



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

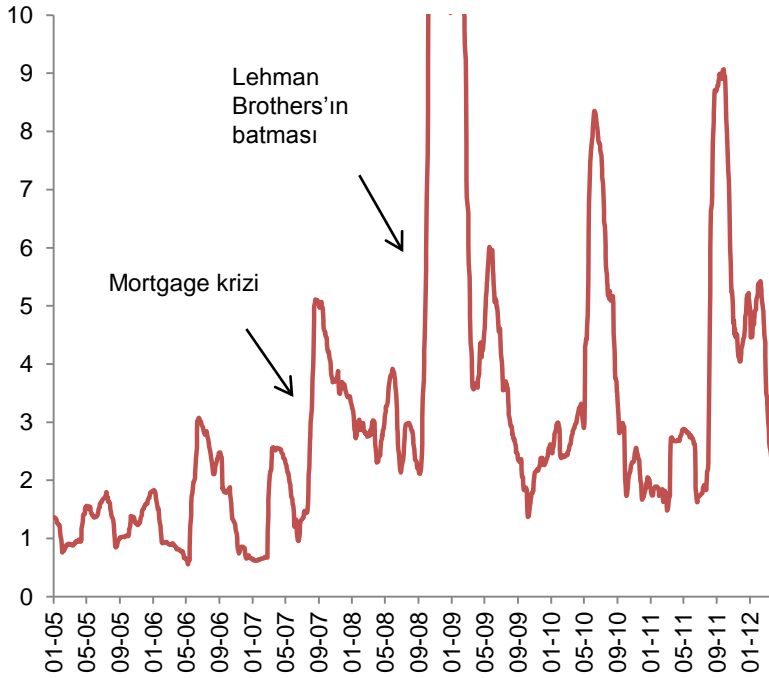
Neden Yeni Bir Politikaya İhtiyaç Duyuldu?

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

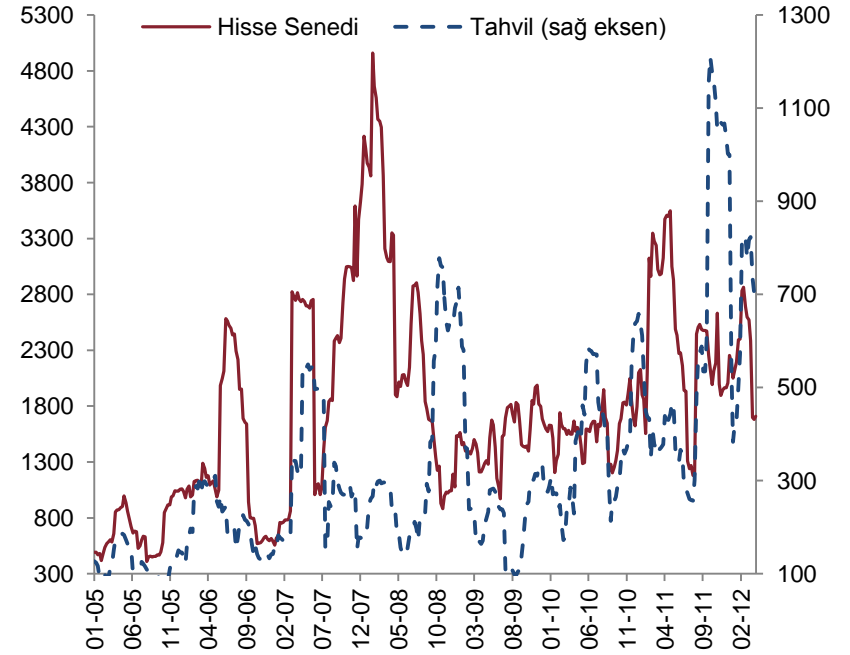
Küresel Sermaye Akımları ve Artan Oynaklık

Küresel Risk İştahının (VIX) Oynaklığı*



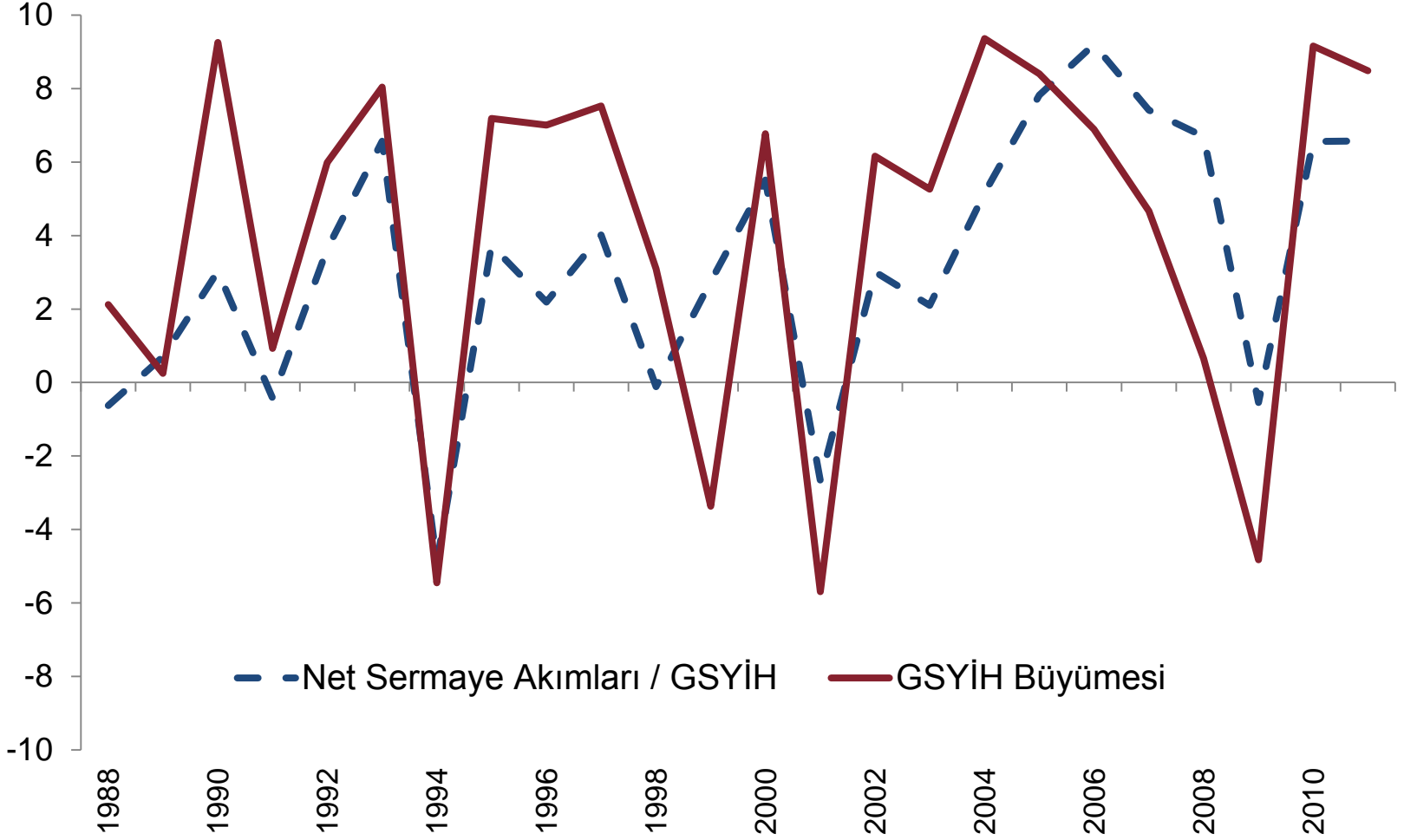
*VIX Oynaklık Endeksi'nin 3-aylık hareketli standart sapmaları alınmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Gelişmekte Olan Ünelere 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.

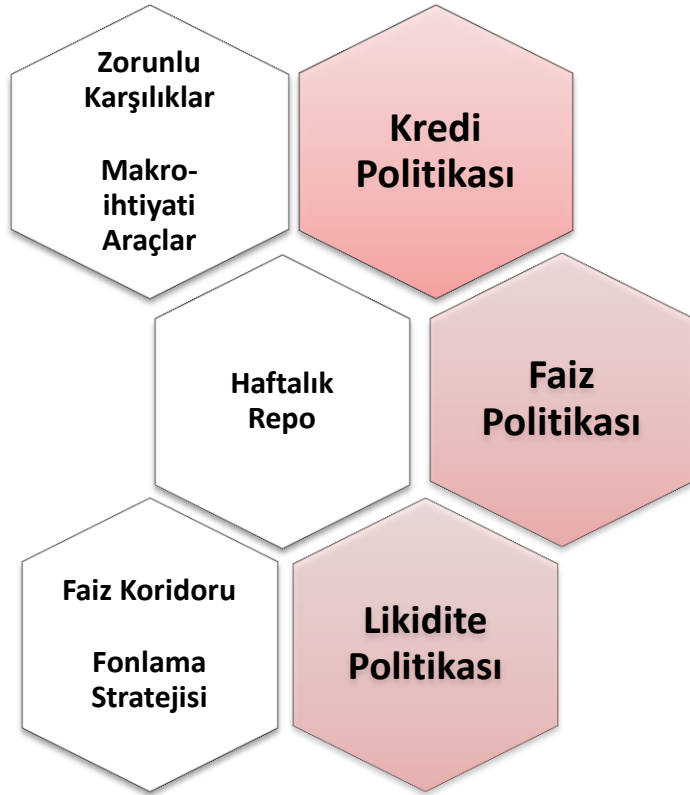
Sermaye Akımları ve Finansal İstikrar

- 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.

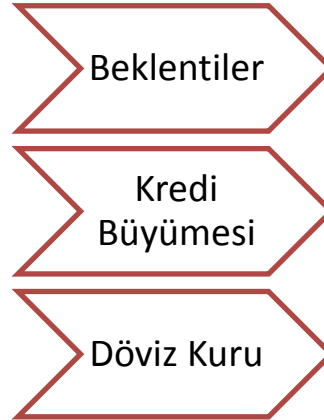
Yeni Politikanın Tasarımı

Basitleştirilmiş Aktarım Mekanizması

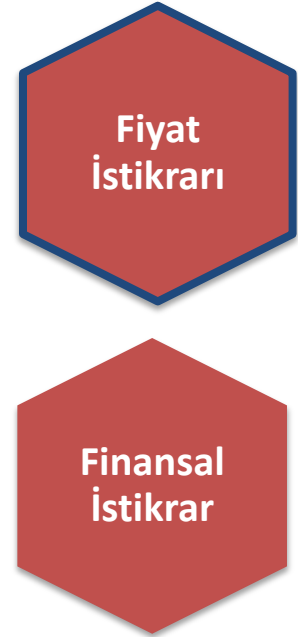
ARAÇLAR



AKTARIM KANALI VE GÖSTERGELER



AMAÇLAR



Para Politikası Araçları

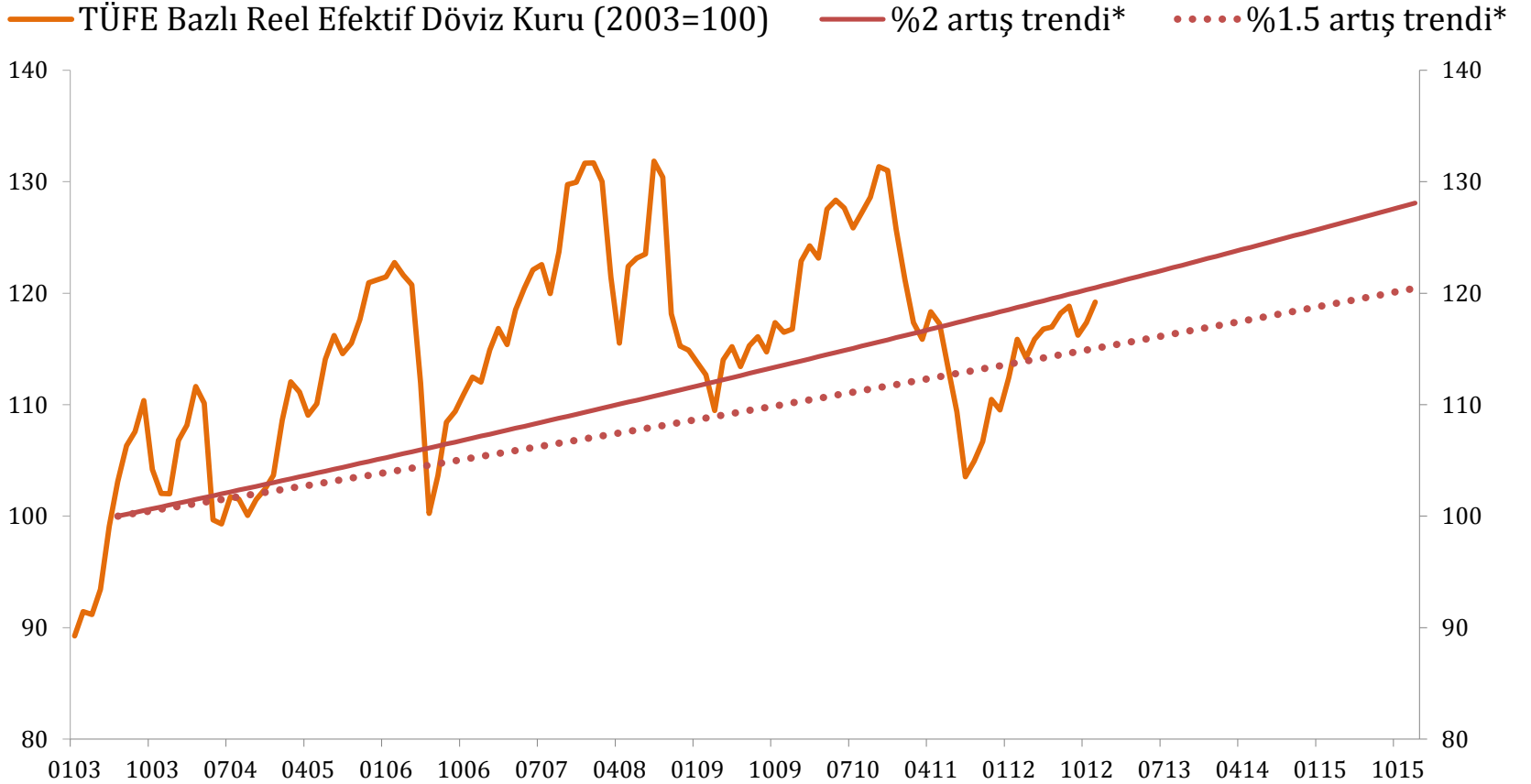
Konjonktürel Araçlar

- 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.

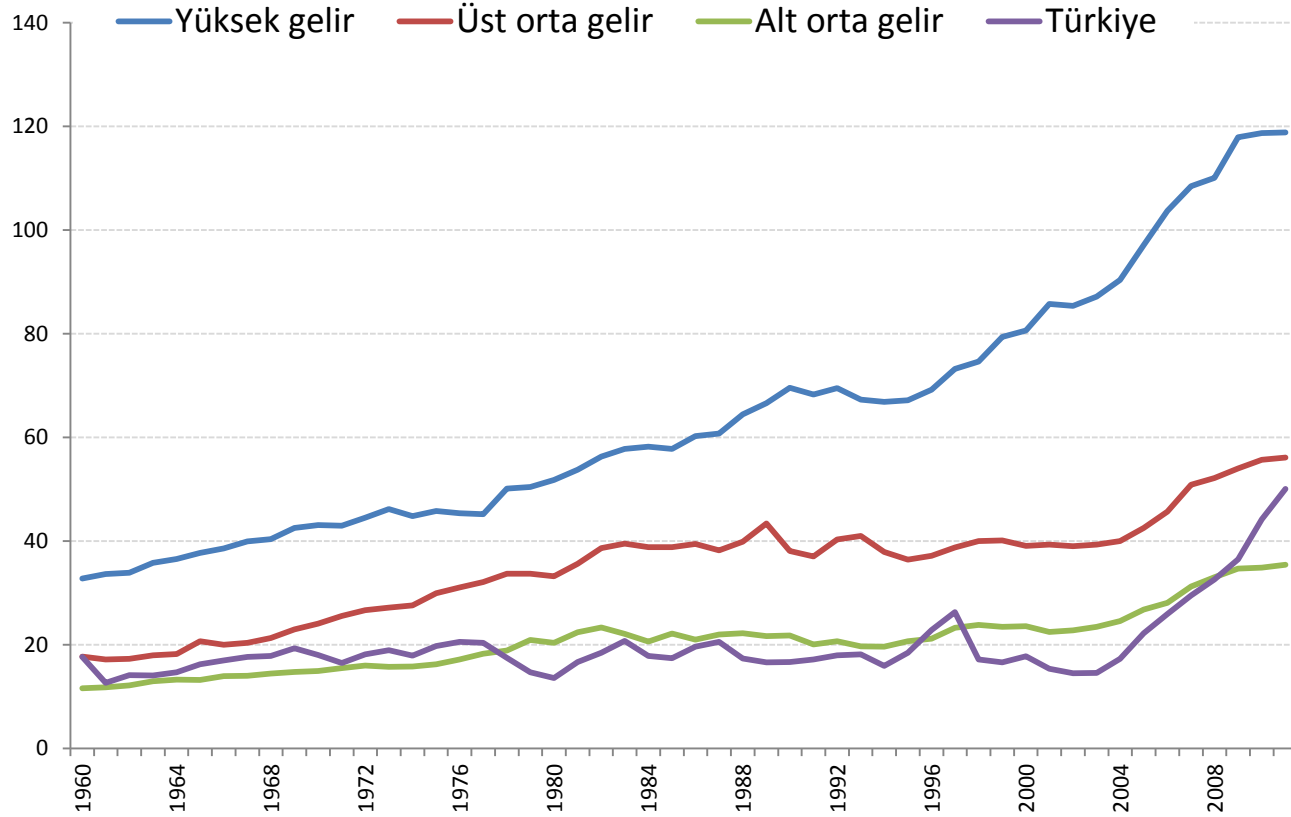
Finansal İstikrar Açısından Döviz Kuru

- 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

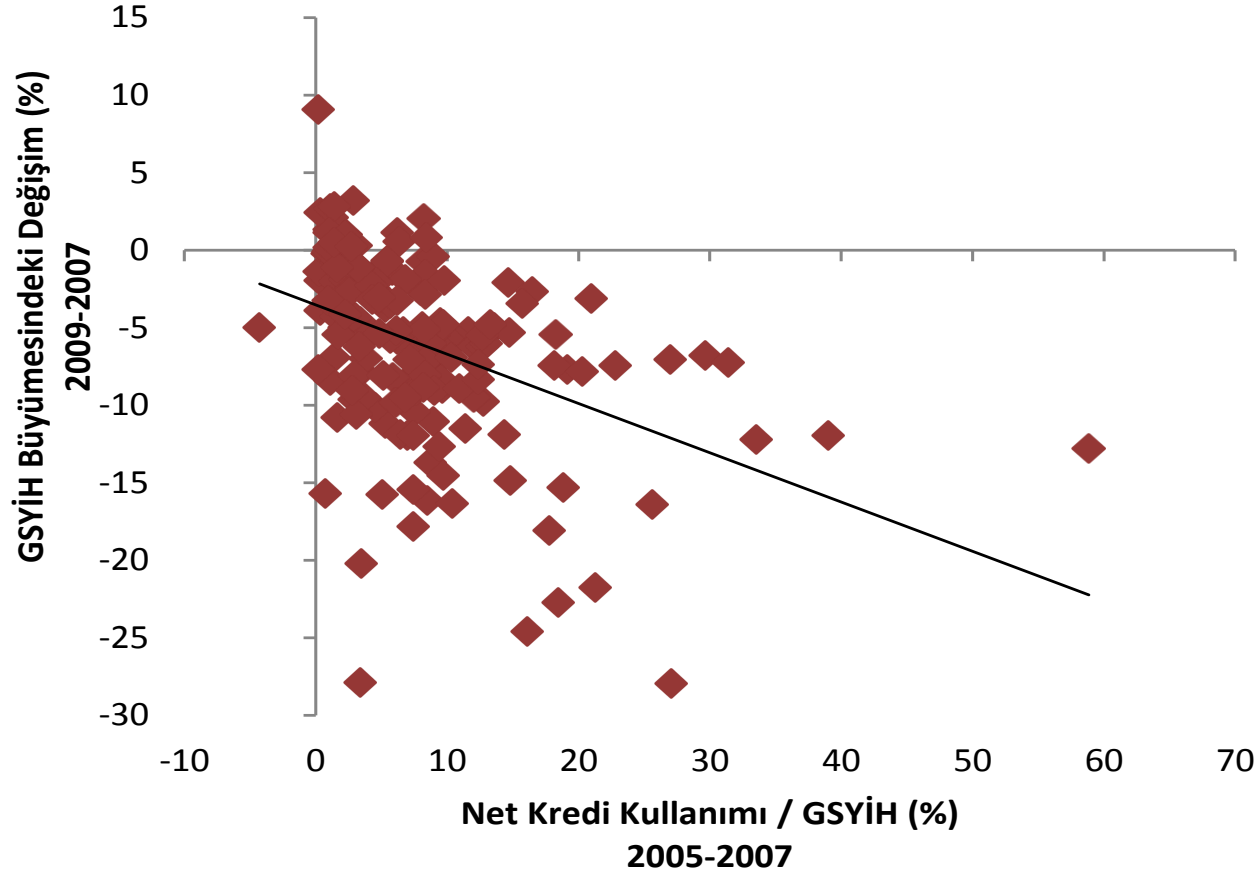


Kaynak: Dünya Bankası, TCMB

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)

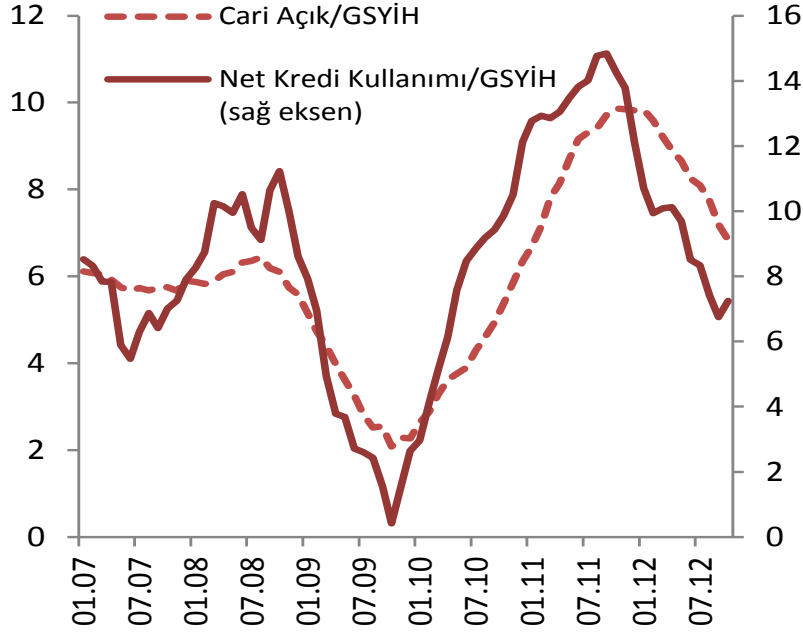
Krediler ve Kriz Döneminde Büyüme



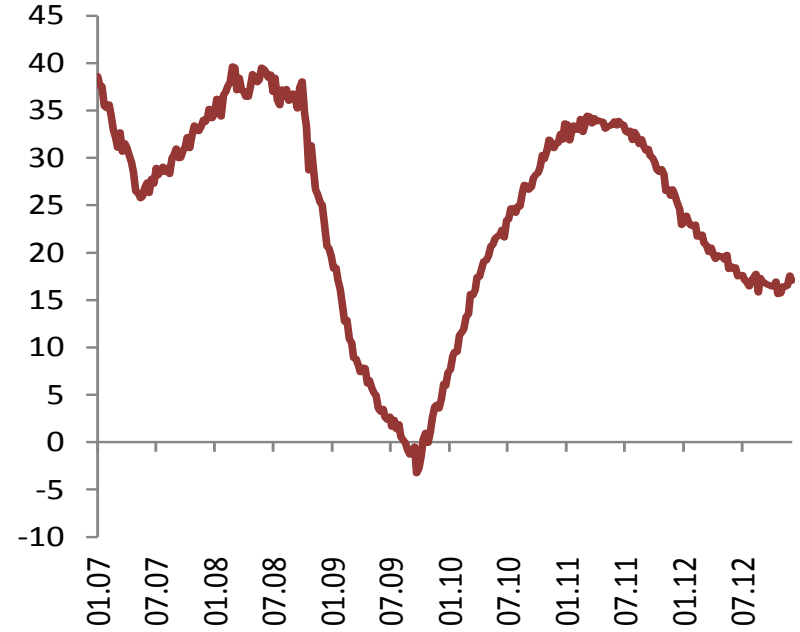
Kaynak: Dünya Bankası, TCMB.

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

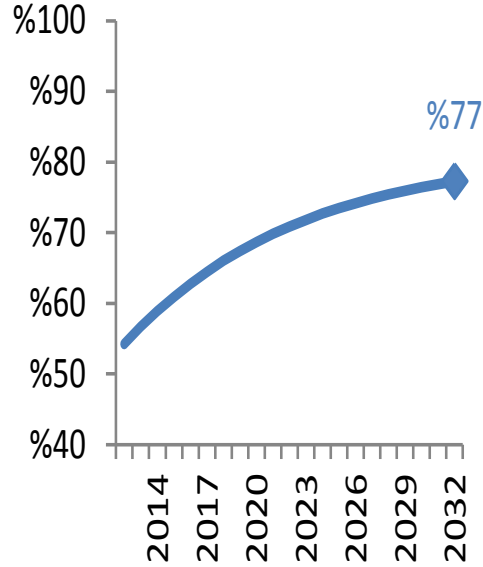
**Kredi stokundaki yıllık değişimin GSYİH'ye oranı

Kaynak: BDDK, TCMB.

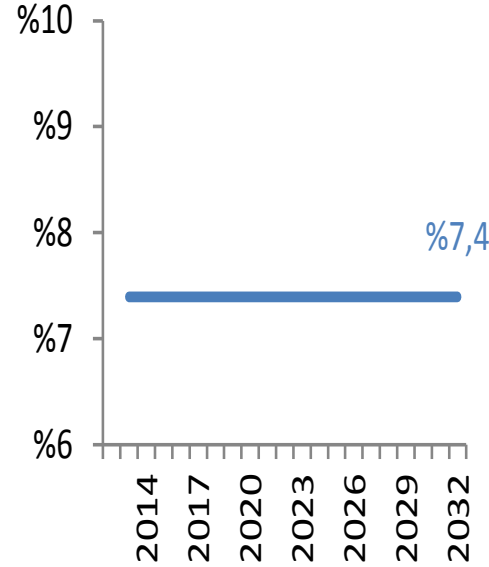
Kaynak: BDDK, TCMB.

Türkiye için uzun vadeli örnek kredi projeksiyonları

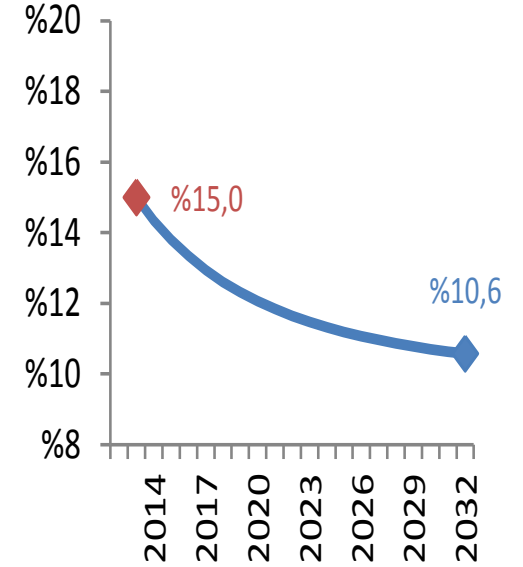
(a) Kredi / GSYİH



(b) Kredi Değişimi / GSYİH



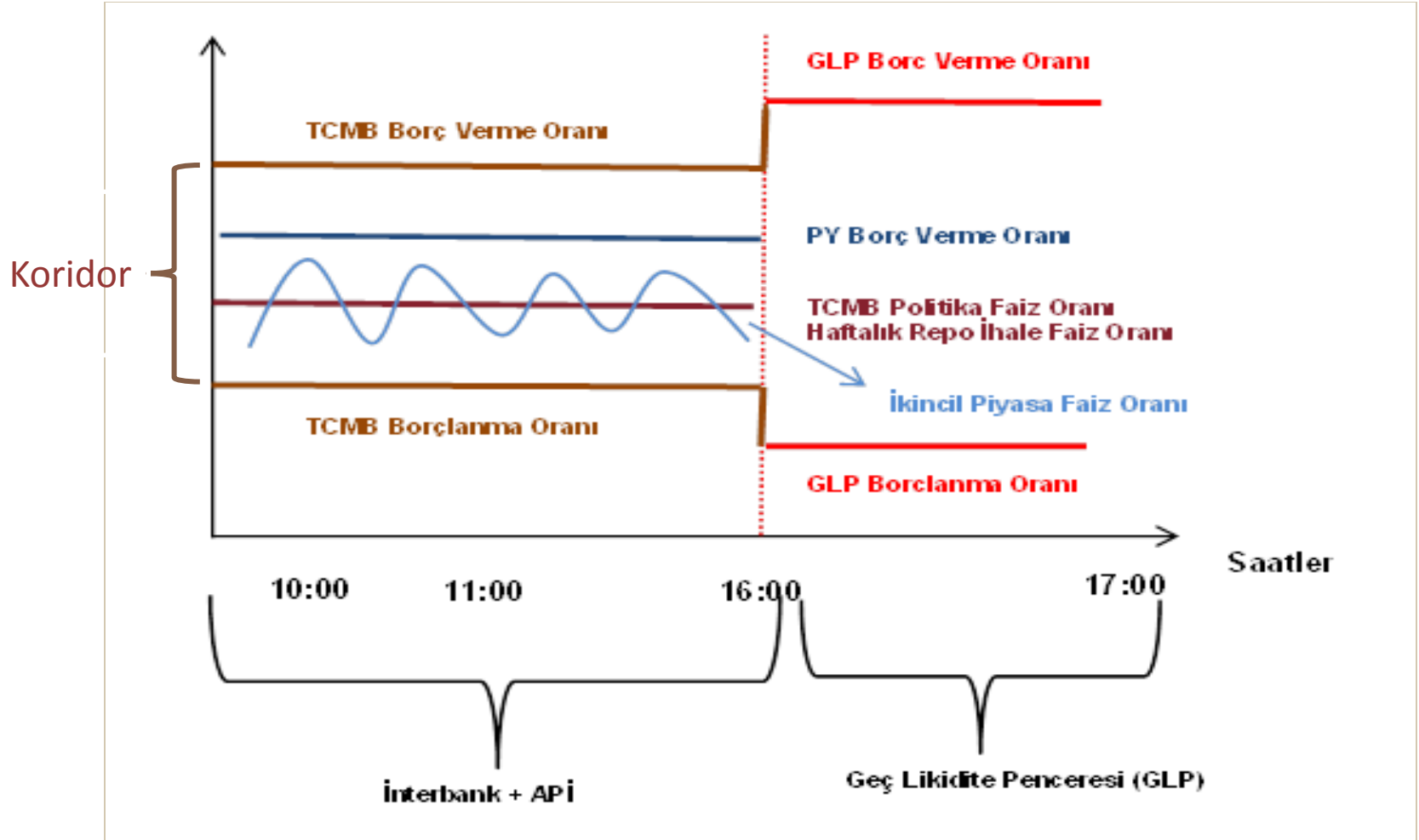
(c) Kredi Büyümesi



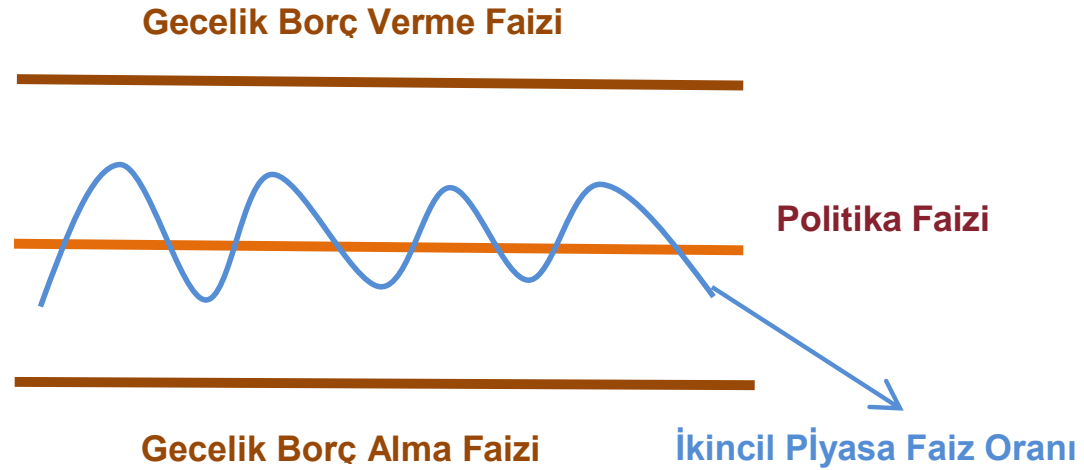
Kaynak: TCMB

İki Yeni Araç: Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizması

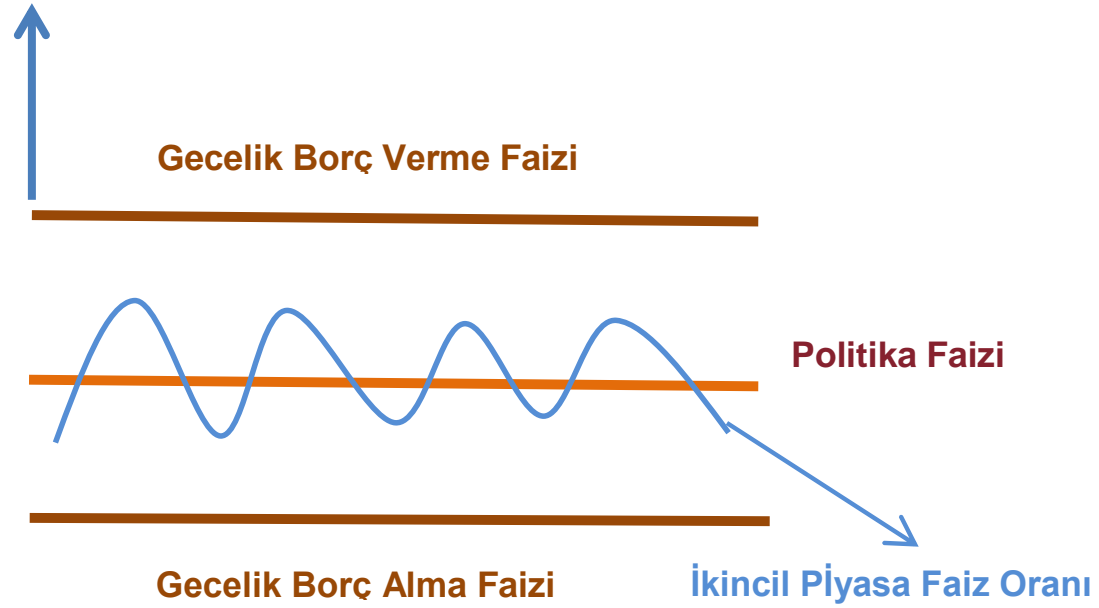
Standart Enflasyon Hedeflemesinde Operasyonel Çerçeve



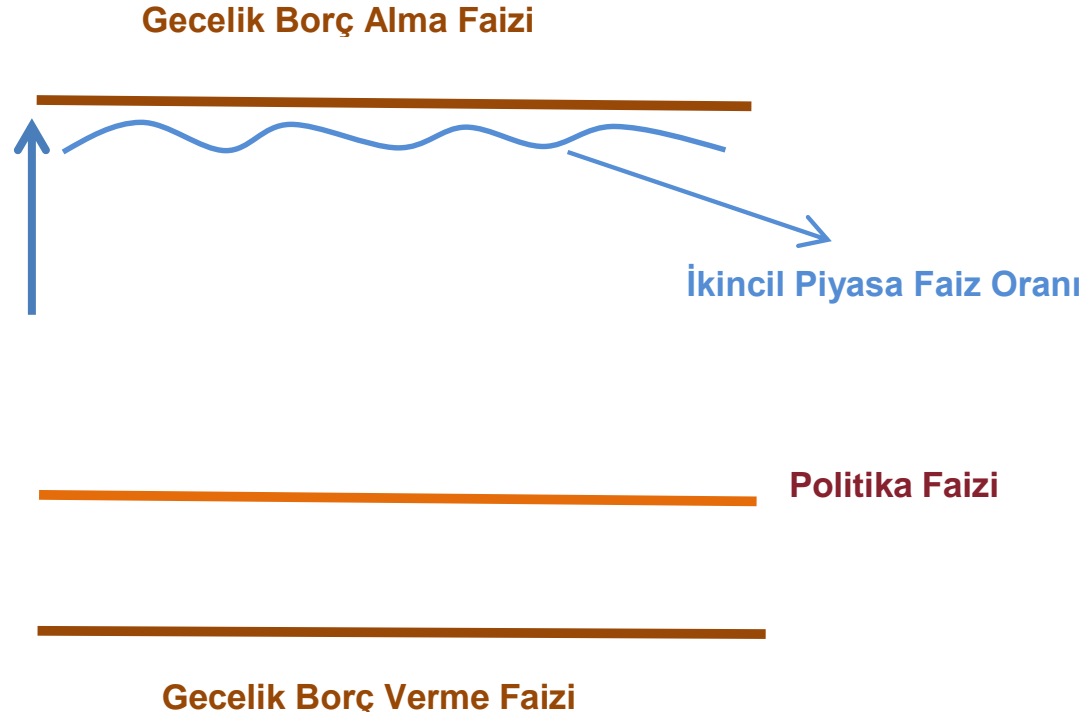
Standart Enf. Hedeflemesinde Oper. Çerçeve (Basitleştirilmiş)



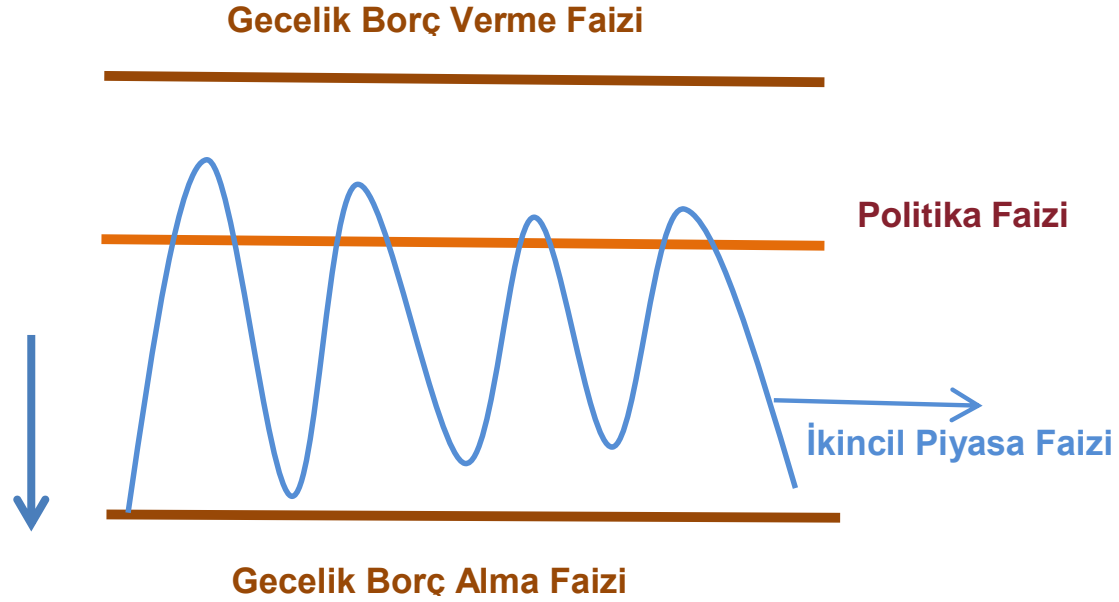
Asimetrik Koridor Sistemi: Risk İştahında Bozulma



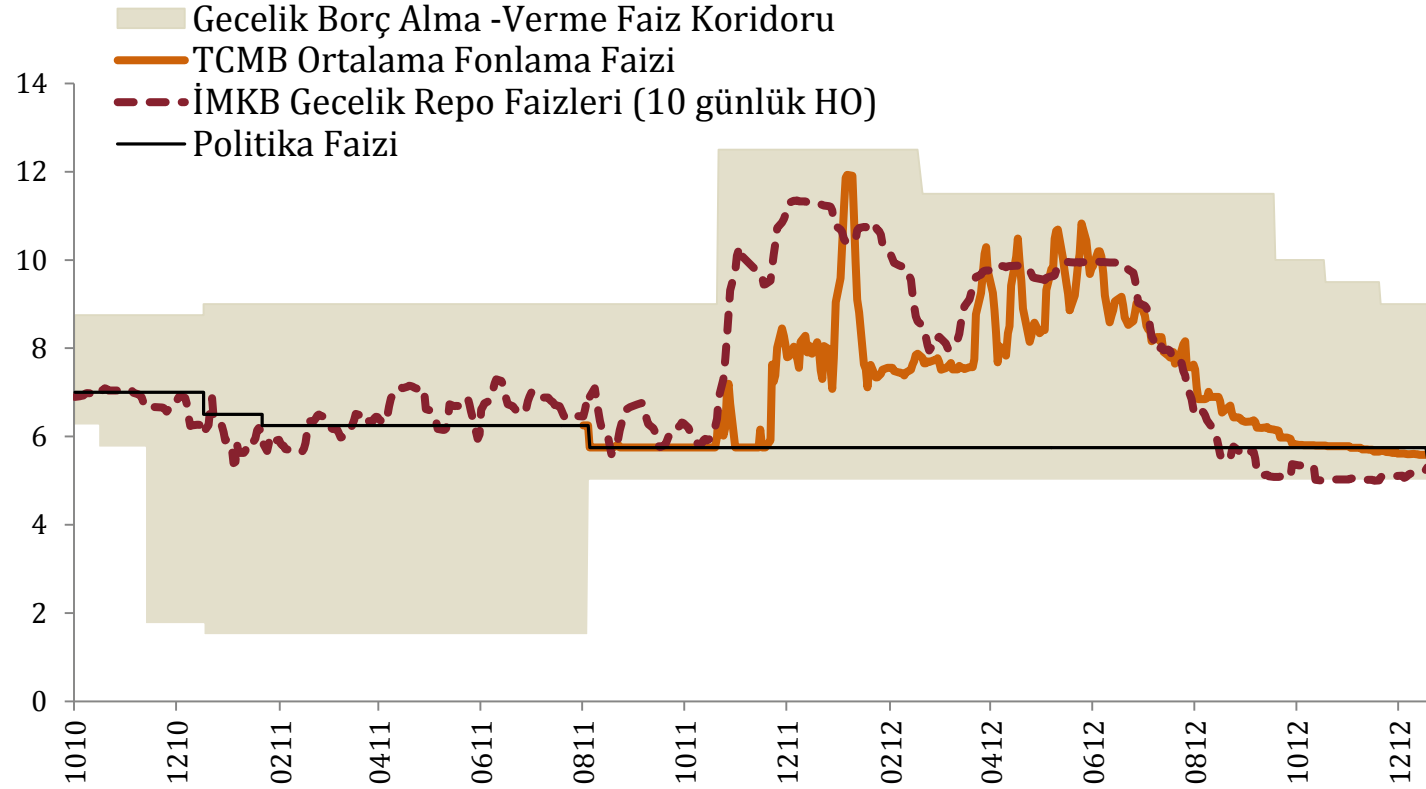
Asimetrik Koridor Sistemi: Risk İştahında Bozulma



Risk İştahında Artış ve Sermaye Giriřleri



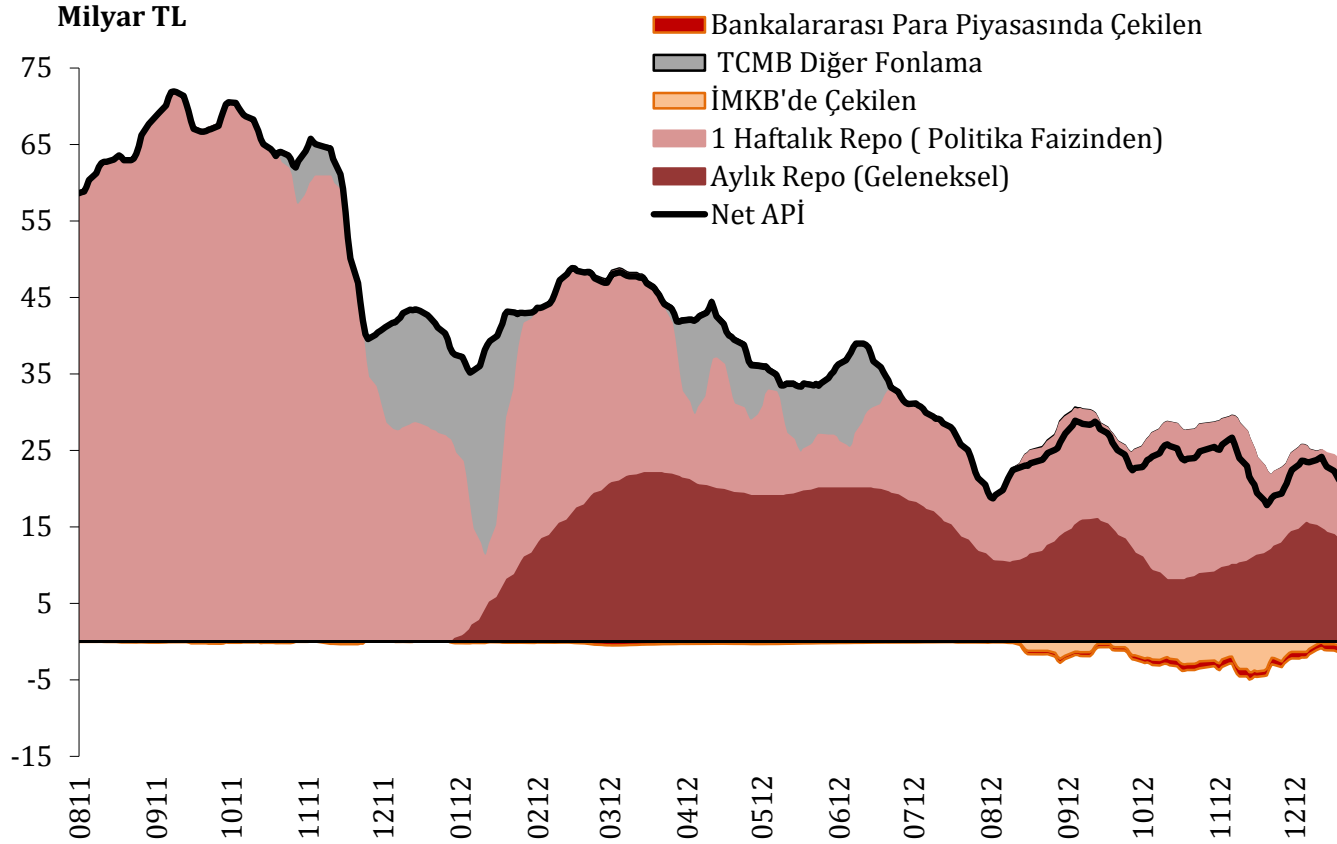
Faiz Koridorunun Uygulaması



Kaynak: İMKB, TCMB.

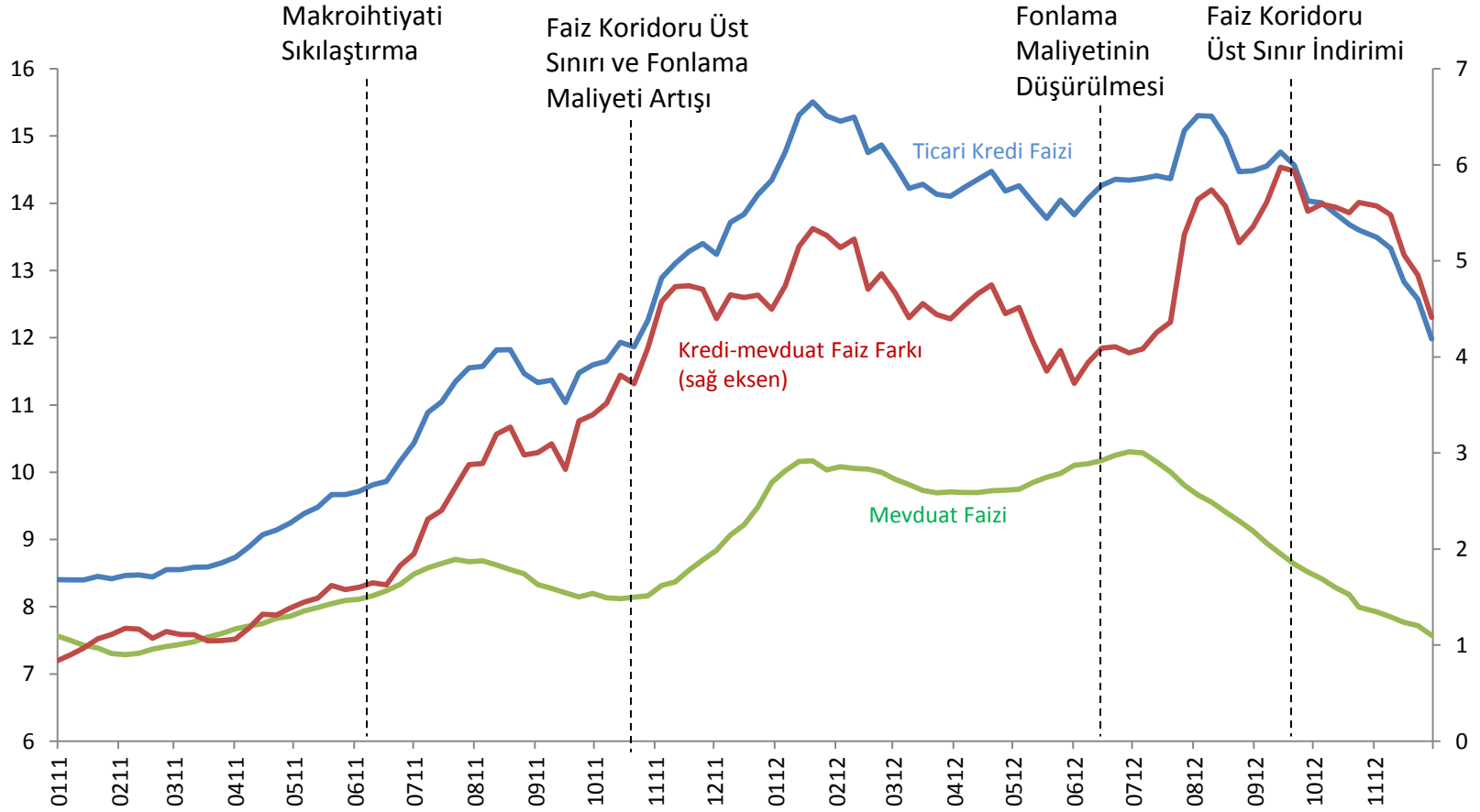
Likidite Politikası

Piyasadaki Likidite Gelişimi (iki Haftalık Hareketli Ortalamalar)



Kaynak: TCMB.

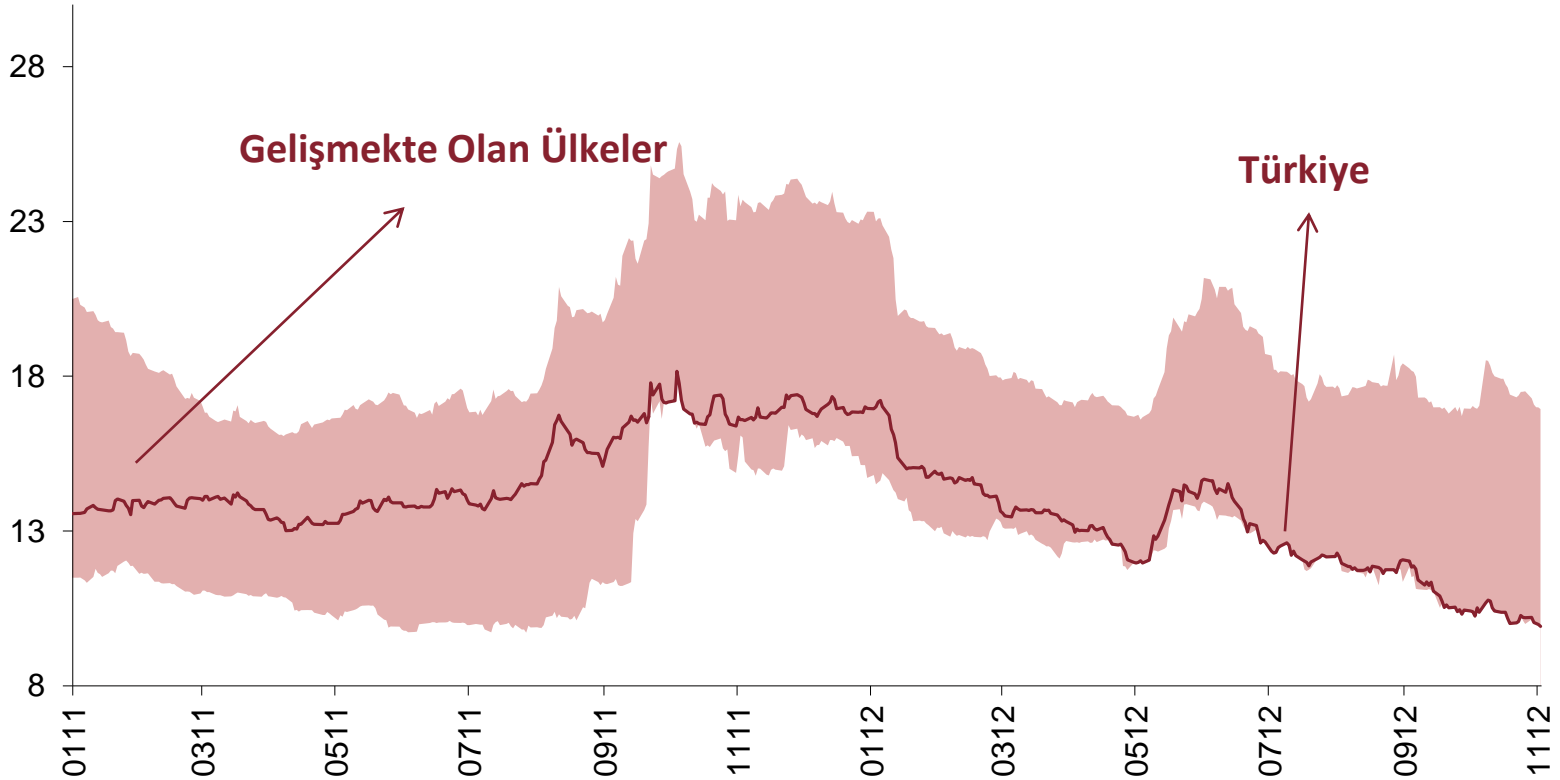
Koridor ve Ticari Kredi-Mevduat Faiz Farkı



Kaynak: TCMB

Cari Açık Veren Ülkelerde Döviz Kuru Oynaklığı

12 Ay Sonrası için Zımni Oynaklık (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, TCMB

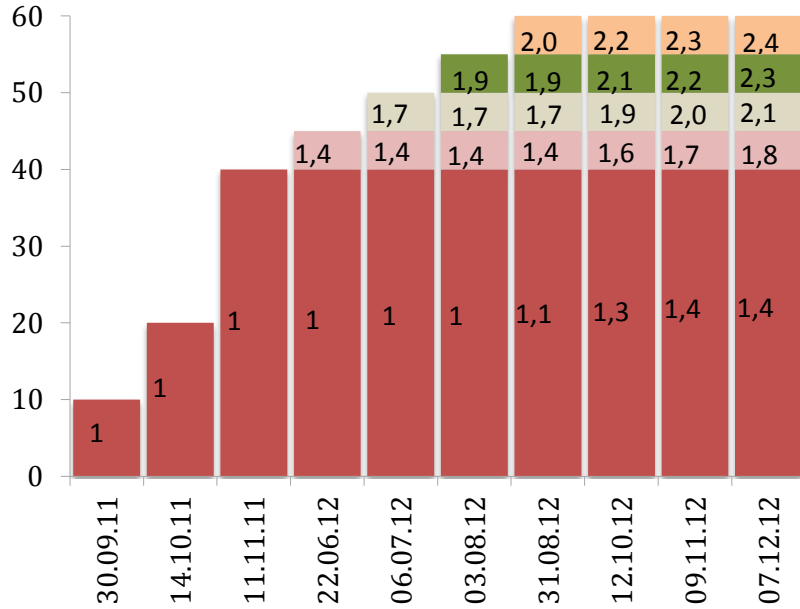
Ülkeler: Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Güney Afrika, Endonezya, Romanya ve Türkiye

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)

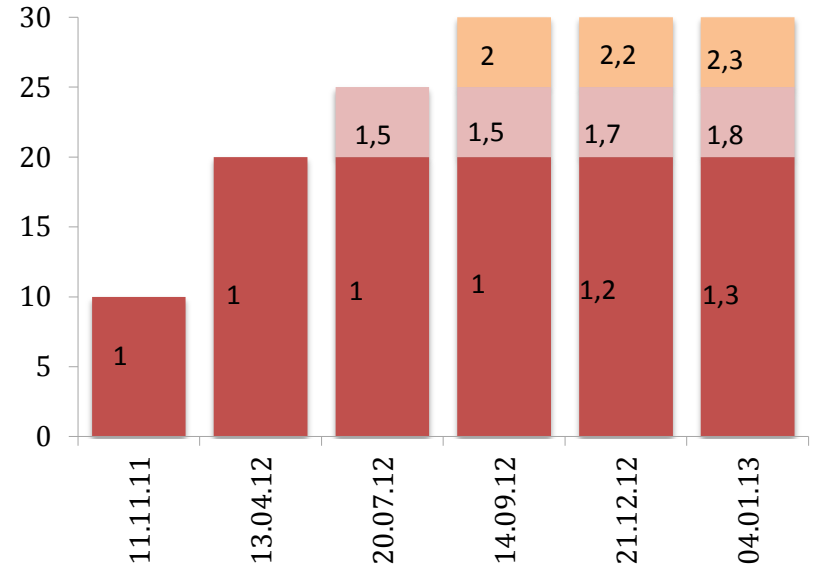
TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar*



*Tarihler tesis dönemlerini göstermektedir.

Kaynak: TCMB.

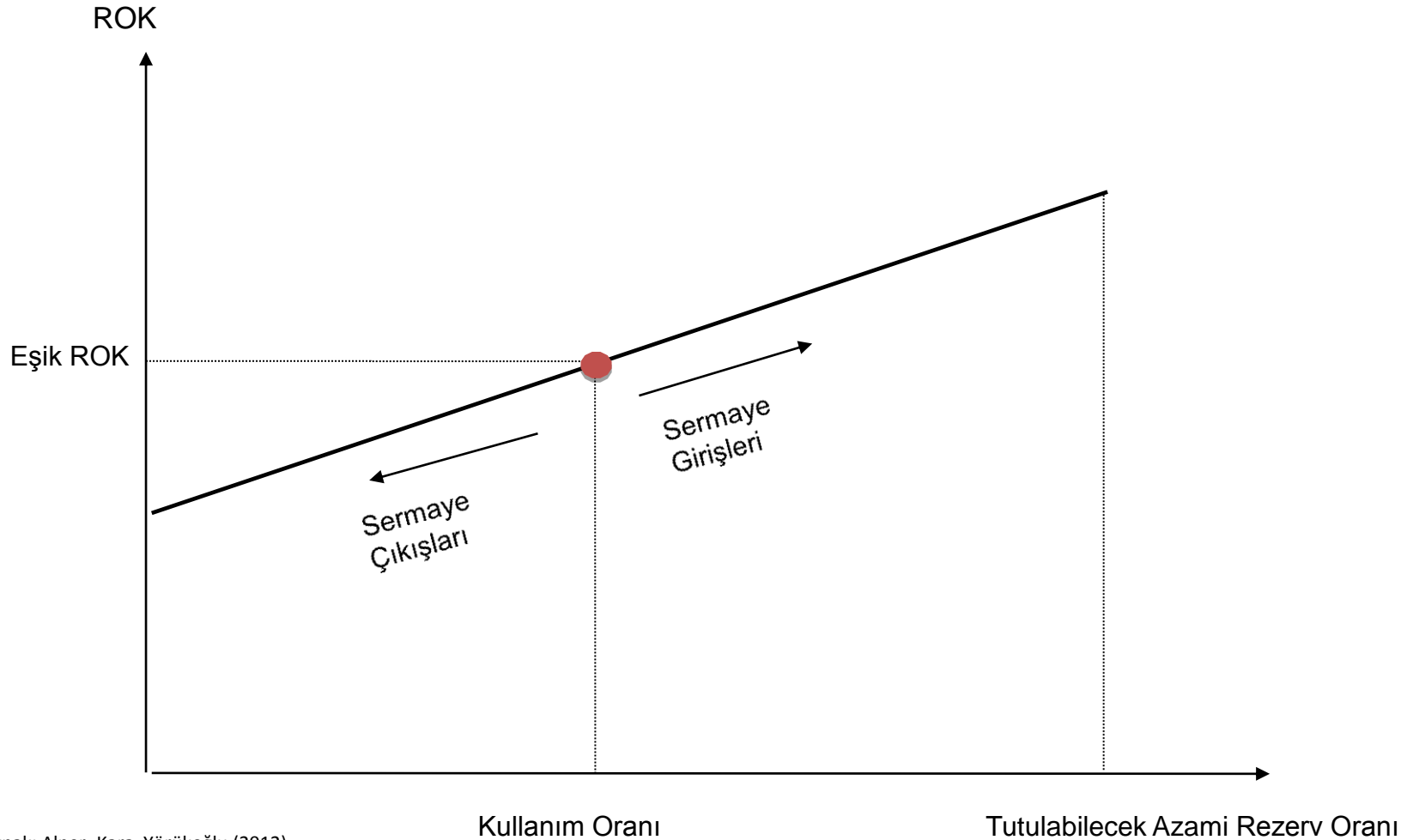
TL Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar*



*Tarihler tesis dönemlerini göstermektedir.

Kaynak: TCMB.

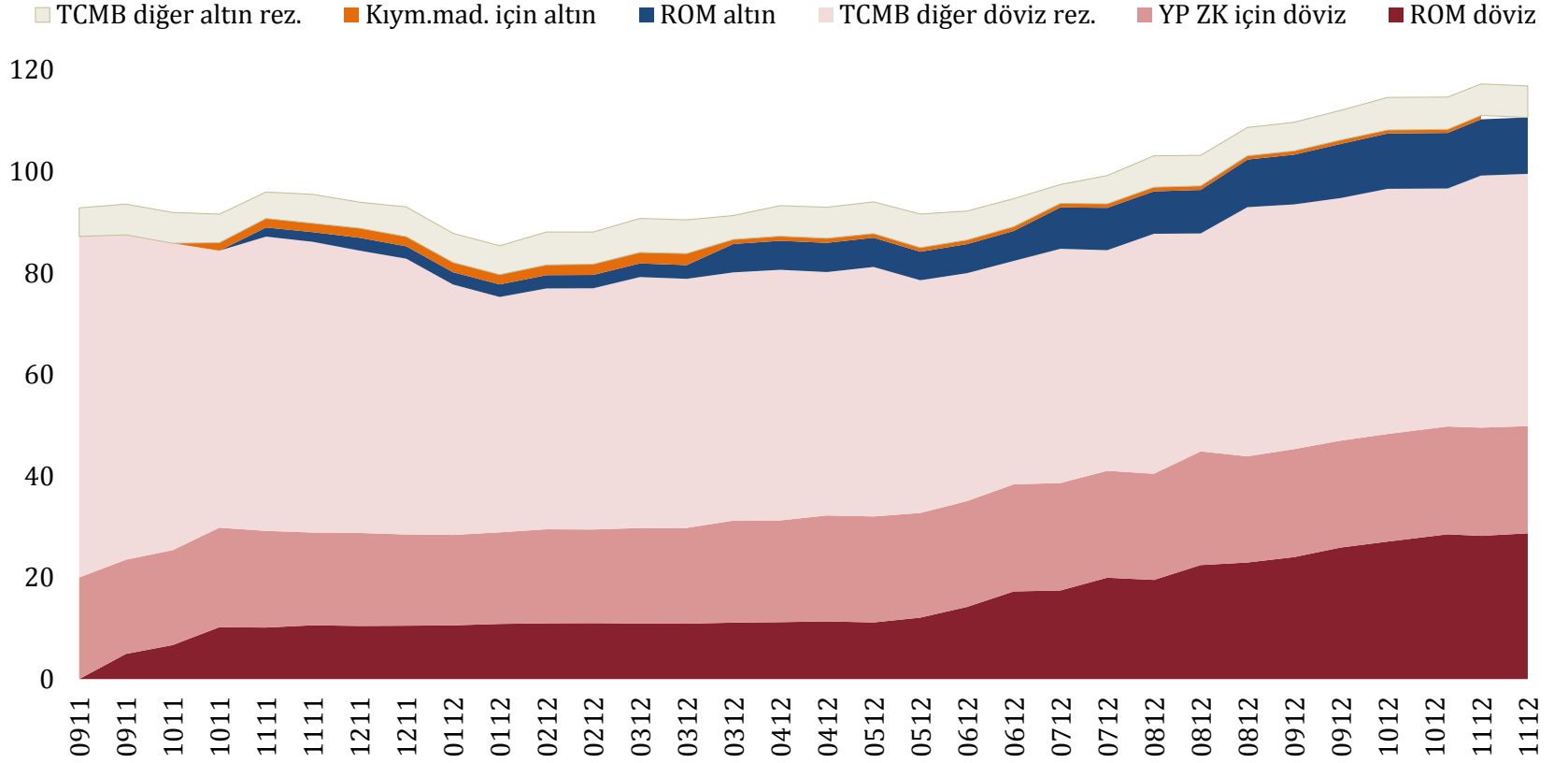
Reserve Opsiyonu Mekanizması: Otomatik Dengeleyici



Kaynak: Alper, Kara, Yörükoğlu (2012)

ROM ve Rezervler

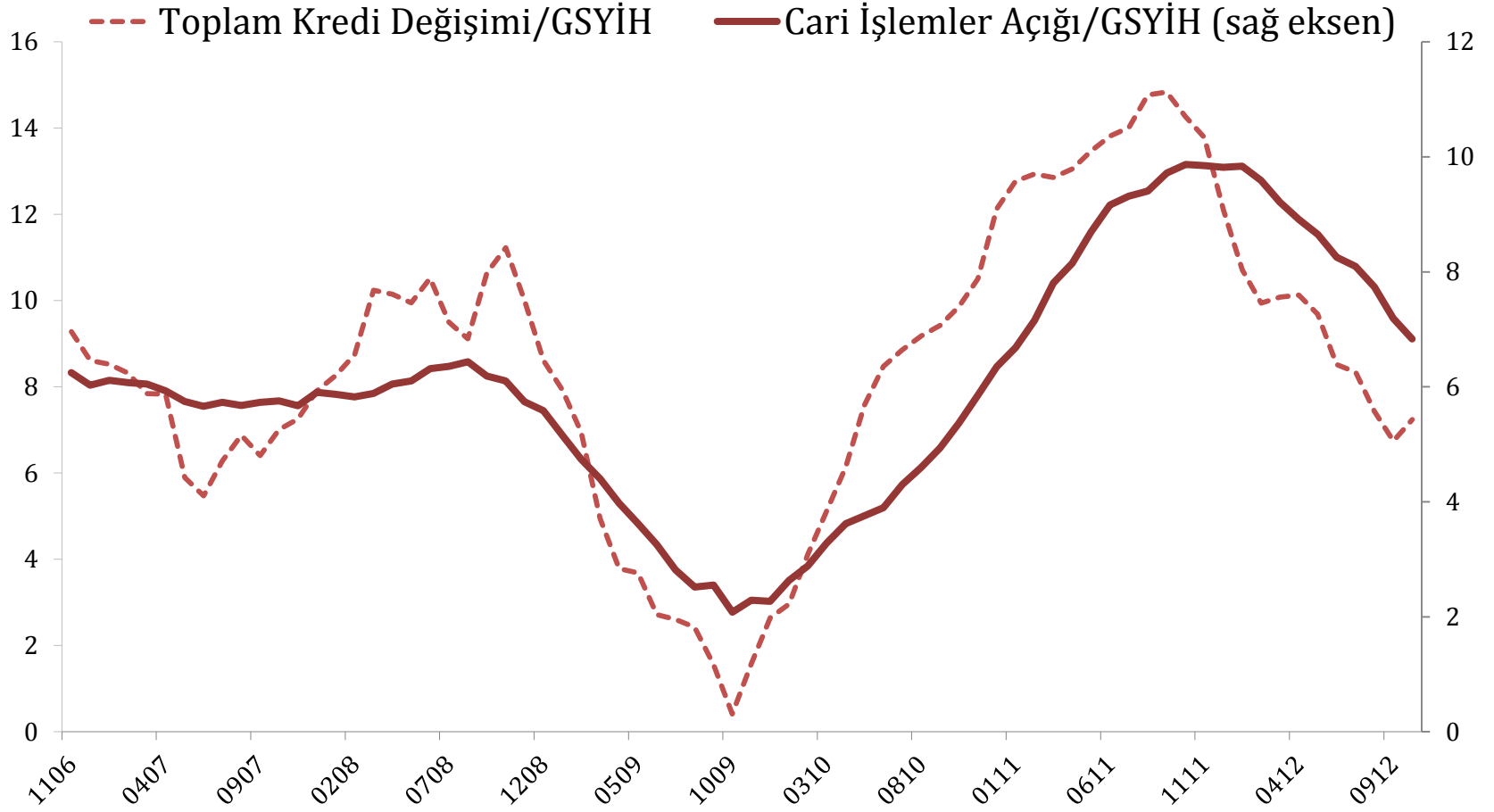
TCMB Uluslararası Rezervleri ve ROM (Milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB

Yeni Politikanın Makroekonomik Sonuçları

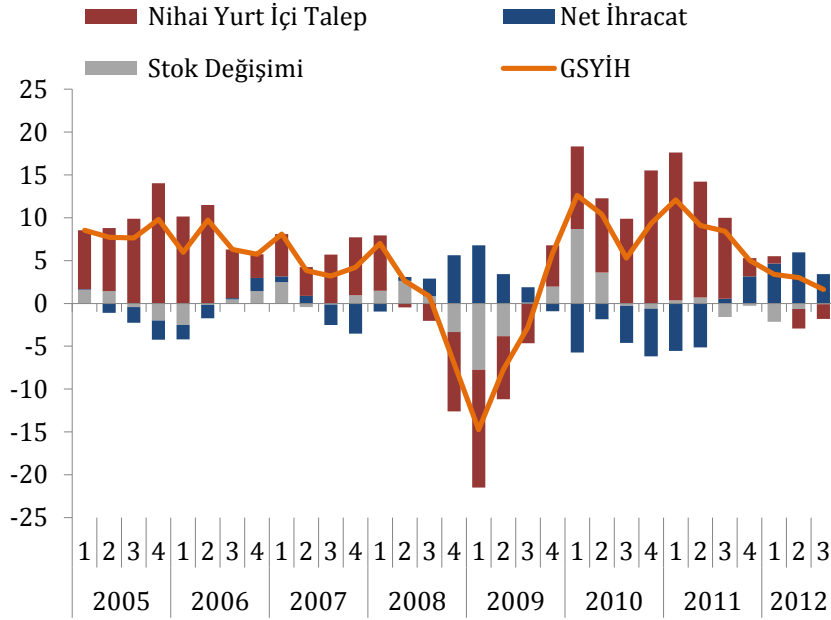
Krediler ve Cari İşlemler Açığı



Kaynak: BDDK, TCMB.

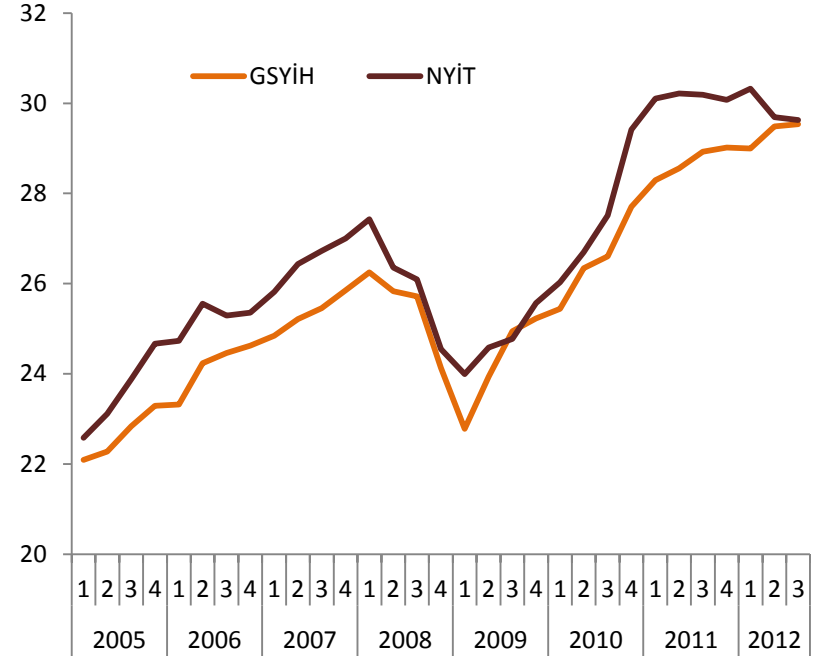
Büyümenin Kompozisyonu

Harcama Yoluyla Yıllık Büyüme Katkıları (Yüzde Puan)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

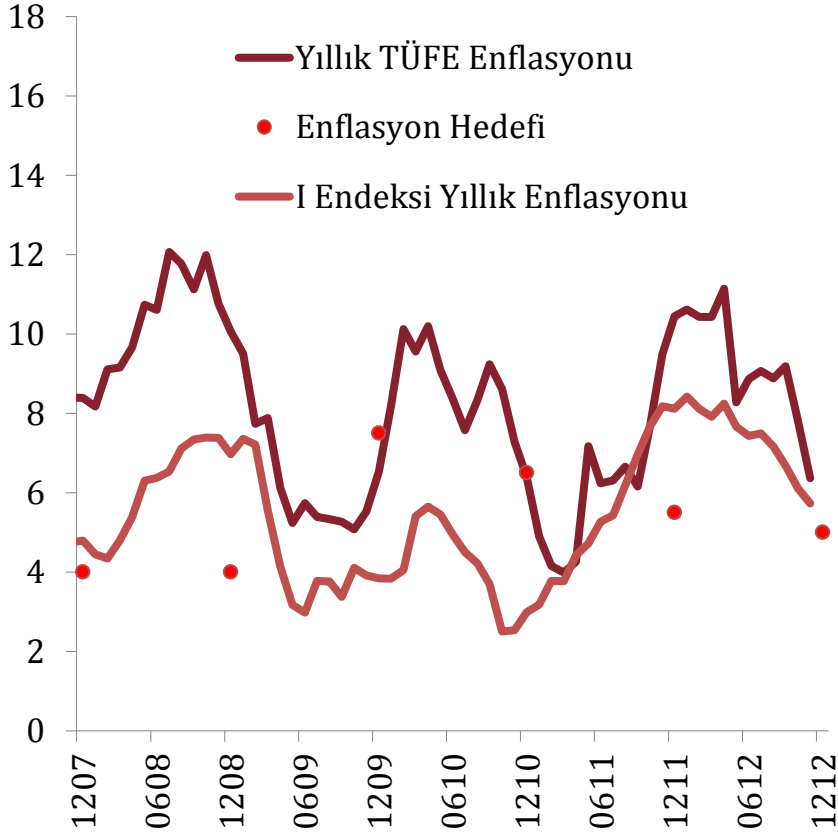
GSYİH ve NYİT (1998 Sabit fiyatlarıyla, Milyar TL)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

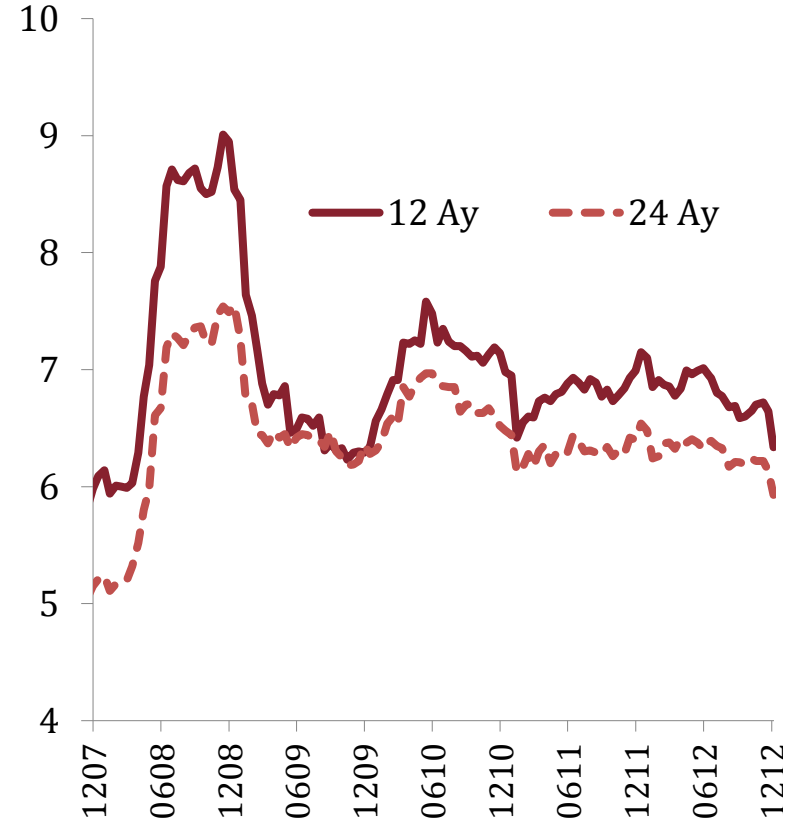
Enflasyon ve Beklentiler

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