



# MERKEZ BANKASI VE PARA POLİTİKALARI

**Erdem Başçı**

**TCMB Başkan Yardımcısı**

**Karadeniz Teknik Üniversitesi  
(Trabzon) ve Beykent  
Üniversitesi (İstanbul)**



## Görevleri

Temel Amaç:

**Fiyat İstikrarı**



## Görevleri

Diğer Görevler:

Büyüme ve istihdam

(temel amaçla çelişmemek  
kaydıyla)



## Görevleri

Diğer Görevler:

Ödeme Sistemleri



## Görevleri

Diğer Görevler:

**Finansal İstikrar**



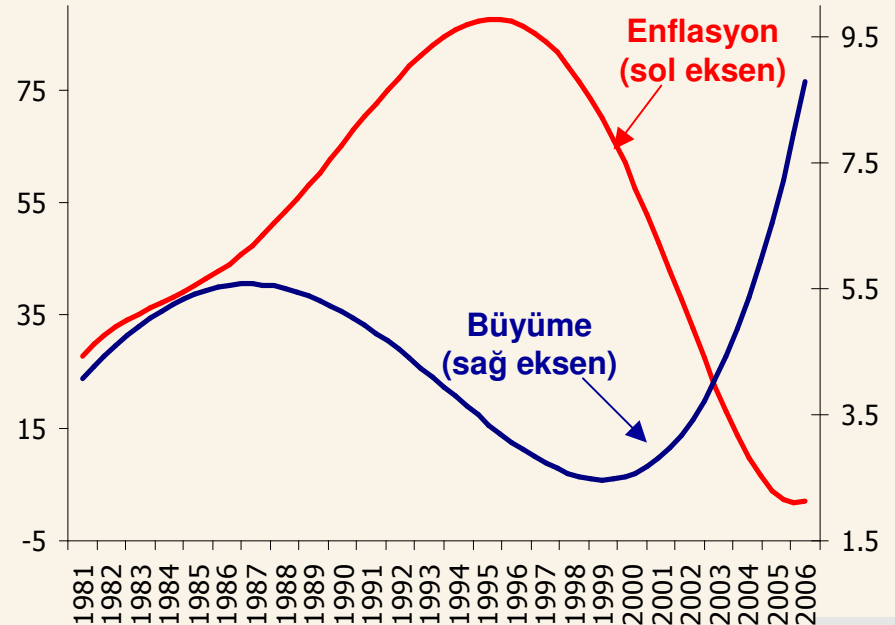
# Fiyat İstikrarı ve Büyüme

## Fiyat İstikrarı

- ✓ Fiyat istikrarı paranın alım gücünün korunmasıdır.
- ✓ İhmal edilebilir derecede düşük enflasyon fiyat istikrarı olarak nitelenebilir.
- ✓ **Fiyat istikrarından ödün verilerek sağlanan büyüme kalıcı olamaz.**
- ✓ 2002-2007 yılları arasında enflasyon düşürülürken yüksek büyüme oranlarına ulaşılmıştır.
- ✓ Fiyat istikrarını sağlamak sağlıklı büyümenin önündeki önemli bir engeli kaldırmak anlamına gelir.

	Ortalama Enflasyon	Ortalama Büyüme
1990-2001	% 74,0	% 3,0
2002-2006	% 14,9	% 7,5

**Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme Eğilimleri**  
(1981-2006, yüzde)



Kaynak: TÜİK

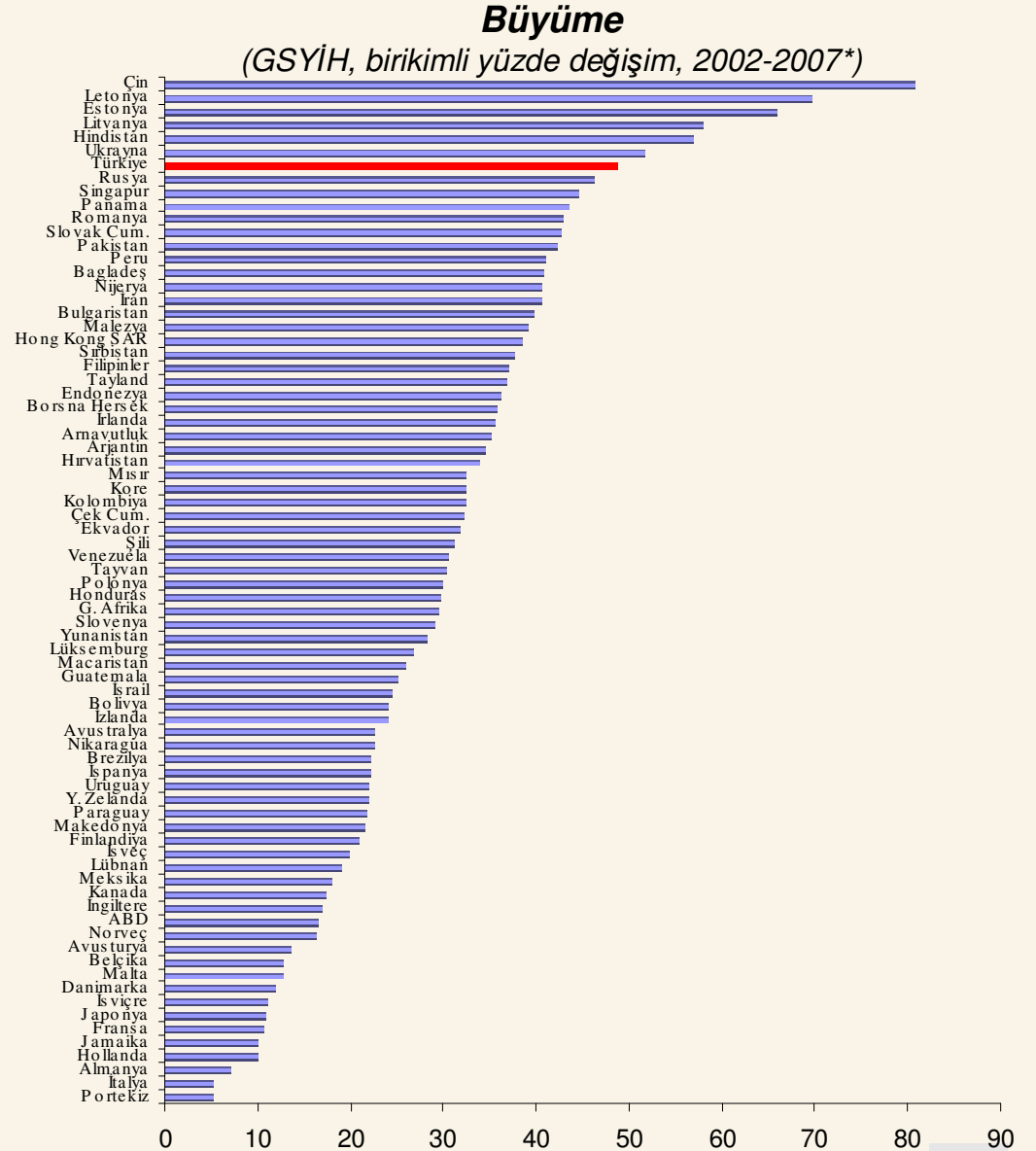


# Büyüme

✓ 2002-2007 yılları arasında Türkiye dünyada en hızlı büyüyen ülkeler arasındadır.

✓ Bu dönemde ekonomide yaşanan birikimli GSYİH büyüme hızı % 48,7 olarak gerçekleşmiş ve Türkiye, belli başlı 76 gelişmiş/gelişmekte olan ülke arasında büyüme hızı sıralamasında 7. sırada yer almıştır. (Toplam 180 ülke arasında ise 32.'dir)

✓ Ülkemiz için gerekli olan, 2001 yılı sonrası elde ettiğimiz kazanımları kalıcı kılmak ve büyümeyi sürdürülebilir hale getirmektir.



\* 2007 Gerçekleşme Tahmini

Kaynak: IMF World Economic Outlook



## Sürdürülebilir ve Yüksek Büyüme Nasıl Sağlanır?

✓ Sürdürülebilir büyüme, fiyat istikrarının bozulmadığı, ekonomik göstergeler ile makroekonomik dengelerin uyumlu olduğu, potansiyel büyüme seviyesine yakın büyüme oranlarının kalıcı olarak sağlandığı ekonomik büyümeyi ifade eder.

### Sürdürülebilir ve yüksek büyüme nasıl sağlanır?



#### ✓ Makroekonomik istikrar

- Fiyat istikrarı
- Sürdürülebilir kamu finansmanı

#### ✓ Yapısal reformlar

- Sosyal güvenlik reformu
- Vergi reformu
- İşgücü piyasasına yönelik düzenlemeler
- Eğitim reformu
- Enerji piyasasına yönelik düzenlemeler
- Rekabet ortamı

#### ✓ İyi Yönetişim

- Siyasi istikrar
- Hukukun üstünlüğü
- Şeffaflık ve hesap verebilirlik
- Mevzuat ve düzenlemelerin etkinliği
- Devlet hizmetlerinin kalitesi
- Yolsuzlukların önlenmesi





# Fiyat İstikrarı Nasıl Sağlanır?



# Fiyat İstikrarı Nasıl Sağlanır?

1) Kura dayalı istikrar programı

Örnek: Sabit kur rejimi

Araç: Kur

2) Talep kontrolüne dayalı istikrar programı

Örnek: Enflasyon hedeflemesi

Araç: Faiz



# Fiyat İstikrarı Nasıl Sağlanır?

Sabit kur rejimi:

Reel kur ayarlaması fiyat enflasyonu yoluyla olur.

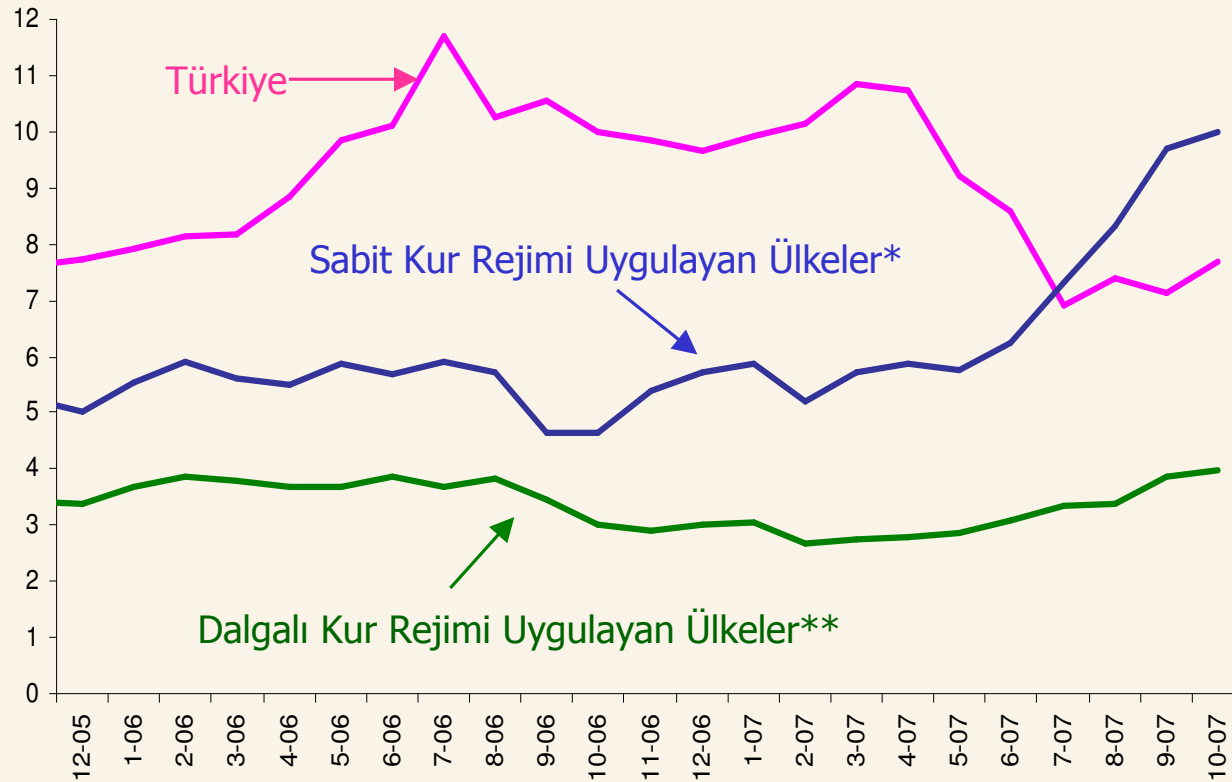
- Örnekler: Çin ve Doğu Avrupa'da sabit kur uygulayan ülkeler
- Risk: Talep kontrolü ve beklenti yönetimindeki zorluklar.



# Sabit Kur Çözüm mü?

Reel kur, dalgalı kur rejimi altında piyasa aracılığı ile, sabit kur rejimi altında enflasyon yoluyla uzun dönem denge değerine yakınsayacaktır.

**Enflasyon Gelişmeleri** (Aralık 2005 – Ekim 2007, yüzde)



\* Bulgaristan, Estonya, Letonya, Litvanya

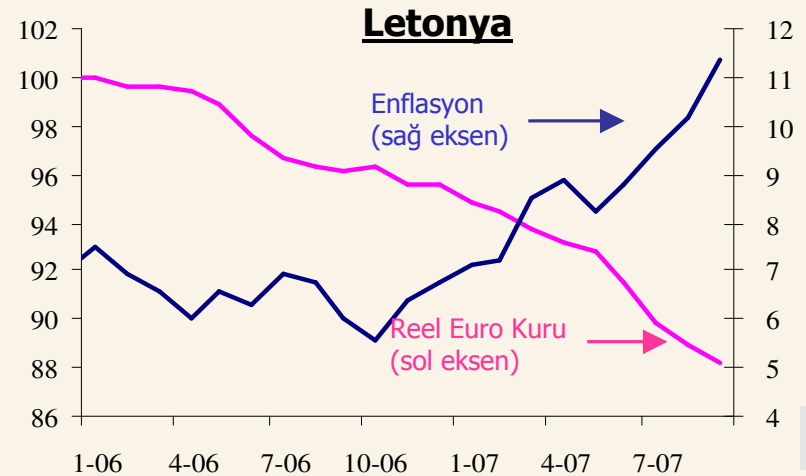
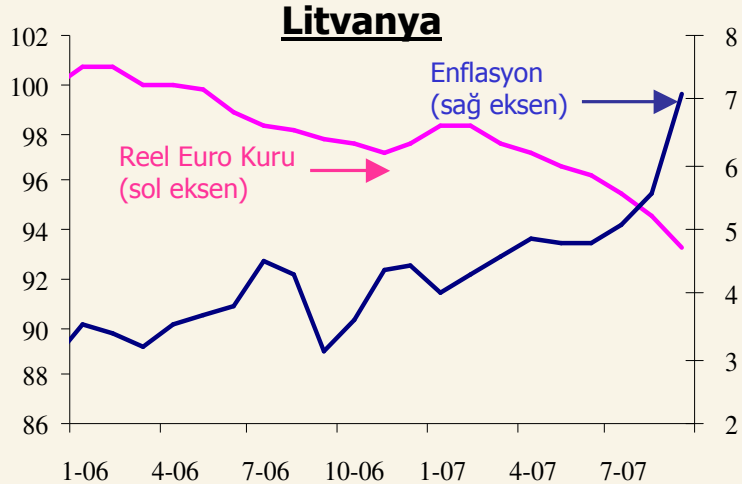
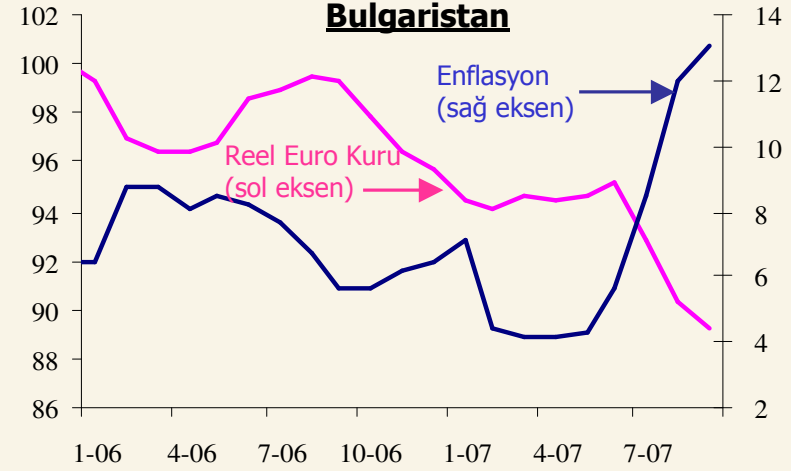
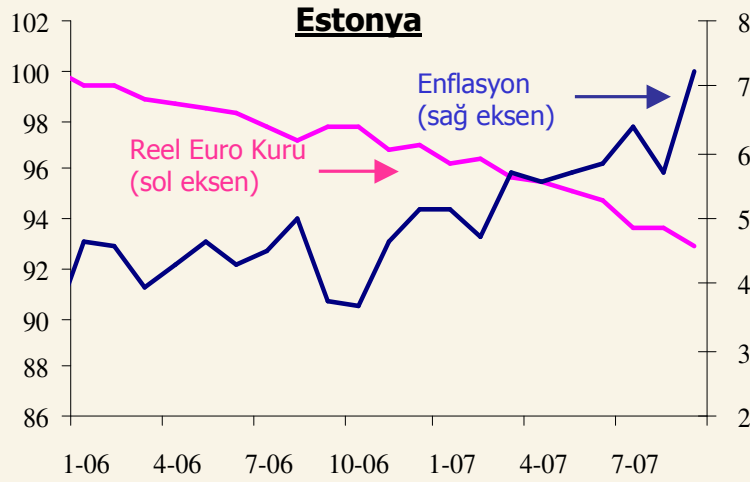
\*\* Brezilya, Filipinler, Güney Afrika, Meksika, İsrail, Polonya, Şili

Kaynak: IFS, IMF



# Sabit Kur Çözüm mü?

**Sabit Kur Rejimi Uygulayan Ülkelerde Reel Euro Kuru (TÜFE bazlı, Aralık 2005 = 100) ve Enflasyon (yüzde, Ocak 2002 – Eylül 2007)**

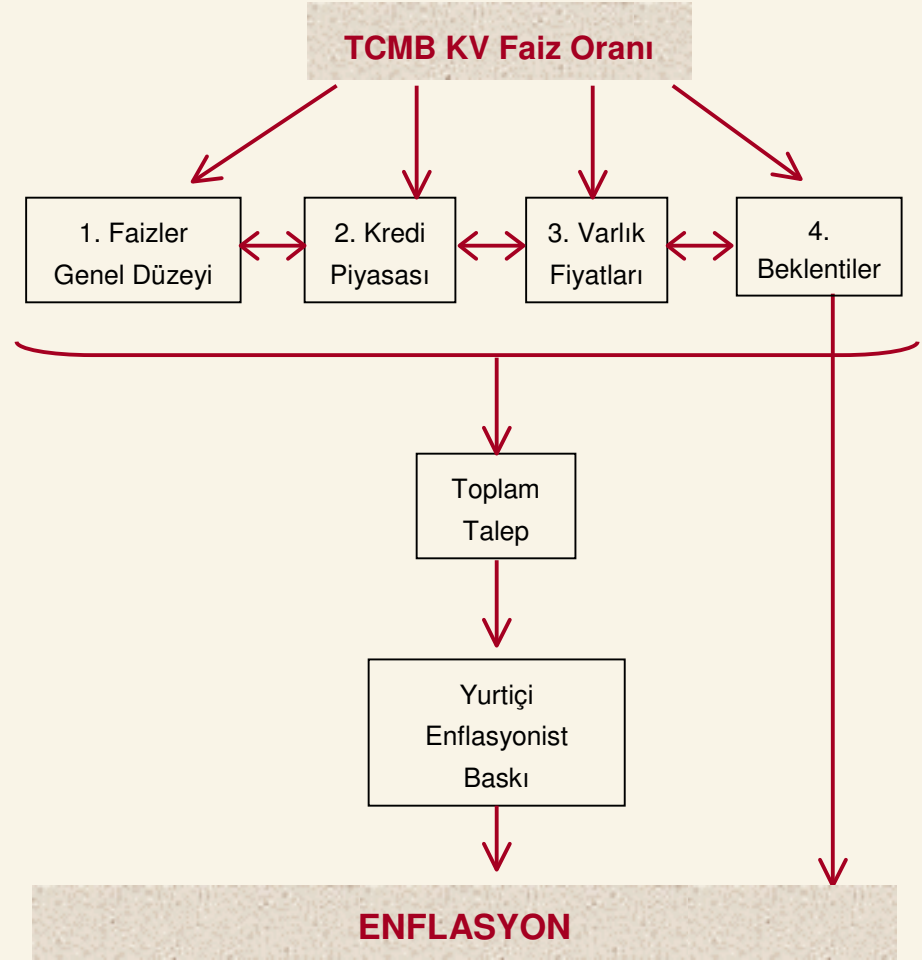




# Enflasyon Hedeflemesi

- ✓ Temel politika aracımız “kısa vadeli faiz oranları”dır.
- ✓ Kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararların temelinde sinyal etkisi vardır.
- ✓ Sinyal etkisi ile aktarım mekanizması üzerinden toplam talebi kontrol etmek, beklentileri yönlendirerek enflasyon hedeflerine ulaşmak amaçlanmaktadır.
- ✓ Bu etki gecikmeli olarak gerçekleşir.
- ✓ Genel olarak, ekonominin yapısal özellikleri, mali piyasaların etkinliği ve belirsizlik alanları bu etkinin gücünü belirler.

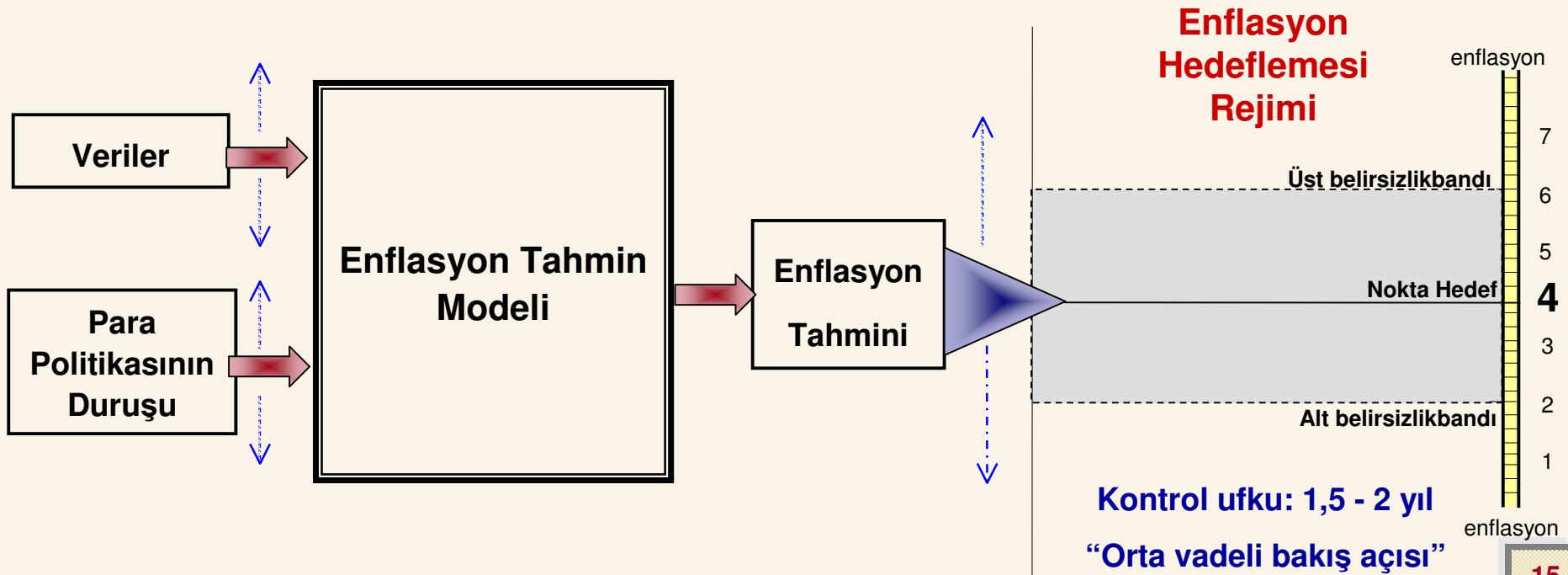
## Basitleştirilmiş Bir Aktarım Mekanizması





# Tahmin Modeli ve Enflasyon Hedeflemesi

- ✓ Enflasyon Raporları'nda belirtilen politika duruşu, o anda mevcut bulunan bilgi setine göre üretilmiştir.
- ✓ Orta vadeli enflasyon görünümüne dair açıklanacak her yeni veri, para politikasının geleceğe yönelik duruşunun gözden geçirilmesine neden olacaktır.
- ✓ Para politikasının verilere bağıllığı, enflasyon hedeflemesi rejiminin bir sonucudur.
- ✓ Bu rejim altında, para politikasının güncellenmesi bir istisna değil, bir normdur.





# Enflasyon –Tahminler

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



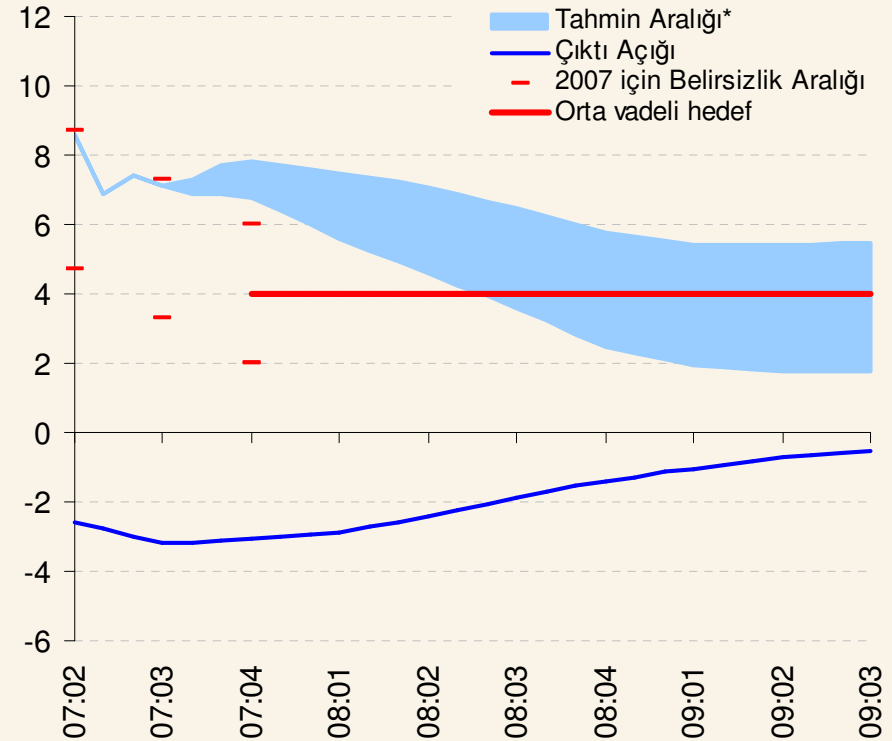
✓ 26 Ekim 2007 tarihli Enflasyon Raporu'nda açıklandığı gibi, 2007 yılının kalanında ve 2008 yılının ilk aylarında politika faizlerinin ölçülü olarak indirildiği ve sonrasında bir süre sabit tutulduğu varsayımı altında enflasyonun % 70 olasılıkla

- 2007 yılı sonunda:  
% 6,7 ile % 7,9 arasında  
(orta noktası % 7,3)

- 2008 yılı sonunda:  
% 2,5 ile % 5,7 arasında  
(orta noktası % 4,1)

gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

## Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



\* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı % 70'tir.

Kaynak: TCMB





# Tahmin Modeli ve Enflasyon Hedeflemesi

## Verilere bağılılığa 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 para politikası duruşu gevşetilecek.
- ✓ **Uluslararası kredi piyasalarında daralma gözlenmesi:** Yurt içi bankaların temin ettikleri dış kredilerin miktarında azalma meydana gelecek ve iç talep yavaşlayacak, enflasyon tahmini hedefin altına inecek, hedeften sapma ihtimali dolayısıyla para politikası duruşu gevşetilecek.
- ✓ **Gıda fiyatlarında arz şoku:** Birincil etkilerin orta vadede kaybolacağı öngörülüyorsa orta vadeli enflasyon tahmininde bir değişiklik olmayacak, para politikası mevcut duruşunu koruyacak.



# Faiz Kararları

## Para Politikası Kurulu Faiz Kararları (Şubat 2006 – Kasım 2007)

- ✓ Para Politikası Kurulu (PPK), kararlarını sadece enflasyon hedeflerini gerçekleştirmeye, enflasyonu hedefle uyumlu patikanın içinde kalıcı bir şekilde tutmaya yönelik olarak almaktadır.
- ✓ 13 Eylül 2007 tarihli PPK toplantısında 14 ay sonra ilk kez kısa vadeli faiz oranlarında 25 baz puanlık indirim yapılmıştır.
- ✓ 16 Ekim 2007 ve 14 Kasım 2007 tarihindeki toplantıda da 50'şer baz puanlık indirim yapılmıştır.

Toplantı Tarihi	Politika Faiz Oranı
23 Şubat 2006	13,50
23 Mart 2006	13,50
27 Nisan 2006	13,25
25 Mayıs 2006	13,25
07 Haziran 2006	15,00
20 Haziran 2006	15,00
25 Haziran 2006	17,25
20 Temmuz 2006	17,50
24 Ağustos 2006	17,50
26 Eylül 2006	17,50
19 Ekim 2006	17,50
23 Kasım 2006	17,50
21 Aralık 2006	17,50
16 Ocak 2007	17,50
15 Şubat 2007	17,50
15 Mart 2007	17,50
18 Nisan 2007	17,50
14 Mayıs 2007	17,50
14 Haziran 2007	17,50
12 Temmuz 2007	17,50
14 Ağustos 2007	17,50
13 Eylül 2007	17,25
16 Ekim 2007	16,75
14 Kasım 2007	16,25

Kaynak: TCMB



# Faiz Kararlarının Arka Planı

✓ 13 Eylül 2007 tarihli toplantısında Kurul, ölçülü faiz indirimlerine başlanması için gerekli koşulların oluştuğu değerlendirmesini yapmıştır. Bu değerlendirmede;

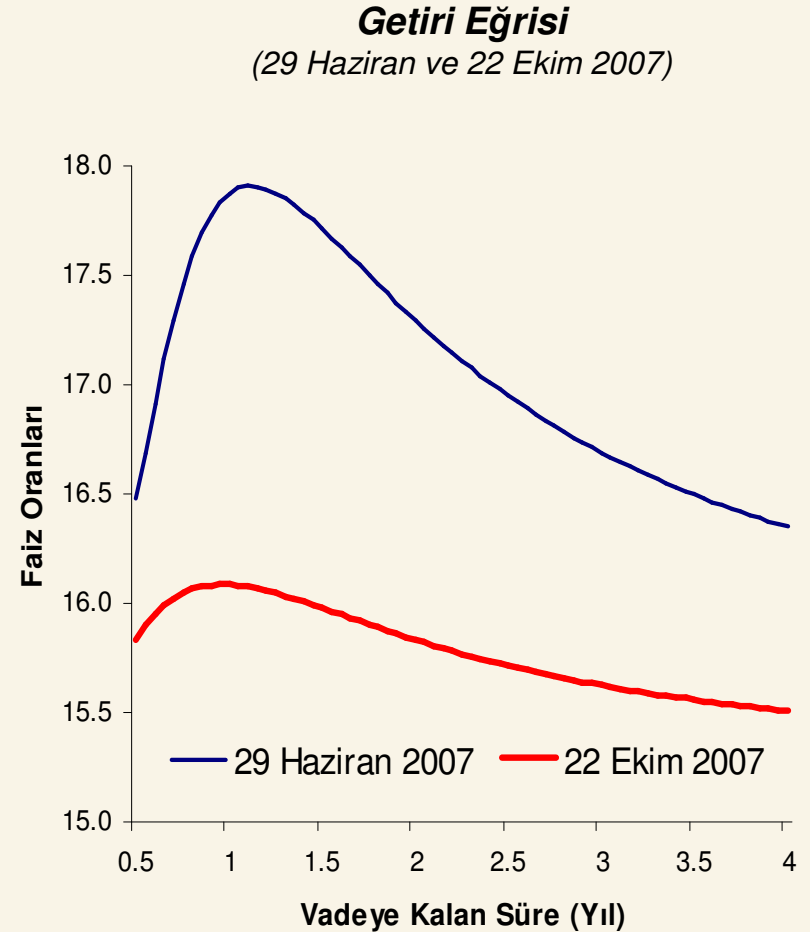
- Enflasyonda (özellikle hizmet enflasyonunda) gözlenen olumlu gelişmeler,
- İç talepteki toparlanmanın ılımlı olacağına öngörülmesi,
- Uluslararası gelişmelerin iç ve dış talebi yavaşlatıcı etkileri etkili olmuştur.

✓ 16 Ekim 2007 ve 14 Kasım tarihli toplantısında Kurul, kısa vadeli faiz oranının seviyesinin enflasyondaki düşüşü desteklemeye devam ettiğini vurgulamış ve faiz indirimlerinin temkinli ve ölçülü tutulduğu mevcut duruş çerçevesinde enflasyonun orta vadeli hedefe yakın gerçekleşme olasılığının yüksek olduğunu değerlendirmiştir.



# Faiz Kararlarını Sonuçları

- ✓ Para Politikası Kurulunun faiz indirimine piyasaların beklentisinden daha erken başlaması, orta ve uzun vadeli faizlerdeki düşüş eğilimini hızlandırmıştır.
- ✓ 22 Ekim 2007 tarihinde oluşan getiriler, her vadede 29 Haziran 2007 tarihinde oluşan getirilerin altında gerçekleşmiştir.
- ✓ Bu durum, faiz indirim kararlarının beklentileri olumlu yönde etkilediğine işaret etmektedir.
- ✓ Ayrıca, oluşan getiri eğrilerinin 12 ay vadeden itibaren aşağı yönlü olması, ekonomik birimlerin orta vadeli enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceğine ilişkin beklentilerini koruduğunu göstermektedir.



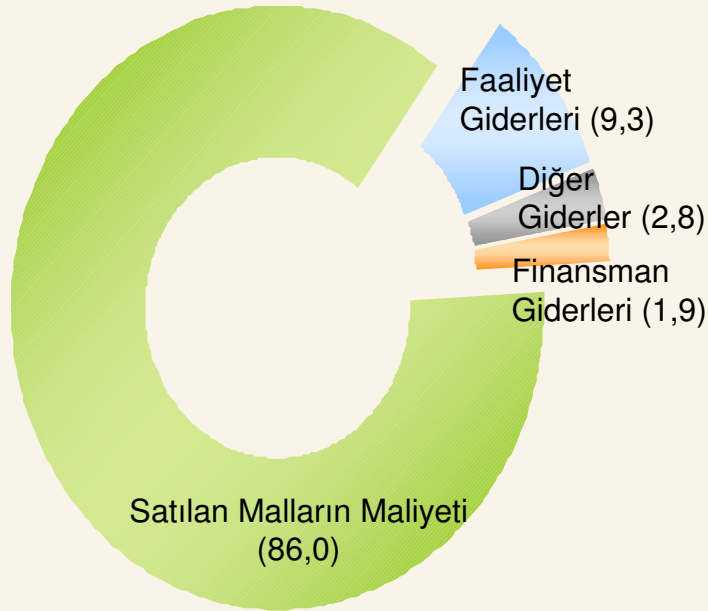
Kaynak: TCMB



# Faiz ve Maliyet Kanalı

- ✓ Faiz oranlarının, maliyet kanalı yolu ile fiyatlandırma davranışları üzerindeki etkisi son derece sınırlıdır.
- ✓ İmalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansman giderlerinin toplam giderlere oranı % 1,9 seviyesindedir.
- ✓ Finansman giderlerinin net satışlara oranı 2001-2005 arası sürekli gerileyerek % 16,4'den % 1,8'e gerilemiştir.

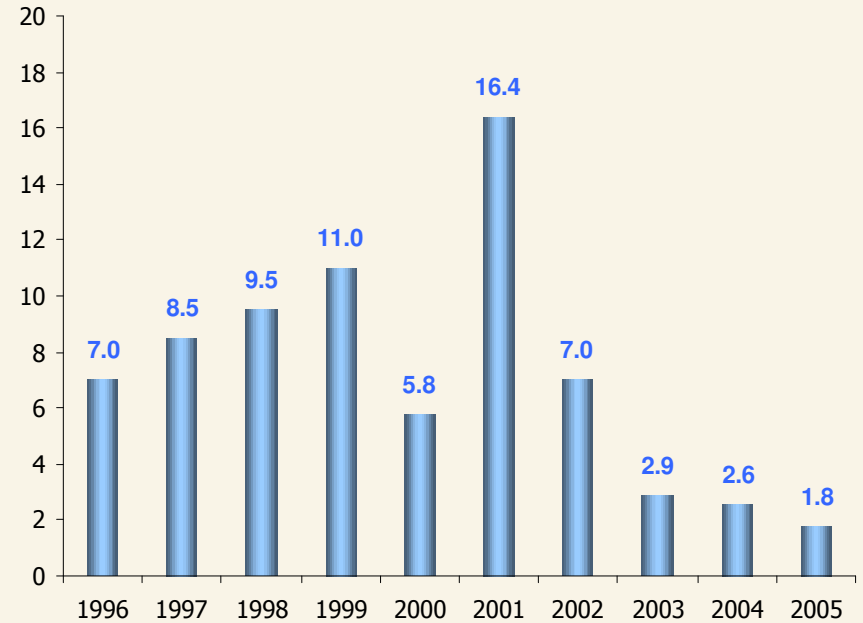
**İmalat Sektöründe Faaliyet Gösteren Firmaların Toplam Giderlerinin Bileşenleri (2005, yüzde)**



\* Satılan malların maliyeti = yerli ve ithal hammadde ve malzeme giderleri, elektrik-doğal gaz-su giderleri, işgücü giderleri

Kaynak: TCMB, Sektör Bilançoları 2004-2006

**İmalat Sektöründe Firmaların Finansman Giderlerinin Toplam Net Satışlara Oranı (yüzde)**



Kaynak: TCMB, Sektör Bilançoları



# Faiz ve Kur Kanalı

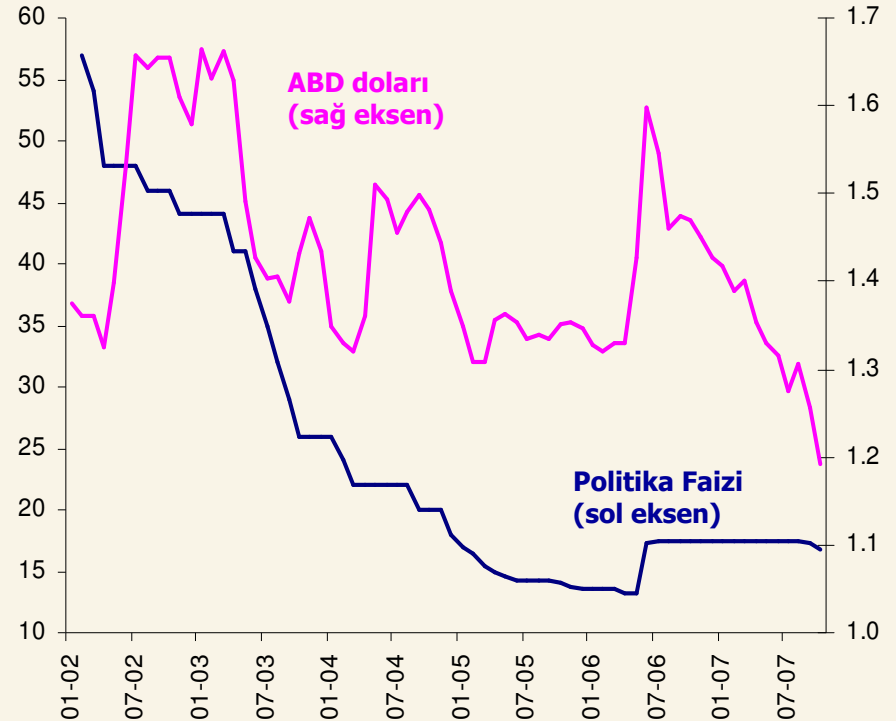
## Dalgalı Kur Rejimi



- ✓ Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel dayanak noktalarından biridir.
- ✓ Döviz kuru içsel bir değişkendir.
- ✓ Kurun değeri, piyasa koşulları altında belirlenmekte, ekonomik ve siyasi tüm politika uygulamaları ile beklentilerin sonucunu yansıtmaktadır.
- ✓ Türk parasının değeri amaç değil, sonuçtur.
- ✓ “Yüksek faiz, düşük kur” şeklinde bir politika uygulaması yoktur.
- ✓ Uygulanan politika “düşük enflasyon için gereken faiz politikası”dır.

~~Yüksek faiz => Düşük kur~~

**Politika Faizi** (yüzde)  
**ve Döviz Kuru** (ABD doları satış kuru, aylık ortalama)



Kaynak: TCMB



# Faiz ve Kur Kanalı

Merkez Bankası faizleri ile döviz kuru arasında çok yönlü ve karmaşık bir ilişki vardır.



Politika Faiz  
Oranları  
Düşürüldüğünde  
(Artırıldığında)



1. Türk parası cinsinden varlıkların getirisi düşer (artar).  
Döviz talebi artar (düşer).  
Türk parası üzerinde **değer kaybetme (değer kazanma)** baskısı oluşur.
2. Gidişatla ilgili olumlu (olumsuz) sinyal verilmiş olur.  
Güven artar (azalır). Ters para ikamesi güçlenir (zayıflar).  
Türk parası üzerinde **değer kazanma (değer kaybetme)** baskısı oluşur.
3. Döviz kuru, **ekonomik temellerden ve politika faizlerinden kopuk** hareket edebilir: Döviz likiditesi, yatırımcı davranışları, farklı beklentiler

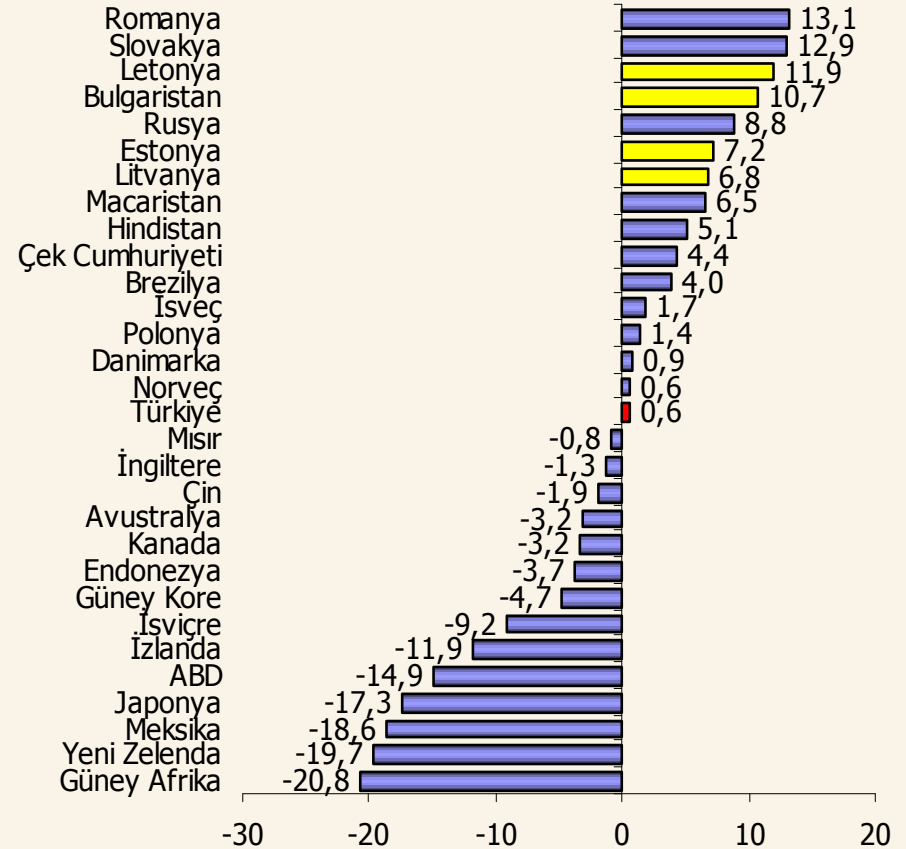
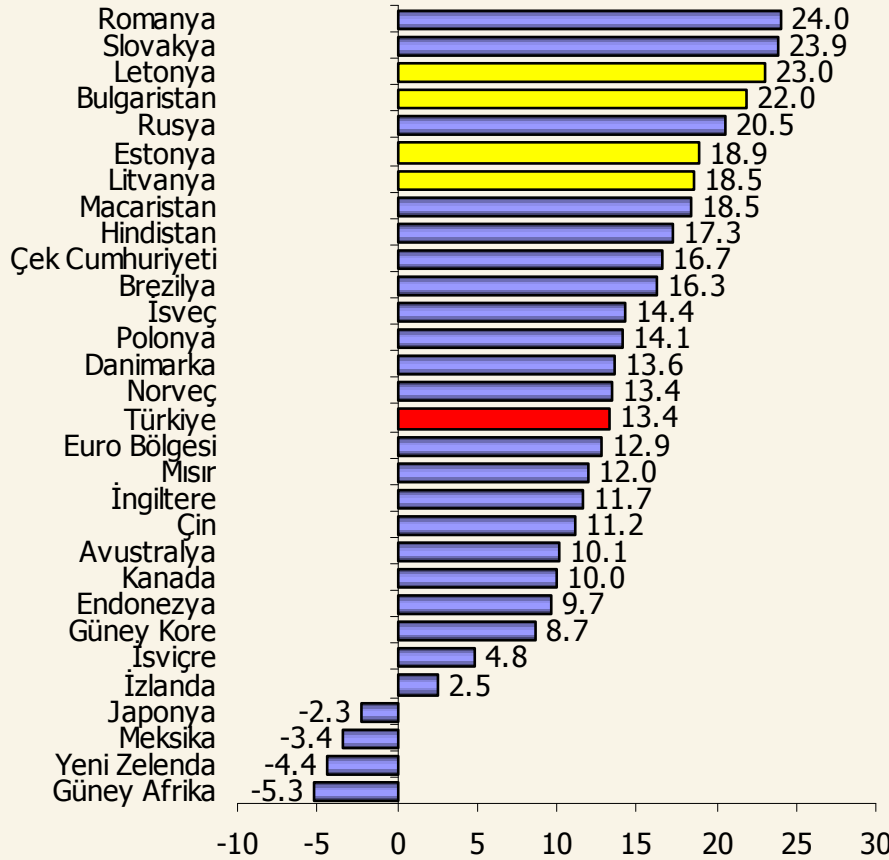
Bu üç ilişkiden hangisinin ne derecede baskın olacağını o anki konjonktür belirlemektedir.



# Türkiye'de ve Dünyada Kur Gelişmeleri

**Yerel para birimlerinin, ABD Dolarına karşı REEL değer kazanımı (TÜFE bazlı, Aralık 2005 tarihinden bu yana, yüzde)**

**Yerel para birimlerinin, EURO'ya karşı REEL değer kazanımı (TÜFE bazlı, Aralık 2005 tarihinden bu yana, yüzde)**



Sarı renkle işaretlenen ülkelerde sabit kur rejimi uygulanmaktadır

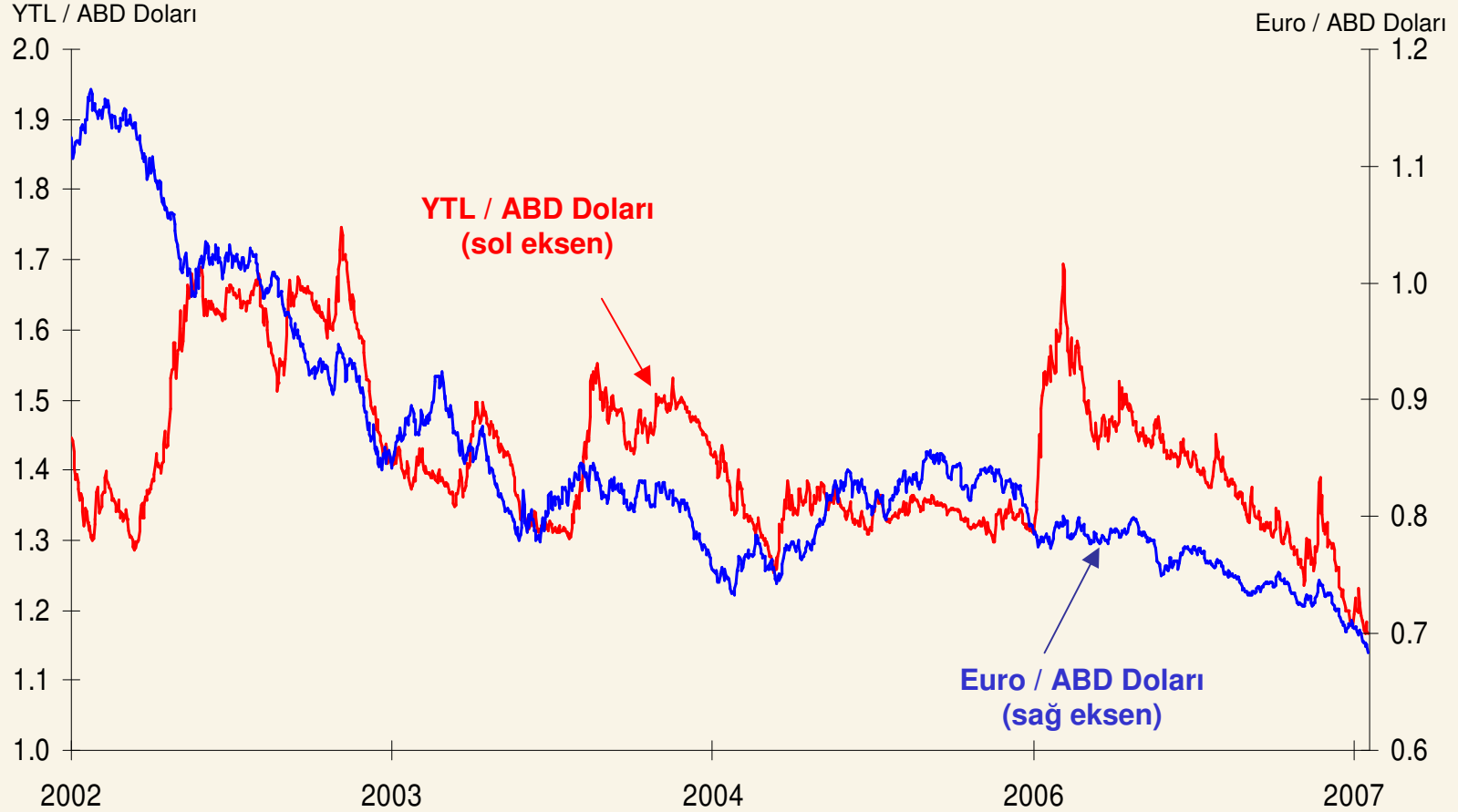
Kaynak: OECD, IFC, Merkez Bankaları





# Türkiye'de ve Dünyada Kur Gelişmeleri

**YTL / ABD Doları kuru ve Euro / ABD Doları kuru Gelişmeleri**  
(nominal, 1 Ocak 2002 – 8 Kasım 2007)

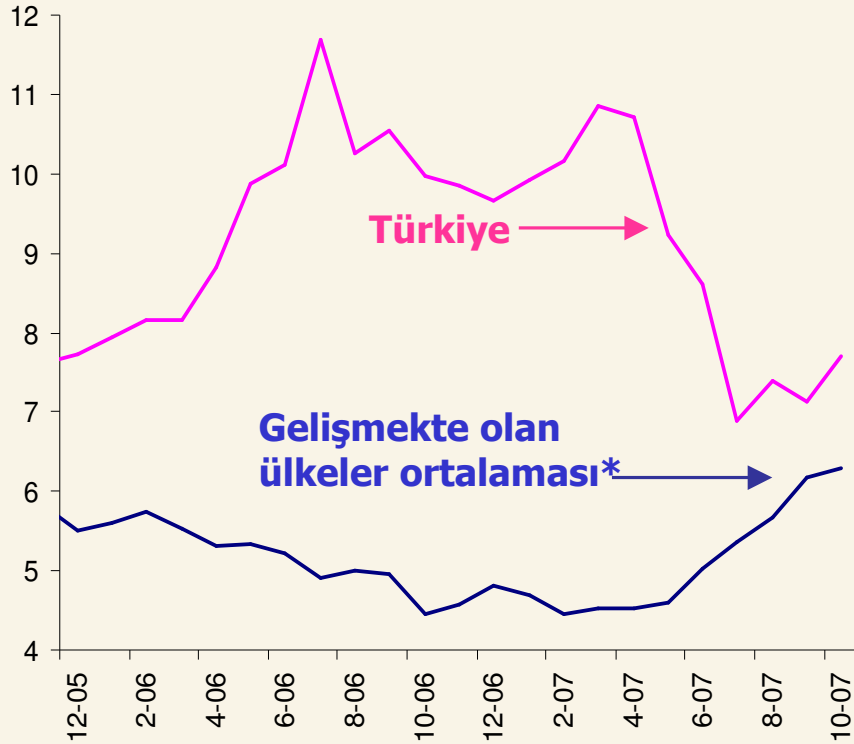




# Fiyat İstikrarının Neresindeyiz?

## Enflasyon Gelişmeleri

(Aralık 2005 – Ekim 2007, yüzde)

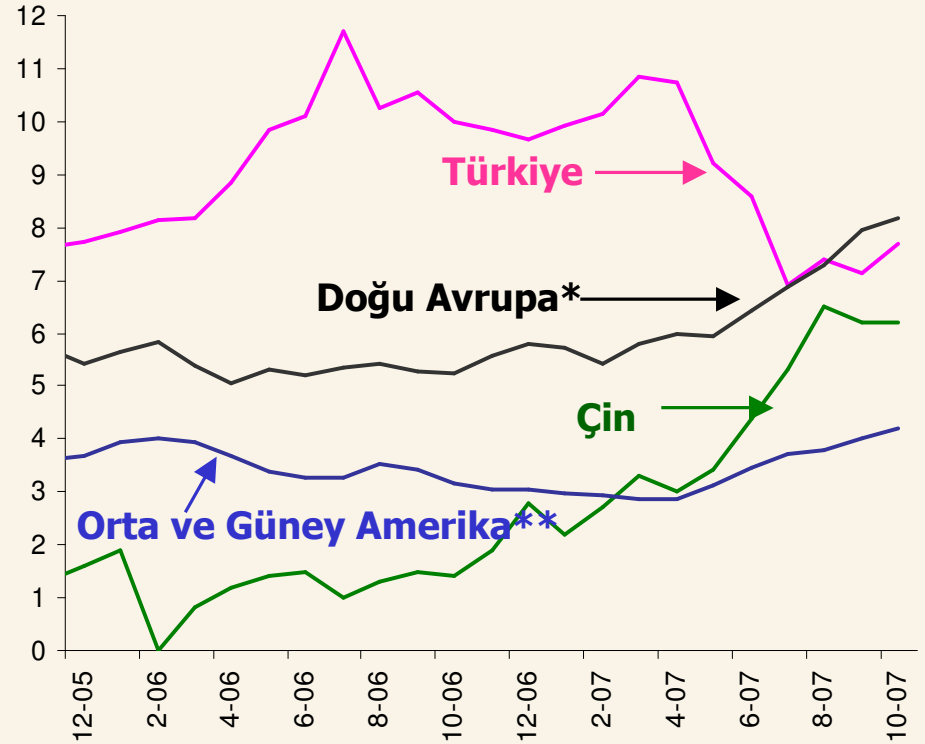


\* Gelişmekte olan ülkeler: (EMBI Plus: Brezilya, Bulgaristan, Kolombiya, Ekvador, Filipinler, Güney Afrika, Meksika, Nijerya, Peru, Polonya, Rusya, Ukrayna), Çek Cumhuriyeti, Çin, Endonezya, Estonya, Hindistan, İsrail, Letonya, Litvanya, Macaristan, Romanya, Şili

Kaynak: IFS, IMF

## Enflasyon Gelişmeleri

(Aralık 2005 – Ekim 2007, yüzde)



\* Doğu Avrupa: Bulgaristan, Polonya, Rusya, Ukrayna, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Letonya, Litvanya, Macaristan, Romanya, Güney Afrika

\*\* Orta ve Güney Amerika: Brezilya, Kolombiya, Ekvador, Meksika, Peru, Şili

Kaynak: IFS, IMF



# MERKEZ BANKASI VE PARA POLİTİKALARI

**Erdem Başçı**

**TCMB Başkan Yardımcısı**

**14 Aralık 2007 ,**

**Beykent Üniversitesi  
İSTANBUL**