasının etkinliğini ve öngörülebilirliğini artıracak ve enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliğine katkıda bulunacaktır.
27. İkinci kanal, kamunun kendi ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatları yoluyla gerçekleşmektedir. Doğaldır ki, kamu kesiminin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatlarının enflasyon hedefleriyle uyumlu seyretmesi fiyat istikrarına ulaşıması açısından son derece önemlidir.
28. Üçüncü kanal ise kamunun gelirler politikası üzerinden çalışmaktadır. Türkiye’de fiyat ve ücret enflasyonuna dair bekleyişlerin en önemli belirleyicilerinden biri kamunun kendi çalışanlarına uyguladığı ücret artışlarıdır. Bu bağlamda gelirler

politikasının enflasyon hedefi ile uyumlu seyretmesi de enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı için olmazsa olmaz bir şart olarak görülmektedir.

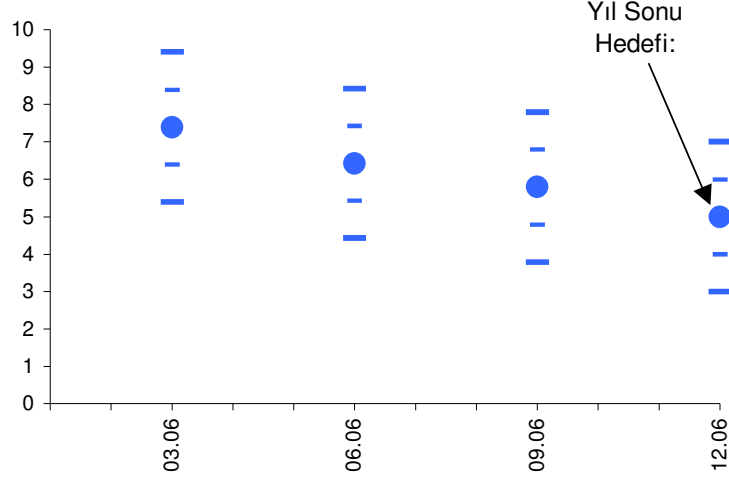
**29.** Dördüncü kanal doğrudan harcama kanalıdır. Kamunun doğrudan mal ve hizmet alımları, toplam talep yoluyla enflasyona yansımaktadır. Bütün bu kanalların halen önemli bir konumda olması, kronik enflasyon anılarının taze olduğu bir dönemde mali disiplinin sürekliliğinin kritik önem taşıdığı anlamına gelmektedir. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi rejiminde mali disiplinin sürdürülmesi ve maliye politikalarının hedeflerle tutarlı olarak yürütülmesi, rejimin başarısı açısından temel teşkil etmektedir.

### ***Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve IMF Şartlılığı***

**30.** 2006 yılı başında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte, “IMF programı şartlılığı” kapsamında; Net Uluslararası Rezervler performans kriteri olmayı sürdürecektir, ancak Para Tabanı performans kriterinin ve Net İç Varlıklar gösterge hedefinin yerlerini “enflasyon gözden geçirme kriterleri” alacaktır. Bu doğrultuda, 2006 yılından itibaren, program çerçevesinde IMF ile gözden geçirmelerde kullanılmak üzere her yılın başında yıl sonu hedefi ile tutarlı bir patika oluşturulacaktır. 2005 yılının sonu itibarıyla 2006 yılı Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayı sonları için yıl sonu hedefi ile tutarlı enflasyon rakamları hesaplanmış ve 18. paragrafta açıklanmış olan bu rakamlar Niyet Mektubunda yer almıştır.

**31.** IMF ile yapılan program çerçevesinde, gözden geçirmelerde kullanılmak üzere hazırlanan üç aylar itibarıyla 2006 yıl sonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası Grafik 1’de sunulmaktadır. Söz konusu patika oluşturulurken baz etkisi ve mevsimsellik gibi unsurlar göz önüne alınmıştır. 2007 yılına ilişkin patika, 2006 yılının sonunda oluşturulacaktır.

GRAFİK 1. PROGRAM ŞARTLILIĞI: YIL SONU HEDEFİ İLE  
TUTARLI ENFLASYON PATİKASI\*



\* İç Aralık : +/- 1 yüzde puan  
Dış Aralık: +/- 2 yüzde puan

**32.** Grafik 1’den de görüleceği gibi, hedefle tutarlı patikanın etrafında gözden geçirme kriterleri oluşturulmuştur. Her üç aylık dönemler itibarıyla, hedefle tutarlı patikanın bir puan ya da daha fazla altında kalınması veya üzerine çıkılması durumunda gözden geçirmelerde IMF teknik elemanları ile görüşmelerde bulunulması söz konusu olacaktır. Böyle bir durumun ortaya çıkması halinde, Merkez Bankası sapmanın nedenlerini yayımladığı dönemsel raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklayacaktır.

**33.** Hedefle tutarlı patikanın 2 puan ya da daha fazla altında kalınması veya üzerine çıkılması durumunda ise, söz konusu durum program şartlılığının ihlal edilmesi anlamına geleceğinden, program esasları dahilinde alınması gereken önlemler açıklanacaktır. Bu uygulama, aynı zamanda yukarıda hesap verebilirlik bölümünde değinilen, “Merkez Bankası’nın hedefle uyumlu patikanın iki puan altında veya üzerinde olması durumunda ayrı bir metin hazırlayarak bu durumun nedenleri ve alınması gereken önlemleri kamuoyuna açıklaması ve Hükümete yazılı olarak bildirmesi” ilkesi ile uyumludur. Böylece program şartlılığının olası bir ihlalinde kamuoyuna yapılacak olan açıklama IMF’ye de sunulacak ve bu konudaki şeffaflık tesis edilmiş olacaktır.

**34.** Burada vurgulanması gereken son derece kritik bir husus bulunmaktadır: Yukarıda çerçevesi açıklanan program şartlılığı, para politikasının üç aylık dönemlere odaklanması anlamına gelmemektedir. Program dahilinde oluşturulan patika, enflasyonun yıl içinde izleyeceği seyrin hedeflerle tutarlılığının değerlendirilmesi bakımından görece bir önem taşıyacaktır; Merkez Bankası, para politikası kararlarında orta vadeli yaklaşımını devam ettirecektir. Örneğin, 2006 yılı Ocak ayı itibarıyla, hedefle tutarlı patikadan Mart ayında önemli bir sapma olacağına öngörülmesi halinde, enflasyon görünümü orta vadeli hedeflerle tutarlı ise, bu durum kamuoyuna açıklanacak ve para politikası tepki vermeyecektir.

### *Enflasyon Raporu ve Öngörüler*

**35.** Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle beraber, para politikasının temel iletişim aracı üç ayda bir yayımlanacak olan Enflasyon Raporu olacaktır. Rapor'un 2006 yılı yayım tarihleri Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarının son haftası olarak belirlenmiştir. Rapor'un ilk sayısı, 2006 yılında, Ocak ayının sonunda yayımlanacaktır. Daha önce yine üç ayda bir yayımlanmakta olan Para Politikası Raporu ise yeni dönemde yayımlanmayacaktır.

**36.** Enflasyon Raporu'nda enflasyon ve genel makroekonomik gelişmeler kapsamlı olarak ele alınacaktır. Rapor'daki en büyük yenilik, Merkez Bankası'nın enflasyon öngörülerinin yayımlanması olacaktır. Geçmiş Rapor'da yer alan öngörülerde bir değişiklik olması durumunda ise güncel öngörülerin bir önceki döneme oranla neden farklılaştığına ilişkin bilgi verilecektir. Ayrıca Rapor'da, enflasyonu etkileyen unsurların genel değerlendirmesi eşliğinde gelecekte uygulanabilecek politikalara ilişkin sinyaller de yer alacaktır. Böylelikle, enflasyon hedeflemesi rejiminin gerektirdiği şeffaflık ve hesap verebilirlik alanlarında önemli bir adım daha atılmış olacaktır.

**37.** Hiç şüphesiz, para politikası ve enflasyon öngörülerinin oluşturulma aşamasında, dışsal şoklardan veya ekonominin sürekli bir değişim içinde olmasından kaynaklanan bir çok belirsizlik bulunmaktadır. Söz konusu belirsizlik dünyadaki bütün ekonomiler için geçerli olup, Türkiye gibi yapısal dönüşüm yaşanan ekonomilerde daha da yüksek olmaktadır. Bütün bu olası şokların ve belirsizliklerin enflasyon öngörülerine yansımaları kaçınılmazdır. Bu bağlamda, öngörülerin Merkez Bankası'nın enflasyona bakışını Rapor'un çıktığı dönem itibarıyla yansıtacağı, dolayısıyla iki Rapor dönemi arasında ortaya çıkabilecek

sürpriz gelişmelerin ve alınacak her türlü yeni bilginin enflasyon öngörülerini değiştirebileceği hususunun kamuoyu tarafından anlaşılması son derece önemlidir. Burada dikkat edilmesi gereken, öngörülerde değişiklik olması değil, değişikliğin nedenlerinin Enflasyon Raporu aracılığıyla kamuoyuna açıklıkla anlatılacak olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, Merkez Bankası'nın sürekli bir hesap verme durumu söz konusu olacaktır.

### ***Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti***

38. Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında Enflasyon Raporu'nun yanı sıra, Para Politikası Kurulu toplantı özetleri de iletişim politikasının önemli araçlarından biri olacaktır. Bugüne kadar benzer bir işlevi üstlenen aylık Enflasyon ve Görünüm Raporu yerini ikili bir raporlama sistemine bırakacaktır: Para politikası kararının hemen ardından, karar ile birlikte kararın gerekçesini özetleyen kısa bir metin yayımlanacaktır. Para Politikası Kurulu'nun değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin ise toplantı tarihinden sonra 5 iş günü içinde yayımlanacaktır.

### ***Diğer İletişim Araçları***

39. Enflasyon hedeflemesi rejiminde iletişim politikası kapsamında kullanılacak bir diğer önemli araç ise, basın toplantıları ve sunumlar olacaktır. Merkez Bankası, zaman zaman enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesini, üniversiteler ve sivil toplum örgütlerindeki sunumlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşacaktır. 2006 yılı Ocak ayında Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasıyla beraber, Rapor'un içeriği bir basın toplantısıyla tanıtılacaktır. Takip eden dönemde ise her üç ayda bir Enflasyon Raporu'nun temel mesajı yine bir basın toplantısıyla kamuoyuna sunulacaktır.
40. İletişim politikasının bir diğer ayağı, Merkez Bankası'nın yayımladığı teknik raporlar, aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılmasına yönelik notlar ve enflasyon tahminlerinde kullanılan yöntemlere ilişkin sunular olacaktır. Hali hazırda Merkez Bankası bünyesinde para politikası kararlarını desteklemek üzere bir tahmin ve politika analizi sistemi oluşturulmuştur. Ancak, bu aşamada Merkez Bankası tek bir modele bağlı kalmayacaktır. 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 uzman görüşleriyle desteklenerek bir arada değerlendirilmesinin önemli olduğu düşünülmektedir. Bu konuda gerek akademik yazın, gerekse merkez bankacılığı deneyimleri hemfikir durumdadır. Bu nedenle, bu aşamada bir model açıklanması söz konusu olmayacaktır. Nitekim, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunun da enflasyon hedeflemesinin ilk yıllarında her hangi bir model açıklamadıkları görülmektedir.<sup>2</sup>

41. Bugüne kadar Merkez Bankası, ekonominin işleyişine ilişkin görüşlerini zaman zaman çeşitli sunumlar, raporlar ve çalışma tebliğleri aracılığıyla kamuoyuna sunmuştur. Diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de, aktarım mekanizması önceki dönemlere göre belirginleşmekle birlikte halen önemli düzeyde belirsizlikler taşımaktadır. Ancak yine de, şeffaflık ilkesinin bir gereği olarak Merkez Bankası ekonomiye bakışını kamuoyuyla paylaşmak durumundadır. Bu doğrultuda Merkez Bankası, para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerine ilişkin görüşlerini gerek raporlar, gerekse sunumlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaya devam edecektir. Yeni dönemde bu konudaki çabalar artarak sürecek, Merkez Bankası bünyesinde enflasyon tahminlerinin nasıl oluşturulduğuna ilişkin bilgiler kademeli olarak kamuoyuyla paylaşılacaktır.
42. Özellikle enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği 2006 yılından itibaren, kamuoyunun Merkez Bankası’nın yayımladığı raporları ve diğer belgeleri iyi takip edip doğru yorumlaması son derece önem taşımaktadır. Bu konuda bir örnek verilmesi faydalı olacaktır: 2005 yılı Ekim ayı enflasyon rakamları yayımlandıktan sonra, kamuoyunda “Ekim ayında, enflasyon beklentilerin üzerinde gerçekleştiği için Merkez Bankası’nın temkinini artırdığı” gibi yorumlar görülmüştür. Ekonomi politikalarının etkinliğinin artması açısından bu ve benzeri yorumlara sebep olan kısa vadeli bakış açısının bir an önce kırılması ve yayımladığımız metinlerin yakından takip edilmesi gerekmektedir. Zira, bir ay önce yayımlanan Enflasyon ve Görünüm Raporu’nda Ekim ayında fiyat artışlarının yüksek olacağı öngörülmüştü; dolayısıyla, bu gelişme Kasım ayı para politikası kararında önemli bir yeni bilgi olarak değerlendirilmemiştir. Merkez Bankası’nın temkin düzeyini etkileyen unsurlar, her hangi bir ayda bazı malların fiyatlarındaki mevsimsel artışlardan çok,

---

<sup>2</sup> Schaechter Andrea, Mark R. Stone, ve Mark Zelmer (2000): “Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries”, IMF Çalışma Tebliği, No 202



orta vadeli enflasyon görünümünün hedeflerle tutarlılığına ilişkin öngörüler olmaktadır.

### ***Karar Alma Süreci***

- 43.** Enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiğinde, Para Politikası Kurulu para politikası kararlarında “tavsiye veren” konumdan “karar alıcı” konuma geçecektir. Olağanüstü koşullar hariç, Para Politikası Kurulu, 2001’den bu yana olduğu gibi, 2006 yılında da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu gereği aylık olarak toplanmaya devam edecektir. 2005 yılından farklı olarak, toplantı tarihleri her ayın aynı gününe denk gelmeyecek, ancak şeffaflık ilkesiyle uyumlu olarak, toplantı tarihleri yıllık olarak önceden kamuoyuna ilan edilecektir. Ek’te verilen 2006 yılı toplantı tarihlerinden de görüleceği gibi, toplantıların her ayın ikinci yarısına denk gelmesi ilkesi benimsenmiştir. Toplantı tarihleri; resmi tatiller, bayramlar, ay içindeki veri akım süreci ve milli gelir verilerinin açıklanma tarihleri gibi unsurlar göz önüne alınarak belirlenmiştir. Önümüzdeki dönemde enflasyon projeksiyonlarının yenilenmesi ve Enflasyon Raporu’nun yayımlanması ise milli gelir rakamlarının açıklanmasını takiben yılda dört defa gerçekleştirilecektir. Dolayısı ile, yıl içindeki on iki Para Politikası Kurulu toplantısından dördü Enflasyon Raporu’nun yayımlanması ile aynı döneme denk gelecektir.
- 44.** Yeni dönemde toplantılar saat 14.00-17.00 arasında iki aşamalı olarak düzenlenecektir. İlk aşamaya Merkez Bankası yetkilileri ve uzmanları ile Hazine Müsteşarlığı yetkilileri katılacaktır. Bu aşamada, Merkez Bankası’nın ilgili birimleri ve Hazine Müsteşarlığı yetkilileri, ekonomik gelişmelerle ilgili olarak hazırladıkları değerlendirmeleri Para Politikası Kurulu’na sunarak tartışmaya açacaktır. Aynı gün gerçekleşecek ikinci aşamada ise sadece Para Politikası Kurulu üyeleri toplanacak ve görünüme ilişkin son değerlendirmeler yapıldıktan sonra oylamaya geçilecektir. Oylama bittikten sonra Para Politikası Kurulu üyeleri gerekçeye temel teşkil edecek kısa metni oluşturacaktır. Karar, gerekçesiyle birlikte aynı gün saat 17.00 ile 19.00 arasında Merkez Bankası tarafından bir basın duyurusu ile açıklanacak ve internet sitesinde yer alacaktır.

## II. DÖVİZ KURU POLİTİKASI, DÖVİZ ALIM İHALELERİ VE LİKİDİTE YÖNETİMİ

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

45. Merkez Bankası 20 Aralık 2004 tarihinde “2005 Yılında Para ve Kur Politikası” başlıklı basın duyurusu ile uygulanmakta olan kur politikası ve döviz alım ihalelerinin genel çerçevesini kamuoyu ile paylaşmıştır. Buna göre;

- i. 2001 yılı krizinden sonra yaşanan iktisadi dönüşüm süreci, makroekonomik istikrar yolunda önemli mesafelerin alınmasını sağlayarak geçmiş dönemdeki istikrarsız makroekonomik politikalar ve yüksek enflasyonun yarattığı ‘dolarizasyon’un giderek azalmasını sağlamıştır. 2002 yılından itibaren temel eğilim, ekonomik birimlerin portföylerinde giderek daha fazla Türk parası cinsinden varlık tutmaları olmuştur. Söz konusu ‘ters dolarizasyon’ süreci, ödemeler dengesindeki olumlu gelişmeler ile birlikte ekonomide döviz arzının giderek artmasını desteklemiştir.
- ii. Güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olmanın uygulanan programa ilişkin güvenin artmasına sağlayacağı katkı, Hazine’nin dış borç ödemeleri ile ülkemize özgü bir durum olan ve Merkez Bankası bilançosunda yükümlülükler içinde önemli bir yer tutan yüksek maliyetli işçi döviz hesaplarının uzun vadede aşamalı olarak azaltılması gerekliliği dikkate alınarak, döviz arzının döviz talebine kıyasla giderek arttığı dönemlerde Merkez Bankası’nca rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirilmiştir. 1 Nisan 2002 tarihinde başlanan döviz alım ihaleleri 2003 ve 2004 yıllarında da piyasa koşulları elverdiğince çeşitli aralıklarla sürdürülmüştür.
- iii. 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 arttırma 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.

iv. Bu çerçevede Merkez Bankası; merkezinde mali ve parasal disiplin ile yapısal reformların yer aldığı yeni bir üç yıllık ekonomik program uygulanacak olmasının ve Avrupa Birliği'ne tam üyelik amaçlı müzakere sürecindeki olumlu gelişmelerin hem ters dolarizasyon sürecini hem de ödemeler dengesini olumlu bir biçimde etkileyeceğini öngörerek, 22 Aralık 2004 tarihinden itibaren bir süredir ara verdiği döviz alım ihalelerine yeniden başlayacağını açıklamıştır. Ayrıca, döviz alım ihalelerinin döviz piyasasına olan etkisini en aza indirebilmek amacıyla yıllık bir program açıklanmasına ve döviz likiditesinde olağanüstü farklılaşmalar görülmedikçe bu programda değişikliğe gidilmemesine karar vermiştir.

v. 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, müdahale kararlarının sadece geçmiş verilere bakılarak mekanik bir şekilde değil, oluşan ve oluşabilecek potansiyel oynaklıkların nedenlerinin bütün yönleri ile değerlendirilerek alınmakta olduğu bir kez daha vurgulanmıştır.

46. 2005 yılında düzenlenen döviz alım ihaleleri için, 20 Aralık 2004 tarihinde günlük 15 milyon ABD doları ihale ve yüzde 200 oranında opsiyon (30 milyon ABD doları) olmak üzere toplam 45 milyon ABD doları günlük alım yapılacağı açıklanmış, söz konusu tutarlar yıl içinde değiştirilmemiştir. 22 Aralık 2004 tarihinde başlanan döviz alım ihalelerinde 2 Aralık 2005 tarihine kadar toplam 7,1 milyar ABD doları alınmıştır. Söz konusu dönem içinde düzenlenen toplam 231 ihalede ortalama alım tutarı ise 30,9 milyon ABD doları olmuştur.

47. Ayrıca, döviz kurlarında oluşan ya da oluşması beklenen aşırı oynaklık üzerine, Merkez Bankası 2005 yılı içinde döviz piyasasına altı defa doğrudan alım yönünde müdahalede bulunmuştur. Uygulanmakta olan para ve kur politikalarının bir gereği olan ve sürekli geliştirilen şeffaflık ilkesi çerçevesinde, 2002 yılından itibaren gerçekleştirilen doğrudan döviz alım/satım müdahalelerine ilişkin veriler 21 Ekim 2005 tarihinden itibaren Merkez Bankası internet sitesinin ([www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)) "Veriler/Piyasa Verileri/TL Karşılığı Döviz Alım-Satım Müdahaleleri" bölümünde yayımlanmaya başlanmıştır.

48. 2005 yılı içinde, 2 Aralık 2005 tarihi itibarıyla ihaleler ve müdahaleler yoluyla alımı yapılan toplam döviz tutarı 21,5 milyar ABD doları olmuştur. Merkez Bankası'nca 2002 yılından itibaren alımı yapılan net döviz tutarları yıllık bazda aşağıdaki Tablo 2'de yer almakta olup, 2005 yılında alımı yapılan döviz tutarı, şimdiye kadar Merkez Bankası'nca bir takvim yılı içinde alınan en yüksek tutardır. Böylece, 2002 - 2 Aralık 2005 döneminde toplam net döviz alım tutarı 37,5 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.

TABLO 2. MERKEZ BANKASI'NCA NET ALIM YAPILAN  
DÖVİZ TUTARLARI  
(2002-2005; Milyon ABD Doları)

Yıl	Döviz Alım İhaleleri	Net Döviz Alım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımları
2002	795	4	799
2003	5.652	4.229	9.881
2004	4.104	1.274	5.378
2005*	6.900	14.565	21.465
<b>Toplam</b>	<b>17.451</b>	<b>20.072</b>	<b>37.523</b>

\* 2 Aralık 2005 tarihi itibarıyla

49. Uygulanmakta olan ekonomik program ile 3 Ekim 2005 tarihinde başlayan Avrupa Birliği'ne katılım müzakere sürecinin, hem ters dolarizasyon sürecini hem de ödemeler dengesini olumlu biçimde etkilemeye devam etmesi beklenmektedir. 20 Aralık 2004 tarihli duyurumuzda yer alan ve yukarıda 45. maddede özetlenen kur politikası uygulamasına ilişkin genel çerçeve 2006 yılı için de geçerlidir. Diğer bir ifade ile, 2006 yılında da döviz arzının yüksek seyredeceği öngörülerek günlük döviz alım ihalelerine devam edilmesine karar verilmiştir. İhalelerde alımı yapılacak tutar ise 2006 yılı başından itibaren günlük 15 milyon ABD dolarından 20 milyon ABD dolarına çıkarılacaktır. 2006 yılında da döviz likiditesinde olağanüstü farklılaşmalar görülmedikçe bu programda değişikliğe gidilmeyecektir.

50. Döviz alım ihale esasları aşağıdaki gibidir:

- i. 2 Ocak 2006 tarihinden itibaren başlamak üzere 2006 yılı için günlük ihale tutarı 20 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir.
- ii. Türkiye'de işgünü olmasına rağmen; Amerika Birleşik Devletleri'nde ödeme sistemlerinin tatil olduğu günlerde, yarım işgünlerinde ve ihale öncesinde

Merkez Bankası'nca dövize doğrudan alım ya da satım yönünde müdahale edilen günlerde ihale düzenlenmeyecektir.

- iii. Sadece ihalede kazanan bankalara mahsus olmak üzere, ihalede gerçekleşen ortalama fiyat üzerinden ek satım opsiyonu tanınacaktır. Bu şekilde kullanılacak opsiyon tutarı her bankanın ihalede sattığı tutarın yüzde 200'ü kadar olacaktır. Böylelikle, 20 milyon ABD doları ihale ve 40 milyon ABD doları opsiyon hakkı olmak üzere günlük olarak alınacak tutar en fazla 60 milyon ABD doları olacaktır.
- iv. İhale numarası saat 13.30'da Reuters sisteminin CBTQ sayfasında ilan edilecek, bankalar ihale tekliflerini saat 13.30-13.45 arasında verebileceklerdir.
- v. İhale sonuçları Reuters sisteminin CBTQ sayfasında ilan edildikten sonra bankalar saat 14.00'e kadar opsiyon haklarını kullanabileceklerdir.
- vi. Döviz alım ihalesiyle ilgili diğer koşullar değiştirilmemiş olup, önceki dönemdeki gibi uygulanmaya devam edilecektir.
- vii. Diğer taraftan, büyük bir dışsal şok ya da öngörülemeyen olağanüstü gelişmeler nedeniyle döviz piyasasında derinliğin kaybolması; buna bağlı olarak döviz fiyatlarında ortaya çıkabilecek aşırı oynaklık ve sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi halinde, önceden kamuoyuna duyurularak döviz alım ihalelerine ara verilebilecektir.

**51.** Sonuç olarak, 2006 yılında da döviz kurları piyasada arz ve talep koşulları tarafından belirlenecektir. Döviz arz ve talebini belirleyen esas unsurlar ise, uygulanan para ve maliye politikaları ile yapısal reform süreci tarafından belirlenen ekonomik temeller ve beklentilerdir. Kuşkusuz, ekonomik temeller ve istikrar programına ilişkin gelişmeler ile beklentilerde bozulmaların ortaya çıkması halinde döviz kurunda dalgalanmalar gözlenebilecektir. Unutulmaması gerekir ki, dalgalı döviz kuru rejiminde ekonomik birimler kur riskinin piyasada olduğu bir ortamda faaliyette bulunmaktadır. Ancak, Merkez Bankası'nca sürekli vurgulandığı üzere kur riski yönetilebilir bir risk olup, ekonomik birimlerin bu riskin etkin bir şekilde yönetilebilmesini sağlayacak mekanizmaları oluşturmaları gerekmektedir.

52.2 Ocak 2002 tarihli “2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler” başlıklı basın duyurusunda, Merkez Bankası, Döviz ve Efektif Piyasalarında aracılık işlemlerinden aşamalı olarak çekileceğini, ancak, döviz depo piyasasındaki aracılık işlevine sadece kamu bankalarının Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankalardan devraldıkları depolarla sınırlı olmak üzere devam edeceğini açıklamıştır. Ancak, kamu bankalarının TMSF bankalarından kendilerine devredilen ve Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasalarında kullandıkları döviz depoları 26 Aralık 2005 tarihi itibarıyla kapanacak olup, söz konusu tarih itibarıyla Merkez Bankası’nın Döviz ve Efektif Piyasalarındaki aracılık işlemleri tamamen sona erecektir. Diğer taraftan, bankalar Döviz ve Efektif Piyasası – Döviz Depo Piyasasında, kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde önümüzdeki dönemde de Merkez Bankası’ndan ABD doları ve euro cinsinden haftalık vadede döviz depo alabileceklerdir. Ayrıca, Döviz ve Efektif Piyasalarında Merkez Bankası ile söz konusu piyasalarda işlem yapmaya yetkili kuruluşlar arasında gerçekleştirilen döviz karşılığı döviz, döviz karşılığı efektif ve efektif karşılığı efektif işlemlerine devam edilecektir.

### ***Likidite Yönetimi***

53. Merkez Bankası’nın Şubat 2001 krizi sonrası kamu bankaları ve TMSF bünyesindeki bankaların likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla söz konusu bankalardan 14 milyar Yeni Türk Liralık Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) alması ve 2003 ve 2004 yıllarındaki yoğun döviz alımları sonucu, 2001 – 2004 döneminde piyasada sürekli Türk lirası likidite fazlası oluşmuştur. Merkez Bankası piyasadaki fazla likiditeyi bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası’ndaki Türk lirası depo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı’nda gerçekleştirdiği işlemler ile çekmiş, böylece gecelik piyasa faiz oranları sürekli olarak Merkez Bankası’nın borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşmuştur. Bu çerçevede, Merkez Bankası’nın borçlanma faizi para piyasaları için gösterge niteliği kazanmıştır.

54. 20 Aralık 2004 tarihli “2005 Yılında Para ve Kur Politikası” başlıklı basın duyurumuzda, Merkez Bankası’nın tüm döviz alımlarının miktarı ve Hazine’nin net döviz cinsi borçlanması konusunda kesin bir öngöründe bulunmak mümkün olmasa da, temel senaryoya göre 2001 – 2004 döneminde görülen Türk lirası likidite fazlasının 2005 yılında aşamalı olarak ortadan kalkacağı ifade edilmiştir.

Likiditenin eksiye dönmesi ile birlikte Merkez Bankası'nın para politikası hedefleri çerçevesinde uygulayacağı likidite yönetimi stratejisi detaylı olarak açıklanmıştır.

**55.** Nitekim, piyasada zaman zaman likidite sıkışıklığı ortaya çıktığında, Merkez Bankası, para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasına izin vermemiş; ilan edilen çerçevede, repo ihaleleri ve piyasa yapıcı bankalara sağlanan likidite imkanları ile bankaların ihtiyaç duyduğu likiditeyi etkin bir şekilde sağlamıştır. Ancak, geçici nitelikte likidite sıkışıklıkları yaşansa da, Merkez Bankası'nın 2005 yılında döviz alım ihaleleri ve doğrudan alım müdahaleleri ile temel senaryoda öngörülen tutarın çok üzerinde döviz alması ve karşılığında piyasaya büyük miktarda Türk parası likidite vermesi sonucu, piyasadaki fazla likidite koşulları yıl boyunca devam etmiştir. Piyasadaki fazla likidite tutarı, 2 Aralık 2005 itibarıyla 6,6 milyar Yeni Türk Lirası düzeyindedir.

**56.** Mevcut verilere göre, yılın kalan döneminde ve 2006 yılında, piyasadaki likiditeyi asıl olarak;

- i. Para tabanı talebi artışı,
- ii. Hazine'nin Merkez Bankası'na olan kupon ve anapara itfaları ve
- iii. Hazine hesaplarındaki artış azaltıcı yönde etkilerken;
  - i. Merkez Bankası'nın net döviz alımları,
  - ii. Merkez Bankası'nın zorunlu karşılıklar ve fazla likiditeyi çekmek için yapacağı faiz ödemeleri ve
  - iii. Hazine'nin net döviz cinsi girişlerinin Türk parası cinsi borç ödemelerinde kullanılmasıartırıcı yönde etkileyecektir.

**57.** Daha önceki dönemlerden farklı olarak, 2006 yılında Hazine'nin döviz cinsi gelir-gider dengesi likidite üzerinde daha fazla önem kazanabilecektir. Zira, özelleştirme gelirleri ile TMSF'nin varlık satışlarından elde edilecek gelirleri yüksek tutarlara ulaşacaktır. Bu gelirlerin Merkez Bankası nezdindeki Hazine hesaplarına aktarılacak kısmının büyük oranda döviz cinsinden olacağı öngörülmektedir. Bu nedenle, Hazine'nin döviz işlemleri piyasadaki likidite üzerinde azaltıcı etki yapmayabilecektir. Diğer bir ifade ile, 2005 yılının kalan dönemi ile 2006 yılında Hazine'nin, özelleştirme gelirleri ve TMSF varlık satışlarından elde edeceği

gelirler ile döviz cinsi borçlanma tutarı, iç ve dış borç dahil döviz cinsi borç ödemelerinin karşılanmasına ya da önceki yıllardan farklı olarak önemli bir açık vermemesine neden olabilecektir.

**58.** Dolayısıyla, önceki yıllarda olduğu gibi, likiditeyi etkileyen temel unsurlardan Hazine'nin net döviz cinsi geliri ve Merkez Bankası'nın döviz alım tutarı konusunda şimdiden kesin bir öngöründe bulunmak mümkün değildir. Bu tutarlardaki oynamalara bağlı olarak piyasadaki likidite durumu önemli ölçüde değişebilecektir. Ancak, Hazine'nin döviz girişlerinin döviz çıkışlarına yakın olacağı varsayımı ve Merkez Bankası döviz alım ihale programı temel alındığında, piyasadaki likidite fazlasının 2006 yılında da devam etmesi ve para piyasalarında Merkez Bankası borçlanma oranının gösterge niteliğini sürdürmesi olasılığı daha yüksektir.

**59.** Merkez Bankası'nın 2006 yılındaki likidite yönetimi stratejisine ilişkin düzenlemelerde, Yeni Türk Lirası faizlerinin önemli ölçüde düştüğü dikkate alınarak, gecelik vadedeki faizlerin potansiyel oynaklık aralığının azaltılması için bazı teknik faiz değişikliklerinin gerçekleştirilmesi gerekli görülmüştür. Ancak, potansiyel oynaklık sınırlarının azaltılmasına yönelik bu teknik faiz değişiklikleri, Merkez Bankası'nın enflasyon hedefini dikkate alarak belirlediği bir faiz değişikliği anlamına gelmemektedir. Zira, mevcut fazla likidite koşullarında, Merkez Bankası'nın gün içindeki borçlanma işlemleri için belirlediği faiz oranı gösterge faiz niteliği taşımakta olup, söz konusu faiz oranında bu amaçla herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Bu çerçevede, 2006 yılı likidite yönetimi stratejisi aşağıdaki gibi olacaktır:

- i. Merkez Bankası, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'nda 10.00–12.00 ve 13.00–16.00 saatleri arasında gecelik vadede borçlanma ve borç verme faiz oranlarını ilan etmeye devam edecektir. Gün içinde likiditenin sıkışması halinde, bankalar limitleri ile sınırlı olmak üzere Merkez Bankası borç verme faiz oranından borçlanabilecekler, likiditenin artması sonucu faizlerin düşmesi halinde ise limitsiz olarak Merkez Bankası borçlanma faiz oranından Merkez Bankası'na Yeni Türk Lirası depo yapabileceklerdir. Ayrıca, 2 Ocak 2006'dan itibaren, borç verme faizi 1 puan düşürülmek suretiyle mevcut durumda 4 puan olan borçlanma ve borç verme faiz oranı aralığı 3 puana indirilecektir.



- ii. Merkez Bankası, saat 16.00 – 16.30 arasındaki Geç Likidite Penceresi uygulamasına devam edecek; bankalar, söz konusu saatler arasında Merkez Bankası'ndan teminat karşılığı olmak üzere limitsiz olarak borçlanabilecek ya da Merkez Bankası'na borç verebileceklerdir. Ayrıca, 2 Ocak 2006'dan itibaren, Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesindeki Merkez Bankası borç verme faiz oranı, gün içindeki borç verme faiz oranından 3 puan daha yüksek, borçlanma faiz oranı ise gün içindeki borçlanma faiz oranından 4 puan daha düşük olacak şekilde belirlenecektir.
- iii. Merkez Bankası'nın 1 haftalık vadede borçlanma faizi ilan etmesi, özellikle faiz kararlarının alındığı dönemlerde, fazla likiditenin Merkez Bankası'na yönelmesine yol açarak piyasadaki likiditenin daralmasına neden olmakta, böylece gecelik faizlerde geçici dalgalanmalar oluşabilmektedir. Bu tür dalgalanmaların önlenmesi amacıyla Merkez Bankası, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'nda 2 Ocak 2006'dan itibaren 1 haftalık vadelerde borçlanma faizi ilan etmeyecektir.
- iv. Merkez Bankası, geçici ya da kalıcı likidite sıkışıklığının ortaya çıkması halinde, likidite yönetimini asıl olarak 1 haftalık repo ihaleleri ile gerçekleştirmeye devam edecektir. Merkez Bankası, piyasada likidite sıkışıklığının olduğu her gün saat 10.00'da o gün gerçekleştirilecek repo ihale miktarını Reuters sisteminin CBTF sayfasından ilan edecek ve ihale miktarlarını belirlerken, ortalama ihale faizlerinin mümkün olduğunca Bankalararası Para Piyasası'nda ilan edilen Merkez Bankası borçlanma faiz oranının yaklaşık 1 puan üzerinde oluşmasına özen gösterecektir.
- v. 1 haftalık repo ihaleleri saat 11.00'de gerçekleştirilecek ve sonuçların en geç saat 11.30'da Reuters sisteminin CBTG sayfasından ilan edilmesine özen gösterilecektir. İhaleler, geleneksel ihale yöntemiyle gerçekleştirilecek, diğer bir deyişle ihaleyi kazanan teklifler kendi faizleri üzerinden değerlendirilecektir.
- vi. Gerek görüldüğü takdirde, gün içinde likiditenin öngörülme-yen nedenlerle aşırı azalması ve bunun da para piyasası faiz oranları üzerinde aşırı baskı yaratması halinde, Merkez Bankası saat 11.00'de gerçekleştirdiği olağan

repo ihalesine ilave olarak daha sonra “Gün İçi Repo” ihalesi de açabilecektir.

- vii. Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcı bankalara tanıdığı likidite imkanları devam edecektir. Mevcut durumda, piyasa yapıcı bankalara gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan repo imkanı faiz oranı, Merkez Bankası'nın gün içindeki borçlanma işlemleri için ilan ettiği faiz oranından 2 puan daha yüksek olarak belirlenmektedir. Bu uygulamaya 2006 yılında da devam edilecektir. Piyasa yapıcı bankalar söz konusu repo imkanından 10.00–12.00 ile 13.00–16.00 saatleri arasında yararlanabileceklerdir.
- viii. Bankacılık sisteminde kalıcı likidite açığının ortaya çıkması halinde, piyasalarda gösterge olarak alınan kısa vadeli faizler Merkez Bankası'nın borçlanma faizi değil, repo ihale faizleri olacaktır. Dolayısıyla, likiditenin sıkışmaya başlaması halinde, piyasalarca gösterge olarak alınan faiz oranı likiditenin azalması nedeniyle yükselmiş olacaktır. Böyle bir durumun yaratabileceği olumsuzlukların önüne geçilebilmesi için, Merkez Bankası, enflasyondaki görünümün değişmemesi halinde bile, faizlerini likidite sıkışıklığının yarattığı baskıyı giderecek şekilde gözden geçirebilecektir. Tekrar vurgulamak gerekirse bu faiz değişikliği tamamen likidite koşullarındaki değişimden kaynaklanan bir düzenleme olacak, para politikasının gevşetilmesi ya da sıkılaştırılması anlamına gelmeyecektir.
- ix. Merkez Bankası, piyasada kalıcı likidite sıkışıklığının ortaya çıkması halinde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki işlemlerine önceden duyurarak son verecek, likidite yönetimini diğer merkez bankalarında olduğu gibi kendi bünyesinde gerçekleştirecektir. Merkez Bankası'nın Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki işlemlerine son vermesinin, yukarıda açıklanan likidite yönetimi stratejisi dikkate alındığında, söz konusu piyasa faiz oranlarında önemli bir dalgalanma yaratması beklenmemektedir.

**60.** Merkez Bankası, 16 Kasım 2005 tarihli Zorunlu Karşılık ve Umumi Disponibilite Hakkında Tebliğlerine İlişkin Basın Duyurusu'nda da belirtildiği üzere, bankaların likidite yönetimlerini etkinleştirmelerine katkı sağlamak amacıyla, zorunlu karşılık ve umumi disponibilite uygulamasında da yeni düzenlemeler yapmıştır:

- i. Öncelikle, dispo­nibilite uygulamasına son verilerek bankaların Merkez Bankası nezdinde DİBS tutma zorunluluğu kaldırılmış, bankalara kaynaklarını daha esnek kullanma olanağı sağlanmıştır. Bu düzenleme ile Avrupa Birliği müktesabatına uyum konusunda önemli bir adım atılmıştır.
- ii. Daha önce yarısı serbest mevduatlarda 2 haftalık ortalama, yarısı da bloke hesapta tutulan Yeni Türk Lirası zorunlu karşılıkların 2005 yılı sonundan itibaren tamamının serbest mevduatlarda 2 haftalık ortalama olarak tesis edilmesine karar verilmiştir. Böylelikle, likiditenin geçici olarak sıkıştığı dönemlerde bankaların zorunlu karşılıkları daha esnek kullanmaları sağlanarak, faiz oranlarındaki dalgalanmaların azaltılmasına imkan tanınmıştır.
- iii. Ayrıca, zorunlu karşılıkların zamanında tesis edilmemesi ya da eksik tesis edilmesi halinde uygulanacak yaptırımlar değiştirilmiştir. Buna göre, zorunlu karşılık yükümlülüklerinin eksik yerine getirildiği hallerde, cezai faizin bir defada ve nakden tahsil edilmesi yerine eksik tesis edilen kısmın Yeni Türk Lirasında 2 katı, dövizde ise 3 katı kadar faizsiz mevduat buldurma zorunluluğu getirilmiştir. Böylece, bankaların mali bünyeleri üzerindeki olası olumsuz etkilerin azaltılması amaçlanmıştır.

**61.** Merkez Bankası, finansal piyasaların istikrarını ve gelişmesini, fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesi için destekleyici amaç olarak görmektedir. Nitekim, dalgalı kur rejimi çerçevesinde ve bu rejimle bağıntılı olarak, Kasım 2003'de İstanbul'da meydana gelen terör olayları ertesinde olduğu gibi, son dört yılda bir çok defa finansal istikrarı sağlamaya yönelik önlemleri hayata geçirmiştir. Bu nedenle, yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, 2006 yılında da para politikasının ve likidite yönetiminin etkinleştirilmesine yönelik uygulamalara devam edecektir. Bu çerçevede, piyasa koşullarındaki beklenmedik değişikliklere ve ortaya çıkacak ihtiyaçlara göre, şimdiye kadar olduğu gibi, gelecek dönemde de likidite yönetimi stratejisinde ve yukarıda belirtilen faiz aralıklarında değişikliklere gidilebilecektir.

**62.** 20 Aralık 2004 tarihli basın duyurumuzda, likiditenin bankacılık sistemi içinde homojen bir dağılım göstermediği, ancak para piyasalarının etkin çalışması açısından likiditenin akışkanlığını sağlamak üzere bankacılık sisteminin, risk yönetimi prensiplerini de dikkate alarak ikincil piyasa işlemlerinin gelişmesinde

gerekli katkıyı sağlamasının faydalı olacağı belirtilmişti. Likidite, mevcut durumda da bankacılık sistemi içinde homojen bir dağılım göstermemekle birlikte, 2005 yılında likidite akışkanlığının önemli ölçüde arttığı ve para piyasalarının göreceli olarak etkinleştiği izlenmiştir. Aynı gelişmenin 2006 yılında artarak devam etmesi, hem Merkez Bankası likidite yönetiminin etkinleşmesini hem de para piyasalarının gelişmesini destekleyecektir.

**63.** 2001 yılından bu yana uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ile yapısal reform süreci ve bunlara bağlı olarak uygulanan ekonomik politikalara artan güven bir yandan finansal derinleşmeye, dolayısıyla bankacılık sistemi toplam bilançosunun hızla büyümesine yol açarken, diğer yandan iç borç stokunun artışını yavaşlatmıştır. Böylelikle, borç stokunun milli gelire oranının sürekli düşmesi sağlanmıştır. Bu gelişme, aynı zamanda, kamu borç stokunun bankacılık sistemi toplam bilançosu içindeki payının azalmasını sağlamaktadır. 2006 yılında mali disiplinin süreceği ve özelleştirme gelirlerinin yüksek tutarlara ulaşacağı dikkate alındığında, bu sürecin daha da hızlanması öngörülmektedir. Hazine'nin borç çevirme oranının önceki yıllara göre daha düşük olması ekonomideki mali baskınlığın daha da azalmasına yol açacaktır. Bu nedenle, bir yandan bankacılık sistemi reel sektör ve tüketici kredilerinin hızla artmaya devam etmesi, diğer yandan da kredi piyasasında rekabetin artması ve vadelerin uzaması beklenen bir gelişmedir.

**64.** Kuşkusuz, dalgalı kur rejiminde, Merkez Bankası, Yeni Türk Lirası likidite politikasını sabit/öngörülebilir kur rejimine kıyasla çok daha esnek uygulayabilmekte, bankacılık sisteminin Yeni Türk Lirası likidite ihtiyaçlarına çok daha esnek ve süratle cevap verebilmektedir. Merkez Bankası, enflasyon hedefi ile uyumlu olduğu sürece, para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önleyebilmektedir. Nitekim, yukarıda açıklanan likidite yönetimi stratejisi bu durumu açıkça ortaya koymaktadır. Ancak, bankacılık sisteminin, Merkez Bankası'nın esnek ve etkin likidite yönetimini baz alarak risk yönetimi ilkelerinde rehavete kapılmaması gerekmektedir. Aksine, artacak olan rekabet, kredi hacmi ve uzayan vadeler dikkate alındığında, bankacılık sisteminde risk yönetiminin daha da etkinleştirilmesinin gereği açıktır.

Kamuoyunun bilgisine sunulur.

## **EK 1**

### **2006 YILI PARA POLİTİKASI KURULU TOPLANTI TAKVİMİ VE ENFLASYON RAPORU YAYIMLANMA TARİHLERİ**

#### **PPK TOPLANTI TAKVİMİ**

23 Ocak 2006  
23 Şubat 2006  
23 Mart 2006  
27 Nisan 2006  
25 Mayıs 2006  
20 Haziran 2006  
20 Temmuz 2006  
24 Ağustos 2006  
26 Eylül 2006  
19 Ekim 2006  
23 Kasım 2006  
21 Aralık 2006

#### **ENFLASYON RAPORU**

31 Ocak 2006  
  
28 Nisan 2006  
  
28 Temmuz 2006  
  
31 Ekim 2006

## EK 2

# ENFLASYON HEDEFİNİN NOKTA YA DA ARALIK OLARAK BELİRLENMESİ ÜZERİNE BİR NOT: ÜLKE UYGULAMALARI

### *Giriş*

Enflasyon hedefinin belirlenmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin tasarlanmasında en önemli aşamalardan birini oluşturmaktadır. Hedefin belirlenmesi, fiyat endeksinin seçimi, hedefin düzeyinin ve hedefleme ufkunun belirlenmesi, hedefin nokta mı aralık mı olacağına karar verilmesi, aralık olacaksa genişliğinin ne olacağı gibi konuları içermektedir. Tüm bunlar esneklik-güvenilirlik ya da güvenilirlik-kontrol edilebilirlik ödünleşimi taşıdığından, ülkelere özgü faktörlere de bağlı olarak, üzerinde karara varılması güç konular olarak görünmektedir. Bu notta, nokta ya da aralık hedef seçimi konusunda ülke deneyimlerini aktarmak yoluyla Türkiye ile karşılaştırma imkanı sunulmaya çalışılmıştır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerdeki hedef değişkenlerle ilgili bilgiler Tablo 1’de özet olarak sunulmuştur.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülke deneyimleri incelendiğinde, ilk olarak, ülkelerin enflasyon hedeflerini, politika metinlerinde nasıl ifade ettiklerine bakarak, *nokta ya da aralık olarak keskin bir şekilde sınıflandırmanın yanıtıcı olabileceği* görülmektedir. Şöyle ki, ilk bakışta nokta hedef benimsemiş görünen ülkelerde, tolerans aralığı, hesap verebilirlik ve /veya IMF şartlılığı yoluyla hedefe bir ‘aralık’ niteliği yüklenebilmektedir. Aralık hedef belirleyen ülkelerde ise, özellikle gelişmiş ülkelerde, aralığı dar tutma ya da zamanla daraltma eğilimi gözlenmektedir<sup>3</sup>. Bunun da ötesinde aralık hedef ilan eden ülkelerde, uygulamada beklentilerin aralığın ortasında bir noktaya yönlendirilmeye çalışıldığı da görülmektedir<sup>4</sup>.

İkincisi, hedefin aralık olarak belirlenmesi durumunda genişliğinin ne olacağı ya da nokta hedef ise hedeften sapmalara ne ölçüde izin verileceği konusunda, belli ilkelere söz edilebilse de, belirli durumlar için her zaman geçerli bir büyüklükten söz etmek mümkün gözükmemektedir. Bu büyüklük ülkelerin kendi dinamikleri tarafından belirlenmekte ve zaman içinde değişimlere uğrayabilmektedir.

Bu çerçevede Türkiye’nin durumuna bakıldığında, şunları söylemek mümkündür: Bilindiği gibi, Türkiye’de 2006 yılından itibaren başlayacak enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyon hedefi nokta olarak ilan edilmiş ve hedefin bu niteliği güçlü bir şekilde

<sup>3</sup> Çok dar aralıklar akademik yazında kalın nokta (thick point) olarak nitelendirilmektedir.

<sup>4</sup> Ayrıca, hedefin nokta ya da aralık olarak belirlenmesinin enflasyon performansı üzerinde etkili olmadığını ileri süren çalışmalar da mevcuttur. Örneğin, Castelnovo ve diğerleri (2003), Kuttner (2004).

vurgulanmıştır. Ek olarak, hedeften  $\pm 2$  yüzde puan sapma olduğunda hükümete ve kamuoyuna hesap verileceği de açıklanmıştır. Bu haliyle, Türkiye uygulaması İngiltere, Norveç ve İzlanda'daki uygulamalara yaklaşmaktadır. Sapmanın genişliğinin, aralık ya da nokta hedef ayırımı yapmaksızın tüm ülke deneyimleri ile karşılaştırıldığında ise, Türkiye'ye benzer gelişmekte olan ülkelerden de izler taşıdığı söylenebilir. Sonuç olarak, enflasyon oranlarının yüzde 2 civarında seyrettiği gelişmiş ülkelerde en az 1 puanlık aralıkların tanımlandığı da dikkate alındığında düşen enflasyon sürecini yaşamakta olan Türkiye için 2 puanlık bir belirsizlik aralığının öngörülmesi makul karşılanmalıdır. Notun son bölümünde de değinildiği üzere, IMF programı uygulayan ülke deneyimleri bu görüşü daha da güçlendirmektedir.

### ***Nokta ya da Aralık Hedef Seçimi***

Nokta hedef belirleyen merkez bankaları, enflasyon oranını, genellikle bir aralığın ortası olan, belirli tek bir noktaya getirmeyi amaçlamaktadırlar. Aralık hedef belirleyen merkez bankaları ise, enflasyon oranını belirli bir noktaya odaklanmaksızın bir aralık içine getirmeyi ve o aralık içinde tutmayı amaçlamaktadırlar.

Hedefin, aralık olarak belirlenmesi, şoklara tepki vermede merkez bankasına esneklik sağlamaktadır. Ayrıca, hedefi tutturma ihtimali nokta hedeften daha fazladır. Öte yandan, beklentiler, özellikle tam güvenilirlik sağlanamamışsa, aralığın üst sınırına odaklanabilmekte ve hedefin tutturulamaması durumundaki itibar kaybı, nokta hedefe oranla daha yüksek olmaktadır.

Aralığın genişliği, genellikle ülkelerin tarihsel enflasyon dinamikleri, makroekonomik modelleri ve deneyimleri ışığında belirlenmekte ve temel olarak merkez bankasının, orta nokta etrafında dalgalanmalara ne kadar izin vereceği konusunda sinyal vermektedir. Aralığın çok geniş olması, enflasyon beklentilerinin nereye odaklanacağını belirsizleştirmekte ve merkez bankasının hedefinin aralık içinde nerede olduğu net olmadığı için, güven kaybına neden olmaktadır. Kamuoyu güvenini sarsacak şekilde sık sık aralığın dışına çıkılmadığı sürece, dar aralıkların, güvenilirliğinin yüksek olduğu düşünülmektedir. Kuşkusuz, dar ve geniş aralıklar arasındaki ödünleşim, şokların sıklığından, kalıcılığından ve merkez bankasının itibarından bağımsız değildir.

Hedefin, nokta olarak belirlenmesi, kamuoyunca kolay anlaşılır olması nedeniyle iletişim açısından avantajlıdır. Ayrıca, beklentilerin belli bir noktaya odaklanması mümkün olmaktadır. Öte yandan, hedefin tutturulması aralık şeklindeki hedefe göre daha zordur, çoğu

zaman imkansızdır. Çünkü, ekonomik gelişmeler ve enflasyonla ilgili daima bir belirsizlik ve çok olasılığı mevcuttur. Örneğin, para politikasının kontrolü dışındaki petrol fiyatları, uluslararası likidite koşulları ve küresel risk algılamalarındaki değişimler, vergi ve kamu fiyat ayarlamaları gibi unsurlar nedeniyle Tüketici Fiyat Endeksine göre belirlenen enflasyonda dalgalanmalar görülebilmektedir. Ekonomideki veri ve model belirsizliği de eklenince, enflasyon gerçekleşmesinin nokta hedefle birebir aynı olma olasılığı son derece düşük olmaktadır.

### *Ülke Deneyimleri*

**Bugün enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen yirmi iki ülkeden on tanesi aralık hedef ilan etmektedir.** Bu ülkeler Yeni Zelanda, Kanada, İsrail, Avustralya, Kore, Kolombiya, Şili, Tayland, Filipinler ve Güney Afrika'dır. Enflasyon beklentilerine net olarak rehberlik etmek amacıyla, merkez bankaları genellikle 2 puan ya da daha dar aralıklar seçmektedir. Bunun iki istisnası Güney Afrika ve Tayland'dır. Enflasyon hedeflemesine en erken geçen ülkelerden Yeni Zelanda, İsrail ve Kanada'da hedefler yüzde 1-3 aralığında belirlenirken, Avustralya'da yüzde 2-3 aralığındadır.

*Öte yandan, ülkeler hedeflerini aralık olarak belirleseler de Kolombiya, Kanada ve Şili'de olduğu gibi, aralığın orta noktasını para politikası kararlarına rehberlik eden operasyonel hedef olarak öne çıkarabilmektedirler.*

Aralığın genişliğinin, ülke koşullarına bağlı olarak zamanla ayarlanabildiği de görülmektedir. Örneğin, enflasyon hedeflemesine ilk geçen ülke olan Yeni Zelanda'da yüzde 0-2 ile başlayan hedef aralıkları 1996'da yüzde 0-3 olmuş ve nihayet 2002 yılından itibaren yüzde 1-3 olarak uygulanmıştır. Rejimin başlangıcından 2002 yılına kadar nokta hedef belirleyen Kolombiya'da ise, (yüzde 3 olan uzun dönem hedefe ilaveten) 2003 yılında yüzde 4-6 olan hedef aralığının, 2007 yılında, yüzde 3-4,5 aralığı olacağı dolayısıyla aralığın daraltılacağı duyurulmuştur. Benzer şekilde, Kore, rejimin başından itibaren bir aralık ile birlikte nokta hedef açıklarken, 2000 yılından itibaren aynı zamanda yüzde 2,5 oranını orta vadeli hedefi olarak ilan etmeye başlamıştır. 2003 yılından sonra ise, enflasyon hedefini aralık şeklinde orta vadeli hedef olarak değiştirmiştir.

**Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında on iki tanesi nokta hedef ilan etmektedir.** Bu ülkeler, İngiltere, İsveç, Çek Cumhuriyeti, Brezilya, Polonya, İsviçre,



İzlanda, Macaristan, Meksika, Norveç, Peru, Romanya'dır<sup>5</sup>. Bunlar arasında İngiltere, İzlanda ve Norveç, enflasyon hedeflerini herhangi bir aralığa doğrudan referans vermeksizin nokta şeklinde açıklamaktadırlar<sup>6</sup>. Öte yandan bu ülkeler, hesap verme mekanizmaları yoluyla nokta hedeften sapmalar için örtük bir aralık da vermektedirler. Örneğin, İzlanda, hedefini yıllık ortalama enflasyonun mümkün olduğunca yüzde 2,5 oranında tutmak olarak tanımlamakta ve bu hedeften sapma her iki yönde 1,5 puanı geçerse hükümete bir raporla sapmanın nedenlerini ve merkez bankasının tepkisinin ne olacağını açıklayacağını, bunu kamuoyu ile de paylaşacağını bildirmektedir. Enflasyon hedefinin yıllık yüzde 2 olarak belirlendiği İngiltere'de de, benzer şekilde, hedeften sapma her iki yönde 1 puanı aştığında ilgili bakana açık mektup yazılması taahhüt edilmektedir. Norveç'te ise, uygulama biraz daha yumuşatılmış ve enflasyon oranı yüzde 2,5 olan hedeften 1 puandan daha fazla saparsa yıllık raporda bunun bir değerlendirmesinin yapılacağı öngörülmüştür.

Nokta hedef belirleyen ülkeler arasında özellikle gelişmekte olan ülkelerin hedeflerini açıklarken, hedefle birlikte öngörülemeyen geçici şoklar karşısında sapmalara ne ölçüde izin verilebileceğini gösteren ve genellikle simetrik olan, bir aralık belirlediği de görülmektedir. Başlangıçta belirlenen bu aralıklar Çek Cumhuriyeti ve Brezilya dışında, değiştirilmemiştir. Çek Cumhuriyeti'nde, enflasyon hedeflemesine geçiş yılı olan 1998 yılından bugüne kadar hedeflenen değişken konusunda farklı uygulamalar denenmiştir. Uygulamanın ilk iki yılında hedef, her iki yönde 0,5 puanlık bir aralıkla birlikte açıklanmış, 2000 yılında bu aralık  $\pm 1$  puana yükseltilmiştir. 2001 yılının sonunda, 2002 yılı başından itibaren hedefin yıllık yıl sonu yüzde 3-5 aralığından 2005 yılı sonuna kadar yüzde 2-4 aralığına düşürülmesinin hedeflendiği ilan edilmiştir. Böylece, 2002 yılına kadar yıl sonları için belirlenen hedefler sürekli aralık niteliğine kavuşmuştur. 2006 yılından itibaren ise hedefler Euro bölgesine girinceye kadar yüzde 3 hedef etrafında  $\pm 1$  puan sapmaya izin verecek şekilde belirlenmiştir.

Brezilya'da ise enflasyon hedeflemesinin ilk dört yılında nokta hedef etrafında 2 puanlık bir aralık açıklanırken, dışsal şoklar nedeniyle 2003 yılından itibaren zaman zaman hedeflerin yenilenmesi söz konusu olmuş ve aralığın genişliği her iki yönde 2,5 puana yükseltilmiştir. Gidişatın normale dönmeye başlamasıyla birlikte, 2006 yılından itibaren aralık yeniden 2 puana düşürülmüştür.

---

<sup>5</sup> İsviçre enflasyon hedefini yıllık yüzde 2'den az olarak açıklamaktadır. Ancak politika kararlarında deflasyon riskini de göz önüne almaktadır. Bir başka deyişle enflasyonun 0'ın üzerinde kalmasını da amaçlamaktadır. Bu nedenle enflasyon hedefi yüzde 0-2 aralığı olarak da nitelendirilebilir.

<sup>6</sup> Giriş bölümünde de belirtildiği gibi Türkiye'deki uygulama bu ülkelerdeki uygulamaya daha yakındır.

**Tablo 1: Enflasyon Hedefinin Belirlenmesinde Ülke Deneyimleri \***

Ülkeler	Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Tarihi	Hedef Ufku	Hedefin Niteliği	Hedeflenen Değişken	Geçerli Olan Son Hedef	Açıklamalar
Yeni Zelanda	1989	Orta vade	Aralık	TÜFE	% 1-3	
Kanada	1991	Orta Vade (5 Yıl )	Aralık	TÜFE	% 1-3	
İngiltere	1992	Sürekli	Nokta	TÜFE	% 2	Hedeften % 1 puan sapma olduğunda ilgili bakana açık mektup yazılıyor.
İsrail	1992	Sürekli	Aralık	TÜFE	% 1-3	
Avustralya	1993	Orta vade (İş çevrimi)	Aralık	TÜFE	% 2-3	
İsveç	1993	Sürekli	Nokta +Aralık	TÜFE	% 2 ±1	
Çek Cumhuriyeti	1998	Sürekli	Nokta +Aralık	TÜFE	% 3 ± 1	
Kore	1998	Orta vade (3 yıl)	Aralık	Çekirdek TÜFE	% 2,5-3,5	
Brezilya	1999	Çoklu Yıl <sup>(1)</sup>	Nokta +Aralık	TÜFE	% 4,5 ±2	
Polonya	1999	Sürekli	Nokta +Aralık	TÜFE	% 2,5 ±1	
İsviçre <sup>(2)</sup>	2000	Sürekli	Nokta <sup>(3)</sup>	TÜFE	% 2'den az	
Kolombiya	2000	Çoklu Yıl <sup>(1)</sup>	Aralık	TÜFE	% 4-5	
Şili	2000	Sürekli	Aralık	TÜFE	% 2-4	
Tayland	2000	Sürekli	Aralık	Çekirdek TÜFE	% 0-3,5	
İzlanda	2001	Sürekli	Nokta	TÜFE	% 2,5	Hedeften % 1,5 puan sapma olduğunda hükümete ve kamuoyuna açıklama yapılıyor.
Macaristan	2001	Çoklu Yıl <sup>(1)(4)</sup>	Nokta +Aralık	TÜFE	% 3,5 ±1	
Meksika	2001	Sürekli	Nokta +Aralık	TÜFE	% 3 ± 1	
Norveç	2001	Sürekli	Nokta	TÜFE	% 2,5	Hedeften % 1 puan sapma olduğunda yıllık raporda değerlendirilmesi yapılıyor.
Filipinler	2002	Çoklu Yıl <sup>(5)</sup>	Aralık	TÜFE	% 4-5	
G. Afrika	2002	Sürekli	Aralık	Özel Tanımlı TÜFE <sup>(6)</sup>	% 3-6	
Peru	2002	Sürekli	Nokta +Aralık	TÜFE	% 2,5 ± 1	
Romanya	2005	Çoklu Yıl <sup>(1)</sup>	Nokta +Aralık	TÜFE	% 5 ±1	
Türkiye	2006	Çoklu Yıl <sup>(1)</sup>	Nokta	TÜFE	5%	Hedeften % 2 puan sapma olduğunda hükümete ve kamuoyuna açıklama yapılıyor ve IMF ile istişarelerde bulunuluyor.

Kaynak: Kuttner (2004), Internatioanal Monetary Fund (2005), ülke merkez bankalarının internet sayfaları.

\* 2006 yılı itibarıyla geçerli olan durumu göstermektedir.

(1) Her yıl enflasyon hedefi açıklanırken 2 yıl sonraki hedef de ilan edilmektedir.

(2) İsviçre resmi olarak enflasyon hedeflemesi uyguladığını açıklamamıştır. Ancak, parasal hedeflerin kullanılmaması, açık rakamsal bir enflasyon hedefi ilan etmesi ve enflasyon tahminlerini yayınlaması gibi nedenlerle genellikle enflasyon hedeflemesi ülkesi olarak nitelendirilmektedir.

(3) İsviçre, politika kararlarında deflasyon riskini göz önüne almakta ve enflasyonun 0'ın üzerinde kalmasını da amaçlamaktadır. Bu nedenle enflasyon hedefi yüzde 0-2 aralığı olarak da düşünülebilir ve uygulamada aralık hedef şeklinde de sınıflandırılabilir.

(4) 2006 yılından sonra hedef ufku belirsiz; %3 sürekli orta vadeli hedef.

(5) Her yıl enflasyon hedefi açıklanırken 1 yıl sonraki hedef de ilan edilmektedir.

(6) CPIX: Büyük şehir ve diğer kentsel alanlardaki tüketici fiyatlarından ipoteğe dayalı uzun vadeli konut kredilerine bağlı tahvillerin faiz maliyetinin çıkarılması ile ulaşılan fiyat endeksi.

### ***IMF Şartlılığı***

Enflasyon hedeflemesinin, gelişmekte olan ülkelerde de uygulanmaya başlanmasıyla birlikte, IMF programının içinde yer alan standart şartlılık ilkesi de değişime uğramaktadır. Bilindiği gibi, standart IMF şartlılığının parasal ayağı merkez bankası bilançosu üzerinde seçilmiş bazı kalemler üzerine tavan ve taban değerler konulmasını içermektedir. Bu düzenleme genellikle, Net Uluslararası Rezerv için taban, Net İç Varlıklar ve Para Tabanı için tavan olarak belirlenen performans kriteri niteliğindeki hedefleri kapsamaktadır.

Net İç Varlıkların parasal şartlılığın bir parçası olarak kullanılması esasında, parasal büyüklüklerdeki artışın enflasyonun öncü göstergesi olduğu görüşüne dayanmaktadır. Ancak, enflasyon oranlarının düşmekte olduğu ekonomilerde enflasyon ve parasal büyüklükler arasındaki ilişki giderek zayıflamaktadır. Bu nedenle, net iç varlıklar ya da para tabanı için hedefler oluşturulması enflasyon hedeflemesi rejiminde, para politikasının etkinliğini azaltabilmektedir. Örneğin, para talebinin arttığı dönemlerde, enflasyon hedefinden bağımsız olarak faiz oranlarının artırılması söz konusu olabilmektedir. Buradan hareketle, açık enflasyon hedeflemesi rejiminde, IMF destekli programların parasal şartlılık ilkesi ile uyumlu hale getirilmesi amacıyla, net iç varlıklar ya da para tabanı alt/üst sınır değerine ilişkin kriterler yerine, gözden geçirmelerde, enflasyon performansına ilişkin göstergeler gündeme getirilmektedir.

*IMF'in enflasyon performansını değerlendirme konusundaki geleneksel uygulaması nokta hedef etrafında belirlenen iç içe geçmiş iki "müzakere aralığı" olarak özetlenebilir. Dar olan aralık, dışında kalındığı takdirde IMF ile gözden geçirmelerde ele alınması gereken bir aralık olarak görülmektedir. Geniş olan aralık ise, dışında kalınması halinde IMF icra direktörleri kurulu veya daha üst yönetime açıklama yapılması gereken bir aralık olarak öngörülmektedir. Bugüne kadar Brezilya ve Peru'da bu şekilde gerçekleşen uygulama Kolombiya'da tek bir aralık şeklinde yürütülmüştür (Tablo 2).*

Kolombiya'da, enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile birlikte nokta hedef etrafında  $\pm 2$  puan genişliğinde konsültasyon aralığı belirlenmiş, olumlu gelişmelere bağlı olarak bu aralık 2005 yılında  $\pm 1$  puan daraltılmıştır. İkili aralık sisteminin benimsendiği Peru'da programın başından itibaren  $\pm 3$  puan genişliğinde olan konsültasyon aralıkları değiştirilmezken, Brezilya'da ekonominin görece olarak istikrarsız yapısı nedeniyle (toplam) aralık genişliği 2002 yılında  $\pm 0,5$  puan artırılarak  $\pm 2,5$  puana çıkarılmıştır.

**Tablo 2: IMF Şartlılığı Altında Enflasyon Performans Kriterleri\***

	Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Tarihi	IMF Şartlığında Enflasyon Performansına İlişkin Kriterlerin Yer almaya Başlaması	Enflasyon Performans Kriterleri
<b>Brezilya</b>	1999	1999-Q4	Dış bant (üst sınır) % 8 İç bant (üst sınır) % 6,5 Hedef % 5,5 İç bant (alt sınır) % 4,5 Dış bant (alt sınır) % 3
<b>Kolombiya</b>	2000	2001-Q1	Üst Sınır % 6 Hedef % 5 Alt sınır % 4
<b>Peru</b>	2002	2002-Q4	Dış bant (üst sınır) % 5,5 İç bant (üst sınır) % 4,5 Hedef % 2,5 İç bant (alt sınır) % 0,5 Dış bant (alt sınır) % -0,5
<b>Türkiye</b>	2006	2006-Q1	Dış bant (üst sınır) % 7 İç bant (üst sınır) % 6 Hedef % 5 İç bant (alt sınır) % 4 Dış bant (alt sınır) % 3

Kaynak: İlgili ülkelerin IMF'ye yazdıkları niyet mektupları.

\*Brezilya için 2004-Q4, Kolombiya ve Peru için 2005-Q4 değerleri.

## KAYNAKLAR

- Castelnuovo, E., S. Nicoletti-Altimari, D. Rodriguez-Palenzuela, (2003), “ Definition of Price Stability, Range and Point İnflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations, *Eurepean Central Bank, Working Paper Series*, No. 273.
- Fraga, A., Goldfajn, I., Minella, A., (2003), “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, *NBER Working Paper* No. 10019.
- International Monetary Fund, (2005), “Does Inflation Targeting Work In Emerging Markets?”, *World Economic Outlook*, 4, Bölüm 4, s.161-186, Eylül, Washington DC.
- Kuttner, K. N., (2004), “A Snapshot of Inflation Targeting in its Adolescence”, *The Future of Inflation Targeting*, Reserve Bank of Australia, Christopher Kent &Simon Guttmann (ed.), (<http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2004/Kuttner.pdf> adresinden de ulaşılabilir.)
- Schaechter A., Stone, M., Zelmer, M. (2000): “Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries”, *IMF Occassional Paper*, No 202.