



**TÜRKİYE CUMHURİYET  
MERKEZ BANKASI**

# **PARA POLİTİKASINI ANLAMAK**

**Hakan Kara**

**BETAM Paneli**

**26 Aralık 2012**

**İstanbul**

# Yeni Para Politikası Stratejisi

- TCMB 2010 Yılıının sonlarından itibaren yeni bir politika stratejisi uygulamaya başlamıştır.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi geliştirilerek finansal istikrara yapılan vurgu artırılmıştır.
- Çok amaçlı, çok araçlı ve esnek bir politika stratejisi tasarlanmıştır.
- Bu sunuş politikanın anlaşılabilirliğini artırmayı amaçlamaktadır.

# Sunum Planı

- Neden?
- Nasıl?
- Sonuçlar

# Para Politikası Stratejisi

	ESKİ YAKLAŞIM	YENİ YAKLAŞIM
<b>AMAÇLAR</b>	<i>Fiyat İstikrarı</i>	<i>Fiyat İstikrarı</i> <i>Finansal İstikrar</i>
<b>ARAÇLAR</b>	<i>Politika Faizi</i>	<i>Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru, Zorunlu Karşılıklar ve diğer Yapısal Araçlar</i>

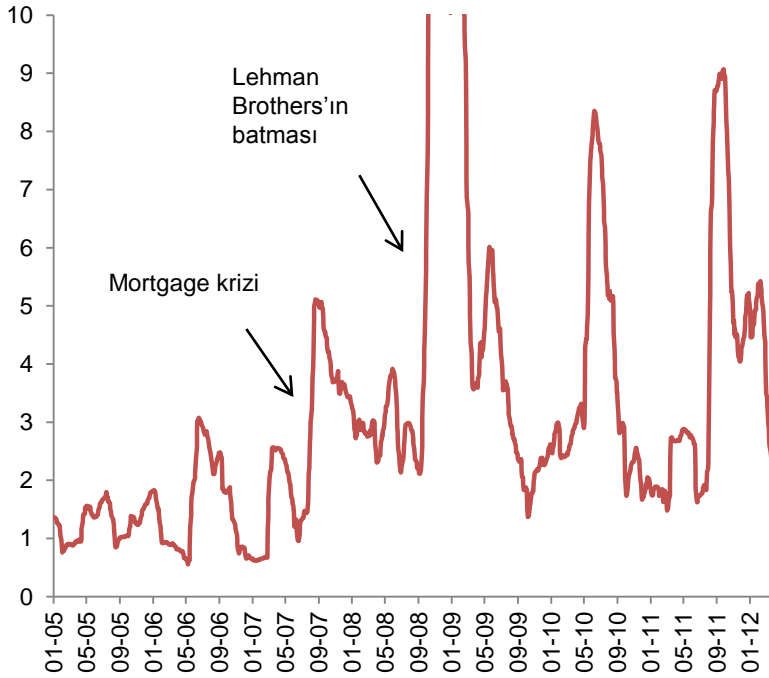
# *Neden Yeni Bir Politikaya İhtiyaç Duyuldu?*

# Neden Yeni Bir Politika Çerçevesi?

- Kriz sonrası merkez bankacılığında değişen anlayış
  - Finansal istikrara yönelik farkındalığın artması
  - Krizi önlemek temizlemekten daha az maliyetli
- Konjonktürel etkiler
  - Olađanüstü bol likidite, dalgalı risk iştahu, sermaye akımlarında oynaklık artışı
- Türkiye'ye özgü yapısal nedenler
  - Açık ekonomi, düşük tasarruf oranı, yapısal cari açık
  - Sermaye akımlarındaki oynaklığa duyarlılık

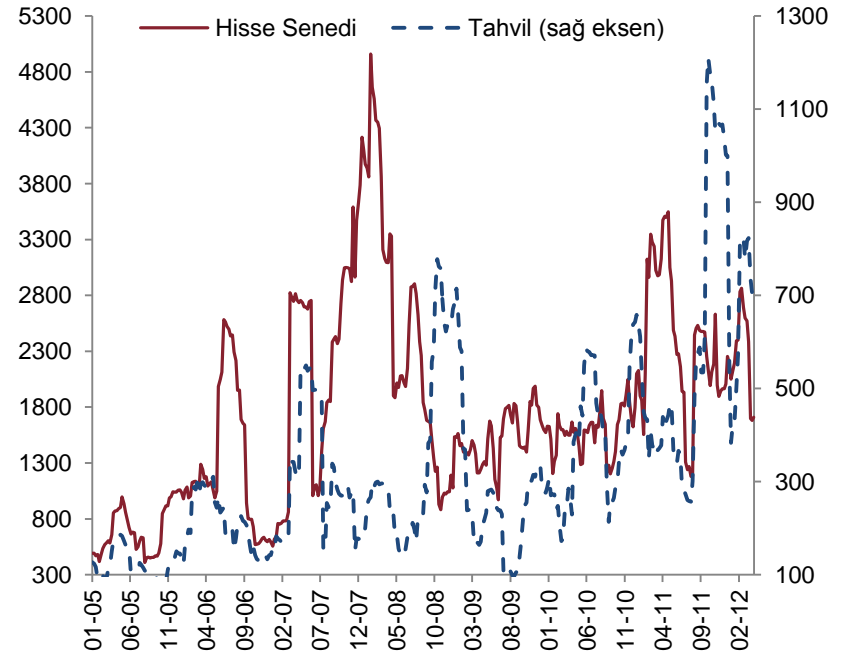
# Küresel Sermaye Akımları ve Artan Oynaklık

## Küresel Risk İştahının (VIX) Oynaklığı\*



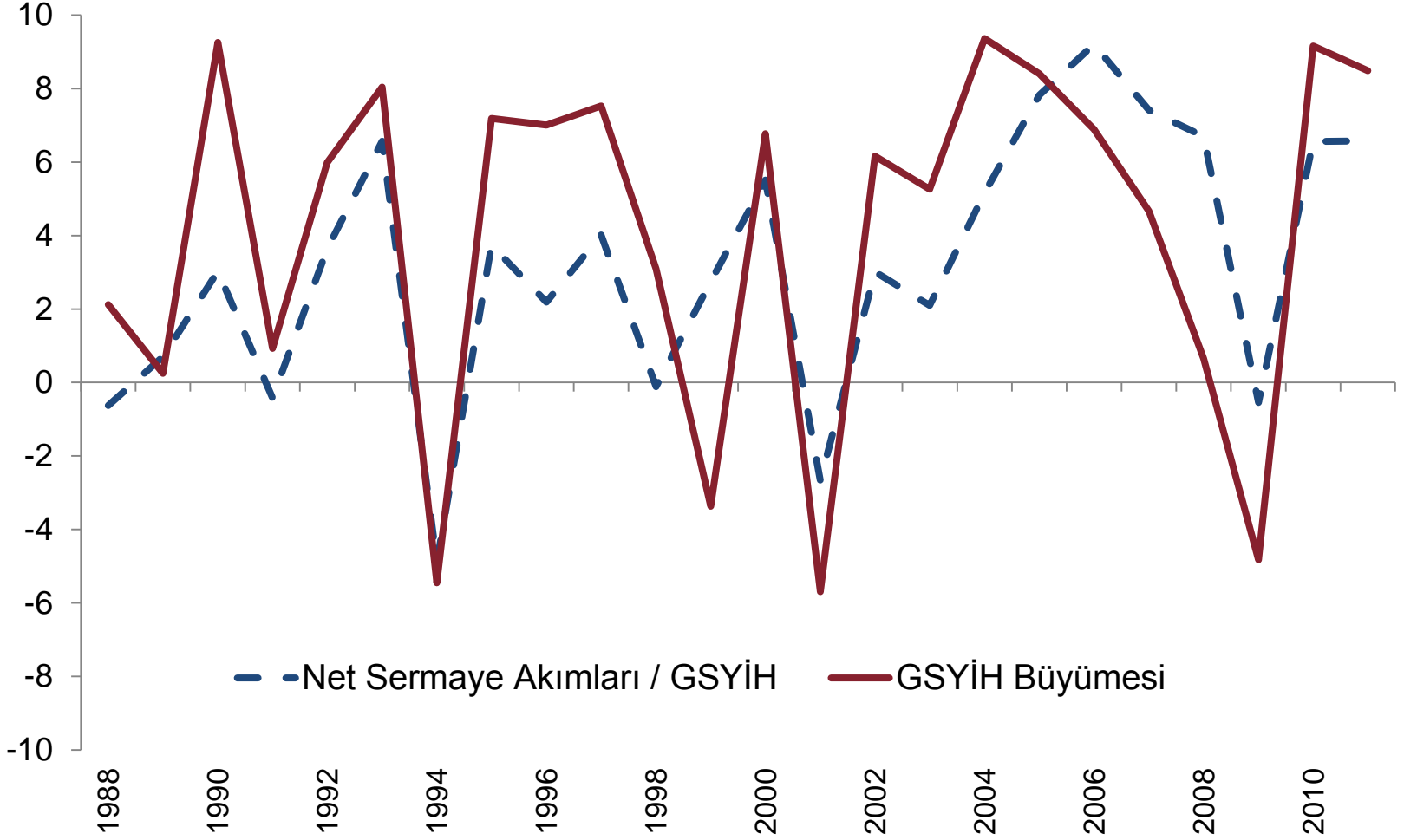
\*VIX Oynaklık Endeksi'nin 3-aylık hareketli standart sapmaları alınmıştır.  
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

## Gelişmekte Olan Ükelere Sermaye Akımlarındaki Oynaklık\*



\*Tahvil ve hisse senedi piyasasına akımların 3-aylık hareketli standart sapmaları alınmıştır.  
Kaynak: EPFR.

# Türkiye'de Sermaye Akımları ve Büyüme



Kaynak: TÜİK, TCMB.



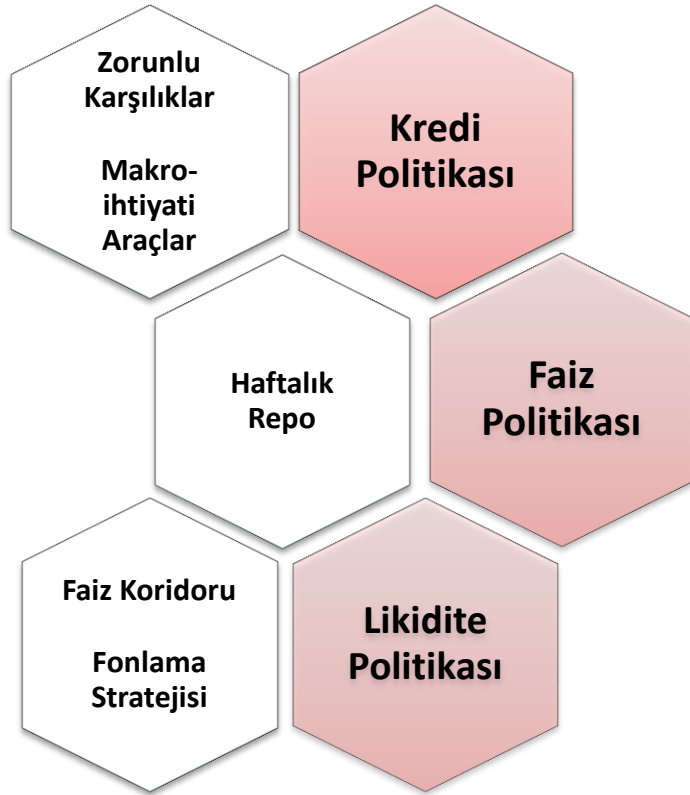
# Sermaye Akımları ve Finansal İstikrar

- Türkiye gibi dışa açık ekonomilerde makroekonomik ve finansal istikrara dair risklerin yakın tarihte daha çok küresel gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir.
- Özellikle son yıllarda kırılğan küresel iktisadi görünüme bağılı olarak aşırı oynak seyreden sermaye akımları makro finansal riskleri besleyen temel unsurlardır.
- Dolayısıyla, TCMB'nin makroekonomik ve finansal istikrar vurgusunda, sermaye akımlarındaki oynaklığın yurt içi piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlanması ön plana çıkmıştır.

# *Yeni Politikanın Tasarımı*

# Basitleştirilmiş Aktarım Mekanizması

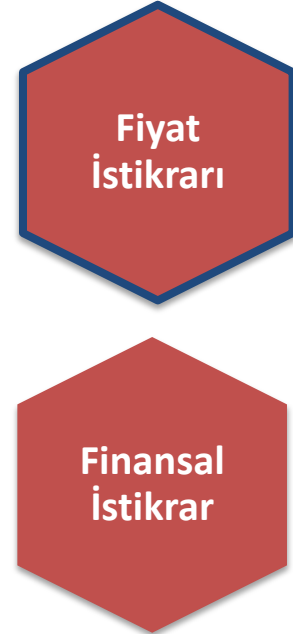
## ARAÇLAR



## AKTARIM KANALI VE GÖSTERGELER



## AMAÇLAR



# Para Politikası Araçları

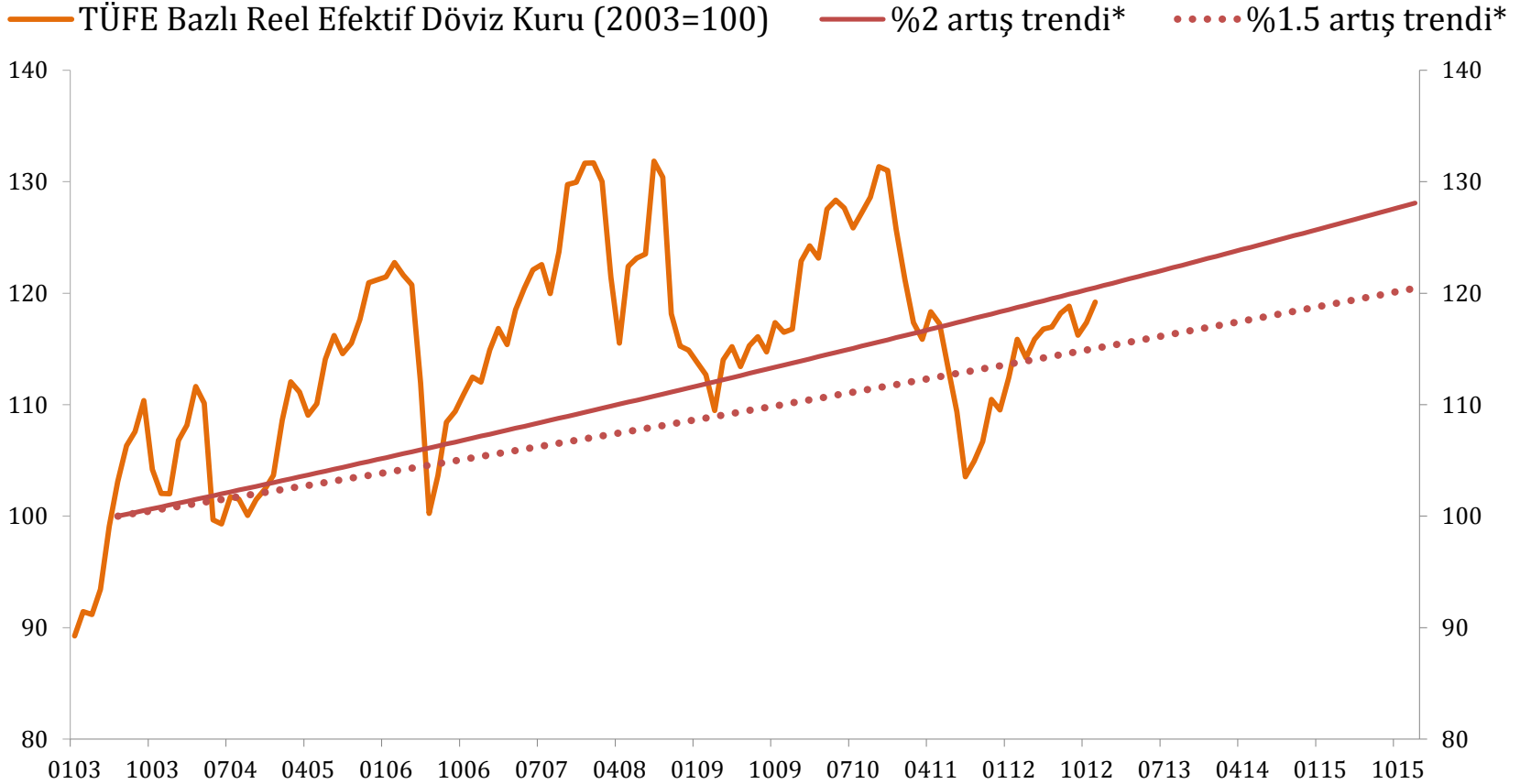
## Konjonktürel Araçlar

- Politika Faizi
- Faiz Koridoru
- TL Likidite Yönetimi
  - TL Zorunlu Karşılık Oranları (TLZK)
  - Fonlama Stratejisi (FS)
  - DİBS Alımları ve Satımları (DİBSA, DİBSS)
- YP Likidite Yönetimi
  - YP ve Altın Zorunlu Karşılık Oranları (YPZK)
  - Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK)
  - Döviz Alımları ve Satımları (DZA, DZS)
  - İhracat Reeskont Kredileri (İRK)

# Finansal İstikrar İçin Döviz Kuru ve Kredilerin Önemi

- Sermaye akımlarının makro ekonomi üzerindeki yansımaları temelde bu iki değişken üzerinden görülmektedir.
- Gerek hızlı kredi büyümesi gerekse yerli para biriminde gözlenen aşırı değerlenme ekonomide kaynak dağılımını bozmakta ve iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak makroekonomik istikrarı olumsuz etkilemektedir.

# Döviz Kuru



\*Kırmızıyla gösterilen eğilimler, Balassa-Samuelson etkisini ve kalite artışından kaynaklanabilecek reel kur değerlenmesini yansıtmaktadır.

Kaynak: TCMB.

# Finansal İstikrar Açısından Döviz Kuru

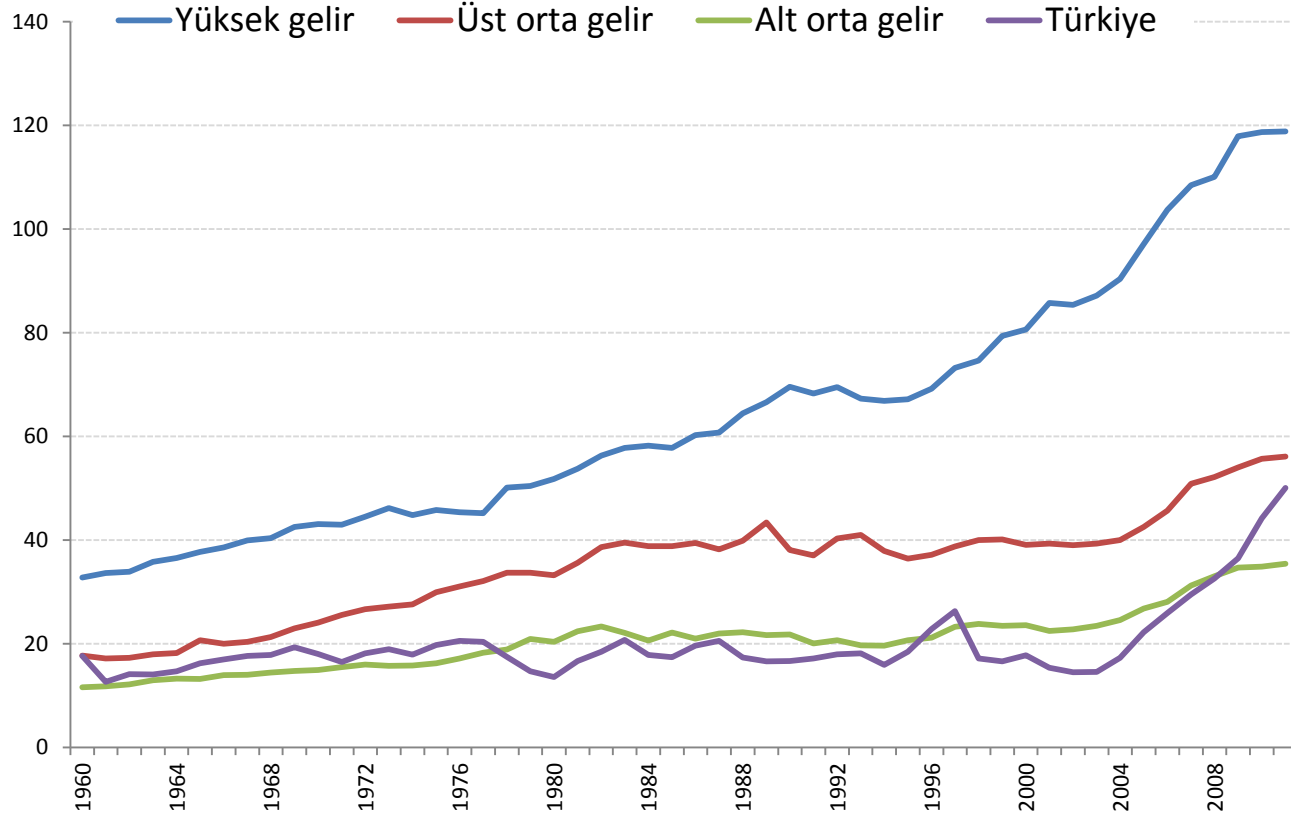
- Döviz kurundaki aşırı değerlenme başta bilanço kanalı olmak üzere birçok kanaldan sistemik riski artırarak makroekonomik ve finansal istikrarı bozabilmektedir.
  - Türkiye gibi yükselen ekonomilerde yerli para biriminin hızlı değerlenmesinden olumlu etkilenen firma bilançoları kredi büyümesini ivmelendirici etki yapabilmektedir (Shin 2012).
  - Yerli paranın aşırı değer kaybetmesi de belirsizlik ve bilanço kanalından finansal istikrarı olumsuz etkilemektedir.
- ➔ **TCMB, yeni politika çerçevesinde döviz kurundaki aşırı hareketlere kayıtsız kalmamaktadır.**

# Finansal İstikrar ve Krediler

- **TCMB Kredilere yaptığı vurguyu neden artırdı?**
  - Finansal istikrarın gözetilmeye başlanması
  - Küresel krizden alınan dersler
  - Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde kısa vadeli faizlerin etkinliğinin azalması
  - Net kredi kullanımı ile cari denge arasındaki güçlü ilişki



# Ülke Gruplarına Göre Kredi/GSYİH Oranı

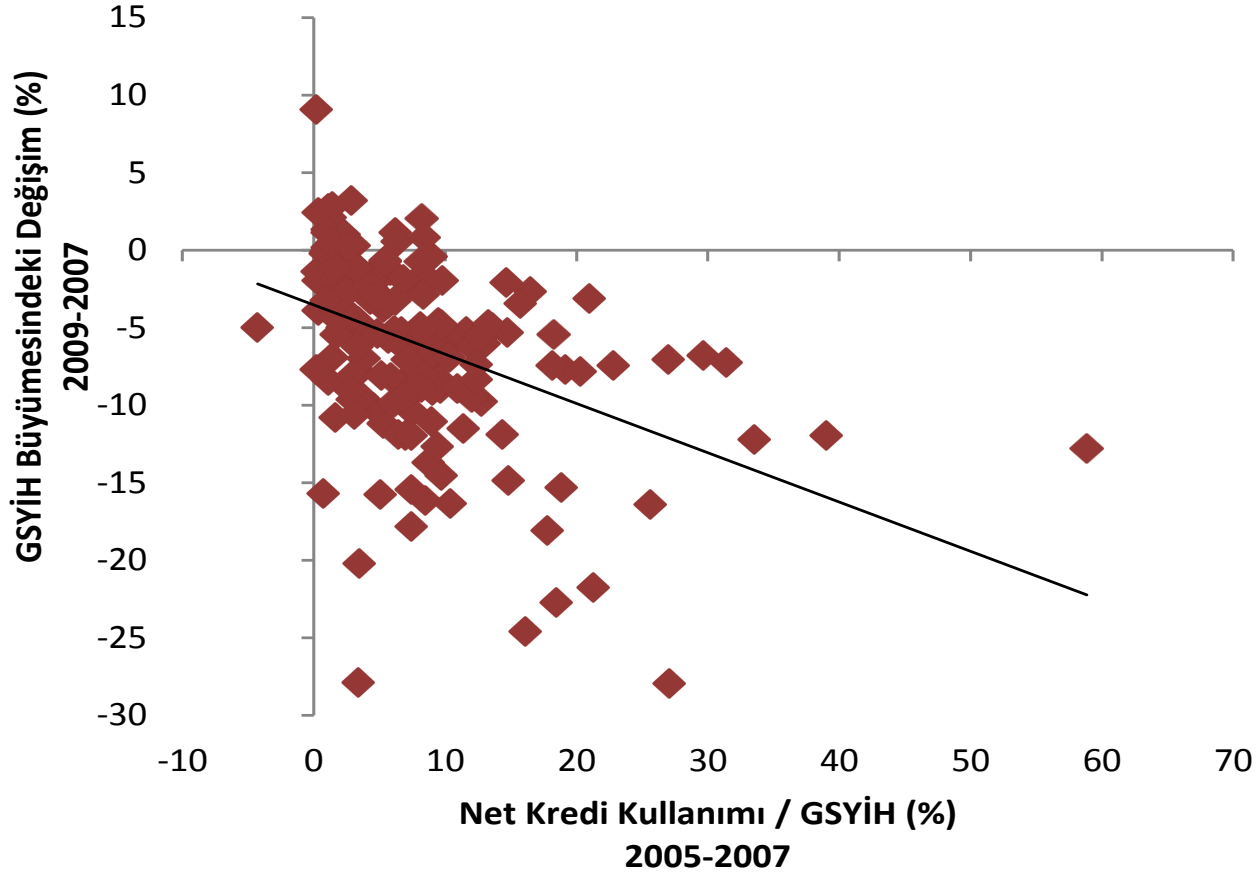


Kaynak: Dünya Bankası, TCMB

# Finansal İstikrar ve Krediler: İktisadi Yazın

- İktisadi yazında son yıllarda giderek daha fazla sayıda çalışma hızlı kredi büyümesinin finansal istikrarı bozucu ve kriz olasılığını artırıcı etkilerine işaret etmektedir.
  - Mendoza ve Terrones (2008)
  - Schularick ve Taylor (2012)
  - Jorda ve diğerleri (2011)
  - Dell'Ariccia ve diğerleri (2012)

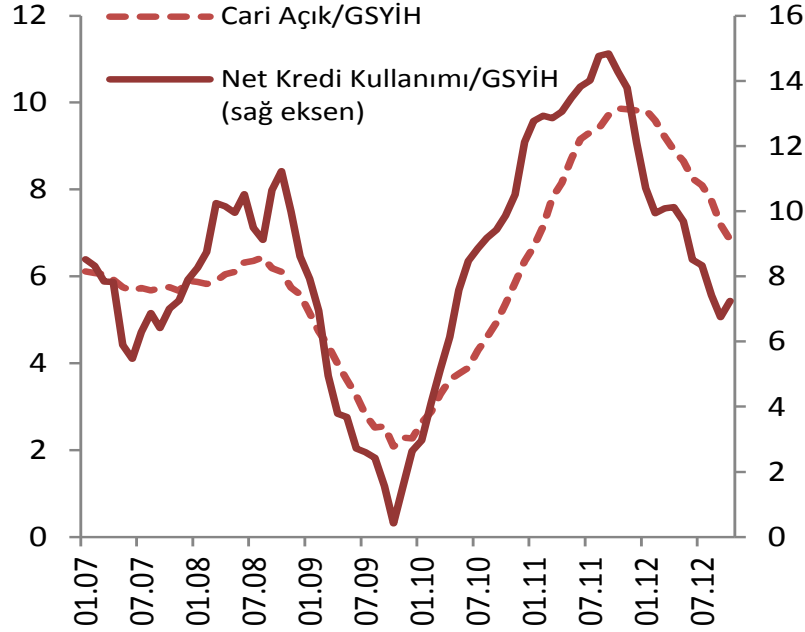
# Krediler ve Kriz Döneminde Büyüme



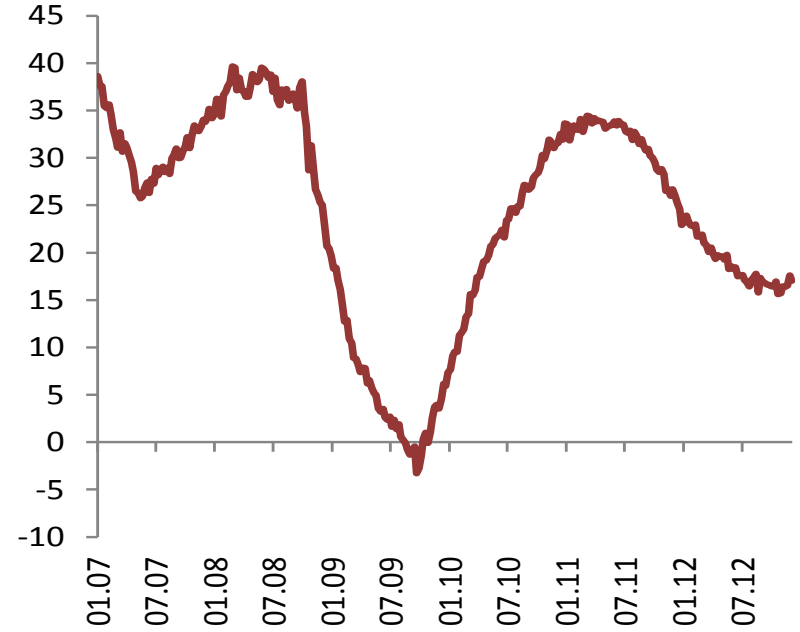
Kaynak: Dünya Bankası, TCMB.

# Hangi Kredi Değişkeni?

## Krediler ve Cari Açık



## Toplam Kredi Artış Hızı (Kur Etkisinden Arındırılmış, Yıllık Yüzde Değişim)



\*12 aylık birikimli cari açığın GSYİH'ye oranı

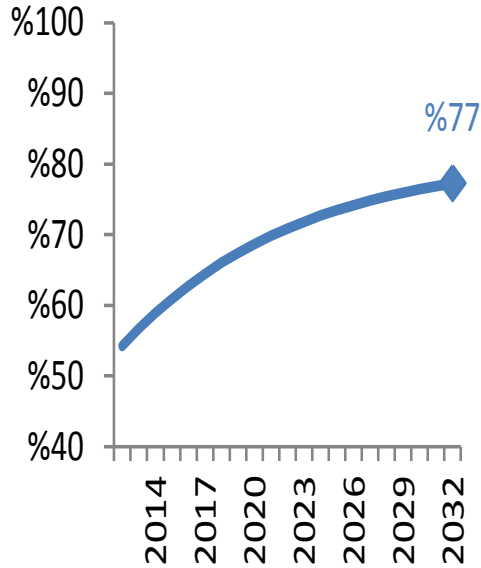
\*\*Kredi stokundaki yıllık değişimin GSYİH'ye oranı

Kaynak: BDDK, TCMB.

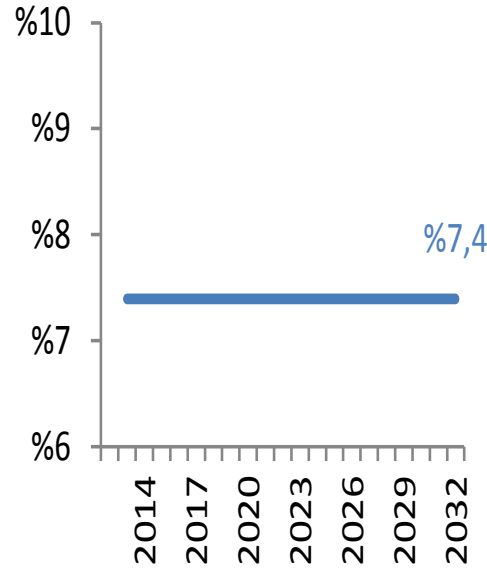
Kaynak: BDDK, TCMB.

# Türkiye için uzun vadeli örnek kredi projeksiyonları

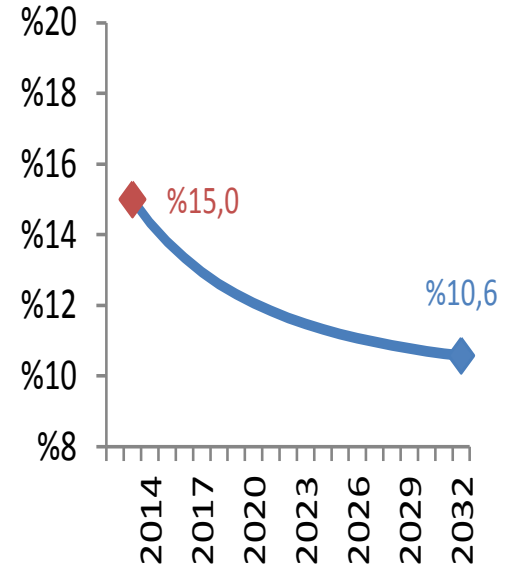
(a) Kredi / GSYİH



(b) Kredi Değişimi / GSYİH



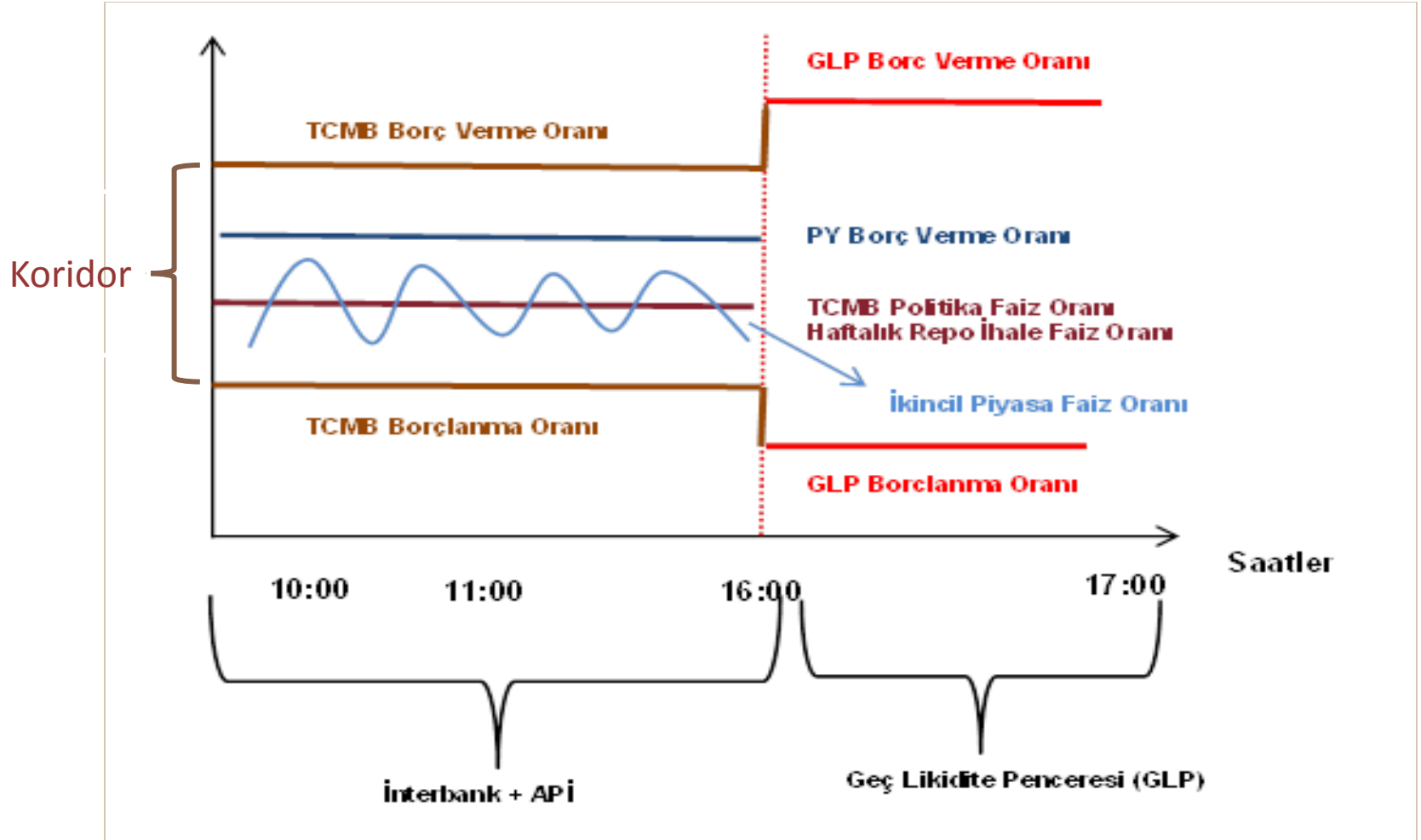
(c) Kredi Büyümesi



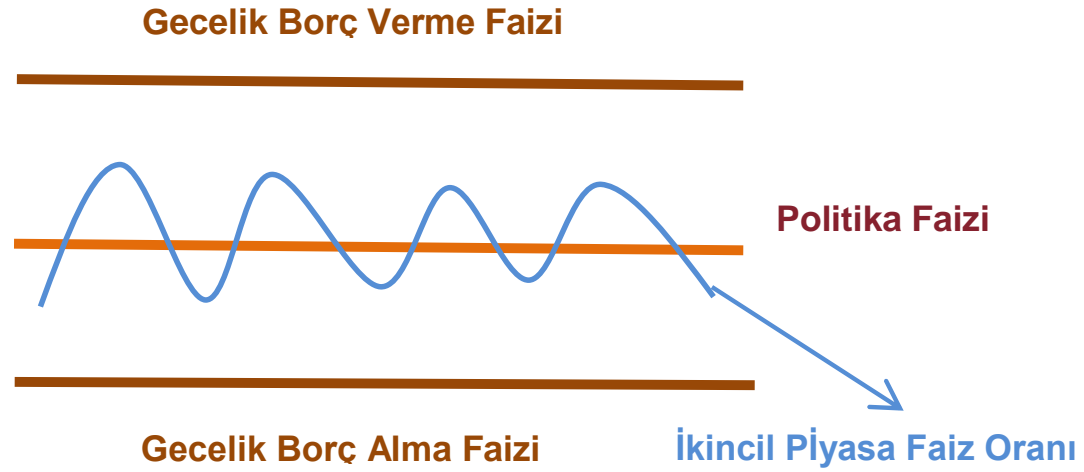
Kaynak: TCMB

# *İki Yeni Araç: Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizması*

# Standart Enflasyon Hedeflemesinde Operasyonel Çerçeve

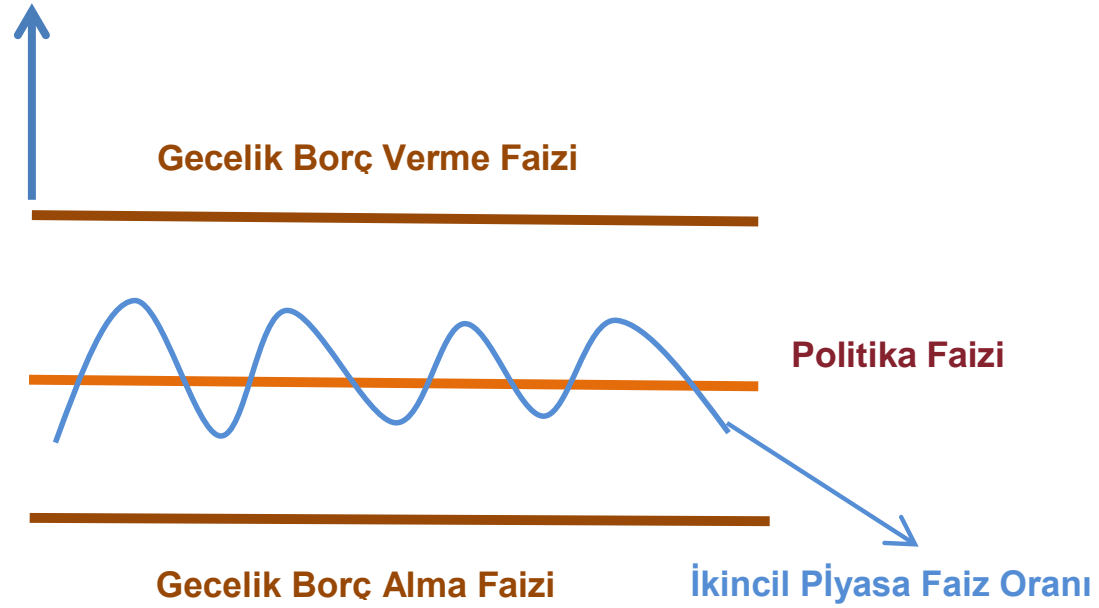


# Standart Enf. Hedeflemesinde Oper. Çerçeve (Basitleştirilmiş)

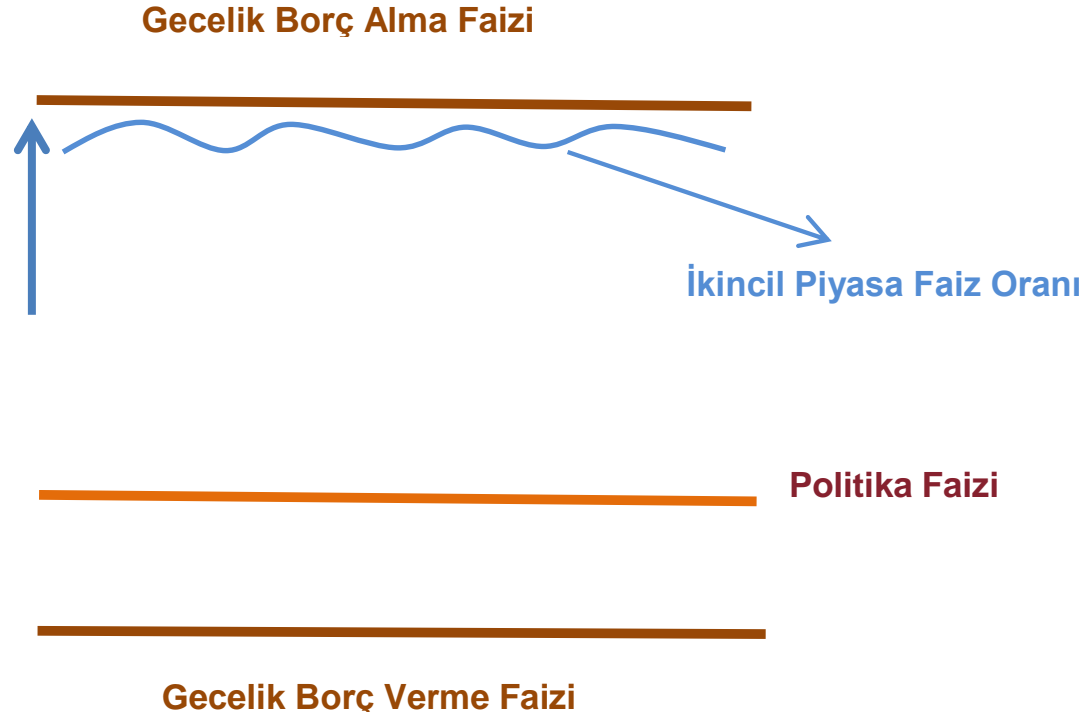




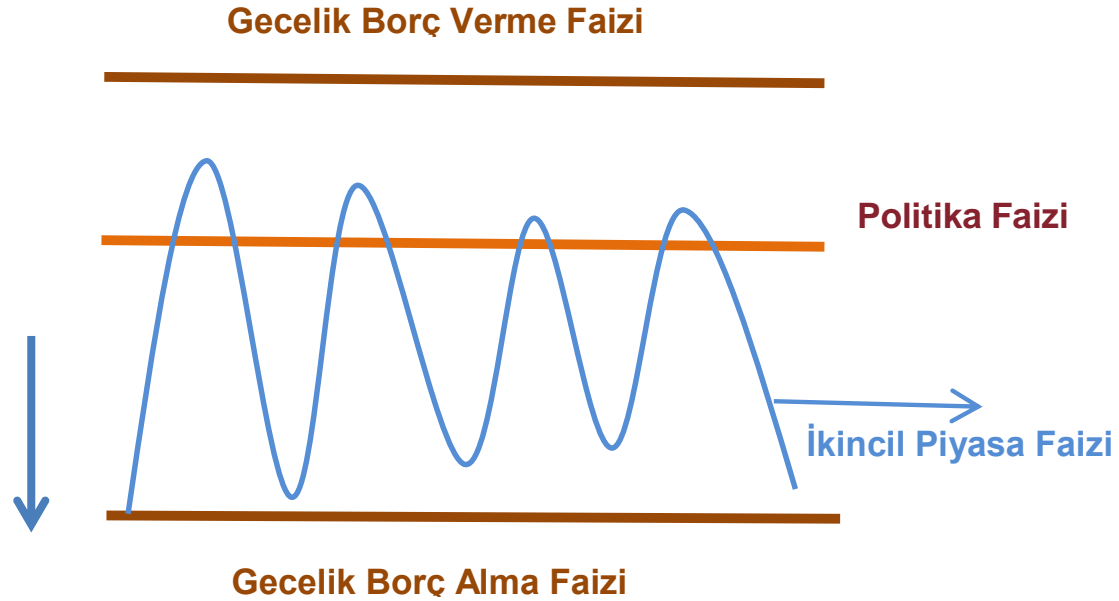
# Asimetrik Koridor Sistemi: Risk İştahında Bozulma



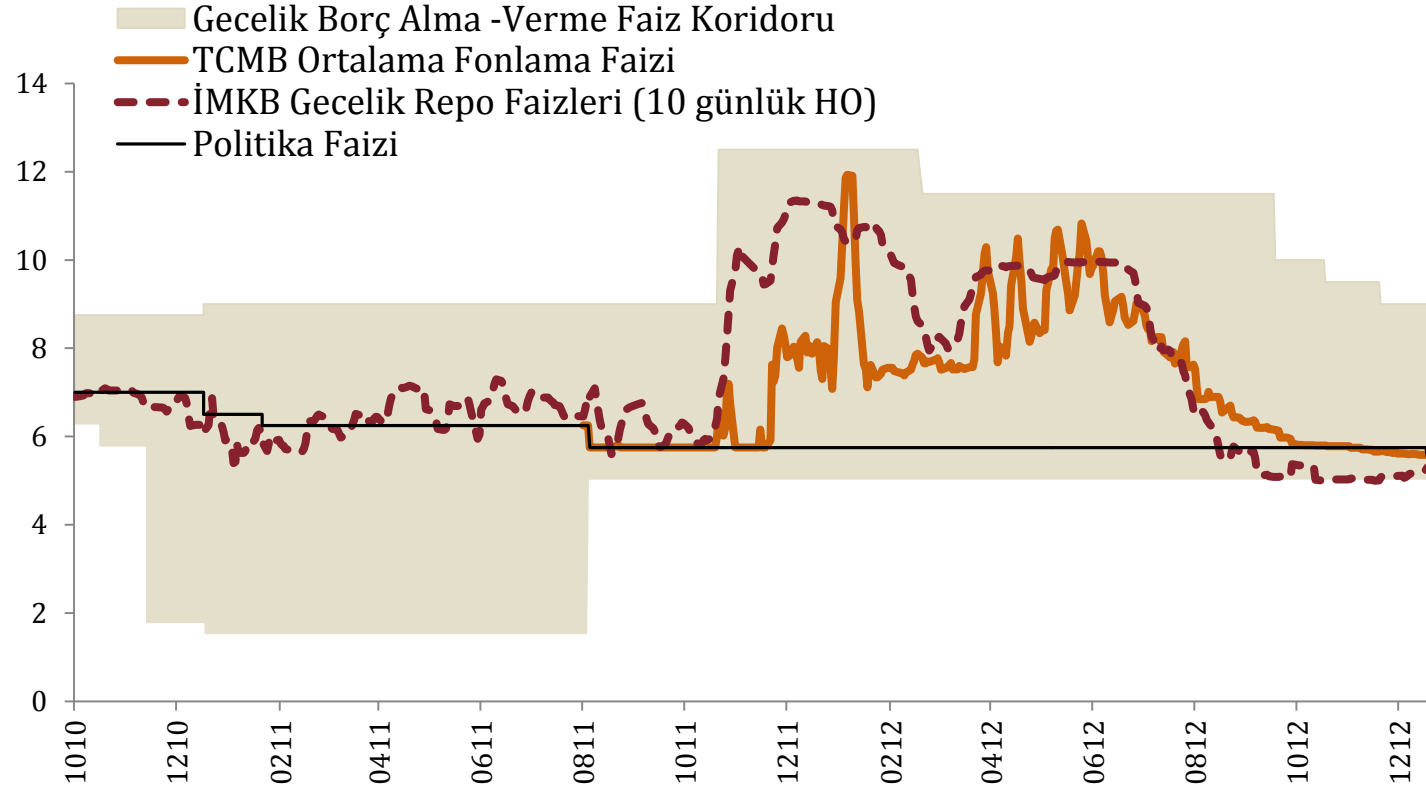
# Asimetrik Koridor Sistemi: Risk İştahında Bozulma



# Risk İştahında Artış ve Sermaye Giriřleri



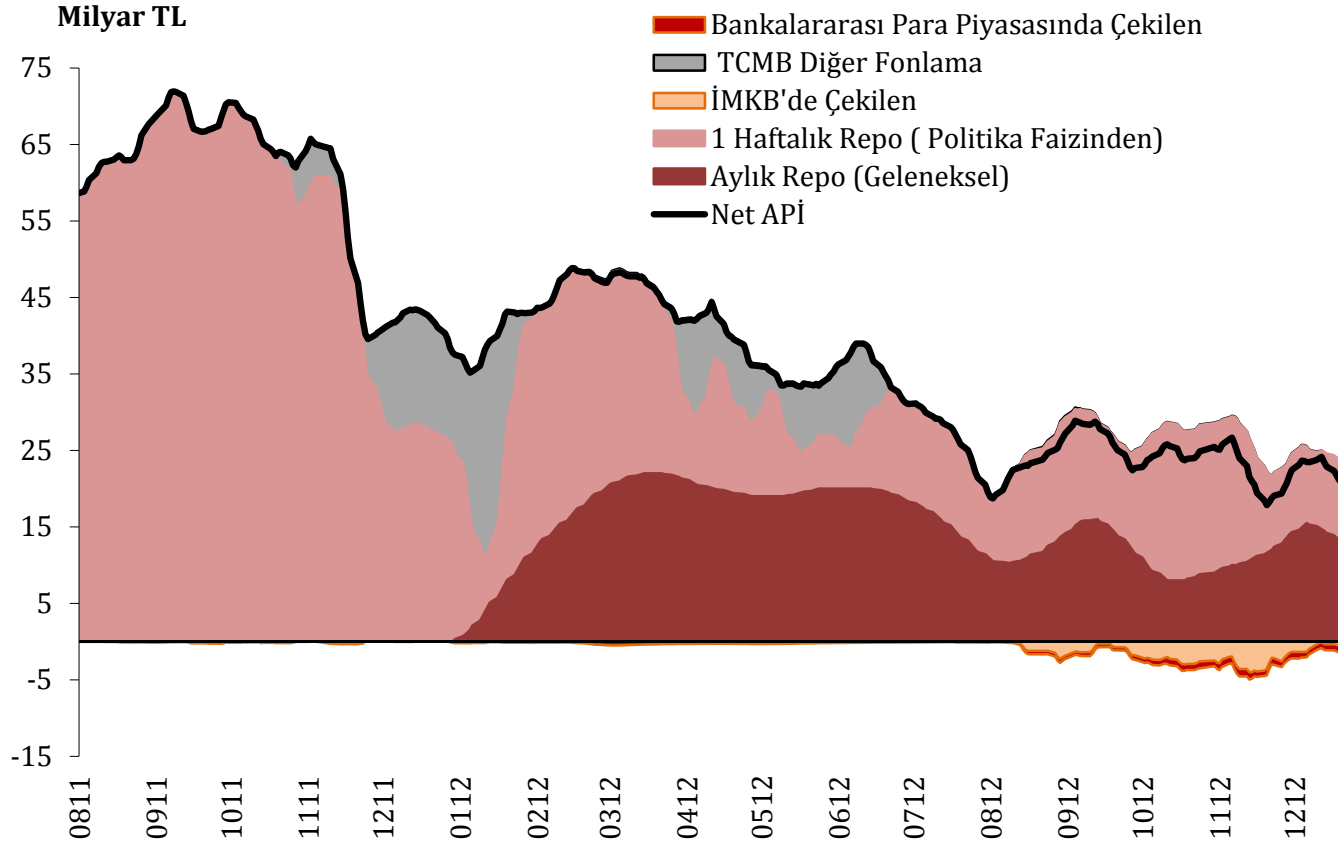
# Faiz Koridorunun Uygulaması



Kaynak: İMKB, TCMB.

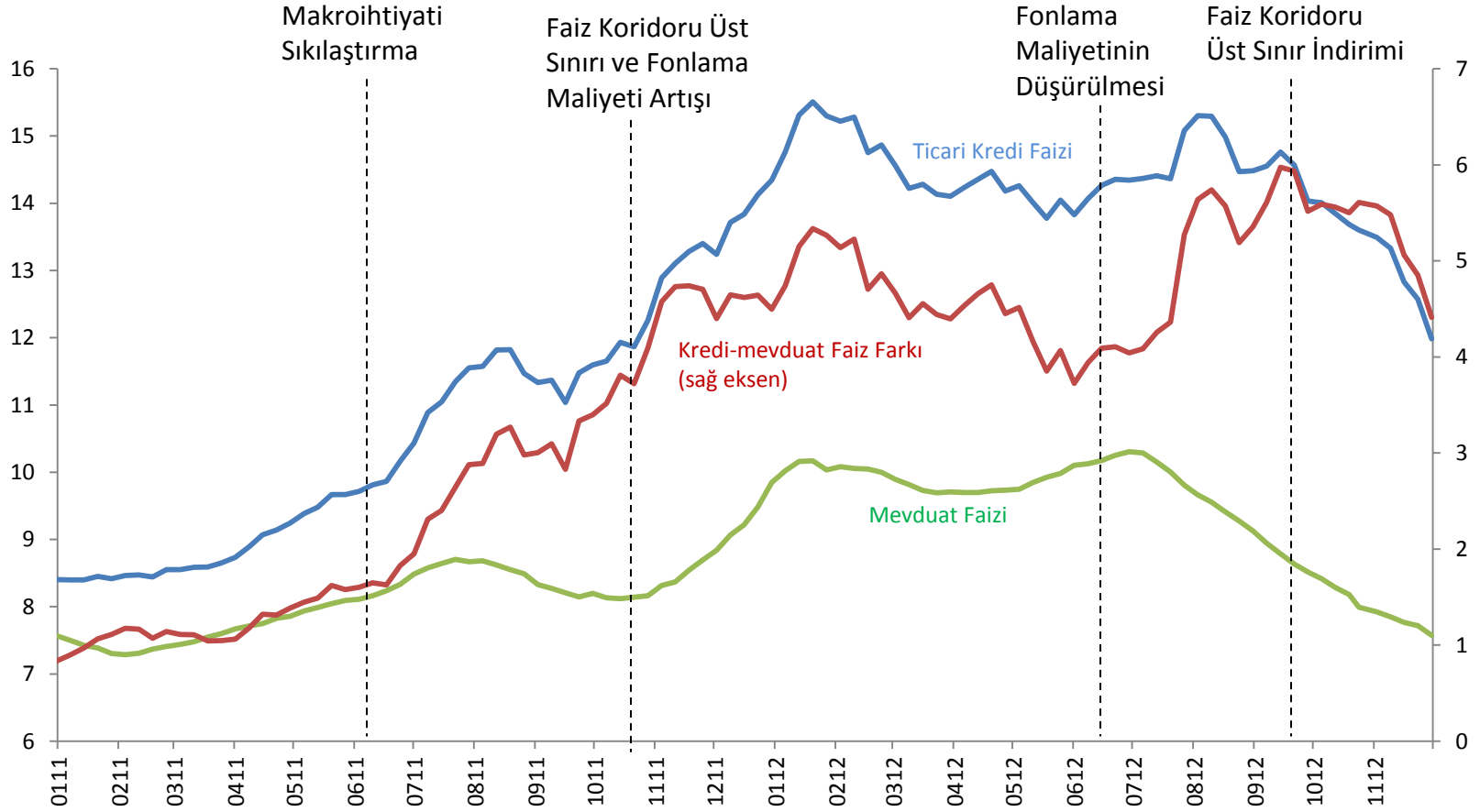
# Likidite Politikası

## Piyasadaki Likidite Gelişimi (iki Haftalık Hareketli Ortalamalar)



Kaynak: TCMB.

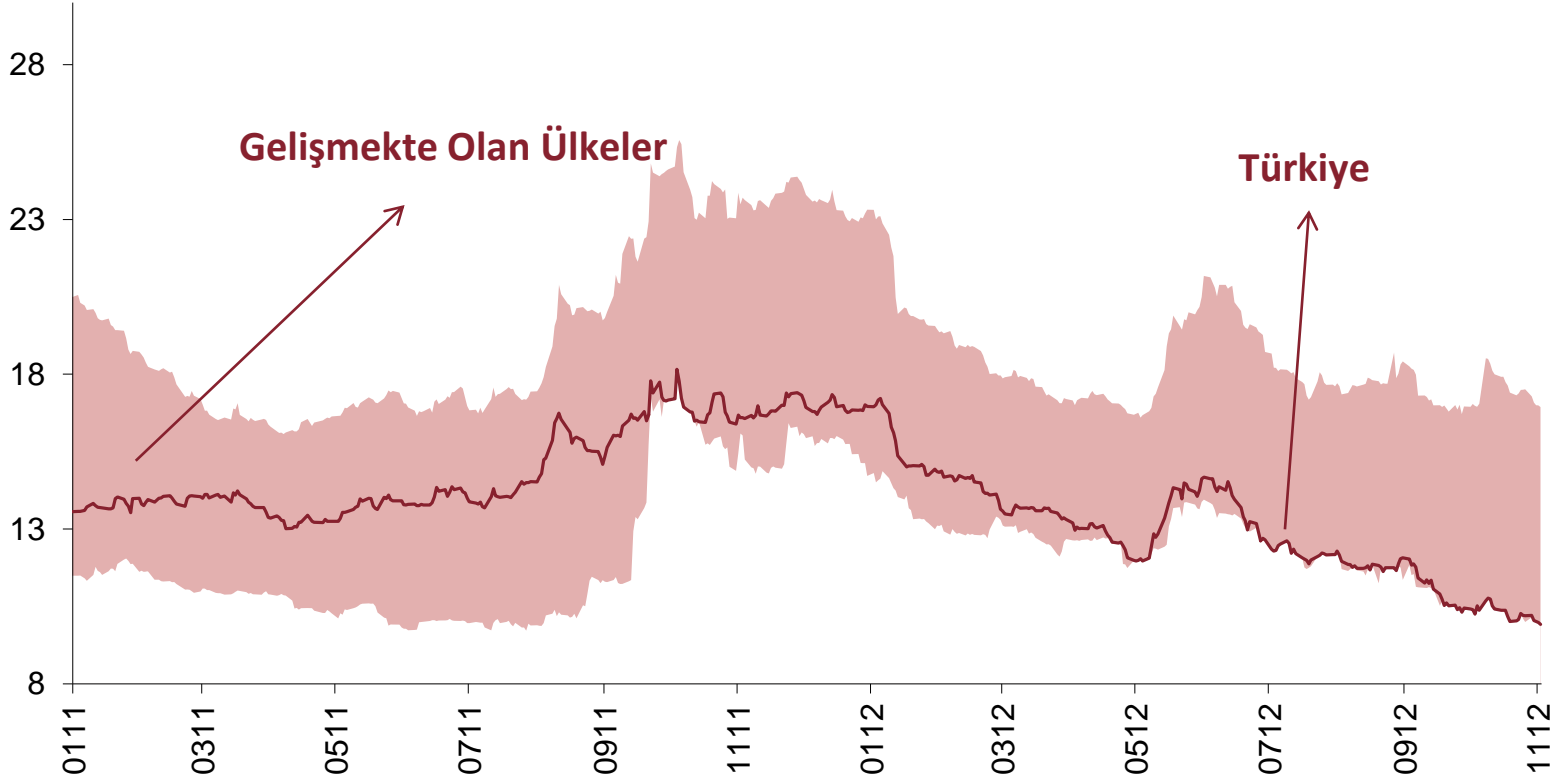
# Koridor ve Ticari Kredi-Mevduat Faiz Farkı



Kaynak: TCMB

# Cari Açık Veren Ülkelerde Döviz Kuru Oynaklığı

## 12 Ay Sonrası için Zımni Oynaklık (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, TCMB

Ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Türkiye

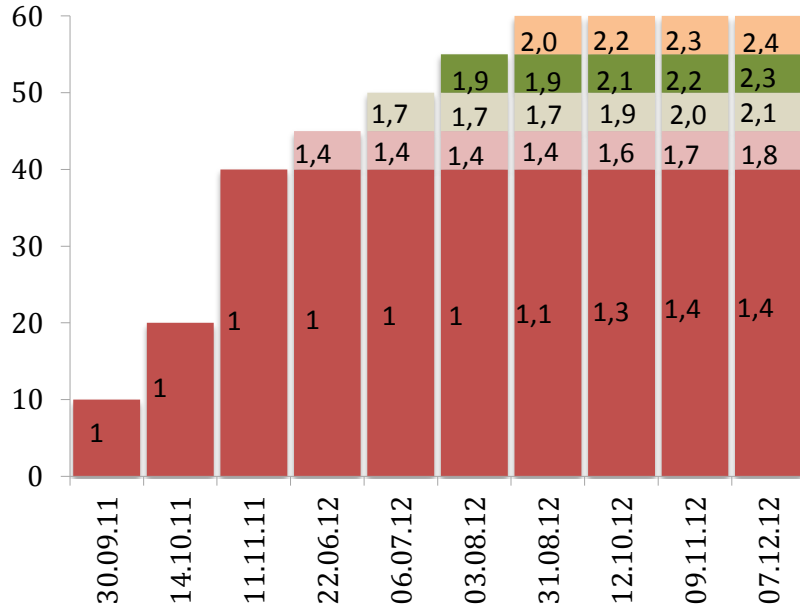
# Yapısal Bir Araç: Rezerv Opsiyonu Mekanizması

- Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz ve altın olarak tutulabilmesi
- Amaç: Sermaye akımlarındaki oynaklığın yurt içi piyasalar üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamak
- Para politikasının hareket alanını genişletmek



# Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK)

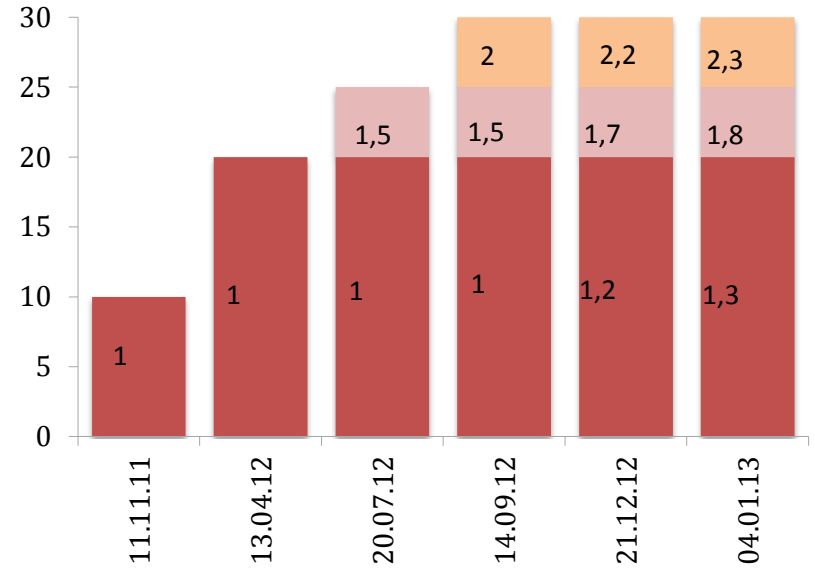
## TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar\*



\*Tarihler tesis dönemlerini göstermektedir.

Kaynak: TCMB.

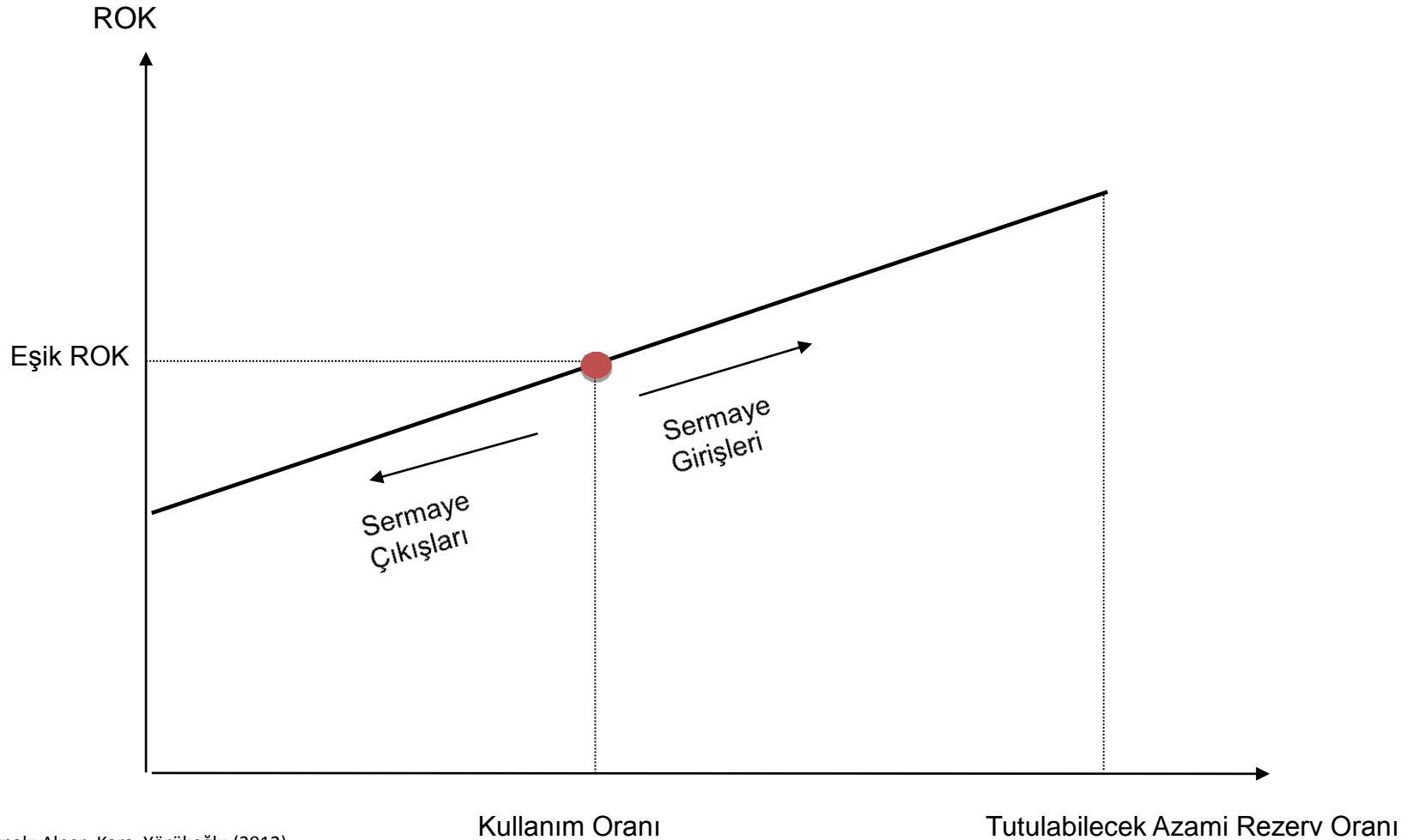
## TL Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar\*



\*Tarihler tesis dönemlerini göstermektedir.

Kaynak: TCMB.

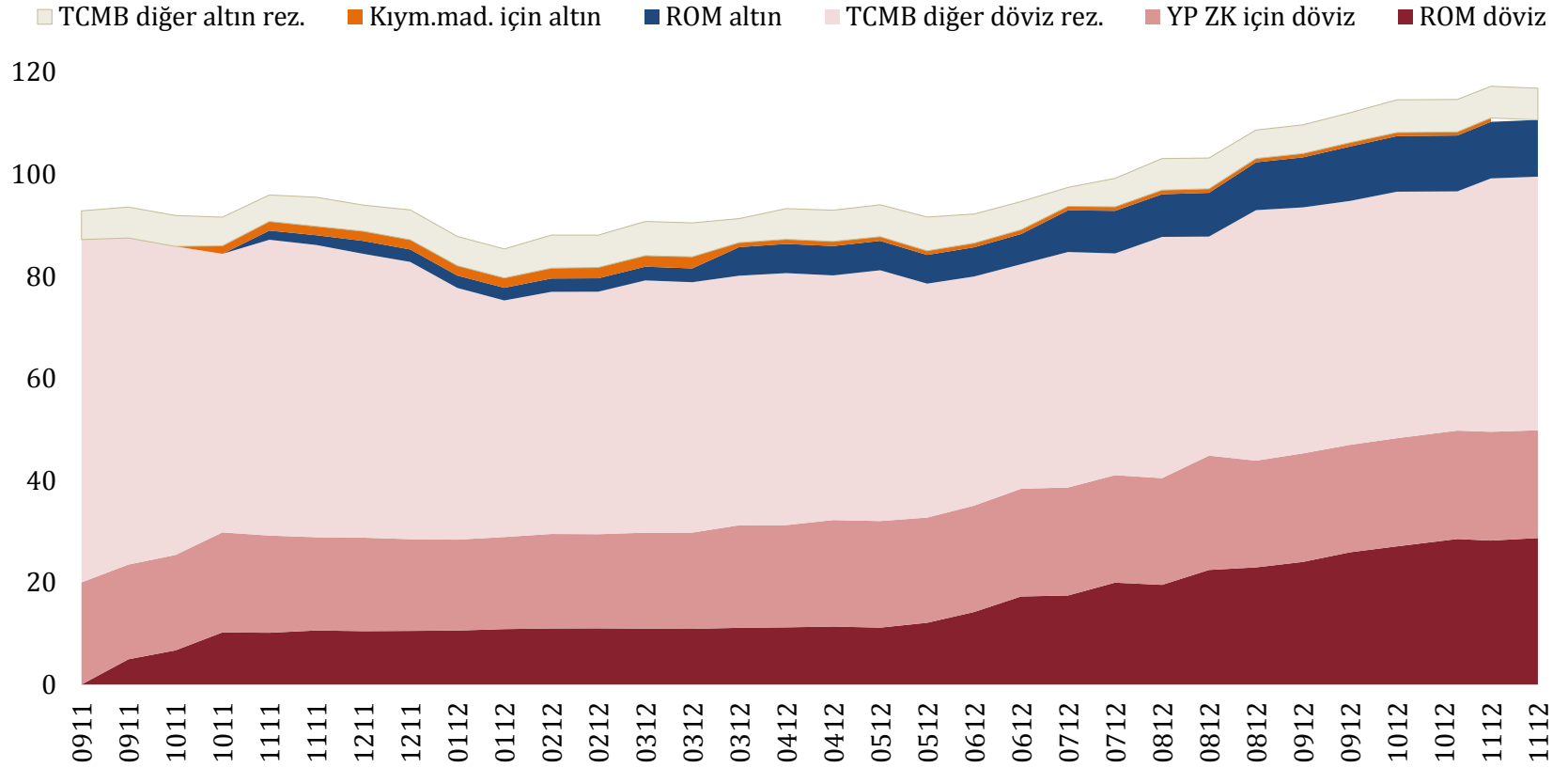
# Reserve Opsiyonu Mekanizması: Otomatik Dengeleyici



Kaynak: Alper, Kara, Yörükoğlu (2012)

# ROM ve Rezervler

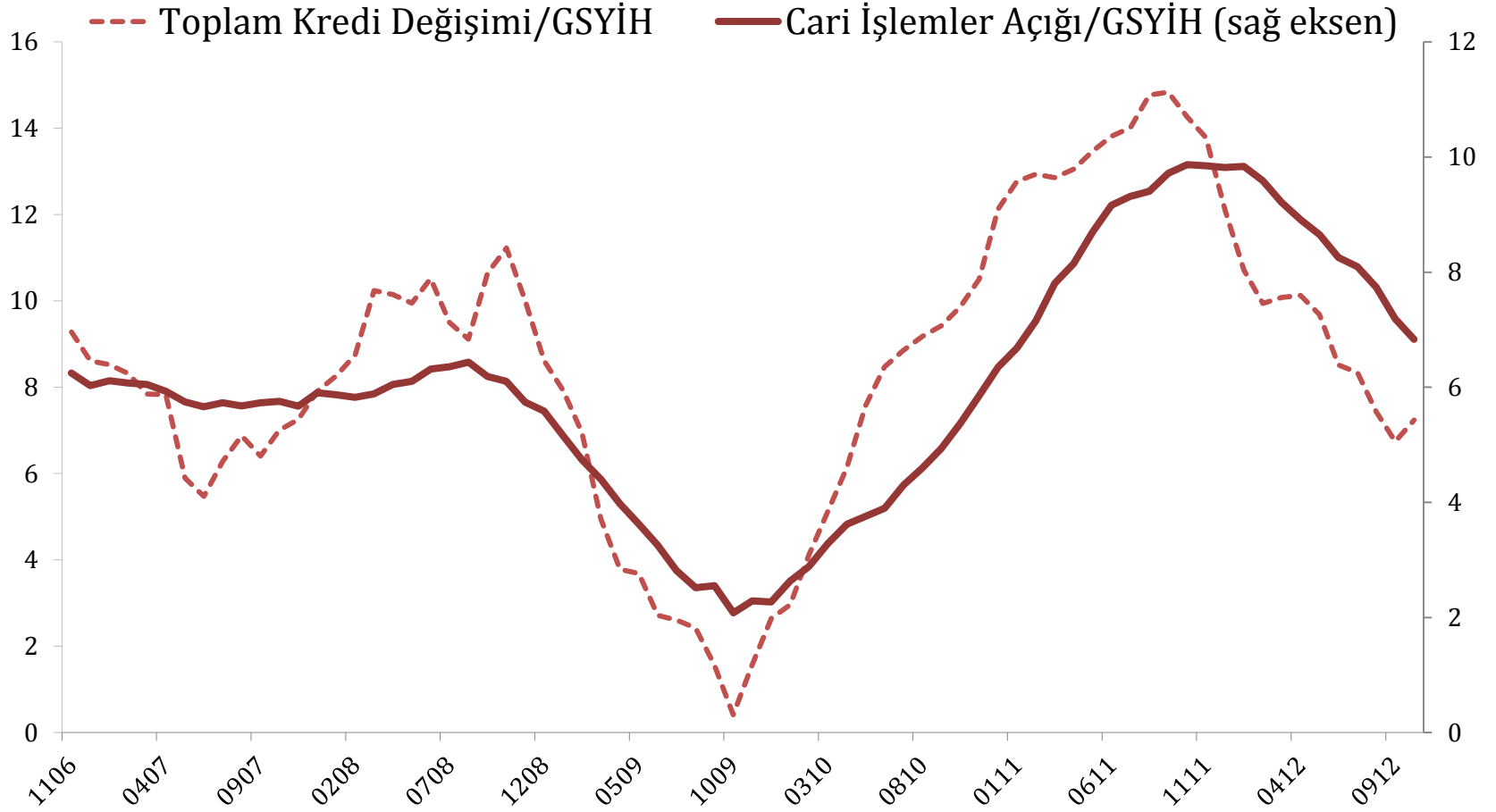
## TCMB Uluslararası Rezervleri ve ROM (Milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB

# *Yeni Politikanın Makroekonomik Sonuçları*

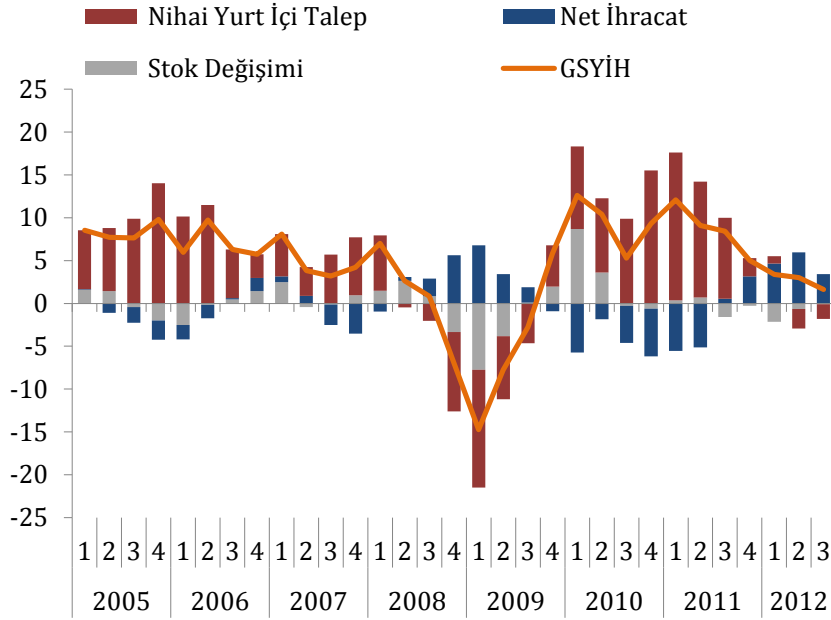
# Krediler ve Cari İşlemler Açığı



Kaynak: BDDK, TCMB.

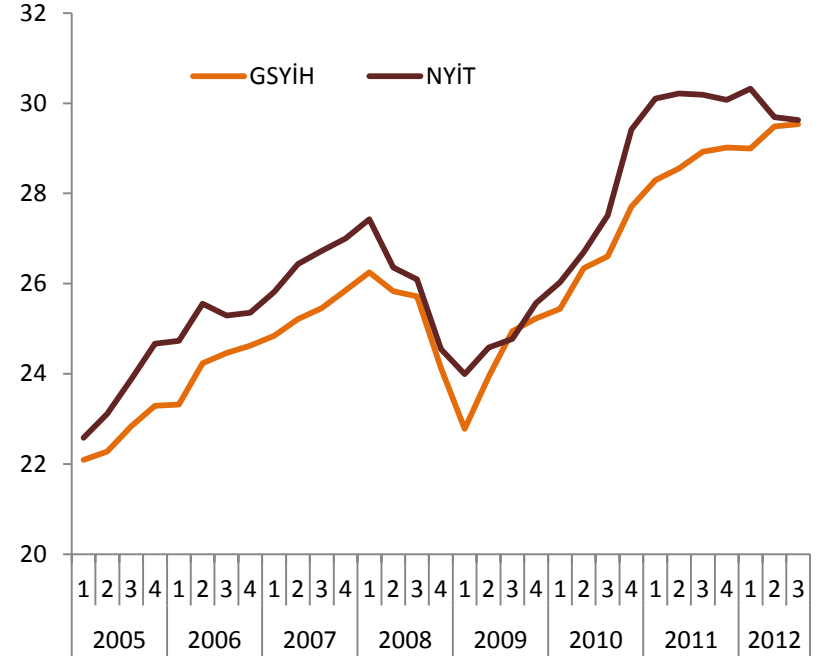
# Büyümenin Kompozisyonu

## Harcama Yoluyla Yıllık Büyüme Katkıları (Yüzde Puan)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

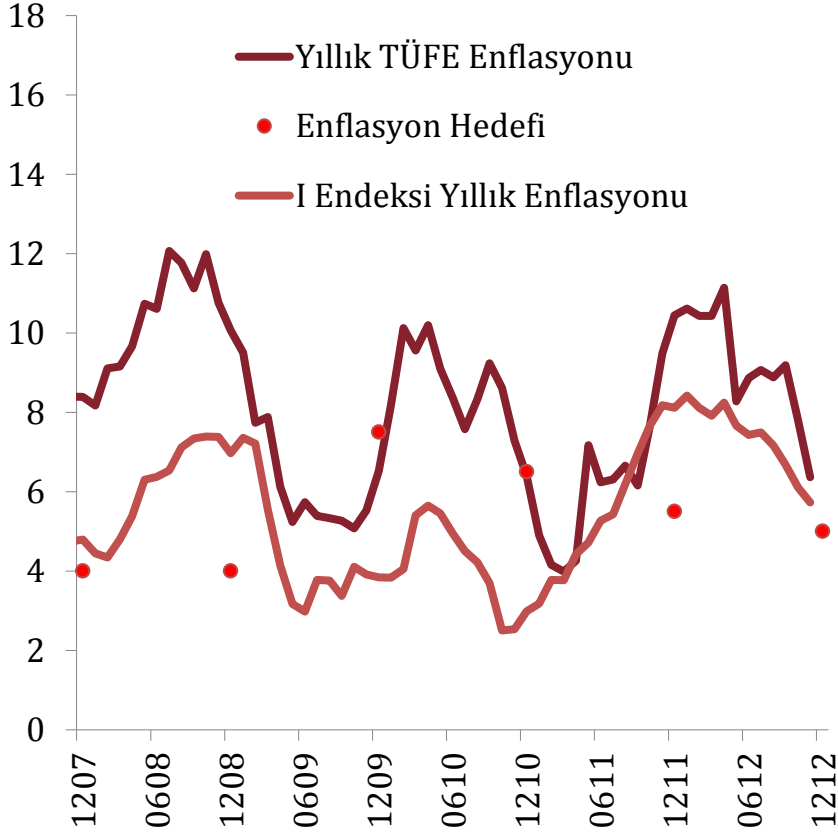
## GSYİH ve NYİT (1998 Sabit fiyatlarıyla, Milyar TL)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

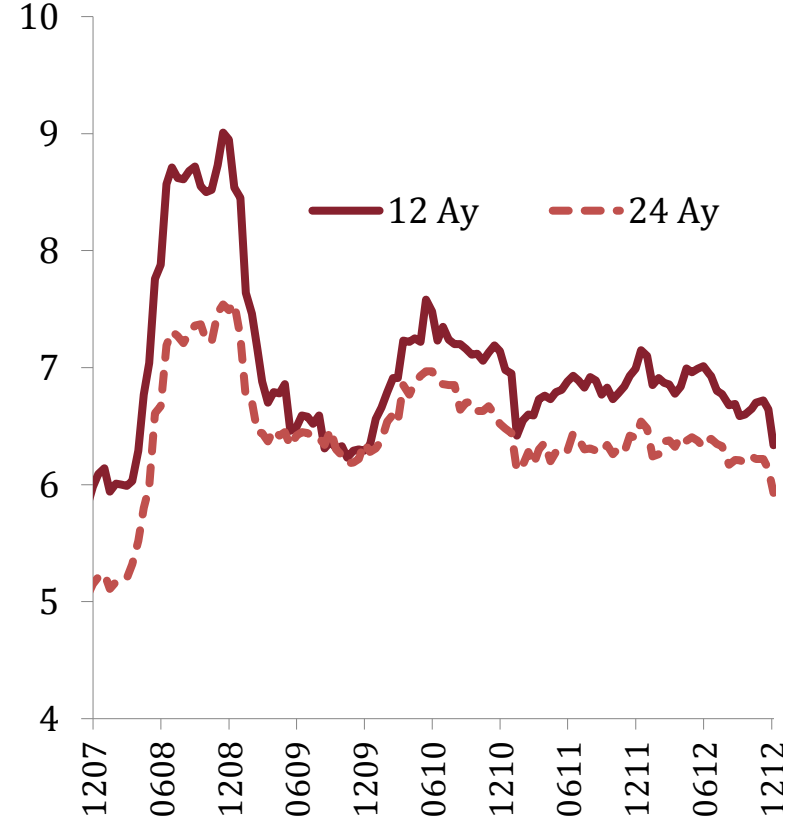
# Enflasyon ve Beklentiler

## Enflasyon ve Hedefler (Yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

## Enflasyon Beklentileri (Yüzde)



Kaynak: TCMB.

# Genel Deęerlendirme

- Fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirini tamamlayıcı amaçlardır.
- Krediler ve döviz kurundaki aşırı hareketlerin sınırlandırılması hem finansal istikrara hem de fiyat istikrarına katkıda bulunmaktadır.
- Son iki yıldır uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden ekonominin dengelenmesine önemli katkıda bulunarak finansal ve makroekonomik riskleri azaltmıştır.





**TÜRKİYE CUMHURİYET  
MERKEZ BANKASI**

# **PARA POLİTİKASINI ANLAMAK**

**Hakan Kara**

**BETAM Paneli**

**26 Aralık 2012**

**İstanbul**