



# TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Durmuş YILMAZ  
Başkan

1 Ekim 2007



# Sunum Planı

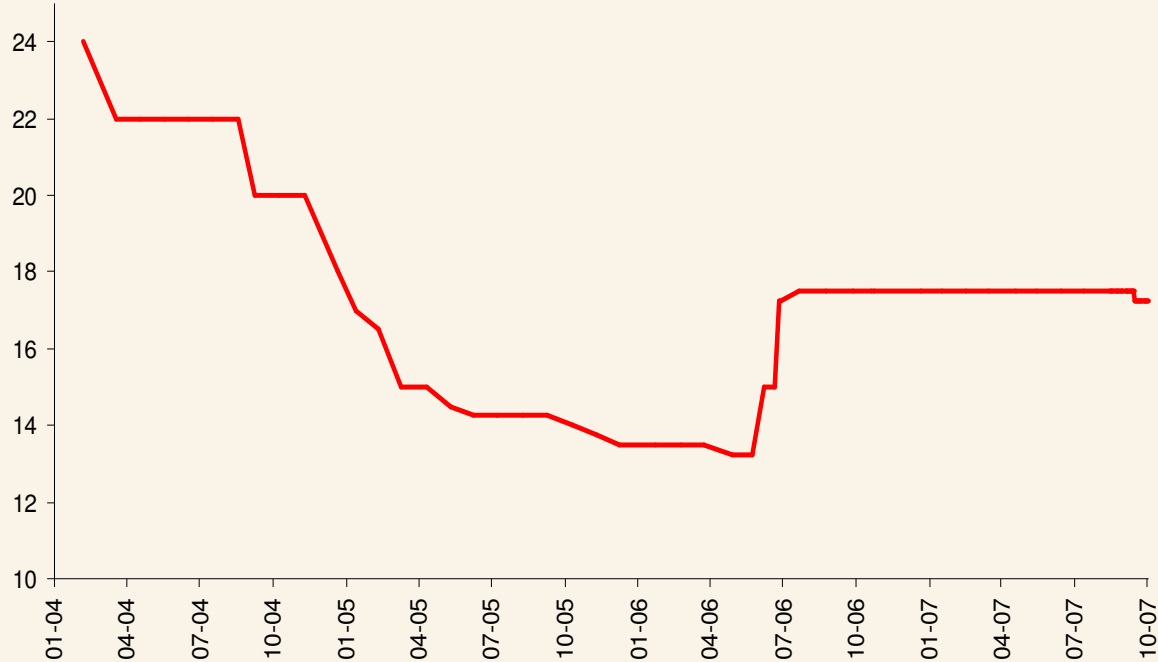
- ✓ **Faiz İndirimi Kararı**
- ✓ **Neden Faiz İndirildi?**
  - Enflasyonda Olumlu Gelişmeler
  - İlimli İç Talep Gelişmeleri
  - Uluslararası Gelişmeler ve Yansımaları
- ✓ **Para Politikasının Duruşu**
- ✓ **Para Politikası ve İletişim**
- ✓ **Enflasyon Hedeflemesi ve Veri Bağımlılığı**



# Faiz İndirimi Kararı

✓ 13 Eylül 2007 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında kısa vadeli faiz oranlarının 0,25 puan düşürülmesine karar verilmiştir.

**TCMB Gecelik Borç Alma Faizi**  
(2 Ocak 2004 – 1 Ekim 2007, basit, yüzde)



Kaynak: TÜİK



# Neden Faiz İndirildi?

✓ Kısa vadeli faiz oranlarında ölçülü indirim sürecine başlanması için gerekli şartlar oluşmuştur.



1. Enflasyonda (özellikle hizmet enflasyonunda) gözlenen olumlu gelişmeler
2. İç talepteki toparlanmanın ılımlı olacağına öngörülmesi
3. Uluslararası gelişmelerin iç ve dış talebi yavaşlatıcı etkileri (özellikle 7 Eylül 2007 tarihli ABD istihdam verilerinin ışığı altında)



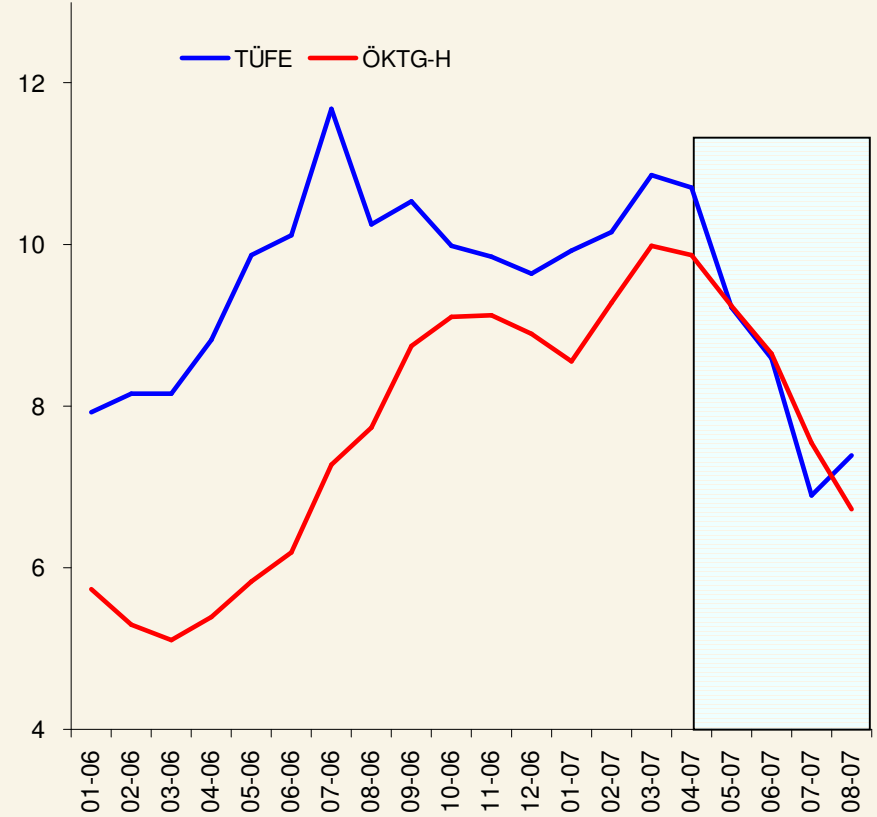
# Enflasyonda Olumlu Gelişmeler

✓ Mayıs – Haziran 2006 dalgalanması ve beklentilerin bozulması ile enflasyondaki orta vadeli düşüş süreci kesintiye uğramıştır.

✓ Ancak güçlü parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle enflasyon kontrol altına girmiş ve tekrar hedefe doğru yönelmiştir.

✓ Enflasyondaki düşüş eğilimi özellikle 2007 yılının ikinci çeyreğinde belirginleşmiştir.

**Enflasyon - TÜFE ve ÖKTG-H**  
(Ocak 2006 – Ağustos 2007, yüzde)



Kaynak: TÜİK

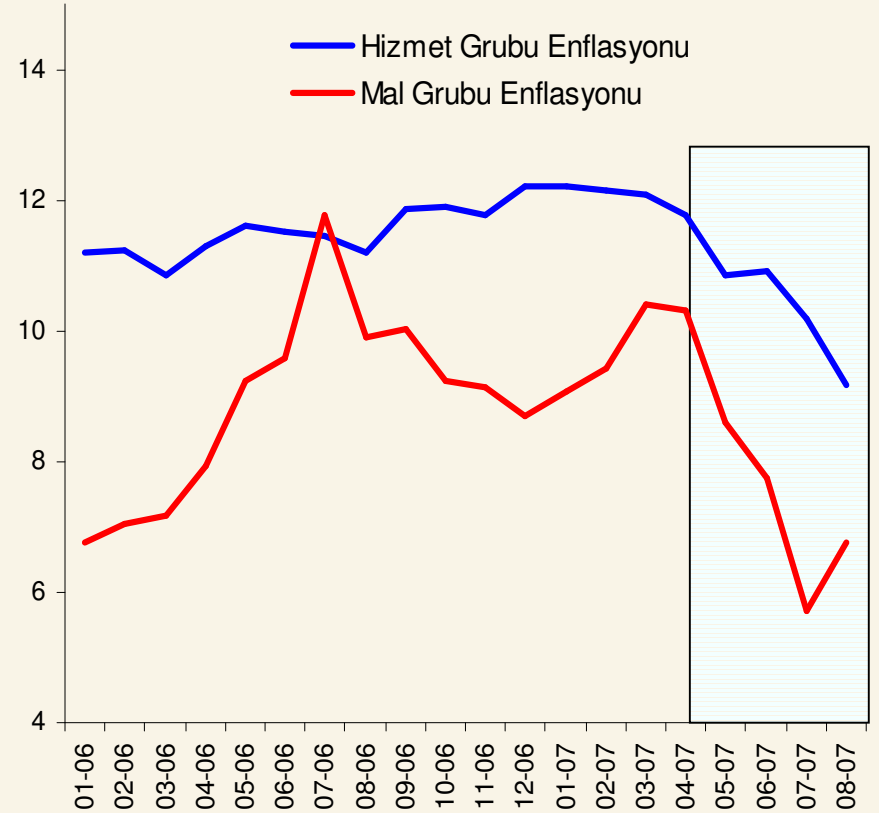


# Enflasyonda Olumlu Gelişmeler

✓ Para politikasının göreceli olarak daha etkili olduğu hizmet enflasyonunda 2007 yılının başından beri gözlenen **(toplam düşüş 3 puan)** ve özellikle Nisan ayı sonrası belirginleşen yavaşlama **öngörülenden** daha olumludur.

✓ Parasal sıkılaştırmanın başta dayanaklı tüketim malları olmak üzere genelde mal grubu enflasyonu üzerindeki güçlü etkisi de devam etmektedir.

**Hizmetler ve Mal Grubu Enflasyonu**  
(Ocak 2006 – Ağustos 2007, yüzde)



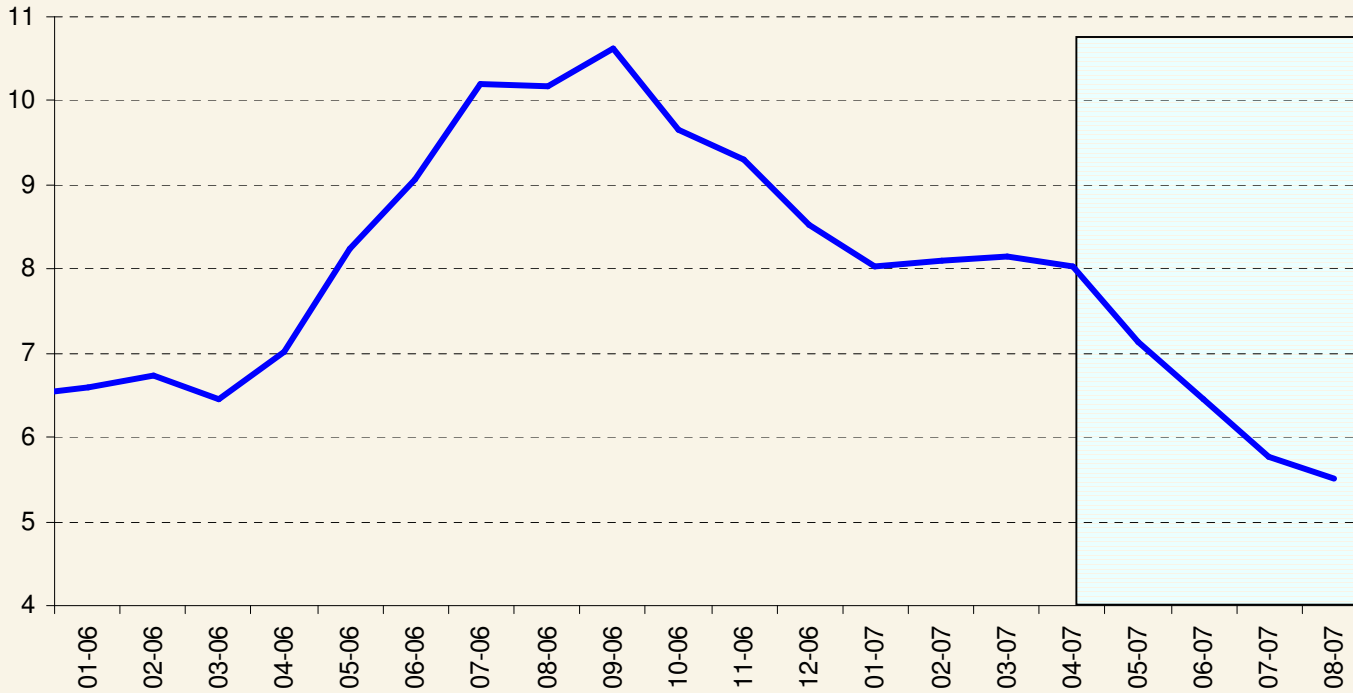
Kaynak: TÜİK



# Enflasyonda Olumlu Gelişmeler

✓ Fiyat hareketlerinde 3 aylık eğilimi baz alarak oluşturulan yıllıklandırılmış veriler, enflasyondaki düşüş sürecinin devam ettiğini göstermektedir.

*Mevsimsellikten arındırılmış ÖKTG-H verilerinde aylık değişimin yıllıklandırılmış hali (3 aylık hareketli ortalama) (Ocak 2006 – Ağustos 2007, yüzde)*



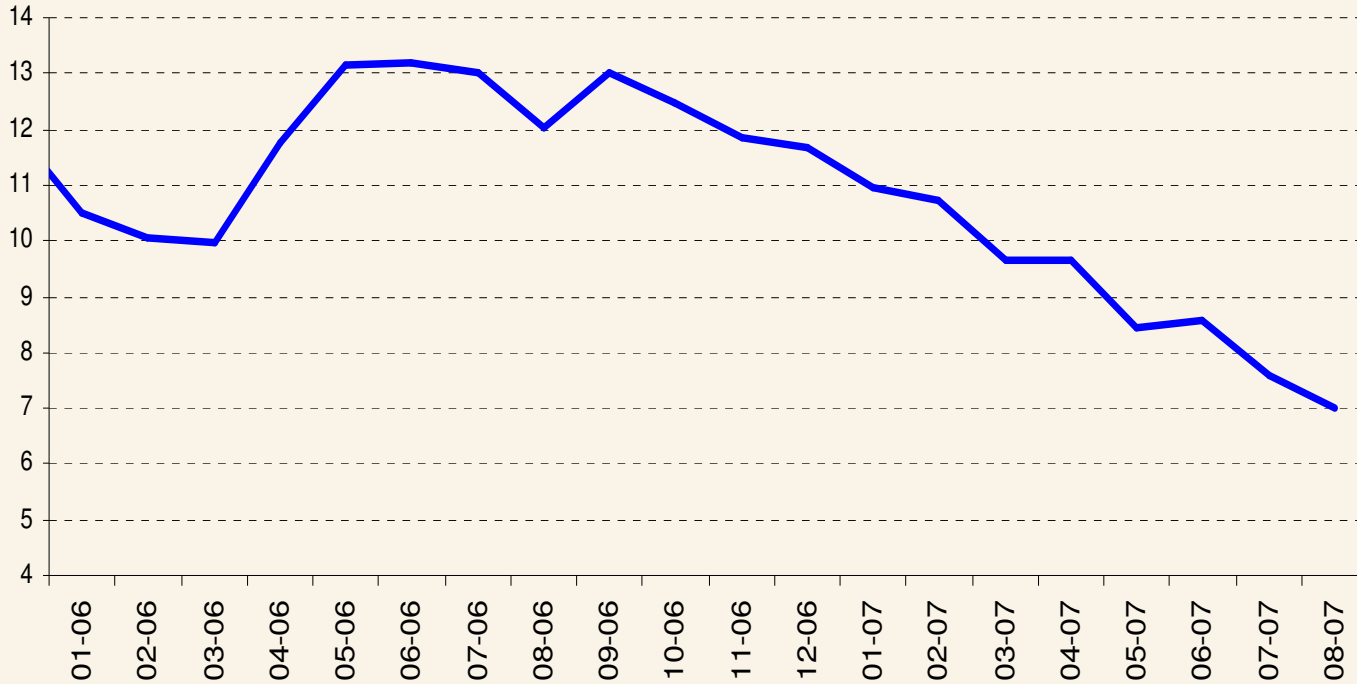
Kaynak: TÜİK



# Enflasyonda Olumlu Gelişmeler

✓ 3 aylık eğilim baz alınarak yapılan hesaplar, hizmetler grubu enflasyonunun 2006 yılının ortasında tepe noktasına ulaştıktan sonra, parasal sıkılaştırmanın desteği ile hızla gerilediğini ve 2007 yılı Ağustos ayı itibarıyla % 7,0 düzeyinde gerçekleştiğini göstermektedir.

*Mevsimsellikten arındırılmış Hizmetler grubu fiyatlarında aylık değişimin yıllıklandırılmış hali (3 aylık hareketli ortalama) (Ocak 2006 – Ağustos 2007, yüzde)*



Kaynak: TÜİK





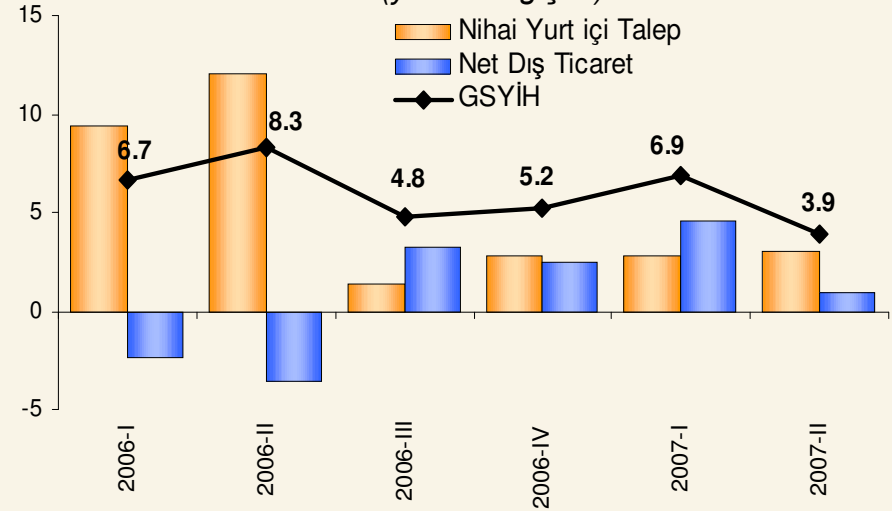
# İlimli İç Talep Gelişmeleri

✓ 2006 yılının ortasından itibaren uygulanan para politikası iç talebin kontrol altına alınmasında etkili olmuştur.

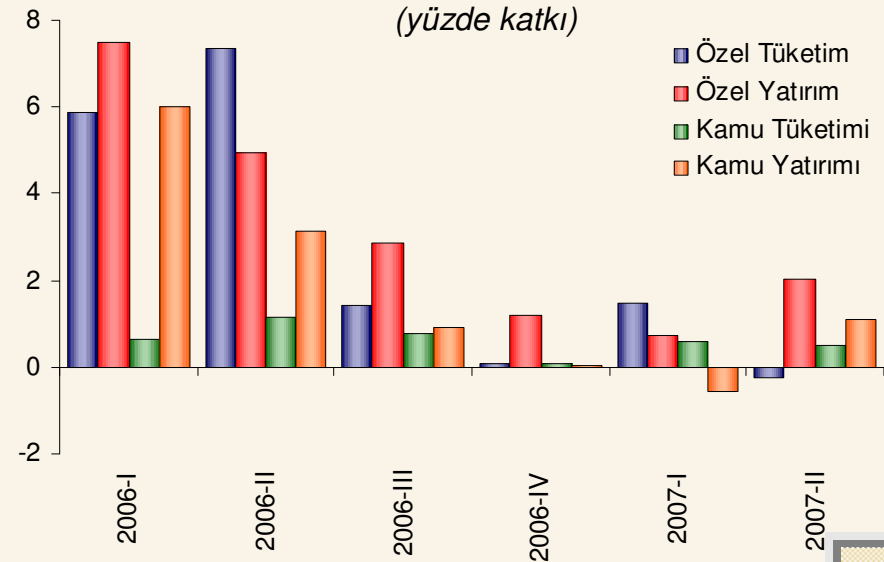
✓ Son bir yıl içinde iktisadi faaliyetlere ilişkin veriler, Enflasyon Raporu'nda sunulan öngörüler ile uyumlu gerçekleşmiştir.

✓ Parasal sıkılaştırmanın etkisiyle iç talep önemli ölçüde yavaşlarken net ihracatın verdiği güçlü destek ile ekonomi büyümeye devam etmiştir.

Çeyrekler İtibarı ile Büyüme  
(yüzde değişim)



Büyümenin Bileşenleri  
(yüzde katkı)



Kaynak: TÜİK



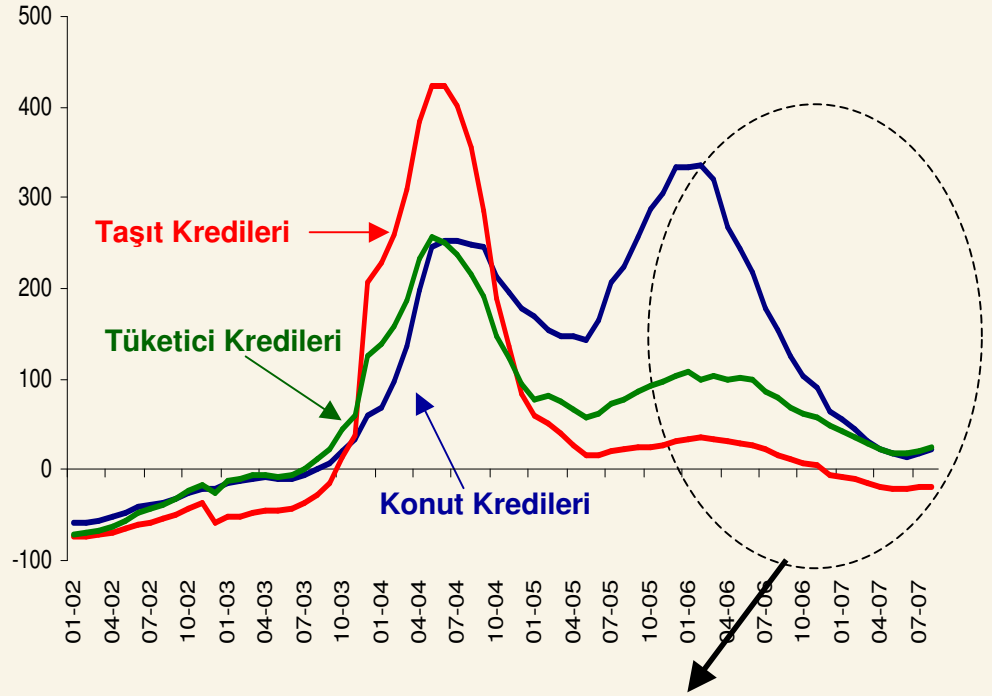
# İlimli İç Talep Gelişmeleri

**Tüketici kredileri kullanımı özel tüketim harcamalarında önemli bir ivmelenmeye işaret etmemektedir.**

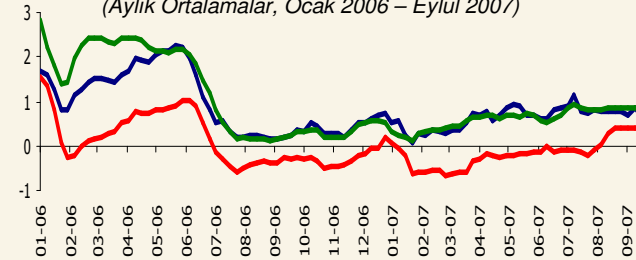


✓ Reel tüketici kredisi kullanımı iç talebin güçlü seyrettiği 2006 yılı ilk yarısı ile kıyaslandığında, görece düşük oranlarda büyümeye devam etmektedir: Ağustos ayında aylık reel artış % 4,0

*Tüketici, Taşıt ve Konut Kredileri  
(Ocak 2002 – Ağustos 2007, yıllık reel yüzde değişim)*



*Haftalık Nominal Yüzde Değişim  
(Aylık Ortalamalar, Ocak 2006 – Eylül 2007)*



Kaynak: TCMB

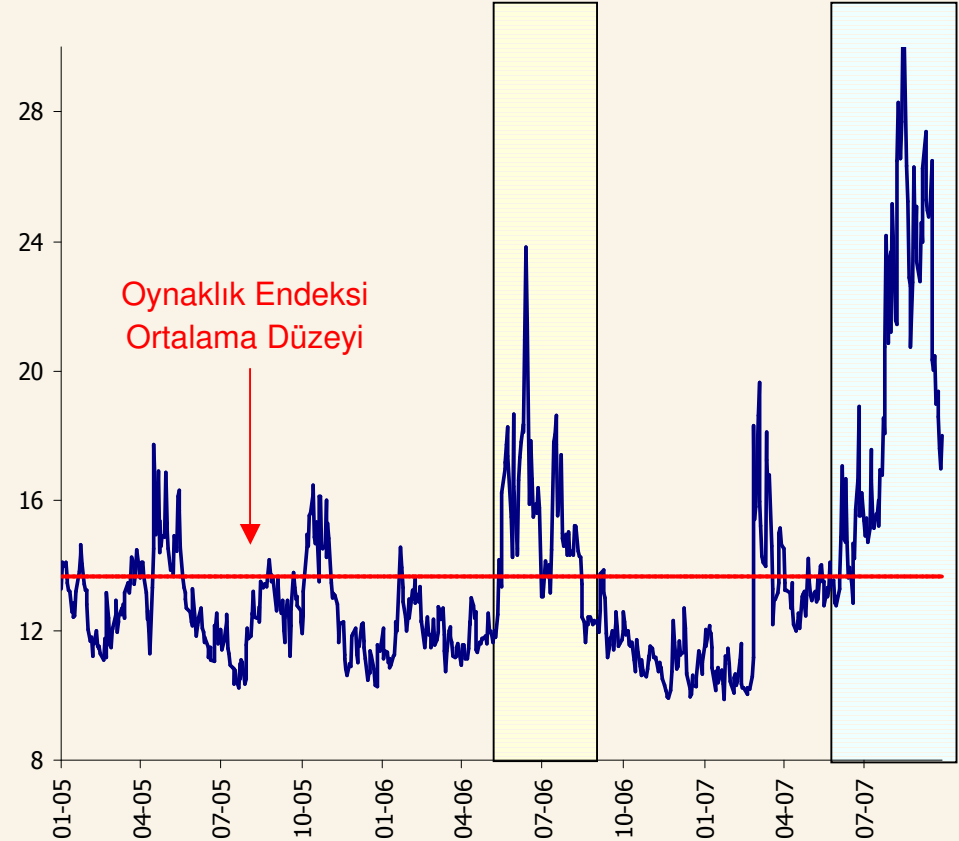


# Uluslararası Gelişmeler ve Yansımaları

✓ Uluslararası finans piyasalarında 2007 yılı Temmuz ayı sonunda başlayan ve ABD’de “subprime mortgage” piyasasına ilişkin kaygılar sonucunda ortaya çıkan küresel finansal dalgalanmalar devam etmektedir.

✓ Yaşanan belirsizlikler uluslararası bankaların geri ödeyememe riskine odaklanarak, kredi kullandırmakta isteksiz davranmalarına ve özellikle Avrupa bankacılık sisteminde likidite sıkıntılarının yaşanmasına neden olmuştur.

Oynaklık Endeksi\*  
(3 Ocak 2005 – 28 Eylül 2007)



\* VIX, S&P 500 (500 büyük şirketin işlem gördüğü endeks) endeksi baz alınarak hesaplanan opsiyon fiyatlarının oynaklıklarının interpolasyon yöntemiyle hesaplandığı bir endekstir.

Kaynak: Bloomberg



# Uluslararası Gelişmeler ve Yansımaları

## AMERİKA

- ✓ Para piyasalarında gecelik faiz % 6 ile FED gösterge faizinin (% 5,25) üzerine çıkması sonucunda, FED piyasaya 10 Ağustos tarihinde 38 milyar ABD doları likidite sağladı.
- ✓ Verilen likidite, 14 Eylül 2001 tarihinden bu yana FED tarafından sağlanan (81 milyar ABD doları) en yüksek finansman miktarı oldu.
- ✓ Likidite sıkışıklığının giderilmesi amacıyla bankaların FED'den doğrudan borçlanmaları durumunda uygulanan iskonto faiz oranı Ağustos ayında % 6,25'den % 5,75'e düşürüldü.

## EURO BÖLGESİ

- ✓ Almanya'da dalgalanmadan zarar gören IKB ve Sachsen LB adlı yatırım kuruluşlarına devlet bankalarınca likidite verildi.
- ✓ 9 Ağustos 2007 tarihinde Fransız BNP Paribas, ABD ipotek piyasasına yatırım yapan üç fonun ödemelerini dondurdu.
- ✓ Aynı tarihte Avrupa Merkez Bankası, 2001 yılından beri ilk defa piyasalara 95 milyar euro likidite sağladı. 12 Eylül 2001 tarihinde verilen likidite 69 milyar euro idi.

## İNGİLTERE

- ✓ Haziran ayında Bear Stearns şirketine ait iki "hedge fon"u iflasın eşiğine geldi.
- ✓ 14 Eylül 2007 tarihinde likidite krizine giren Northern Rock bankası, 1997 yılından bu yana yapılan ilk banka kurtarma operasyonu ile iflastan kurtarıldı.
- ✓ İngiltere Merkez Bankası aynı tarihte piyasaya 4,4 milyar sterlin tutarında likidite sağladı ve banka mevduatlarına devlet güvencesi getirildi.



# Uluslararası Gelişmeler ve Yansımaları

✓ 7 Eylül 2007 tarihinde açıklanan ABD istihdam verileri 4 bin azalış ile beklentilerin (100 bin artış) altında gerçekleşti. Önceki veriler de aşağı yönde (81 bin) revize edildi.

✓ Bu veriler, finansal gelişmelerin reel sektöre de yayılmaya başladığının ilk işareti oldu.

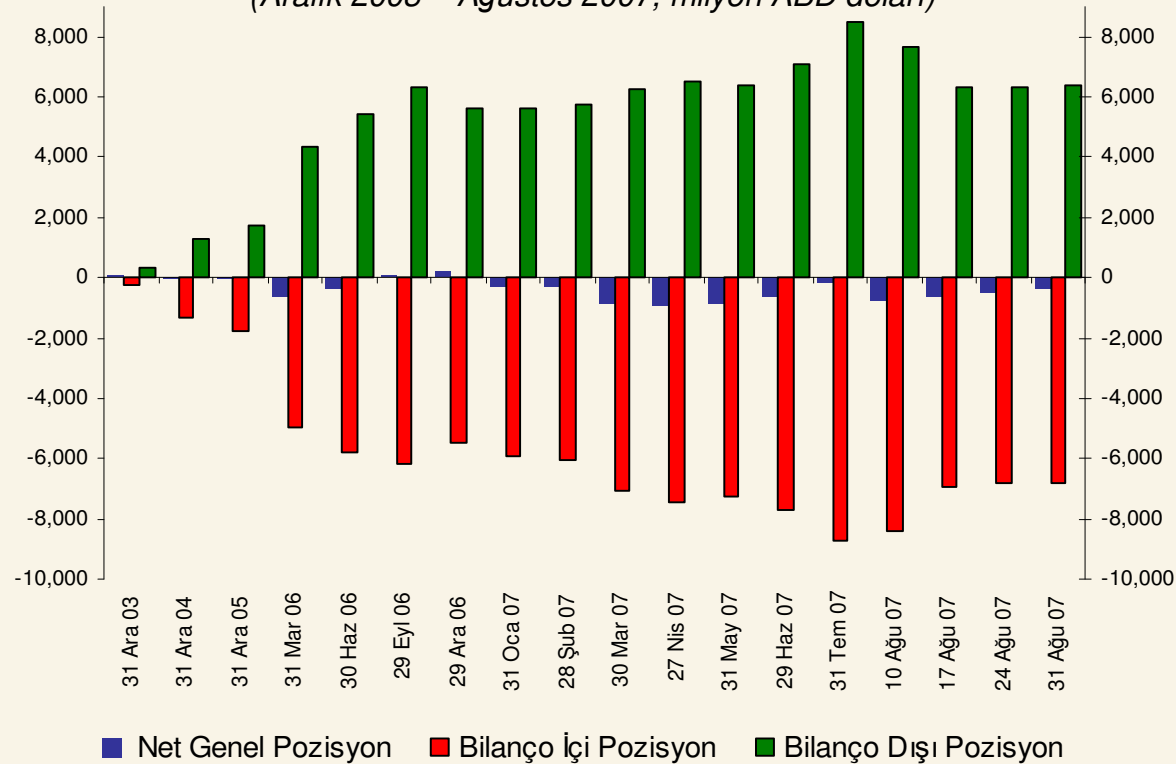
✓ Son dalgalanmaların, bankaların risk alma eğilimlerini etkilemesi ve varlık fiyatlarındaki düşüş sonucu Amerika ve Avrupa ekonomilerini hem arz hem de talep yönünden yavaşlatması beklenmektedir.



# Uluslararası Gelişmeler ve Yansımaları

✓ Diğer yandan, risk algılamasındaki artışın, Türkiye'deki bankaların yurtdışından borçlanıp YTL cinsi kredi verme eğilimlerini azaltarak iç talebi sınırlayıcı bir etkide bulunduğu gözlenmiştir.

*Bankacılık Sektörü Yabancı Para Pozisyonu  
(Aralık 2003 – Ağustos 2007, milyon ABD doları)*

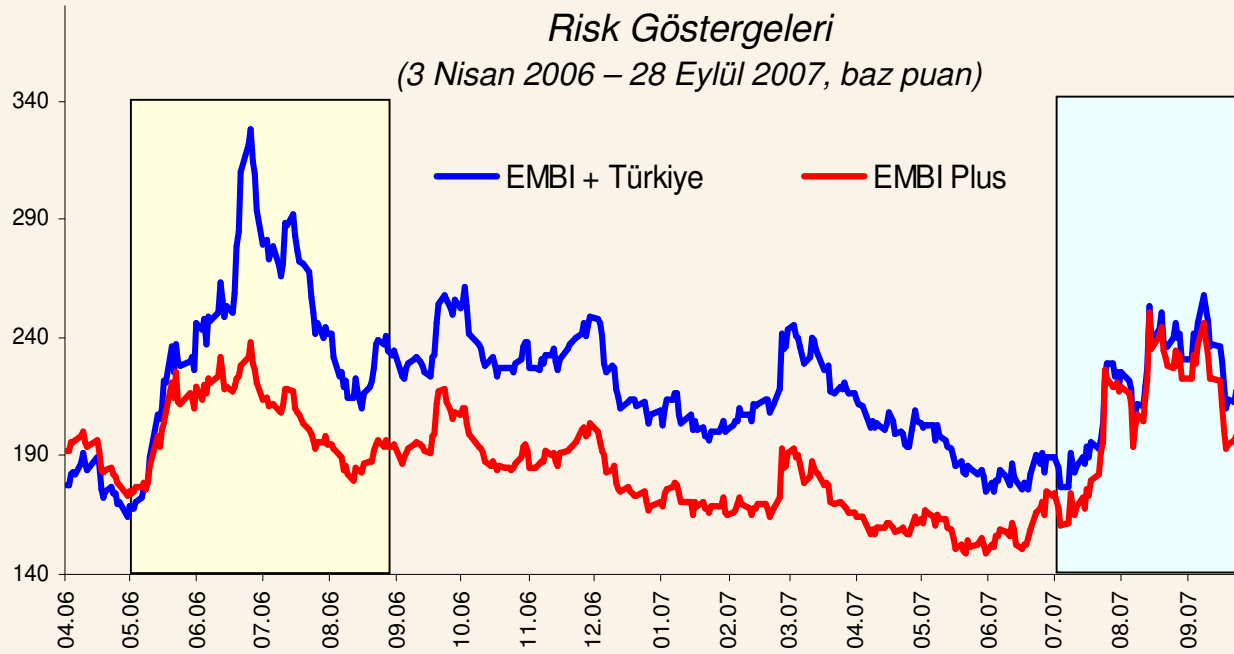




# Uluslararası Gelişmeler ve Yansımaları

✓ Yaşanan dalgalanmalar, 2006 yılında görülen benzerlerinden farklılık arz etmektedir.

✓ İlk başta yatırımcıların riskli varlıklardan sakınması sonucu gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde bir artış gözlemleniyse de, bu ülkelerin yerleşmiş bir “subprime mortgage” piyasasına sahip olmaması, yaşanan çalkantılardan gelişmiş ülkelere göre daha az etkilenmeleri sonucunu doğurmuştur.



Kaynak: JP Morgan



# Uluslararası Gelişmeler ve Yansımaları

✓ Sonuç olarak dış piyasalarda meydana gelen dalgalanmaların Türkiye ekonomisine olası etkilerinin, ağırlıklı olarak iç ve dış talebi sınırlandırıcı yönde olacağı öngörülmektedir.



1. **Küresel büyümede yavaşlama** → dış talepte sınırlı bir büyüme

2. **Kredi piyasalarındaki sorunlar** → yurt içi bankaların kredilerinin dış kaynakla finansmanını sınırlayarak iç talebi frenlemesi





# Para Politikasının Duruşu



## Para Politikasının Duruşu

✓ Eylül ayında faiz indirim sürecine başlanmakla birlikte, para politikası temkinli duruşunu sürdürmektedir.

✓ 20 Eylül 2007 tarihli son Beklenti Anketi'nde 24 ay sonrasının yıllık enflasyon beklentisi % 5,4 ile enflasyon hedefinin üzerinde seyretmektedir.

✓ Buna rağmen Merkez Bankasının **temkinli ve ölçülü bir faiz indirim süreci izlediği durumda**, 2008 yılının sonunda enflasyonun % 4'lük hedefin altında gerçekleşebileceği öngörülmektedir.

✓ Bu nedenle Merkez Bankası kendi kurumsal tahminlerine daha fazla atıfta bulunmasının, beklentilerin doğru yerde oluşmasını hızlandıracağını düşünmektedir.



# Para Politikasının Duruşu

2008 yılı sonu için belirlenen enflasyon hedefi yüzde 4'tür.

27 Temmuz 2007 tarihli Enflasyon Raporu'nda yer alan politika faizlerinin yılın son çeyreğinin başından itibaren ölçülü olarak indirildiği varsayımı altında enflasyonun % 70 olasılıkla

➤ 2007 yılı sonunda:  
% 5,1 ile % 6,9 arasında  
(*orta noktası % 6,0*)

➤ 2008 yılı sonunda:  
% 1,5 ile % 4,9 arasında  
(*orta noktası % 3,2*)

gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.



## Para Politikasının Duruşu

13 Eylül 2007 tarihli faiz indirim kararı, kamu harcamalarının başlangıçta öngörülen yıl sonu bütçe ödenekleriyle uyumlu yönde gerçekleşeceği varsayılarak alınmıştır.

Herhangi bir ek varsayımda bulunulmamıştır.



✓ Sıkı maliye politikasının kararlılıkla devam etmesi yönünde gösterilecek irade ve 2008 yılı için belirlenecek kamu kesimi ücret artışlarının ve bütçe büyüklüklerinin enflasyon hedefi ile uyum içinde olması, önümüzdeki dönemde faiz indirimlerinin hızını etkileyecek önemli unsurlardan biridir.



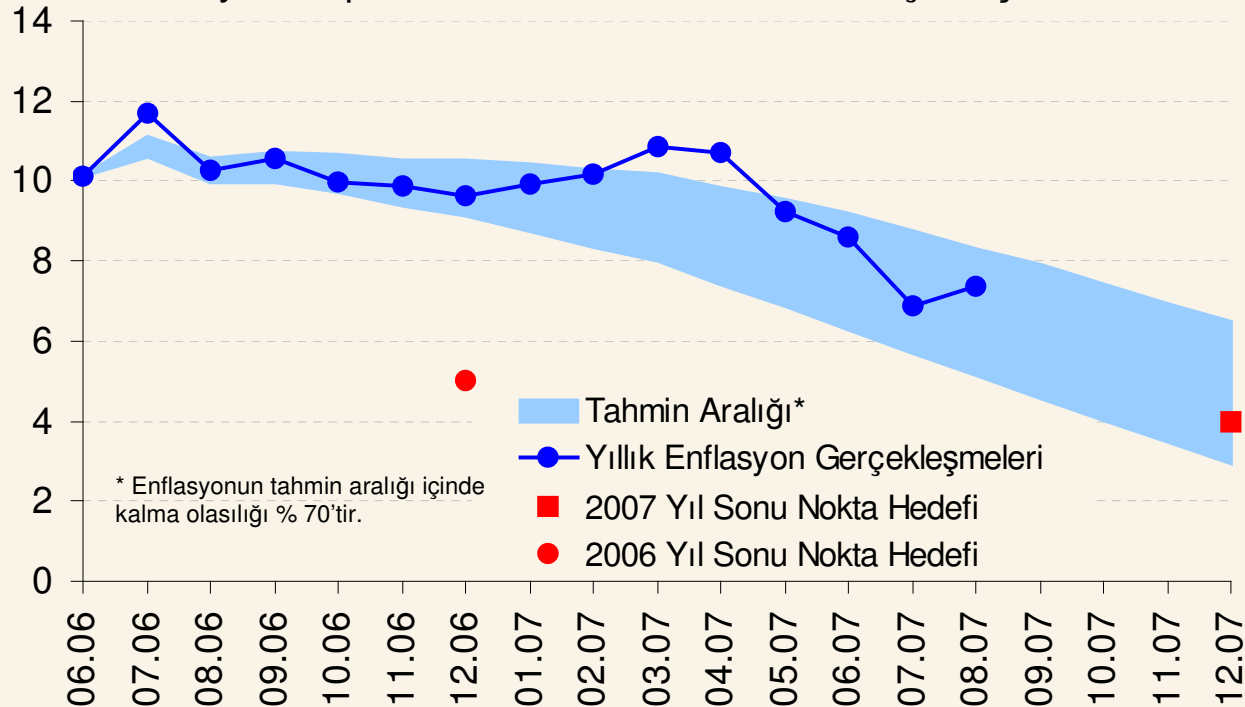
# Para Politikasının Duruşu

Para politikası duruşuna temel teşkil eden, Merkez Bankasının enflasyon tahminlerinin başarısı



2006 yılı ortasından itibaren gerçekleşen enflasyon verileri, **28 Temmuz 2006** tarihli Enflasyon Raporu'nda açıklanan tahminlerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir.

Enflasyon Raporu 2006-III Tahminleri ve Gerçekleşmeler





# Para Politikası ve İletişim



# Karar Öncesi Para Politikasının Duruşu

12 Temmuz  
2007

✓ Para Politikası Kurulu, ***ilk defa***, öngörülen ölçülü indirim sürecinin ***yilin son çeyreğinde*** başlayabileceğini ifade etmiştir.

27 Temmuz  
2007

✓ 2007-III sayılı Enflasyon Raporu'nda, verilen mesajın “faizlerin ***Ekim*** ayında indirileceği” şeklinde algılanmaması gerektiği; olası faiz indirimlerinin veri ve bilgi akışına bağlı olarak, ***daha erken gündeme gelebileceği gibi daha ileriye de ertelenebileceği*** vurgulanmıştır.

14 Ağustos  
2007

✓ Para Politikası Kurulu, veri ve bilgi akışına bağlı olarak olası faiz indirimlerinin ***zamanlaması*** ve ***miktarının*** farklılaşabileceğinin altını tekrar çizmiştir.

6 Eylül  
2007

✓ Erzurum'da yapılan konuşmada da veri ve bilgi akışına bağlı olarak olası faiz indirimlerinin ***zamanlaması*** ve ***miktarının*** farklılaşabileceği vurgusu tekrarlanmıştır.



# Merkez Bankasının Bağımsızlığı

**Merkez Bankası, enflasyon hedeflerini Hükümet ile birlikte belirler, ancak hedeflere ulaşmada araç bağımsızlığına sahiptir.**



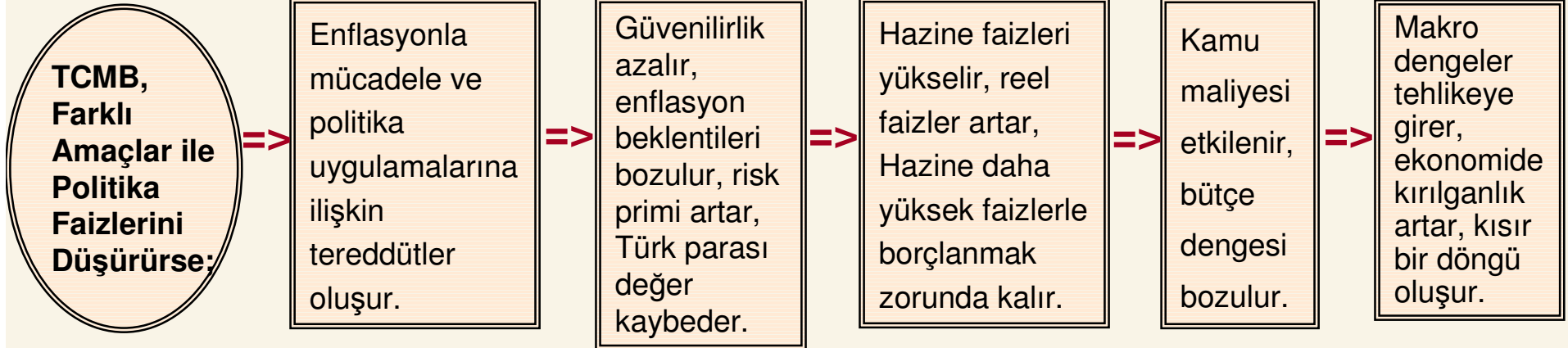
- ✓ Faiz kararları alınırken, para politikası duruşunun enflasyonun gelecekte izleyeceği seyri nasıl etkileyeceği göz önüne alınır.
- ✓ Merkez Bankası, kararlarında **fiyat istikrarını** sağlayarak sürdürülebilir büyümenin önündeki en önemli engeli kaldırmayı amaçlar.
- ✓ Para politikasına ilişkin Hükümet üyelerince yapılan yorum ve öneriler Merkez Bankasının araç bağımsızlığının sorgulanmasına yol açarak karar alma süreçlerini zorlaştırmaktadır.





# Merkez Bankasının Güvenilirliği

✓ 6 Eylül 2007 tarihinde Erzurum'da yapılan değerlendirmeler her zaman her ÷lke için geğerli olan genel doğrulardır.





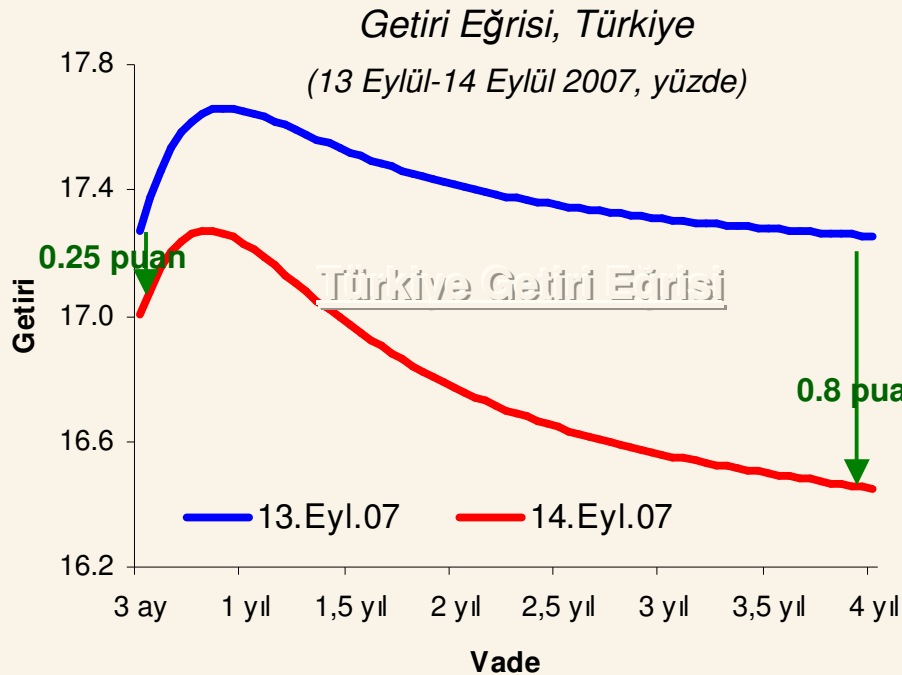
# Merkez Bankasının Güvenilirliği

Faiz indirim kararı beklentilerin enflasyon hedefine yaklaşması açısından güçlü bir sinyal olmuştur.

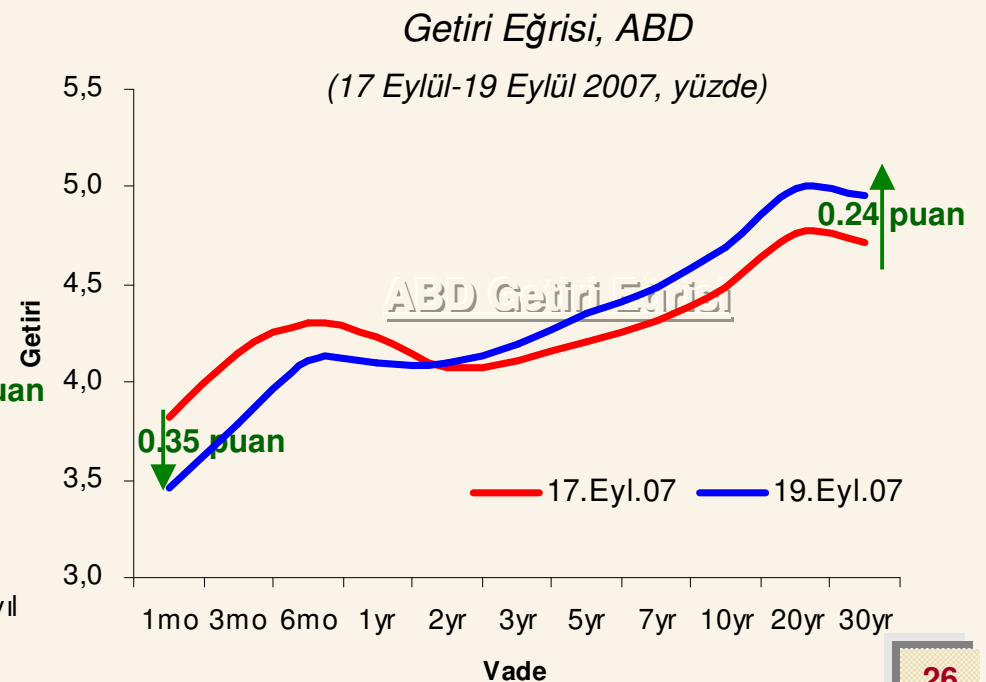


Getiri eğrisi verileri, yatırımcıların enflasyon beklentisinin iyileştiğine işaret etmektedir.

Bu amaçla Türkiye ve ABD'de, faiz indirimi sonrası getiri eğrilerinde meydana gelen farklı yönde değişim önemli bir göstergedir.



Kaynak: TCMB



Kaynak: Bloomberg



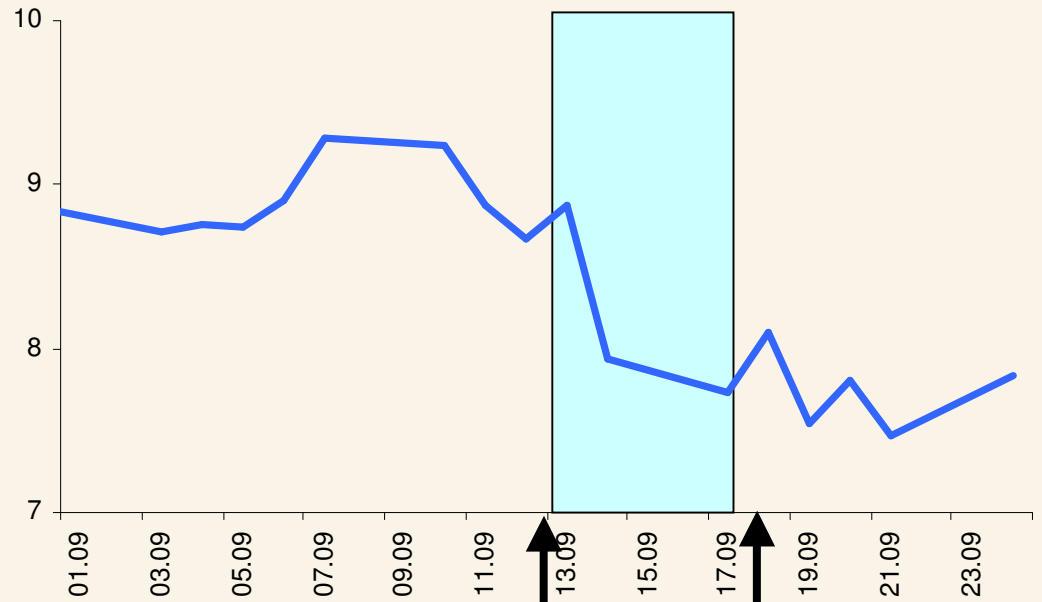
# Merkez Bankasının Güvenilirliği

✓ Enflasyon beklentilerini ölçmenin diğer bir yolu TÜFE'ye endeksli ve sabit getirili devlet iç borçlanma senetleri piyasalarında oluşan, enflasyon beklentisi ile enflasyon risk priminin toplamından oluşan "**enflasyon telafisi**"nin gözlenmesidir.

✓ Faiz kararını izleyen günlerde enflasyon telafisinde bir puana yakın bir düşme olmuştur.

✓ Karar sonrası Türkiye'de uzun vadeli borçlanma faizlerindeki düşüşün esas nedeni enflasyon beklentilerindeki iyileşme ve enflasyon belirsizliğindeki azalmadır.

Enflasyon Telafisi\* (enflasyon risk primi + enflasyon beklentisi)  
(1 Eylül – 24 Eylül 2007, yüzde)



Kaynak: TCMB

MB faiz indirimi

Fed faiz indirimi

\* Merkez Bankasının faiz indirimi ile Fed'in faiz indirimi arasında geçen sürede Türkiye'nin risk priminde (EMBI+ Türkiye) önemli bir değişme olmamıştır.



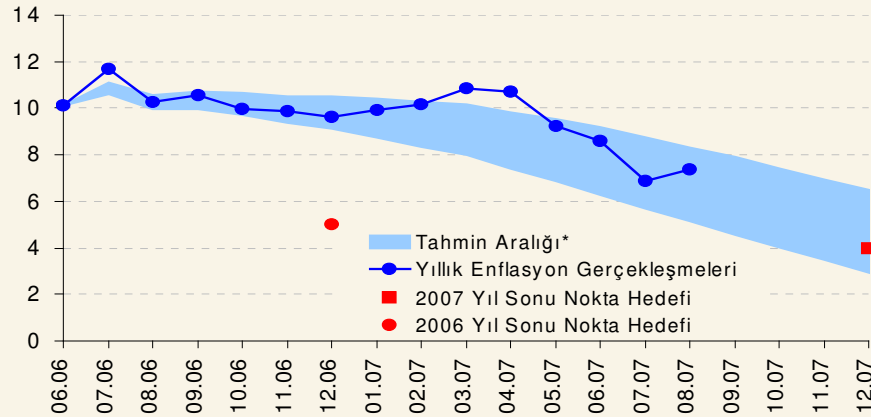
# **Enflasyon Hedeflemesi ve Veri Bağımlılığı**



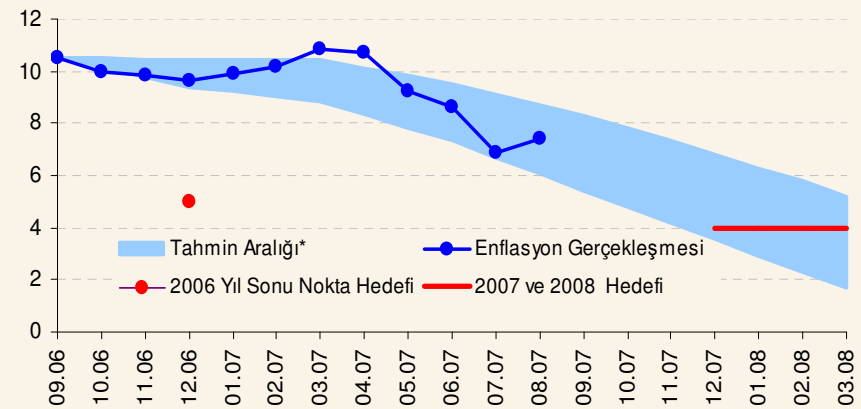
# Enflasyon Öngörülerini ve Gerçekleşmeleri

✓ Enflasyon Raporlarında ortaya koyulan öngörüler ile enflasyon gerçekleştirmeleri arasındaki uyum, Merkez Bankasının tahminlerinin başarısını yansıtmaktadır.

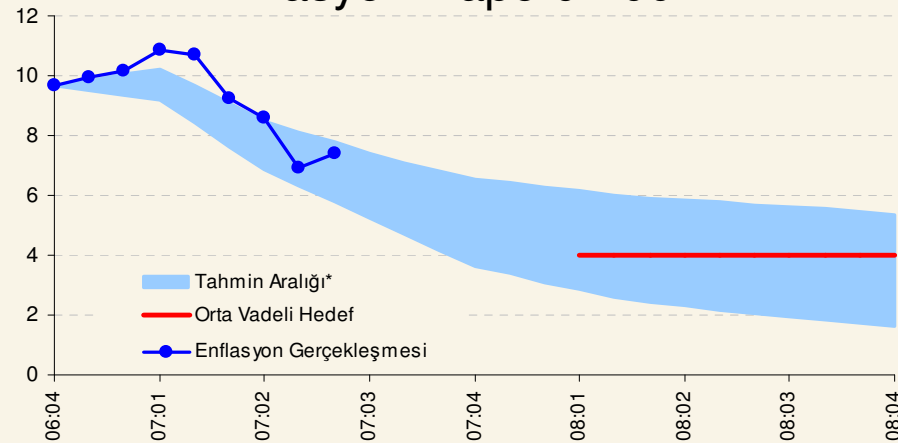
## Enflasyon Raporu 2006-III



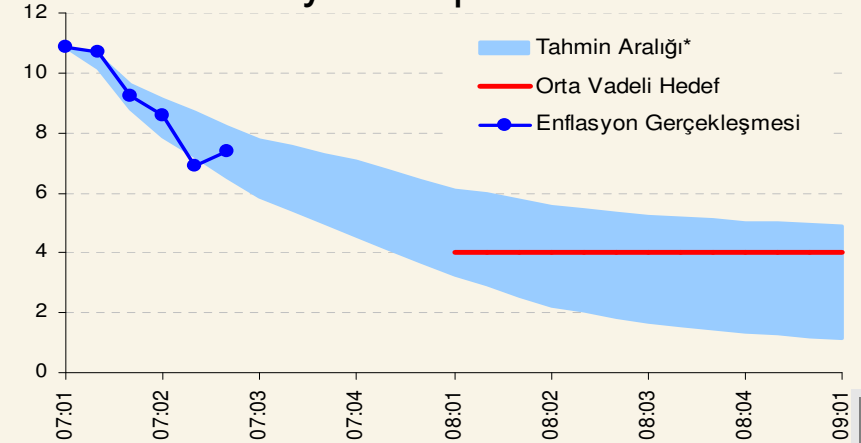
## Enflasyon Raporu 2006-IV



## Enflasyon Raporu 2007-I



## Enflasyon Raporu 2007-II

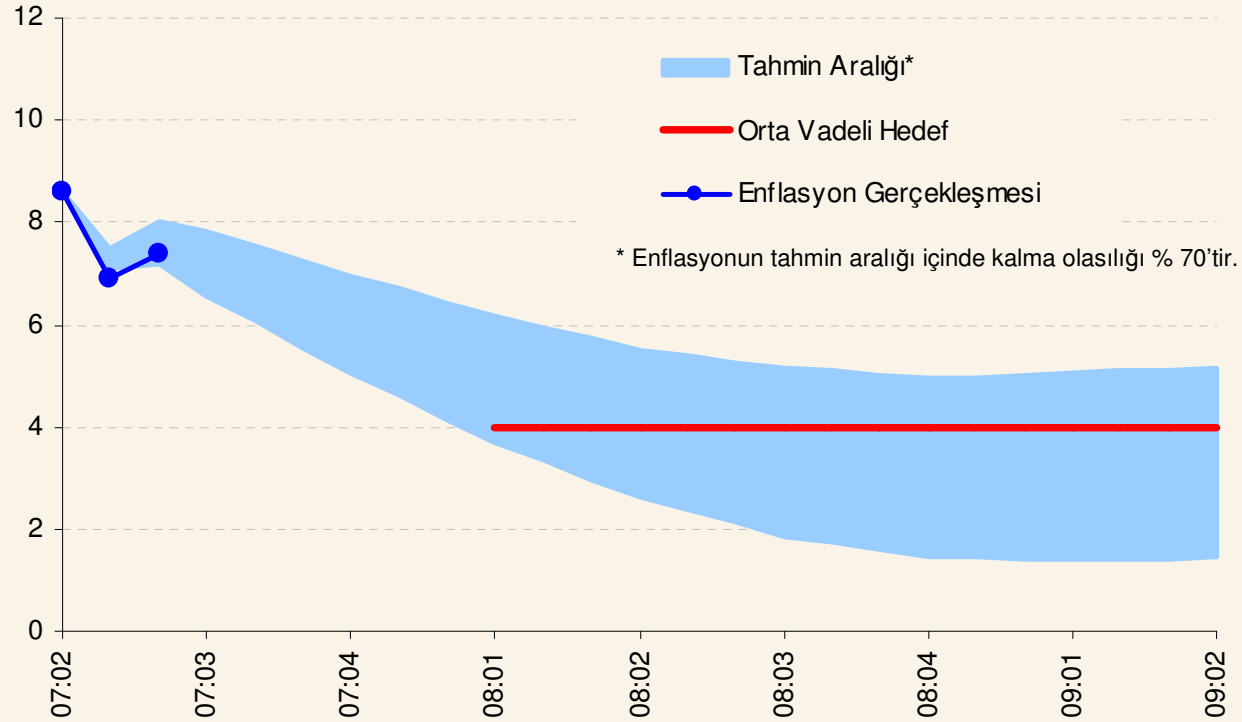




# Enflasyon Öngörülleri ve Gerçekleşmeler

En son 2007 Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda açıklanan tahminler

## Enflasyon Raporu 2007-III Tahminleri ve Gerçekleşmeler

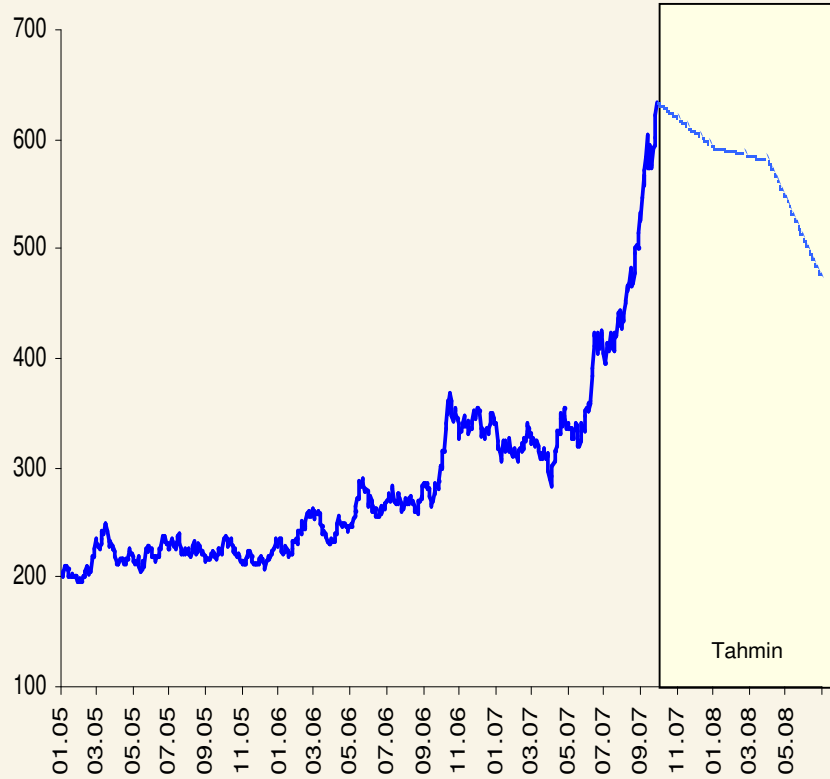


Kaynak: TCMB



# Enerji ve Emtia Fiyatlarındaki Gelişmeler

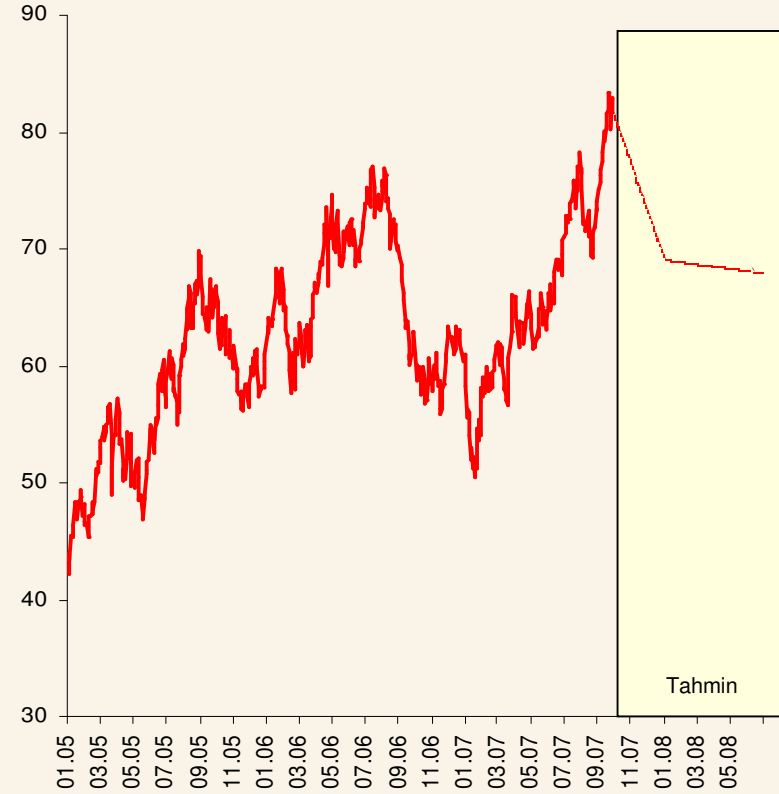
**Buğday Fiyatları\***  
(3 Ocak 2005 – 27 Eylül 2007, endeks)



Kaynak: S&P Goldman Sachs, Forward fiyatlar, TCMB hesaplamaları

\* 27 Eylül 2007 itibarıyla buğday fiyatlarındaki son 12 aylık artış oranı %120 seviyesindedir.

**Ham Petrol Fiyatları (WTI)**  
(3 Ocak 2005 – 27 Eylül 2007, ABD doları)



Kaynak: Bloomberg, Konsensüs Tahminleri, TCMB hesaplamaları



# Enflasyon Öngörüleri

## Enflasyon tahminlerinin dayandığı varsayımlar ve para politikası duruşu

### Varsayımlar:

- ✓ Orta vadede ortalama ham petrol fiyatlarının 65 ABD doları olacağı
- ✓ Euro bölgesinde 2007 yılı büyümesinin % 2,7, 2008 yılı büyümesinin % 2,2, 2008 yılı enflasyonunun % 2 olacağı
- ✓ Reel faizlerin seviyesinin ifade ettiği sıkı para politikasının korunacağı
- ✓ 2007 yılının kalan bölümünde iç talebin ılımlı seyredeceği ve hizmetler grubunda fiyat artışlarının **sınırlı** bir yavaşlama eğilimi sergileyeceği

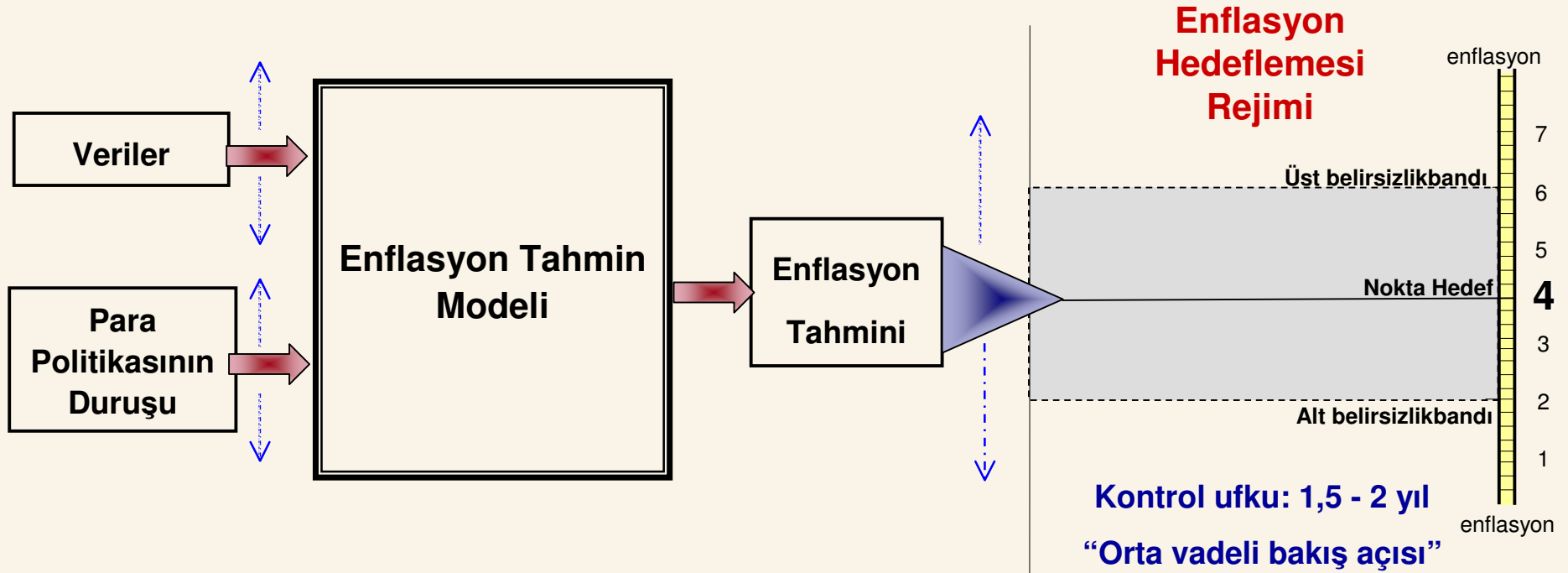
### Para Politikasının Duruşu:

- ✓ Politika faizleri yılın son çeyreğinden itibaren ölçülü olarak indirilmekle birlikte para politikasının temkinli duruşu devam edecektir.





# Tahmin Modeli ve Enflasyon Hedeflemesi



Para politikasında veri bağımlılığı, enflasyon hedeflemesi rejiminin bir sonucudur.

Bu rejim altında, para politikasının güncellenmesi bir istisna değil, bir normdur.



# Tahmin Modeli ve Enflasyon Hedeflemesi

## Veri bağımlılığına örnekler:

- ✓ **Maliye politikasında bir gevşeme:** Enflasyon tahminini hedefin yukarısına taşıyacak, hedeften sapma ihtimali dolayısıyla para politikası duruşunu gözden geçirecek, modelin öngördüğü enflasyon tahminini hedefle uyumlu hale getiren yeni bir para politikası (parasal sıkılaştırma) takip edilecek.
- ✓ **Avrupa ekonomilerinde yavaşlama işareti:** Dış talebi yavaşlatacak, enflasyon tahminini hedefin altına indirecek, hedeften sapma ihtimali dolayısıyla uygulanan para politikası gevşetilecek.
- ✓ **Uluslararası kredi piyasalarında risk algılamasının kötüleşmesi:** Yurt içi bankaların temin ettikleri dış kredilerin miktarında azalma meydana gelecek ve iç talep yavaşlayacak, enflasyon tahmini hedefin altına inecek, hedeften sapma ihtimali dolayısıyla uygulanan para politikası gevşetilecek.
- ✓ **Gıda fiyatlarında arz şoku:** Eğer enflasyon tahmin modeli, birincil etkilerin orta vadede kaybolacağını öngörüyorsa orta vadeli enflasyon tahmininde bir değişiklik olmayacak, para politikası mevcut duruşunu koruyacak.



# Aktarım Mekanizması

Aktarım Mekanizmasının İşleyişi;



✓ Talep kanalında “gecikmeli etki”

Faiz kararlarının etki süresi:

<i>Ekonomik aktivite üzerinde</i>	<i>Enflasyon üzerinde</i>
<i>1-3 çeyrek</i>	<i>1-2 yıl</i>

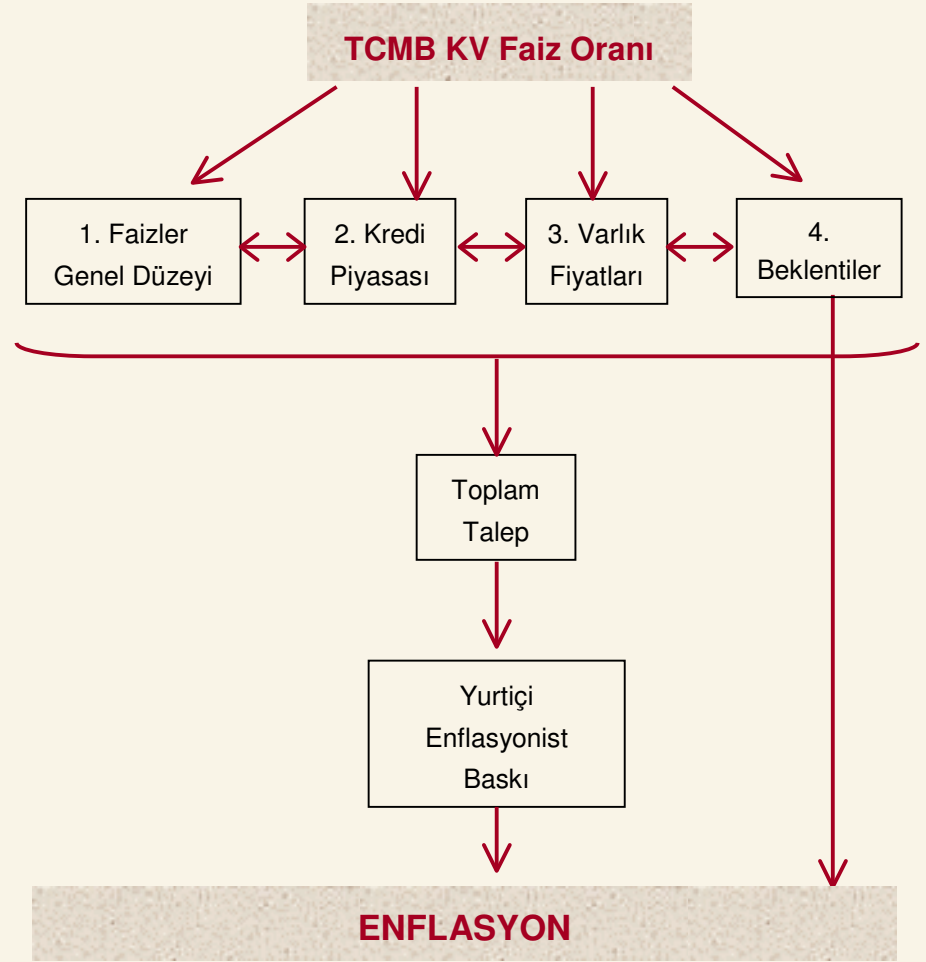
✓ Döviz kuru

(daha ziyade kısa vadeli etki)

✓ Maliyet kanalı

(kısa vadeli ve sınırlı bir etki)

*Basitleştirilmiş Bir Aktarım Mekanizması*

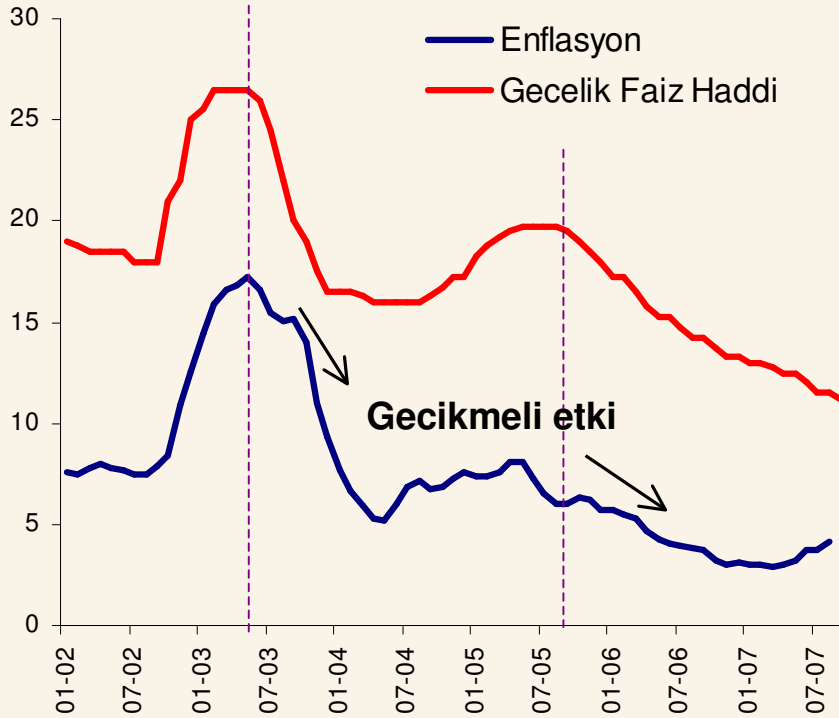




# Örnekler

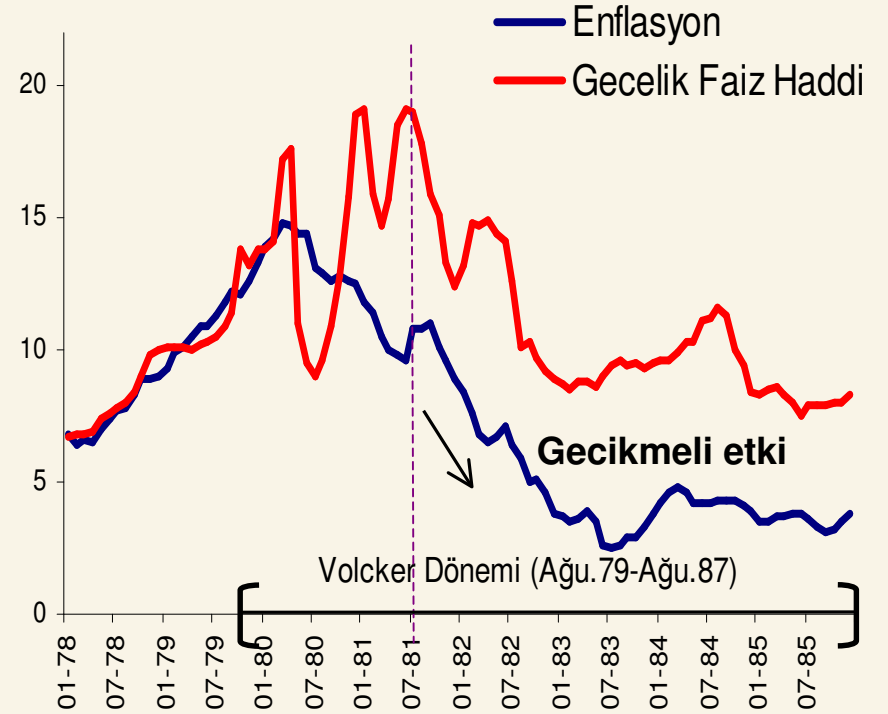
## Yüksek enflasyona karşı parasal sıkılaştırma örnekleri

### Brezilya 2002-2004



Kaynak: Brezilya Merkez Bankası

### ABD 1981-1983



Kaynak: ABD Merkez Bankası

- ✓ Her iki merkez bankası da enflasyon artışını güçlü bir parasal sıkılaştırma yoluyla kontrol altına almışlardır.
- ✓ Sonrasındaki temkinli indirim sürecinde gecikmeli etkilerin de katkısıyla enflasyon düşmeye devam etmiştir.



# TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Durmuş YILMAZ  
Başkan

1 Ekim 2007