

# TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Uygulaması

UŞAK ÜNİVERSİTESİ

Durmuş YILMAZ

Başkan

24 Eylül 2010

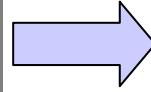
# Sunum Planı

- I. 2001 Yılı Öncesi Para Politikası Uygulamaları**
- II. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005)**
- III. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2006-)**
- IV. Para Politikası Uygulamaları**
- V. Sonuç ve Değerlendirme**

# I. 2001 Yılı Öncesi Para Politikası Uygulamaları

# 2000 Yılı Öncesi

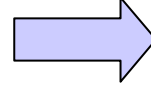
**1980-1989**  
Parasal  
Büyüküklerin  
Hedeflenmesi



Sermaye hareketlerinin  
**kısıtlı** olduğu bir ortamda,  
faiz oranlarının ve döviz  
kurunun **birlikte kontrolü**

# 2000 Yılı Öncesi

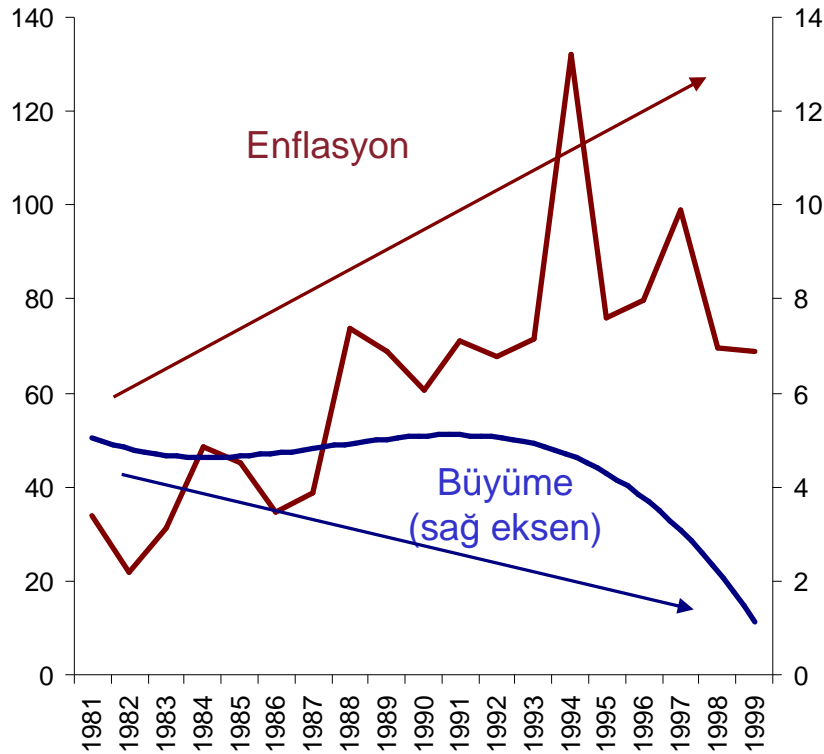
**1990-2001**  
Döviz Kurlarının;  
Gözetilmesi,  
Yönetilmesi



Sermaye hareketlerinin **serbest**  
olduğu bir ortamda, **döviz**  
**kurunun istikrarına** öncelik  
verilmesi

# 2000 Yılı Öncesi

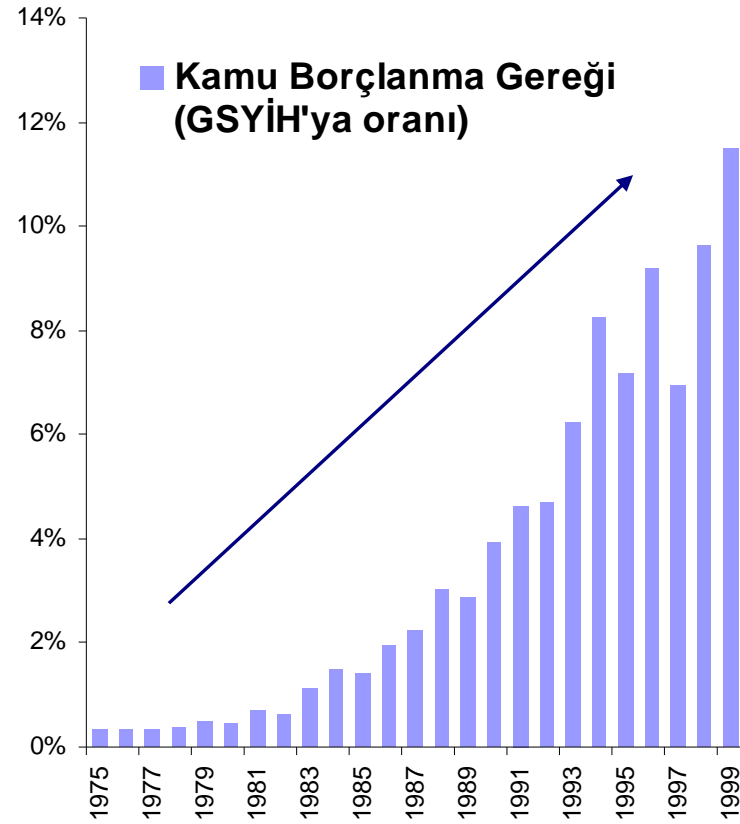
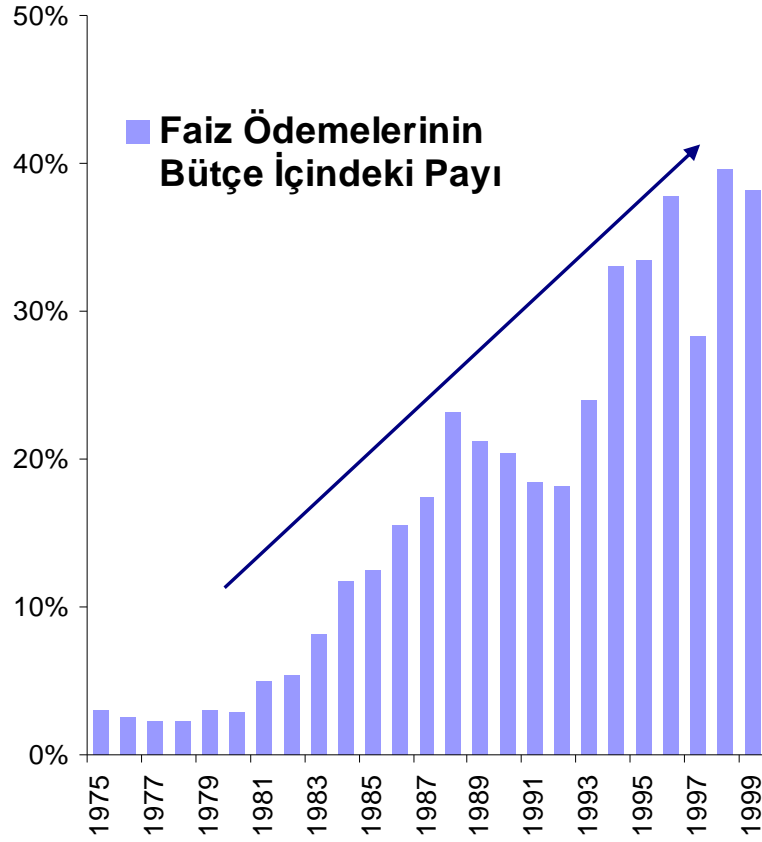
1980'li yıllarda yüksek enflasyon ile birlikte yakalanan büyüme hızı sürekli olmamış, yerini 1990'lı yıllarda daha yüksek enflasyon oranlarına ve sık aralıklarla tekrarlanan iktisadi krizlere bırakmıştır.



	1981-90	1990-99
<b>Ortalama Enflasyon</b>	<b>% 44,1</b>	<b>% 79,7</b>
<b>Ortalama Büyüme</b>	<b>% 4,7</b>	<b>% 4,1</b>

# 2000 Yılı Öncesi

## Yüksek Kamu Açıkları ve Faiz Yükü



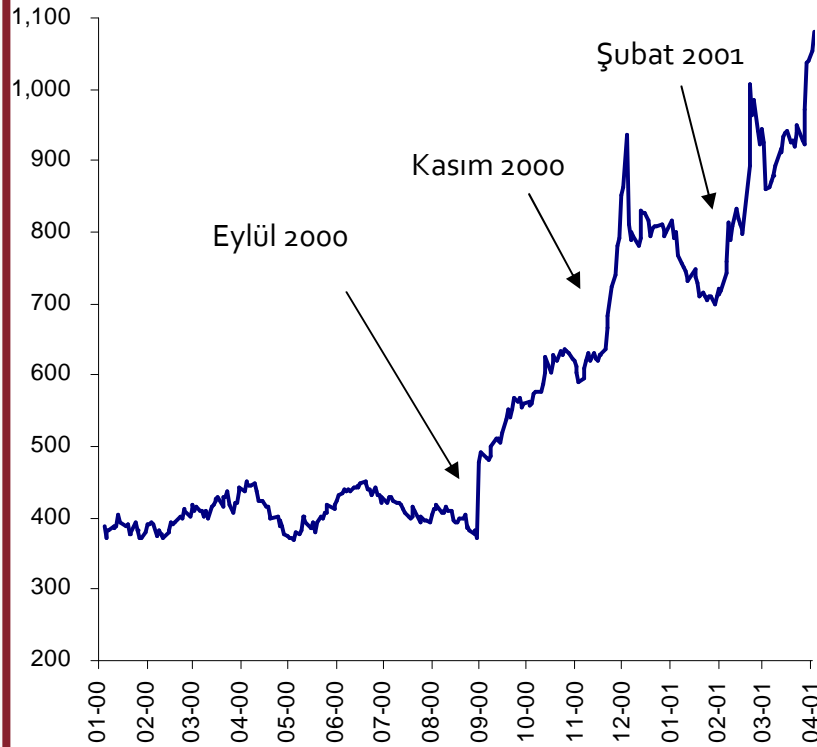
# 2000 – 2001 Dönemi

- **Döviz kuruna dayalı istikrar programı**
- **Amaç: Yüksek ve kronik enflasyonu makul düzeylere düşürmek**
- **Araç: Döviz kuru patikası**
- **Sebepler: Döviz kurundan fiyatlama davranışlarına yüksek geçişkenlik**

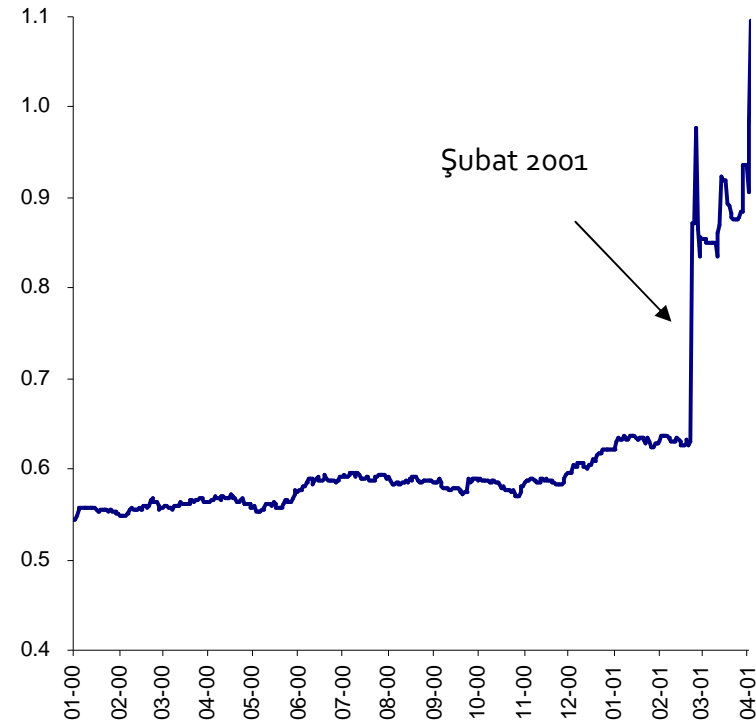


# 2001 Krizi

**Türkiye'nin Risk Primi**  
(Ocak 2000 – Nisan 2001)



**TL/ABD Doları**  
(Ocak 2000 – Nisan 2001)



## II. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005)

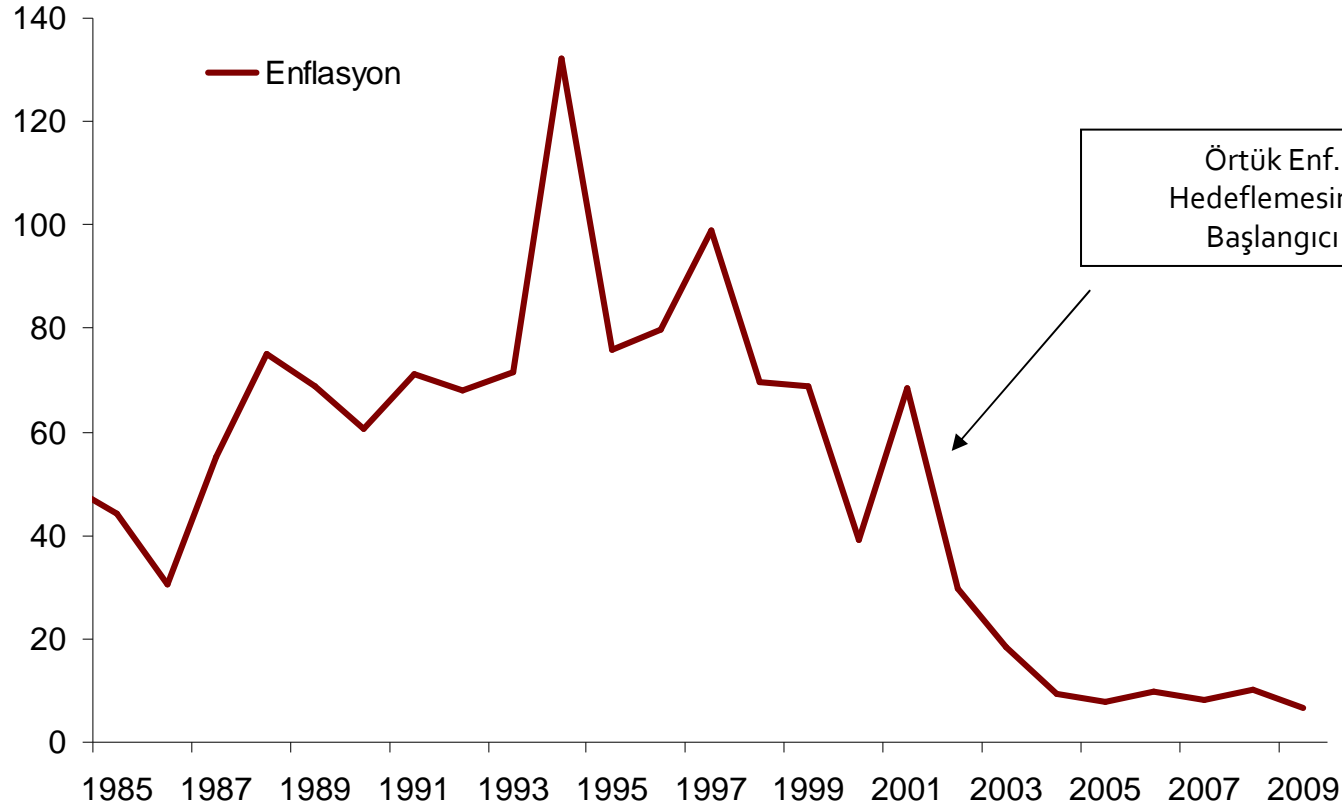
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Neden “Örtük” Enflasyon Hedeflemesi?

- **Kriz sonrasındaki mevcut koşullarda enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi halinde, rejimin güvenilirliği daha başlamadan sarsılacaktı.**
- **Bu nedenle gerekli ön koşulların sağlanması ve para politikasını kısıtlayan unsurların zayıflaması beklenmiştir.**

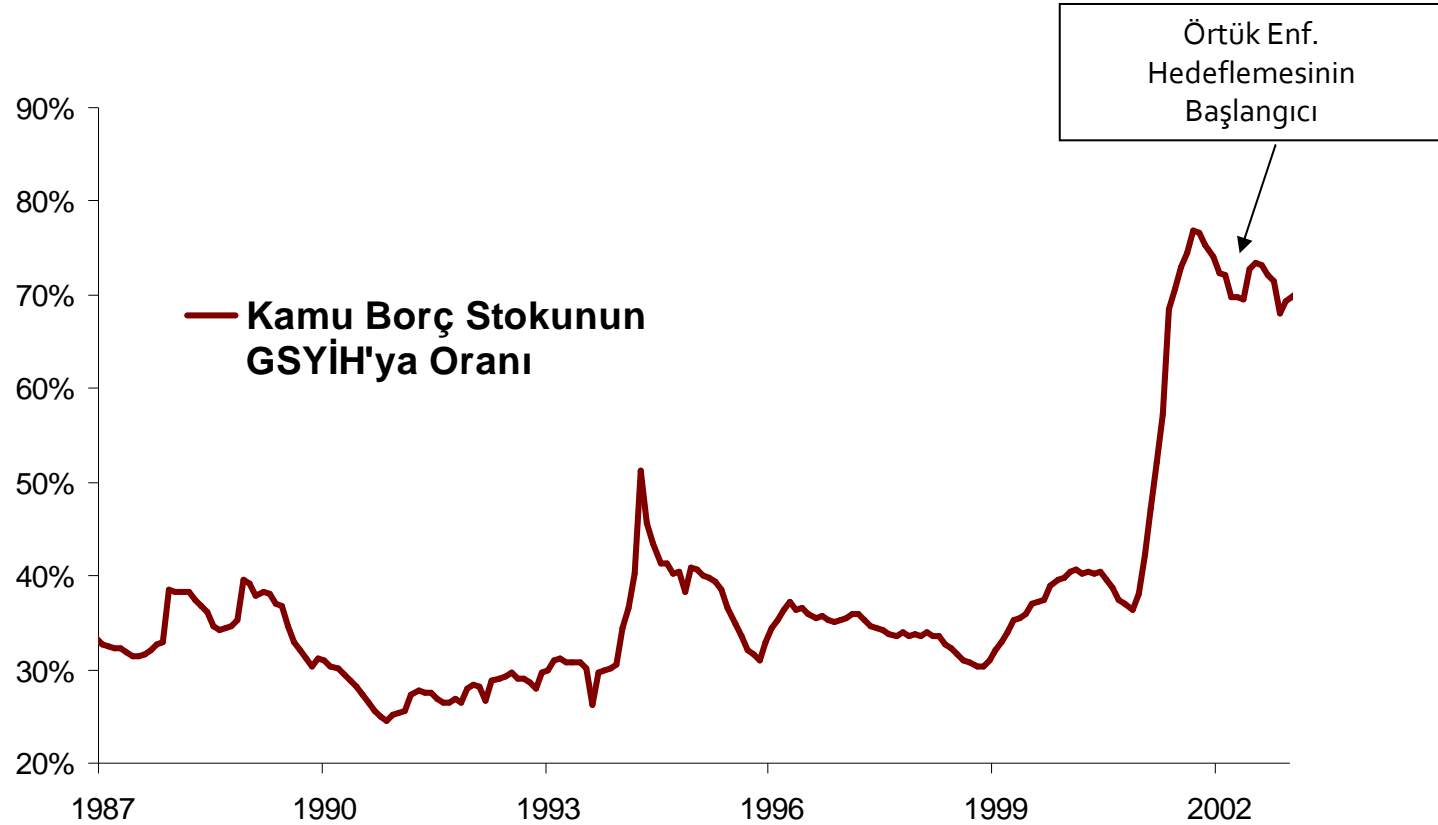
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## 1. Yüksek ve Kronik Enflasyon



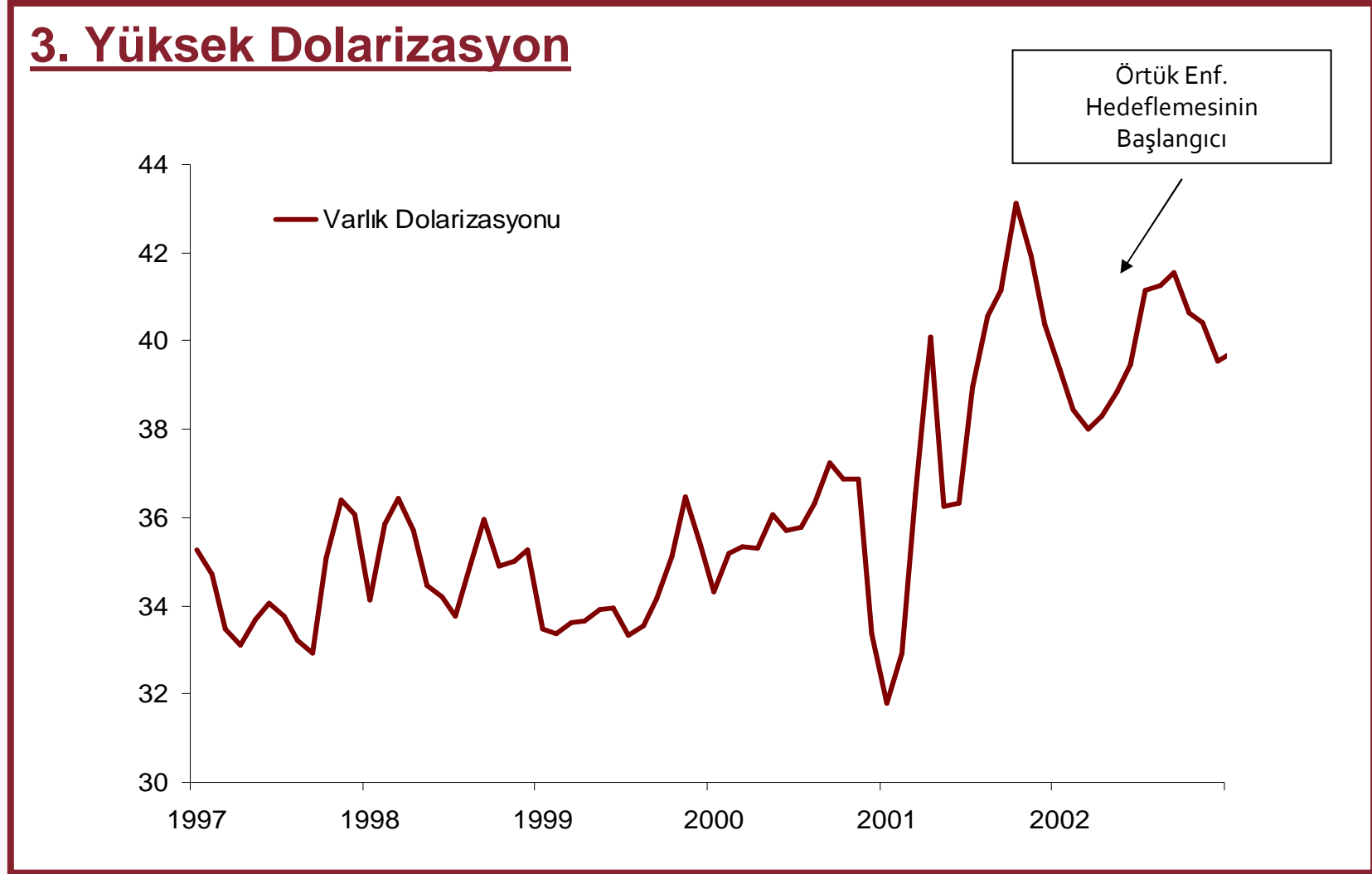
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## 2. Yüksek Borç Yükü ve Bütçe Açığı (Mali Baskınlık)



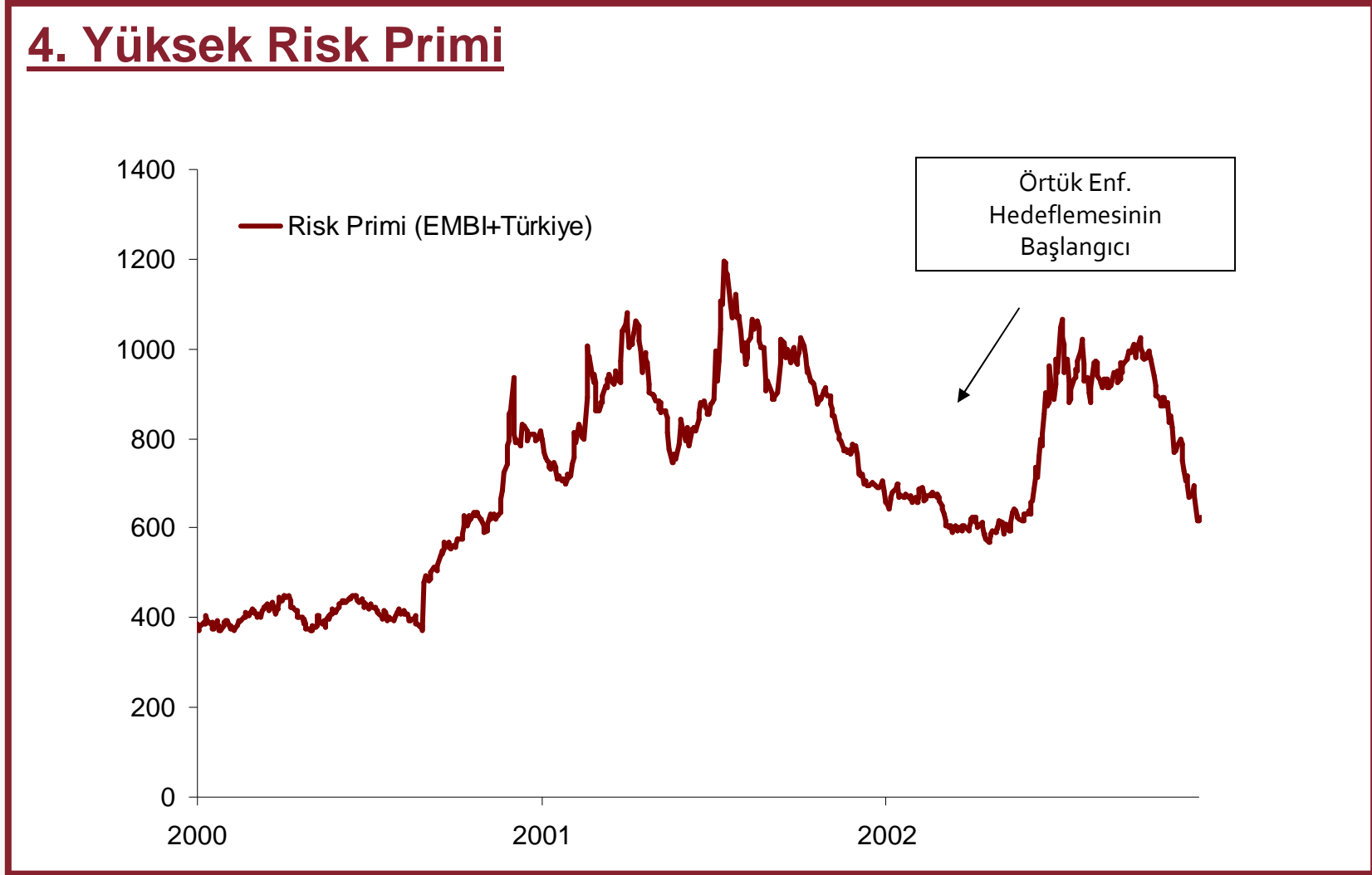
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## 3. Yüksek Dolarizasyon



# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## 4. Yüksek Risk Primi



# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Aşamalı Geçiş Stratejisi:

- Kurumsal bağımsızlık
- Mali disiplinin sağlanması
- Kamu ve özel sektör fiyatlama davranışları ve ücretlerin belirlenmesinde ileriye yönelik bakışın yaygınlaşması
- Sağlıklı bir finansal sistemin tesisi
- Analitik kapasite ve teknik altyapının geliştirilmesi



# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Rejimin İlk Yılları: Operasyonel Çerçeve:

- Nihai hedef “fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek”
- Bir yıl önceden ilan edilen “nokta hedef”
- Temel para politikası aracı “kısa vadeli faiz oranları”
- Ek bir nominal çapa  $\Rightarrow$  Para Tabanı
- Faiz kararları: TCMB Başkanı tarafından, önceden belirlenmeyen tarihlerde
- Para Politikası Kurulu’nun görevleri net değil
- Kamuoyu ile temel iletişim araçları: Üçer aylık “Para Politikası Raporu”, enflasyon görünümüne ilişkin aylık basın duyuruları

# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Yeni Merkez Bankası Kanunu (2001)

- **Fiyat istikrarının birincil amaç olarak tanımlanması**
- **Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığı: Hedefler Hükümet ile birlikte belirlenmekte ancak hedeflere yönelik politika araçları TCMB tarafından belirlenmekte ve uygulanmakta**
- **Para politikasını belirleyen ve uygulayan kişilerin atama ve görevden alınma usullerini belirleyen “politik bağımsızlık”**

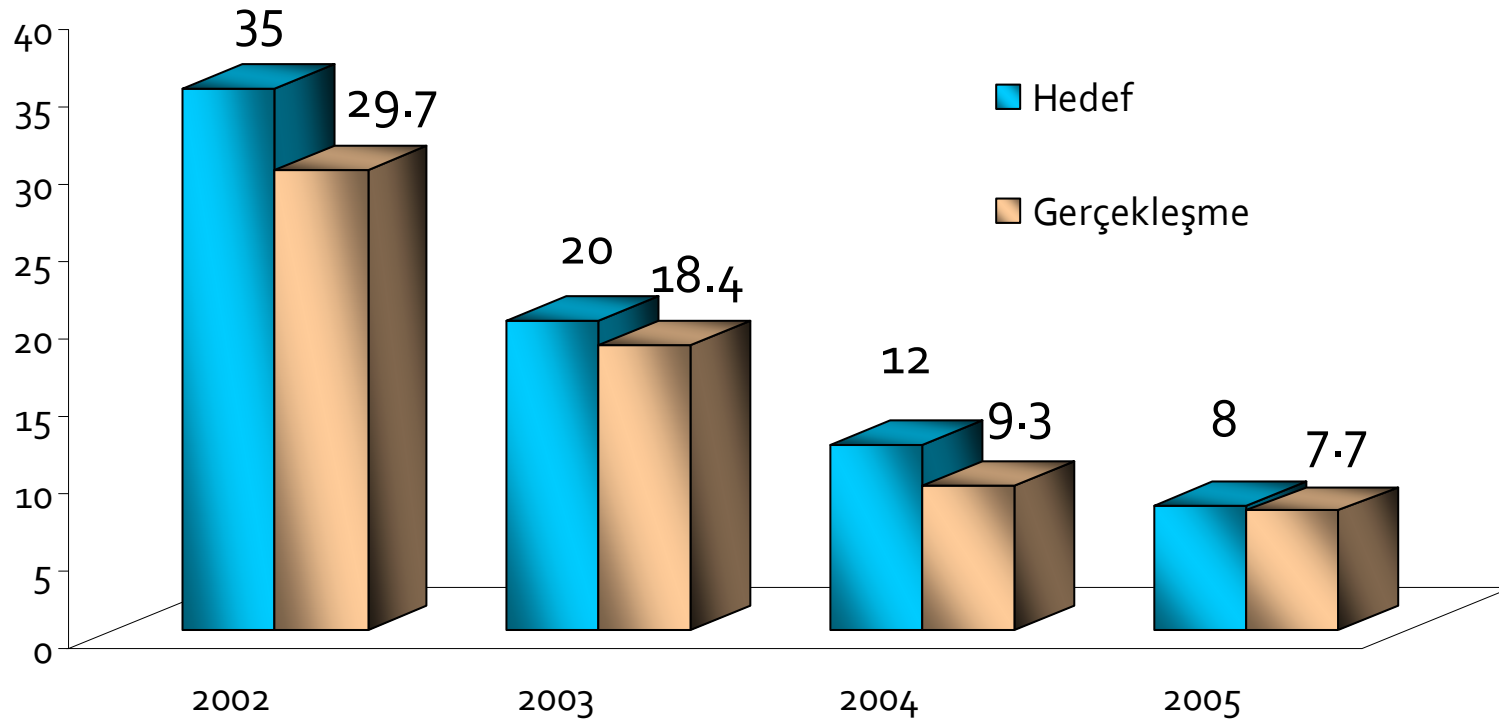
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Yeni Merkez Bankası Kanunu (2001)

- **Hesap verme sorumluluğu:**
  1. Kamuoyunun TCMB'nin para politikasının uygulamaları konusunda bilgilendirilmesi
  2. Hedeften sapmaların gerekçelerinin ve alınacak önlemlerin Hükümet ve kamuoyu ile paylaşılması
  3. Bakanlar Kurulu ve TBMM Plan Bütçe Komisyonu'nun para politikası uygulamaları hakkında bilgilendirilmesi
  4. Bağımsız denetim
  5. İç denetim
- **Kamu açıklarının TCMB tarafından finanse edilmesi uygulamasına son verilmesi**
- **Para Politikası Kurulu'nun (PPK) kurulması**

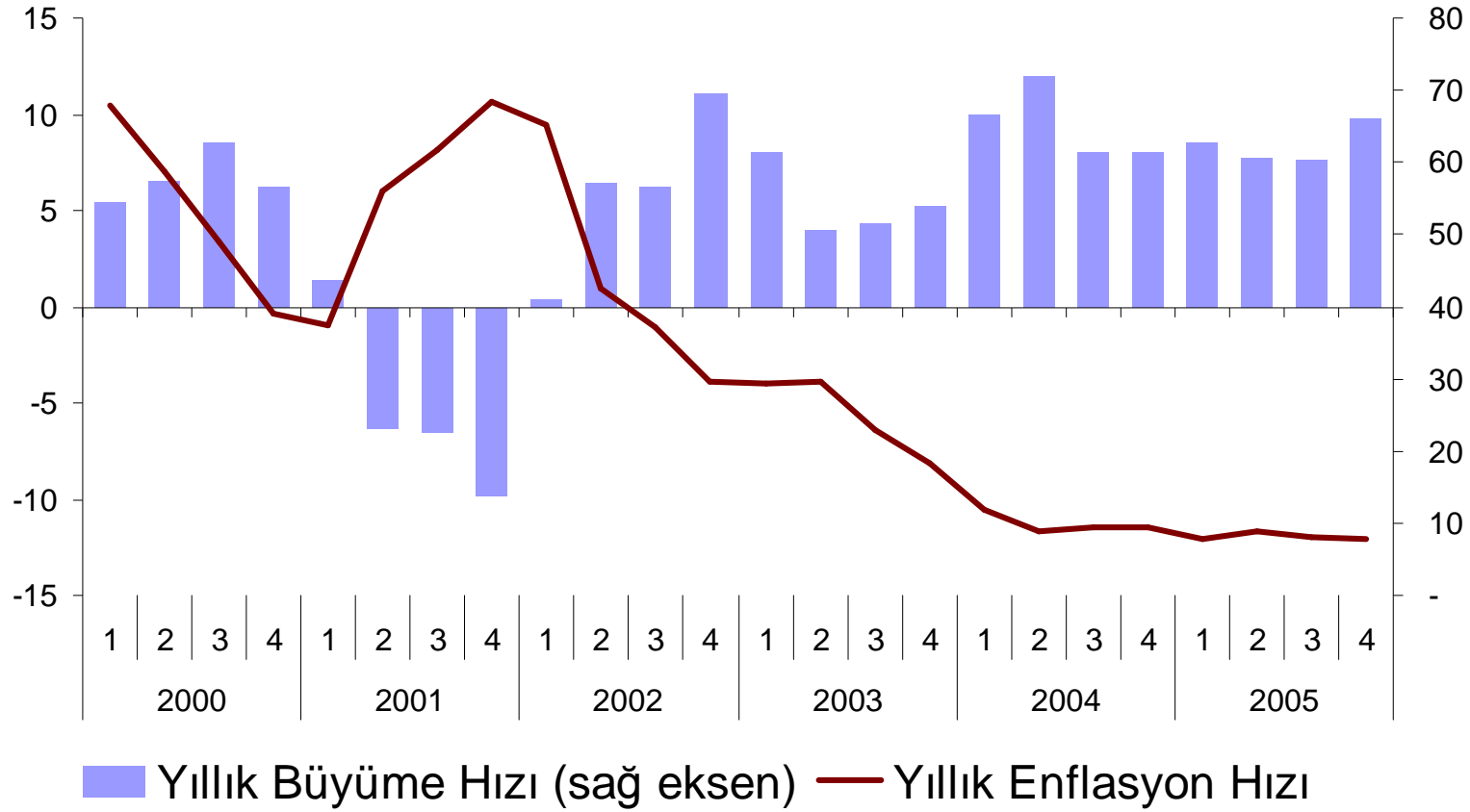
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Performans: Hedefler ve Gerçekleşmeler (2002 – 2005)



# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

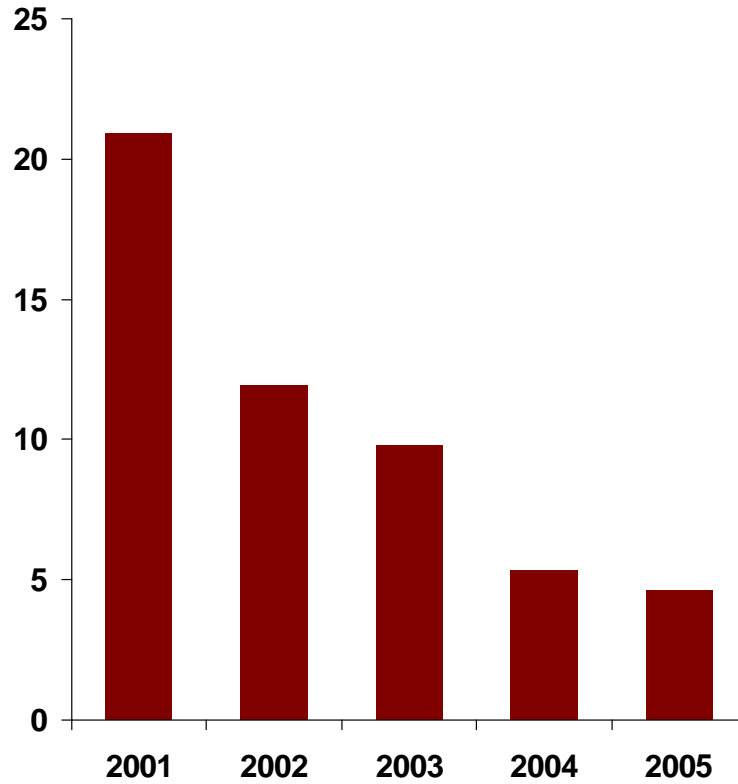
## Düşen Enflasyon-Yüksek Büyüme



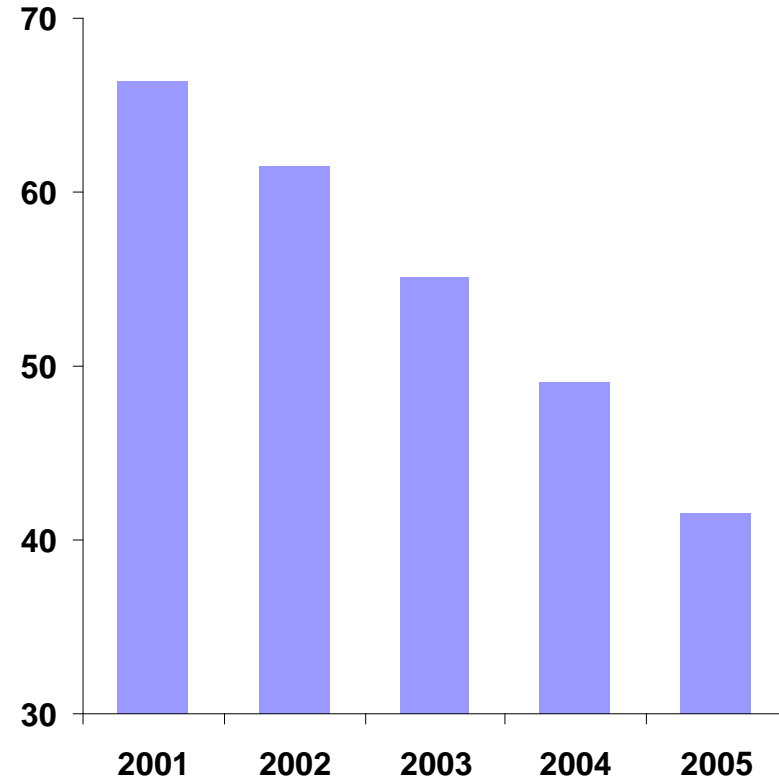
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Mali Disiplin

**Kamu Sektörü Bütçe Açığı**  
(2001-2005, GSYİH'ye oranı, yüzde)

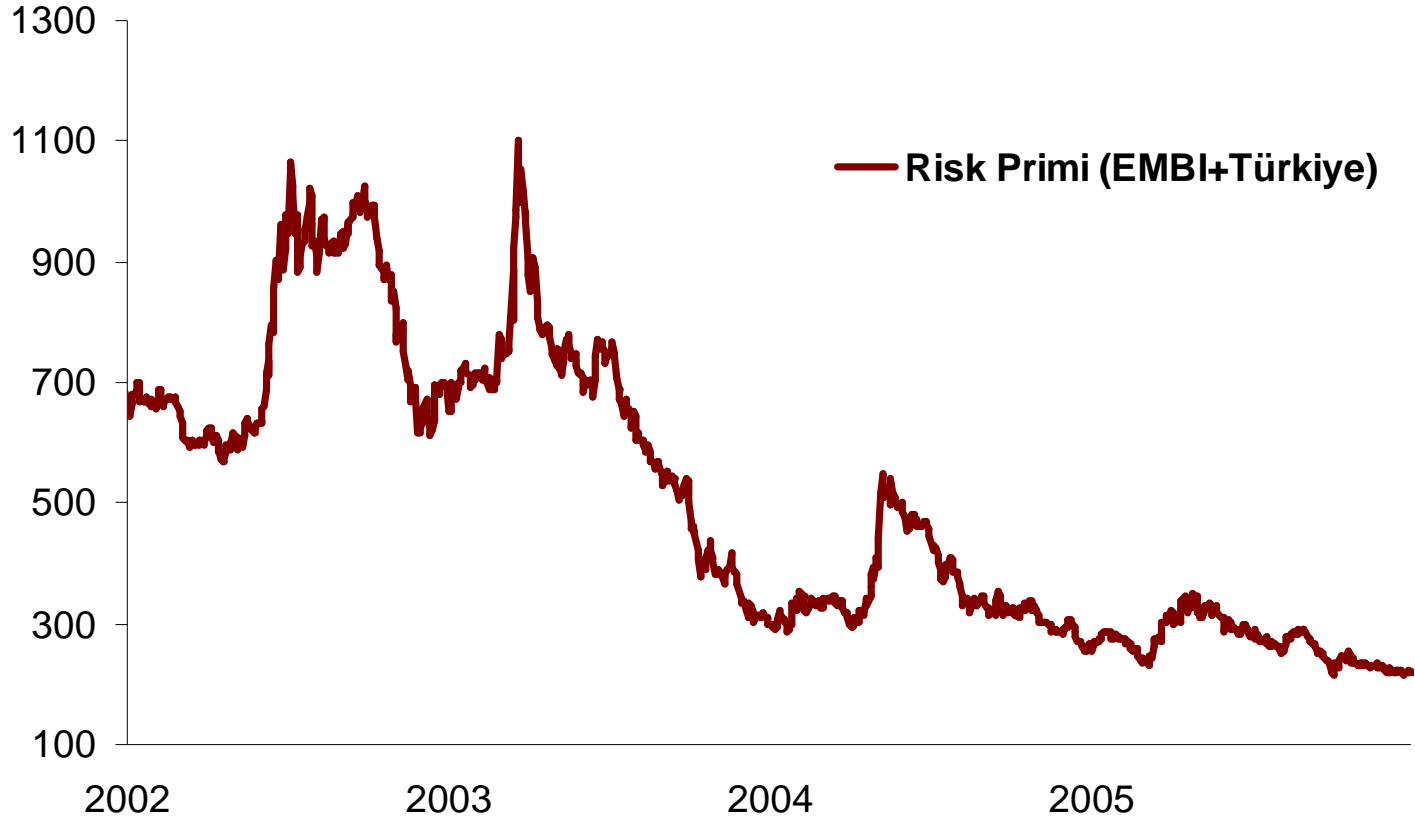


**Kamu Sektörü Net Borç Stoku**  
(2001-2005, GSYİH'ye oranı, yüzde)



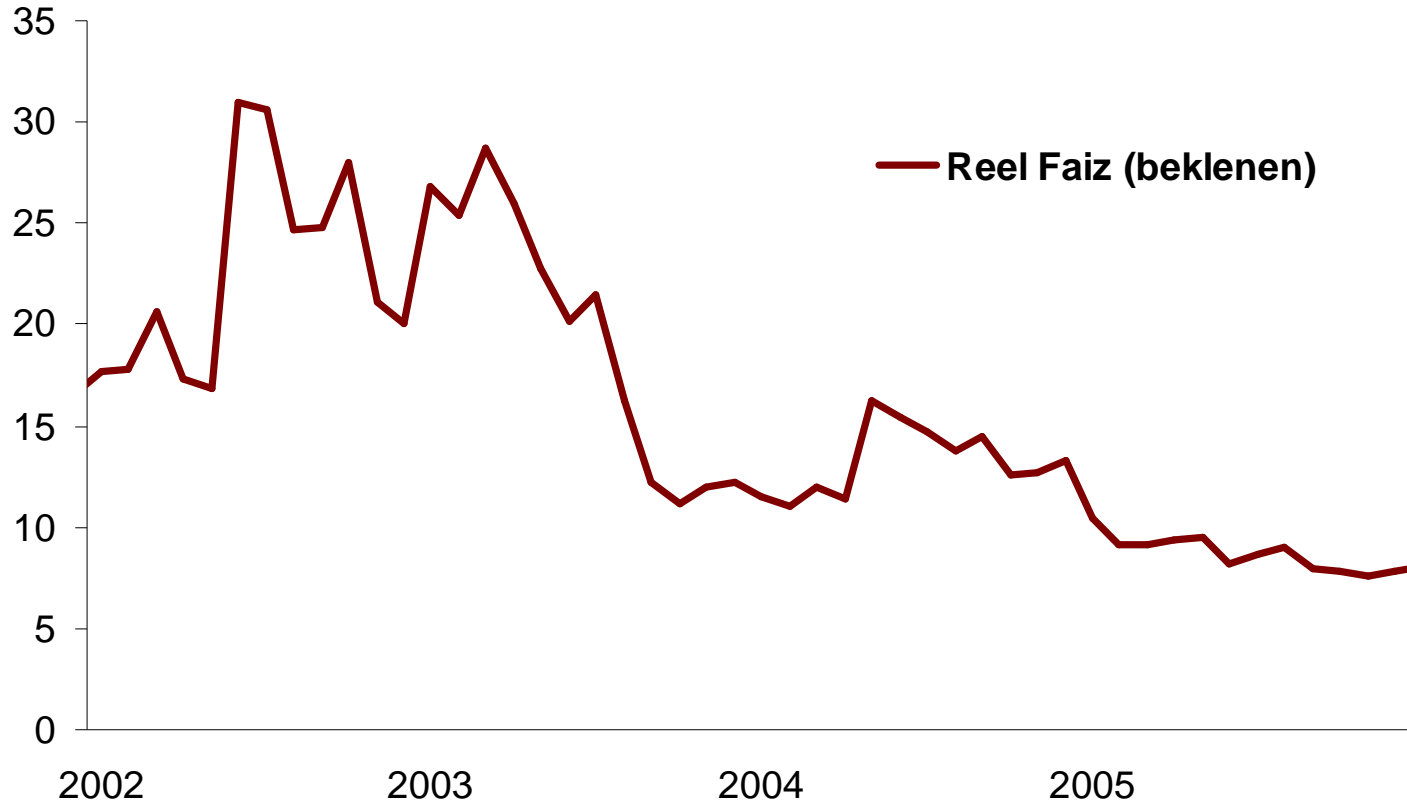
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Düşen Risk Primi



# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

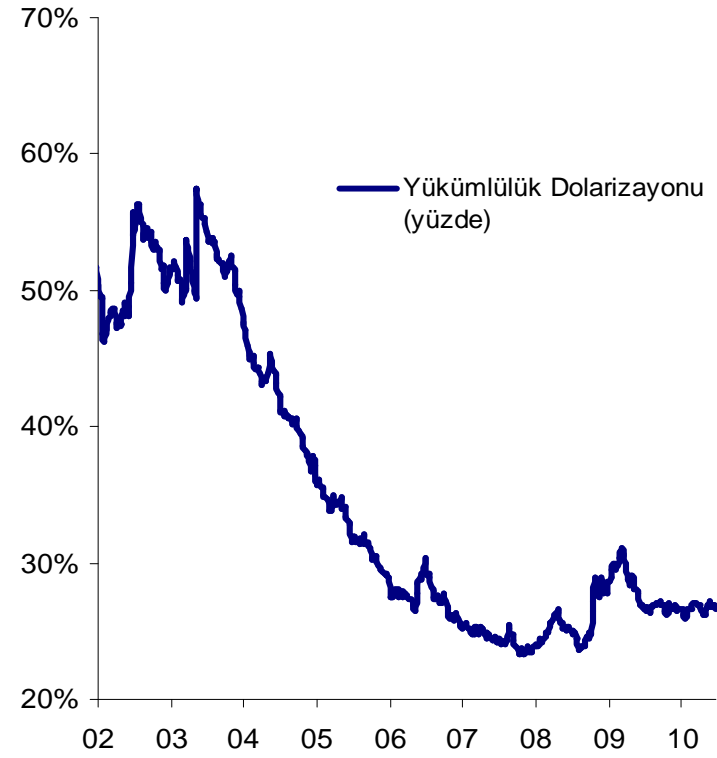
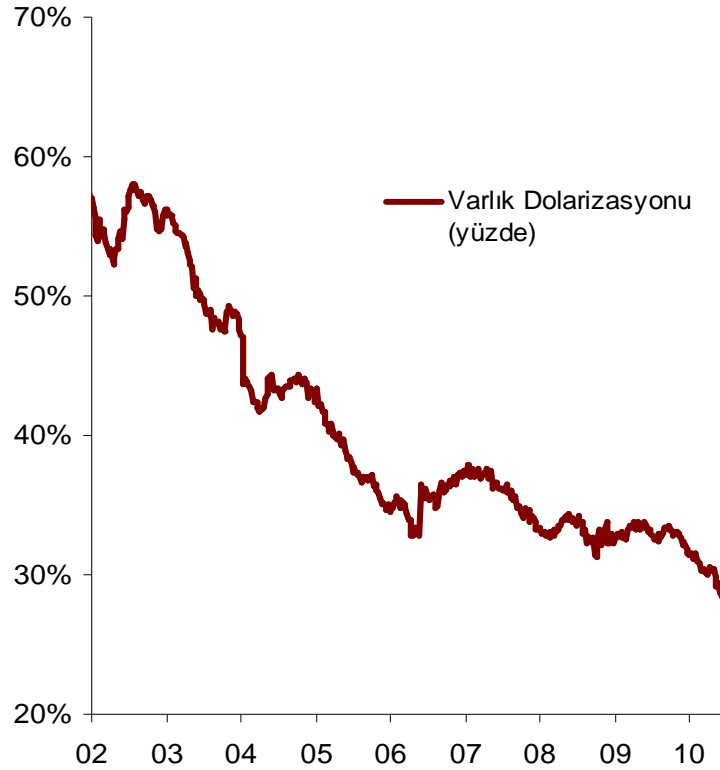
## Düşen Reel Faiz





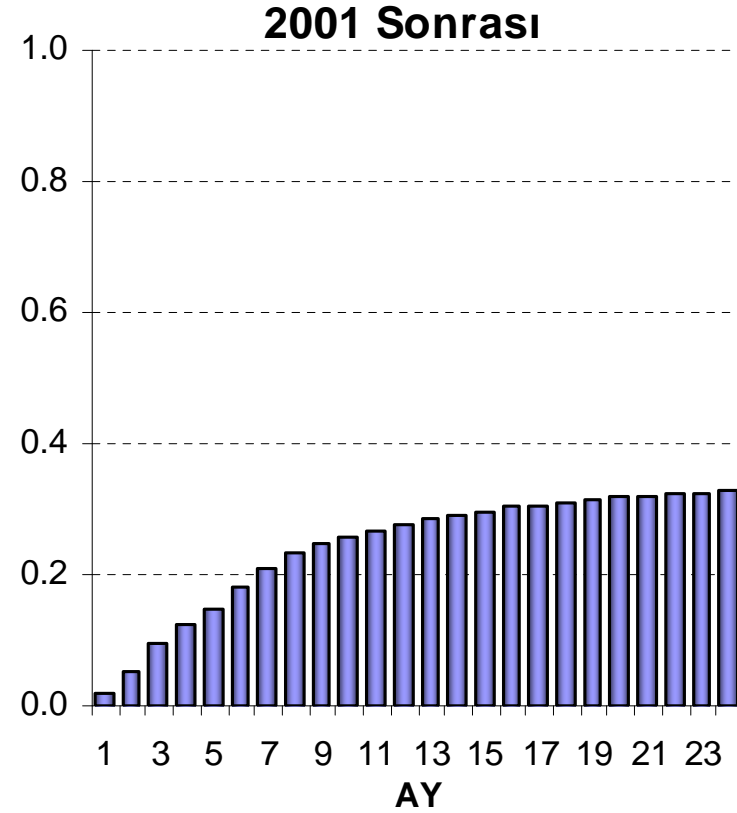
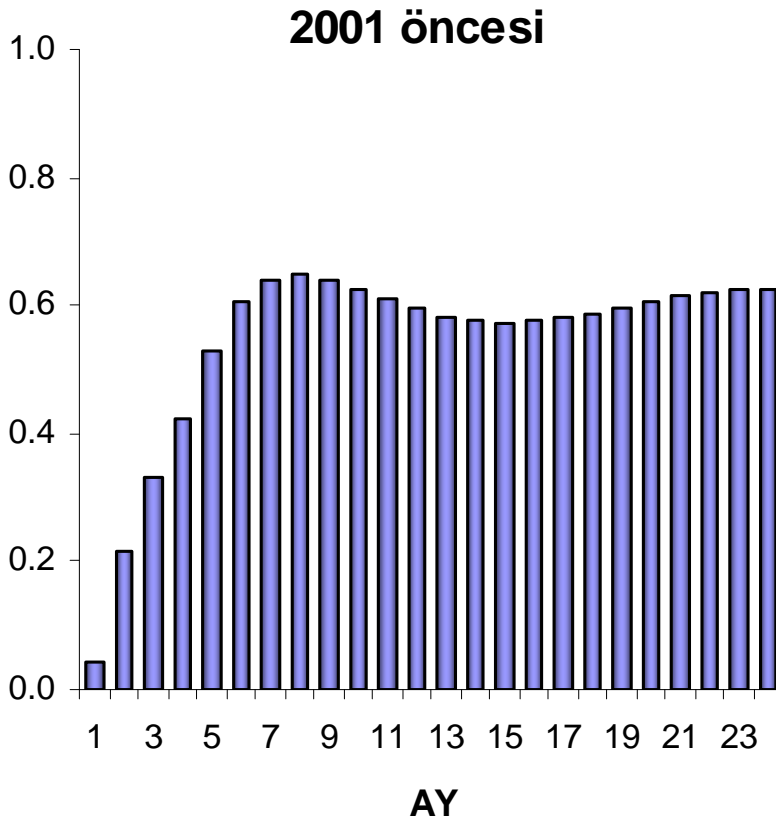
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Gerileyen Dolarizasyon Eğilimi



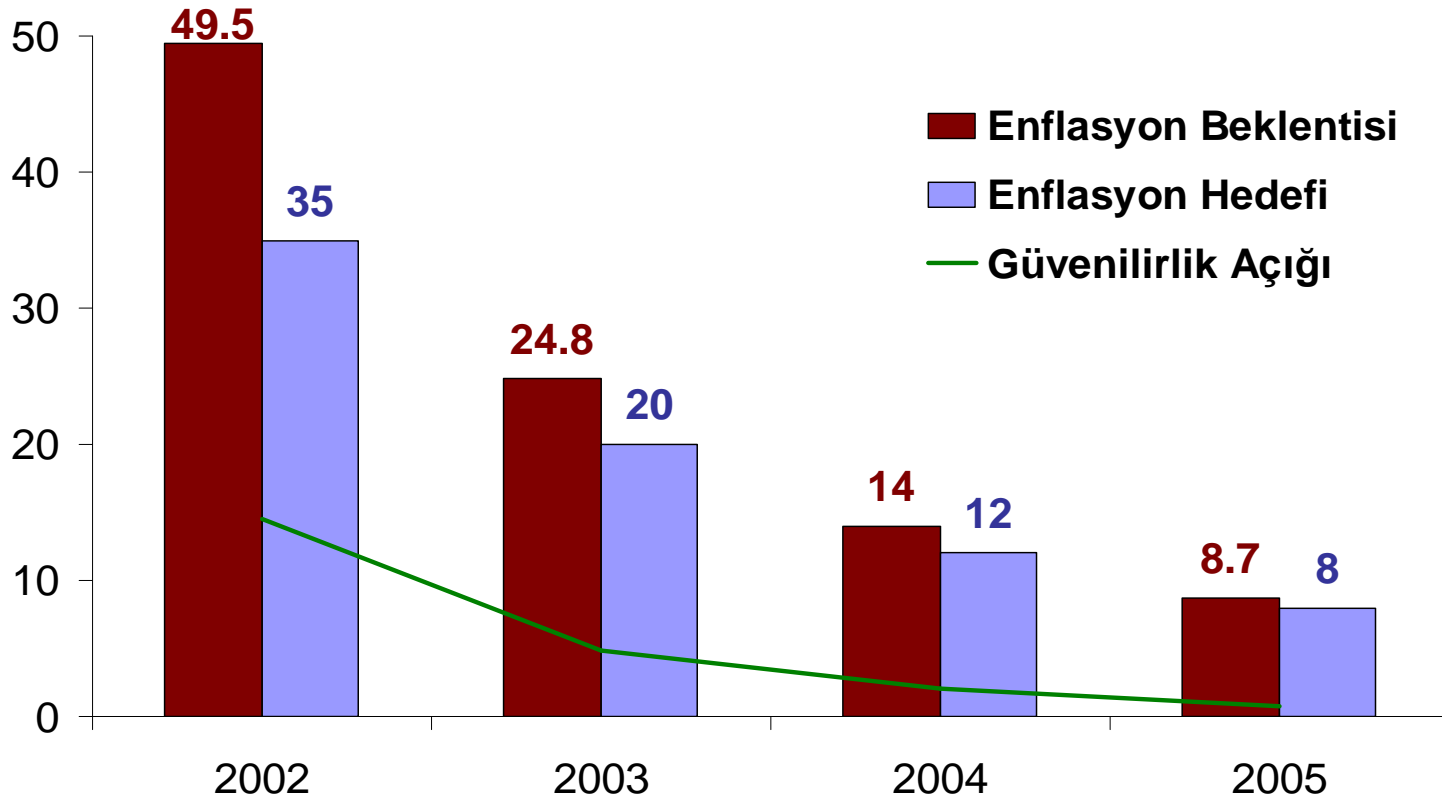
# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Azalan Döviz Kuru Geçişkenliği



# Para Politikası Uygulamaları (2002-05)

## Enflasyon Beklentilerinin Hedeflere Yakınsaması



# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Dalgalı Döviz Kuru Rejimi

- Döviz kuru, piyasadaki arz-talep dengesiyle belirlenmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarından biri olan “dalgalı döviz kuru rejimine” uyum sağlanmıştır.
- Merkez Bankasının döviz kuru hedefi yoktur.
- Merkez Bankası her iki yönde olan/olabilecek ve makro ekonomik istikrarı tehdit edebilecek aşırı oynaklıklara müdahale eder.

# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Enflasyondaki Düşüşü Destekleyen Diğer Unsurlar

- **Yapısal reformlar**
  1. **Bankacılık sektörü reformu (Denetleme ve düzenlemenin iyileştirilmesi)**
  2. **Kamu maliyesi reformları (Kamu harcamalarının şeffaflaştırılması, Sosyal güvenlik reformu)**
  3. **Rekabet ve özelleştirme konularındaki yapısal reformlar**
- **AB ile müzakere sürecinin başlaması**
- **IMF ile yapılan anlaşmaların çapa olması**
- **Siyasi istikrar**
- **Mali disiplin**
- **Verimlilik artışlarının devam etmesi**

# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## Teknik Kapasite Artırımı ve Bilgi Setinin Genişletilmesi

- **Teknik kapasiteyi artırmak üzere;**
  1. Aktarım mekanizmasına odaklanmış projeler
  2. İnsan kaynağına yatırım
  3. Tahmin ve Politika Analizi Sistemi
  
- **Bilgi setini genişletmek üzere;**
  1. Düzenli Anketler
    - Tüketici Güven Endeksi
    - Beklenti Anketi
    - İktisadi Yönelim Anketi
  2. Fiyatlama Davranışları Anketi

# Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-05)

## 2005: Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş Yılı

- Para reformu
- TÜİK tarafından oluşturulan yeni fiyat endeksleri
- PPK'nın önceden belirlenen ve ilan edilen tarihlerde toplanarak faiz kararlarını almaya başlaması
- PPK kararlarının gerekçeleri ve gelecek politikalara ilişkin sinyallerin gecikmeksizin yayınlanmaya başlanması
- TCMB içinde organizasyon yapısının yenilenmesi ve para politikasına ilişkin görev tanımlarının netleştirilmesi

# III. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2006-)



# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Çerçevesi

- Hedefler ve belirsizlik aralığı
- Tahmin ve politika analizi
- Temel politika aracı
- Karar alma mekanizması
- Temel iletişim araçları
- Döviz kuru politikası

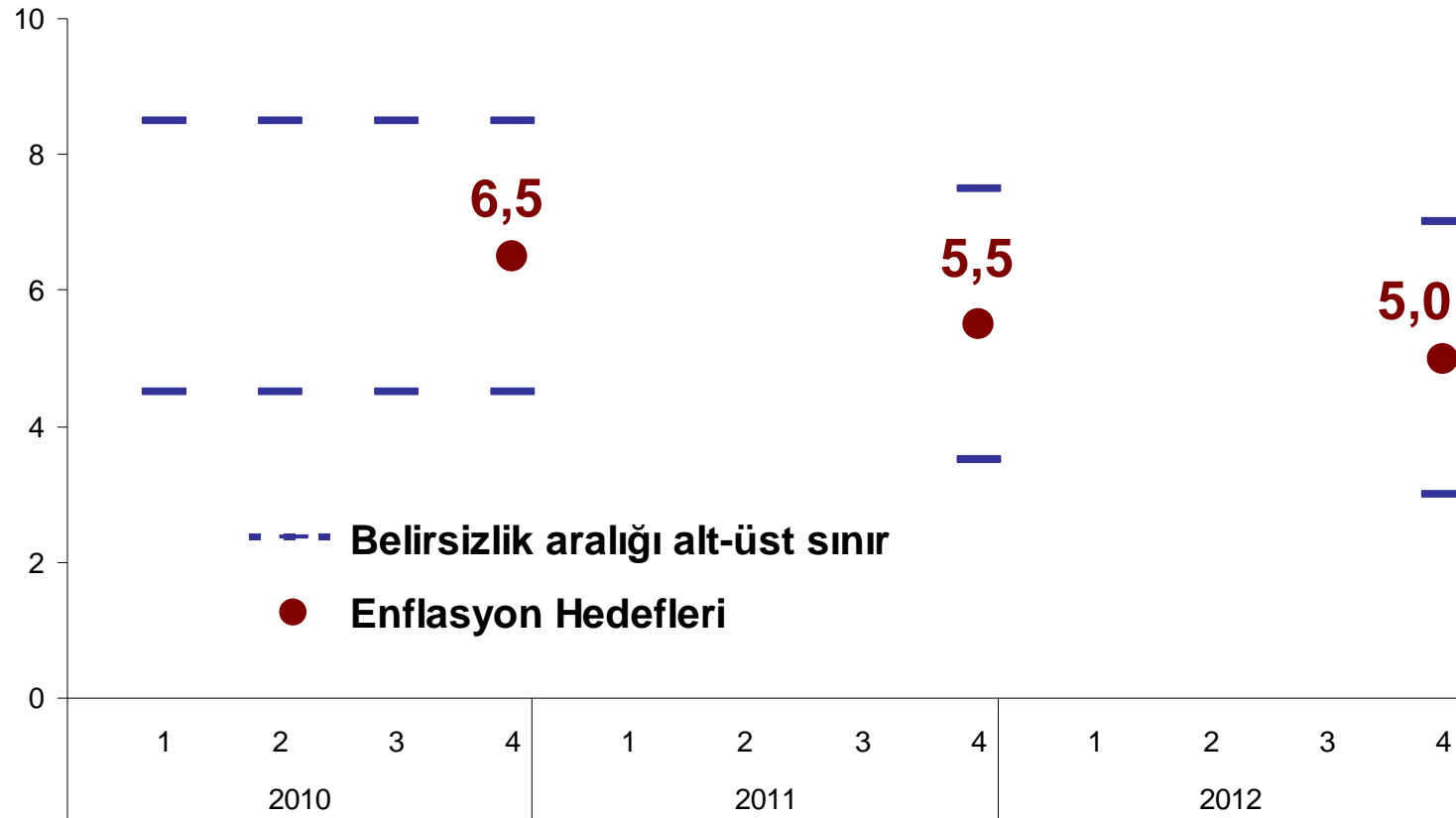
# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Hedefler ve Belirsizlik Aralığı

- **Hedef: Yıl sonu yıllık TÜFE enflasyonu**
- **Nokta hedef**
- **Hükümet ile birlikte**
- **3 yıllık hedef ufku**
- **Hesap verme mekanizmasının somutlaştırılması**
  1. **Belirsizlik aralığı**
  2. **Açık mektup**

# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## 2010 ve Sonrası Enflasyon Hedefleri



# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Tahmin ve Politika Analizi

- Enflasyon Hedeflemesi rejimi yeni bir politika analiz süreci gerektirmiştir.
- Para politikası karar alma sürecini orta vadeli bir perspektifle desteklemek için tasarlanmıştır.
- Enflasyon Hedeflemesi Rejimi → “Enflasyon Tahmini Hedeflemesi”

# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Tahmin ve Politika Analizi

- Tahmin süreci GSMH verisinin açıklanmasıyla başlar ve Enflasyon Raporu'nun yayımlanması ile biter.
- Üç ayda bir yayımlanan Enflasyon Raporu ile
  1. Enflasyon tahminleri ve para politikası görünümü açıklanmakta,
  2. Tahminlere temel oluşturan faiz patikası varsayımı niteliksel olarak kamuoyuyla paylaşılmaktadır.

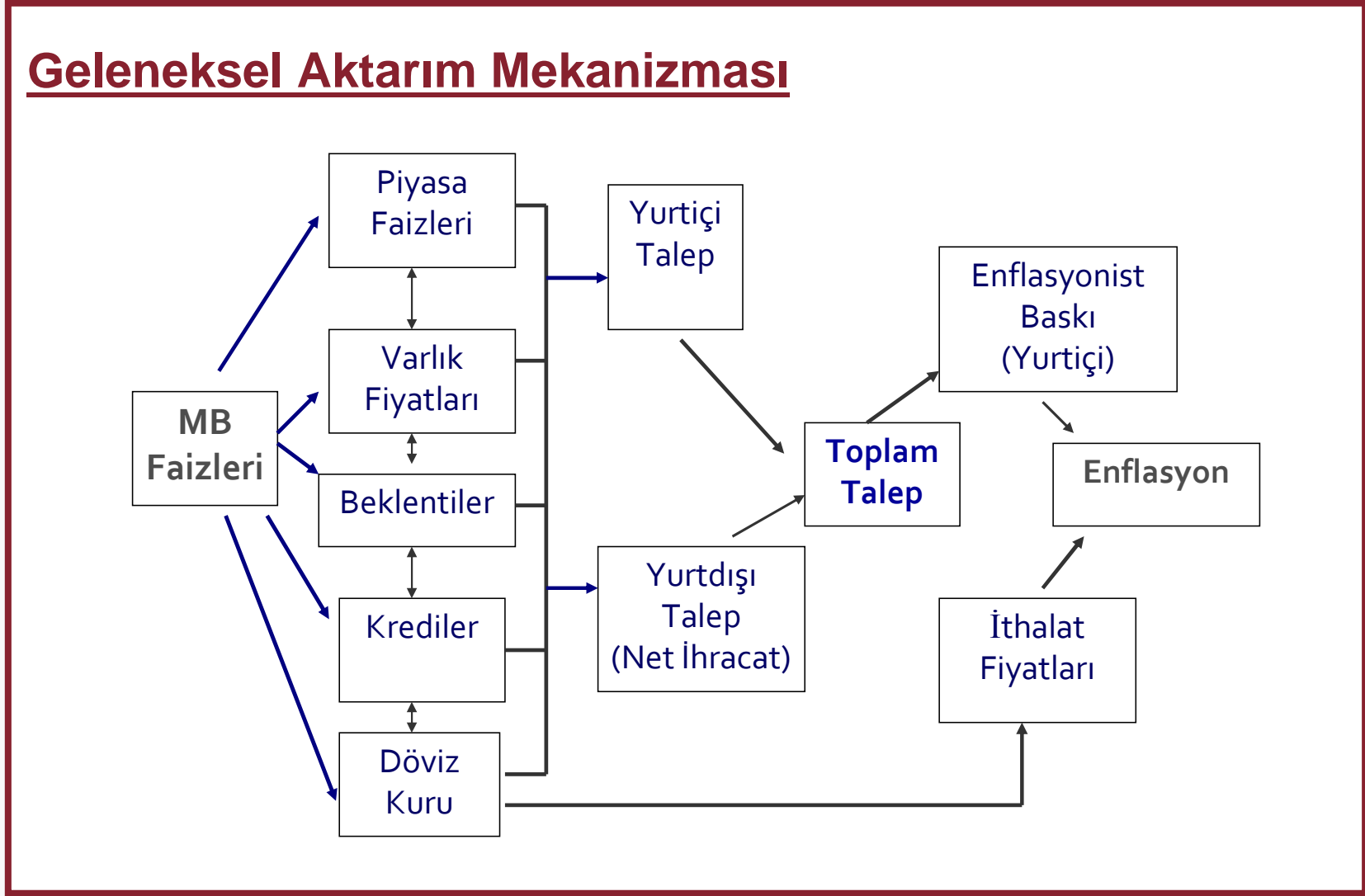
# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Temel Politika Aracı

- **Bankalararası Para Piyasası ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanmakta olan kısa vadeli faiz oranları**
- **Gerekli görüldüğü durumlarda, zorunlu karşılık oranları veya diğer likidite araçları da destekleyici olarak kullanılabilir.**

# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Geleneksel Aktarım Mekanizması



# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Geleneksel Aktarım Mekanizması

Yurt içi ve yurt dışı arz-talep koşulları ile bunları etkileyen makroekonomik gelişmeler

Enflasyonun ana eğilimine ilişkin türetilen temel göstergeler

Finansal ve parasal koşullar

İthalat fiyatları, işgücü maliyetleri, emtia ve diğer girdi maliyetlerindeki gelişmeler

Merkez Bankasının enflasyon tahminleri ve orta vadeli enflasyon beklentilerini etkileyen diğer gelişmeler

Para Politikası Duruşu



# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Karar Alma Mekanizması

- **Para Politikası Kurulu (PPK)**
  - **7 Üye: Başkan + 4 Başkan Yard. + 1 Banka Meclisi üyesi + 1 Dış üye (Akademik)**
  - **Önceden açıklanan bir takvim çerçevesinde aylık olarak toplanmaktadır.**
- **PPK para politikası kararlarında tek sorumlu**
- **Enflasyon Raporu'ndaki baz tahminler Merkez Bankası araştırmacıları tarafından oluşturulur**
  - **Nihai tahminler PPK'nın görüşleri doğrultusunda şekillenir.**

# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Para Politikası Kurulu Toplantıları

- **İlk aşama**
  - **Merkez Bankası uzmanları ve Hazine Müsteşarlığı yetkililerinin sunuşu**
- **İkinci aşama**
  - **Sadece Para Politikası Kurulu üyeleri katılır**
  - **Enflasyon görünümüne ilişkin son değerlendirmeler yapıldıktan sonra karara ilişkin oylamaya geçilir**
- **Para politikası kararı ve gerekçesine ilişkin bir sayfalık metin aynı gün saat 19.00'da Merkez Bankası İnternet sayfasında yayımlanır**

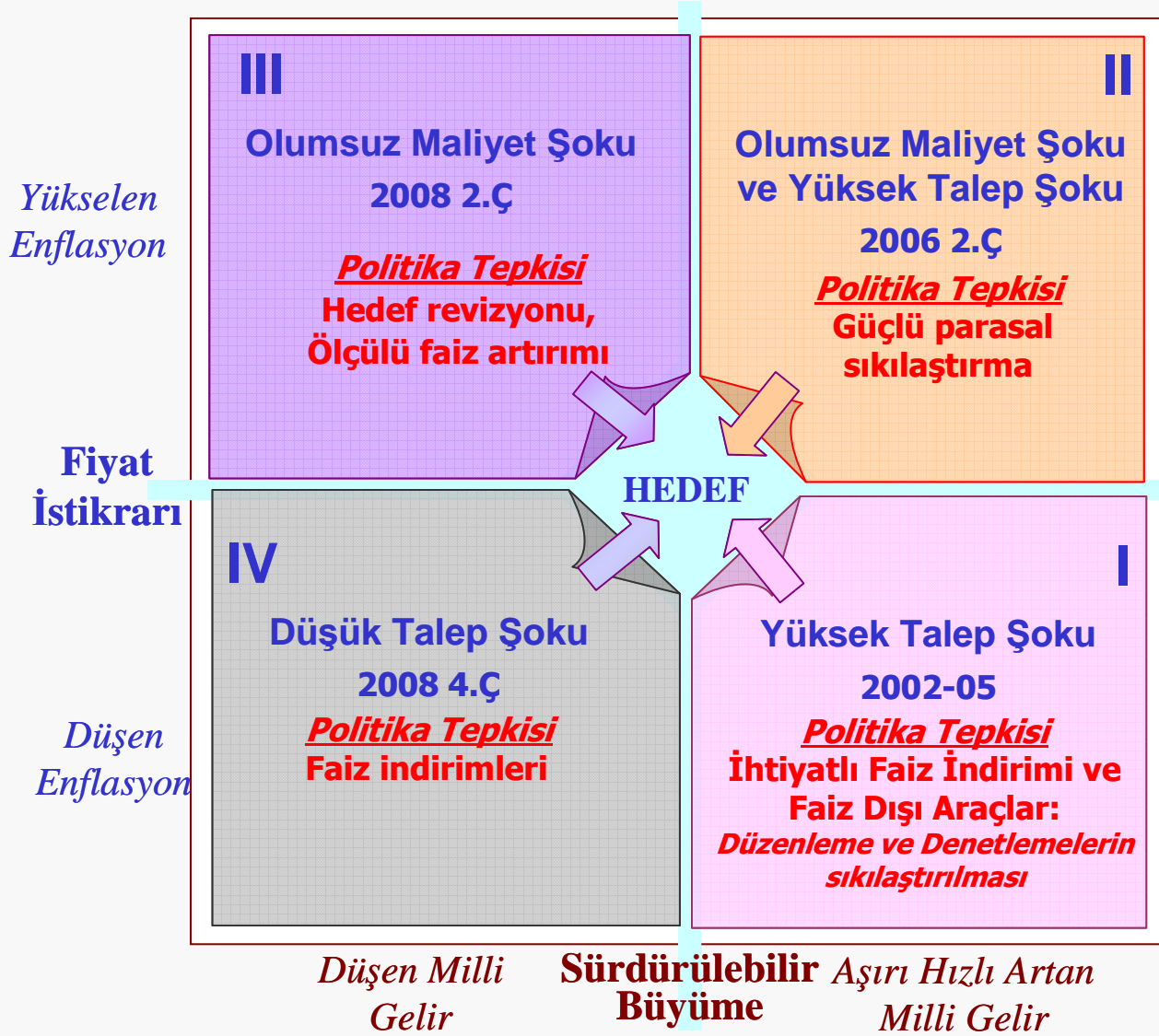
# Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-)

## Temel İletişim Araçları

- Temel iletişim aracı: “Enflasyon Raporu”
- PPK toplantıları sonrası yayımlanan faiz kararı ile gerekçesini özetleyen bir sayfalık metin ile “Toplantı Özeti”
- Başkan tarafından Bakanlar Kurulu’na ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu’na yılda iki defa yapılan sunumlar
- “Aylık Fiyat Gelişmeleri” raporu
- “Finansal İstikrar Raporu”
- Basın toplantıları, konuşmalar, sunuşlar, seminerler, teknik raporlar ve notlar

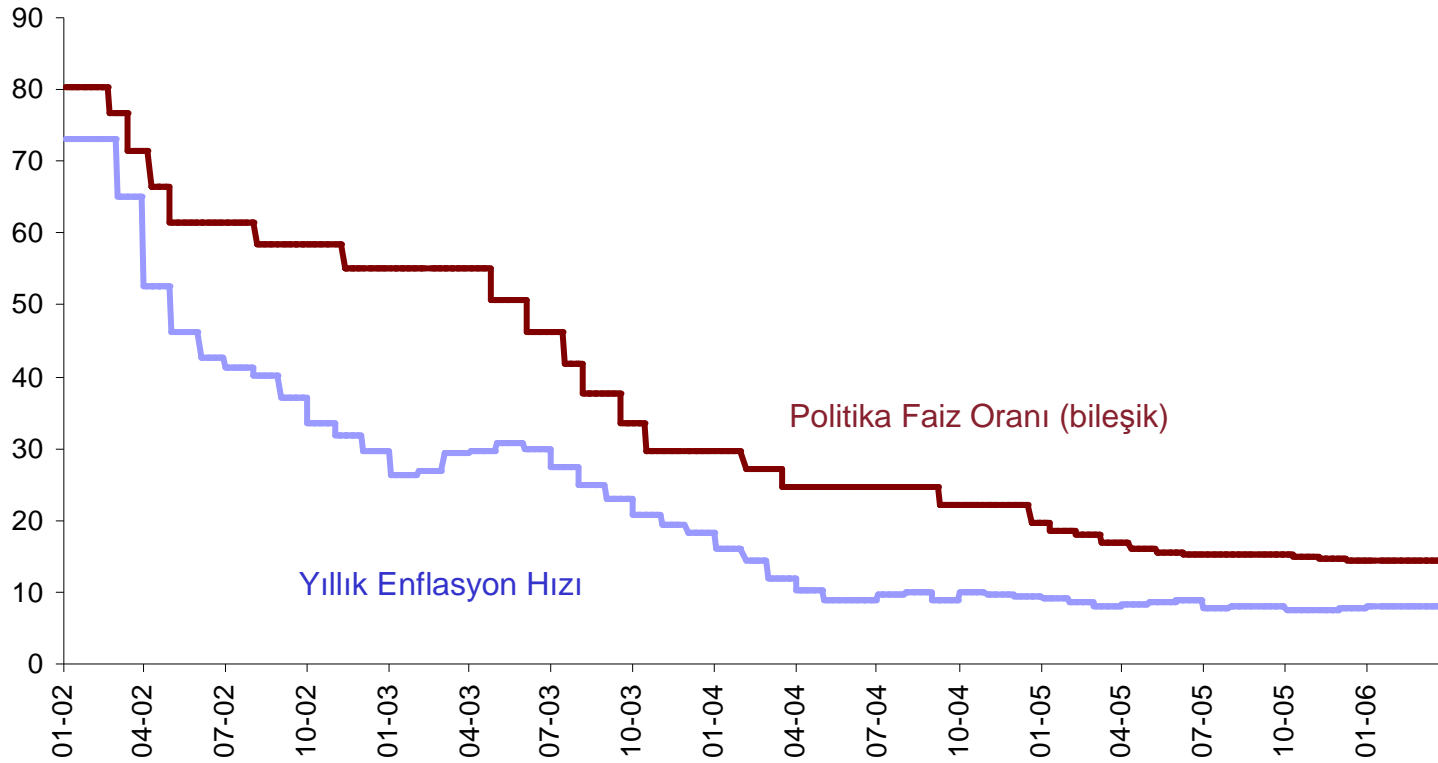
# IV. Enflasyon Hedeflemesi Boyunca Para Politikası Uygulamaları

# Para Politikası Uygulamaları



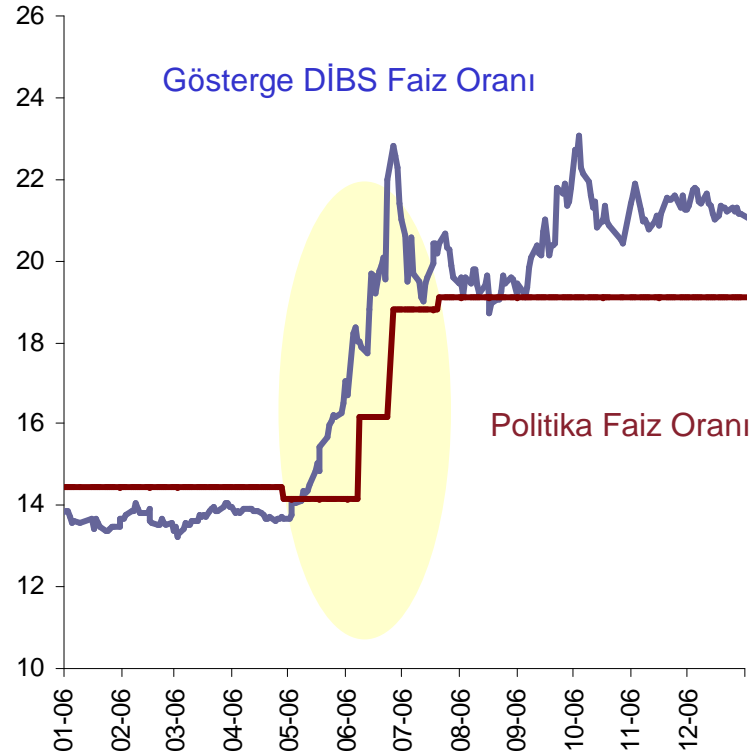
# Para Politikası Uygulamaları (2002-06)

## 2002-2006: Yüksek Talep Şoku ve Düşen Enflasyon Ortamında İhtiyatlı Faiz İndirimleri Süreci

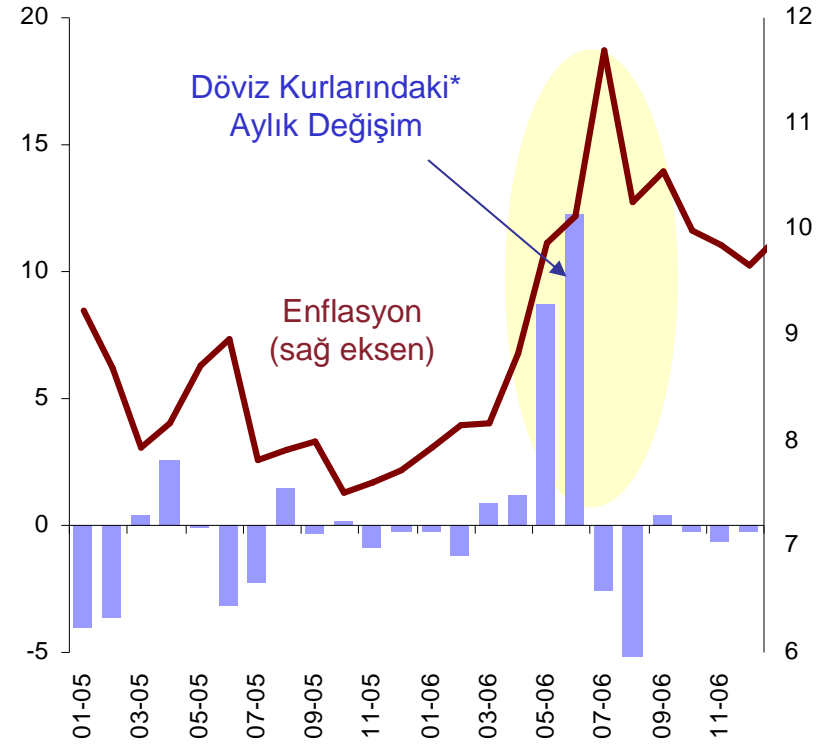


# Para Politikası Uygulamaları (Mayıs 2006)

## Mayıs 2006: Olumsuz Maliyet ve Yüksek Talep Şokuna Karşı Parasal Sıkılaştırma



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB



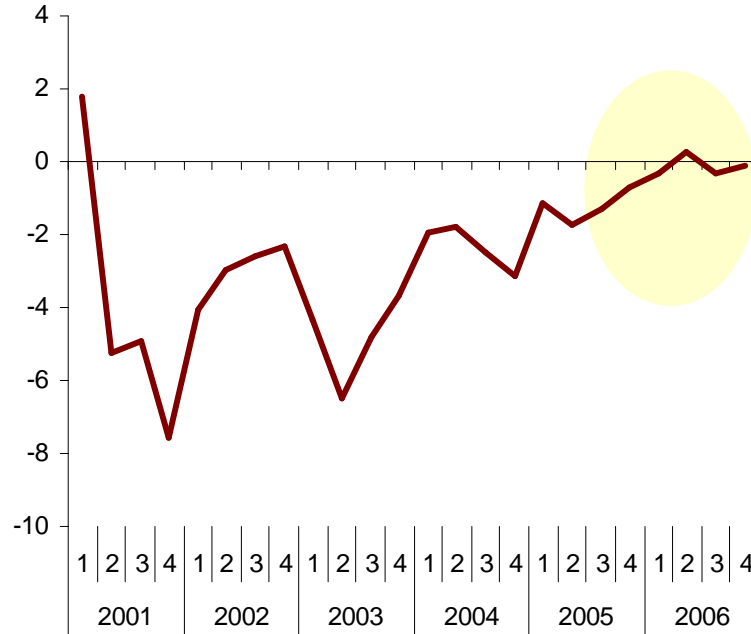
\* Eşit ağırlıklı ABD Doları - Euro sepeti

Kaynak: TCMB

# Para Politikası Uygulamaları (Mayıs 2006)

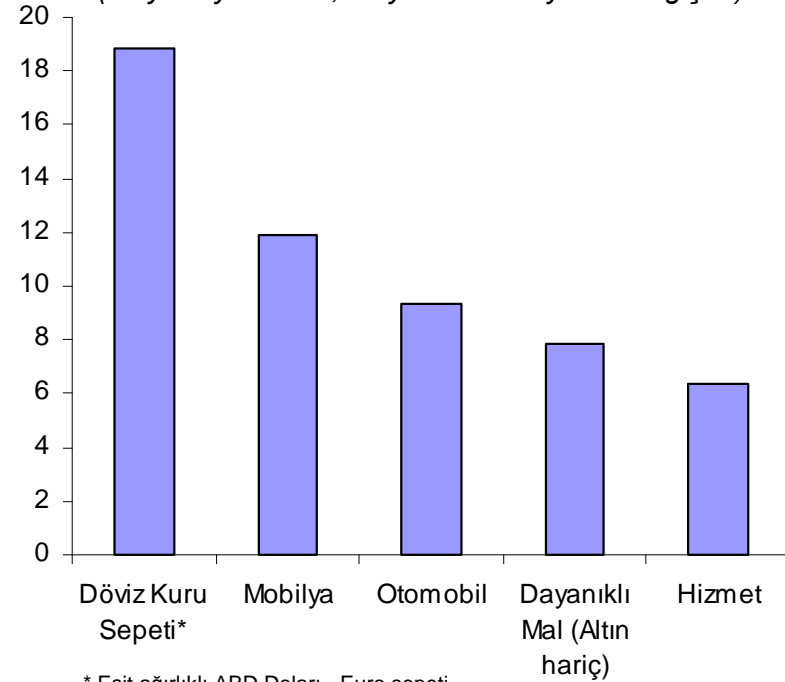
## Neden Parasal Sıkılaştırma? Güçlü iç ve dış talep, nisbi olarak döviz kuru geçişkenliğinin devam etmesi

**Türkiye'de Çıktı Açığı**  
(2001 1.Ç – 2006 4.Ç, yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB

**Döviz Kurlarından Mal ve Hizmet Fiyatlarına Geçişkenlik**  
(Mayıs-Eylül 2006, 5 aylık birikimli yüzde değişim)



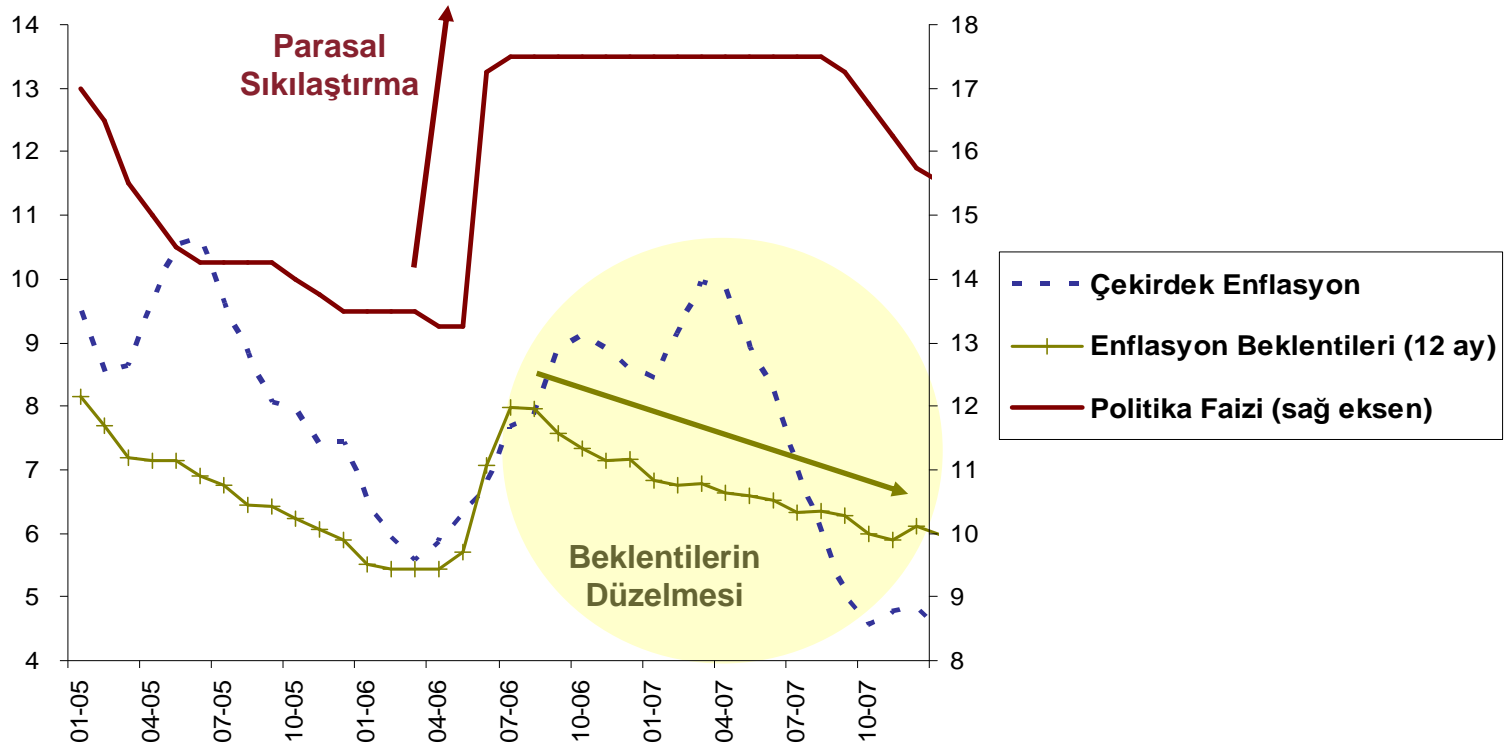
\* Eşit ağırlıklı ABD Doları - Euro sepeti

Kaynak: TÜİK, TCMB



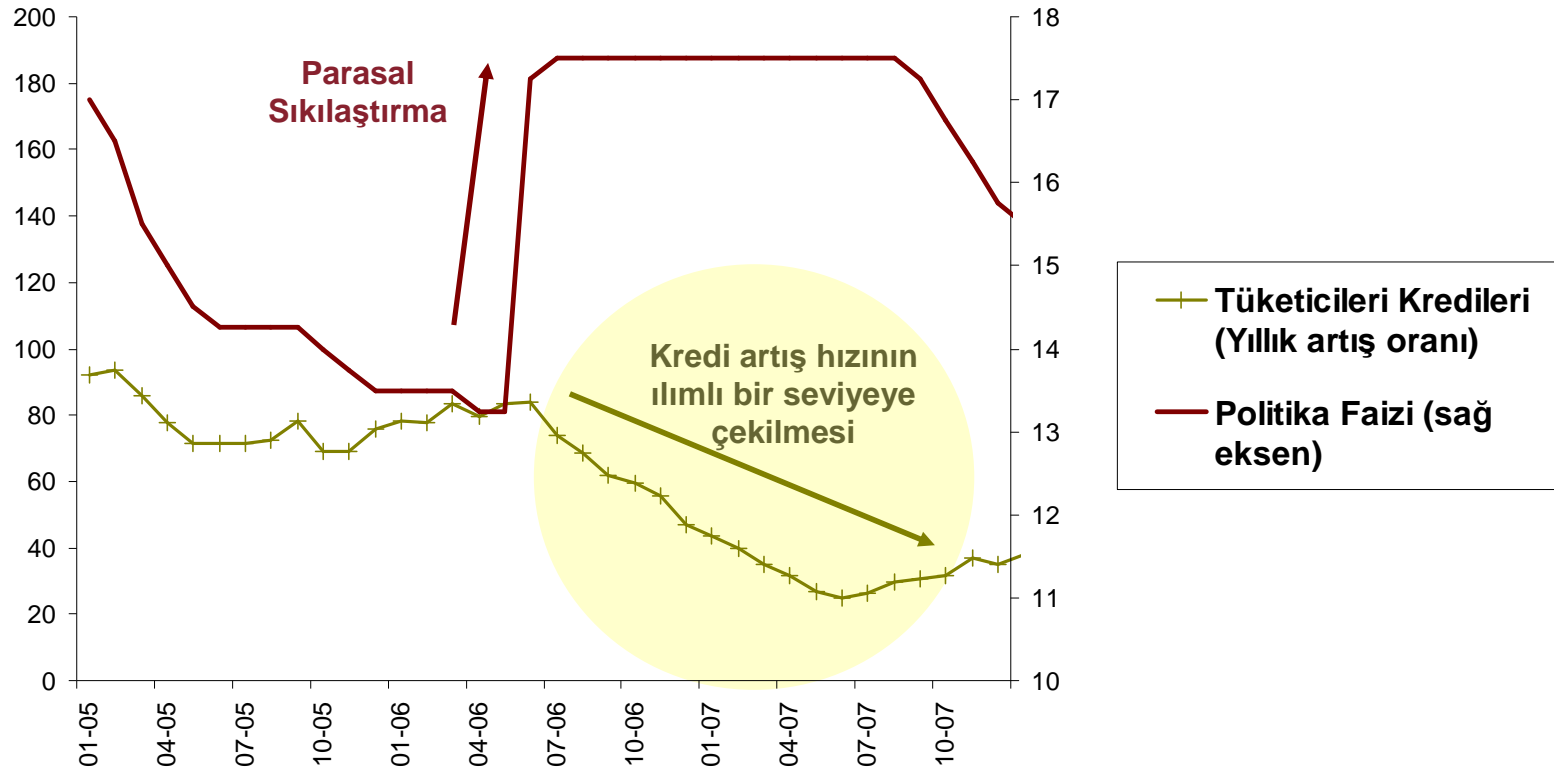
# Para Politikası Uygulamaları (2007)

## 2007: Sıkı Para Politikasının Desteğiyle Enflasyon Beklentilerin Düzelməsi



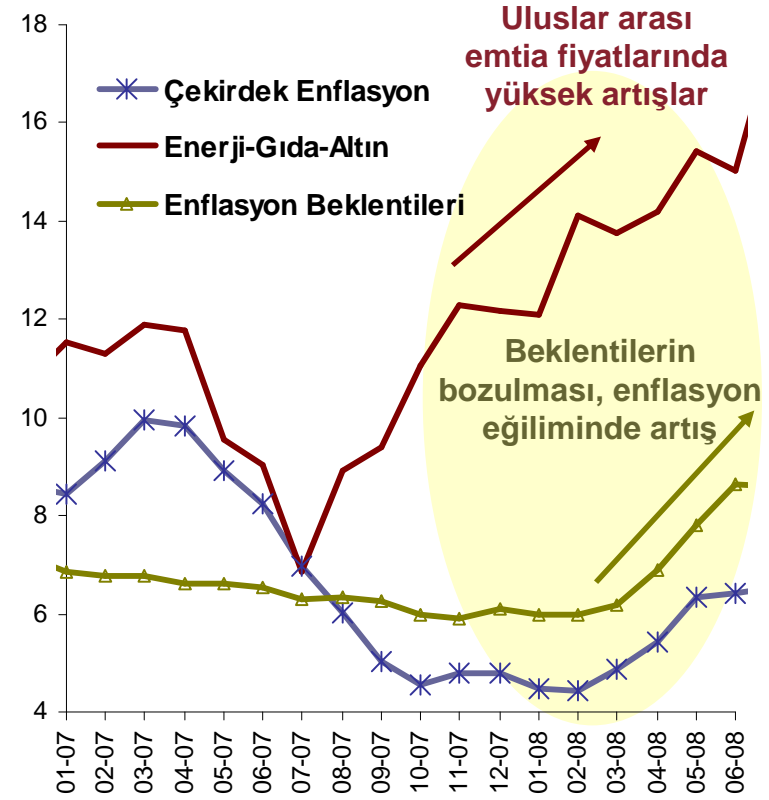
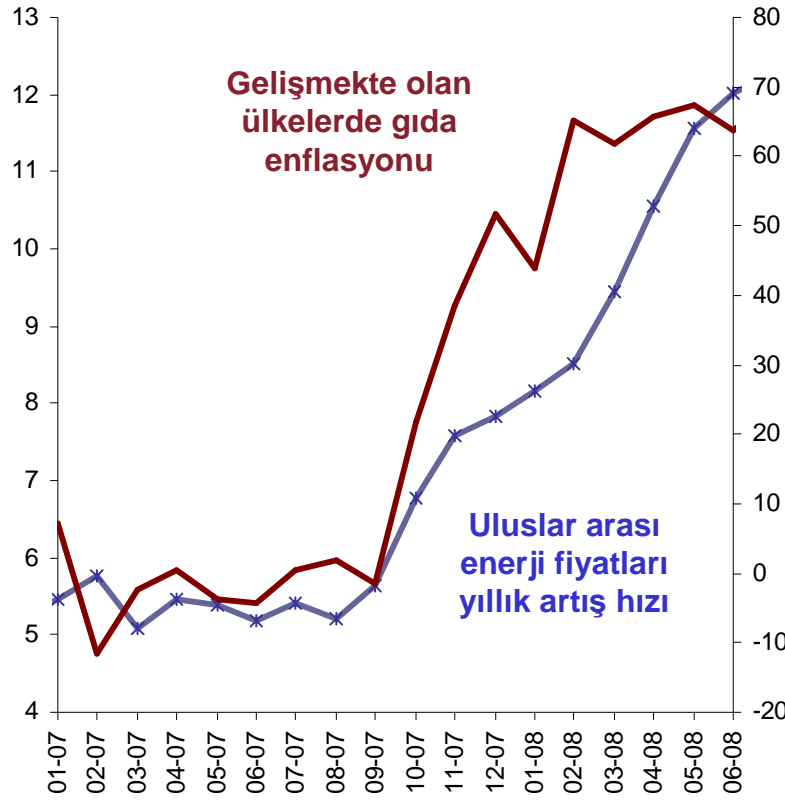
# Para Politikası Uygulamaları (2007)

## 2007: Sıkı Para Politikasının Desteğiyle Borçluluk Oranlarının İlmli Seviyelere Gerilemesi



# Para Politikası Uygulamaları (2008 2.Ç.)

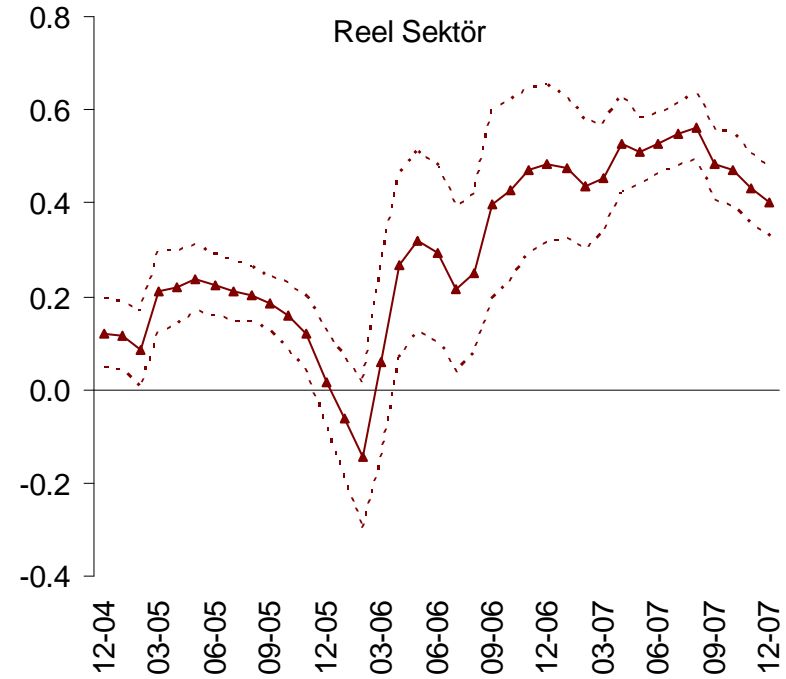
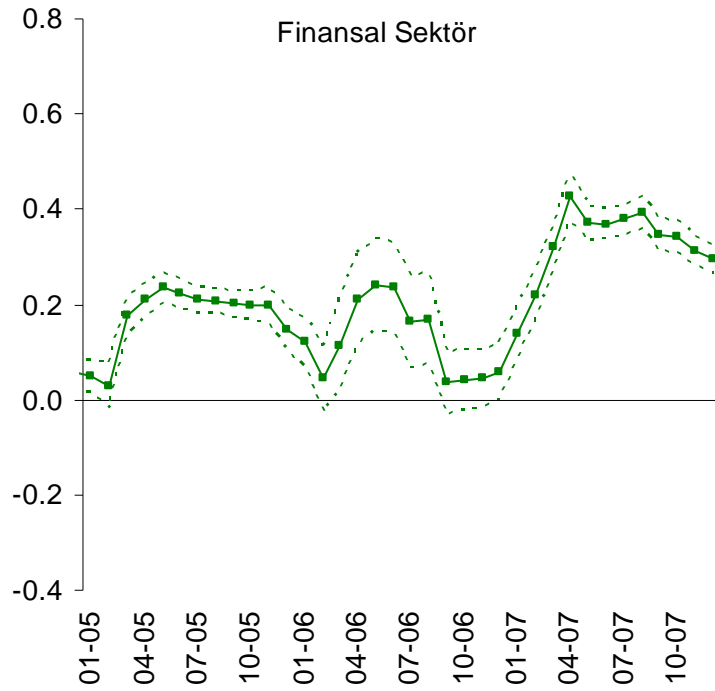
## 2008 2.Ç.: Olumsuz Maliyet Şokları, Beklentilerin Bozulması, Temel Enflasyon Göstergelerinde Bozulma



# Para Politikası Uygulamaları (2008 2.Ç.)

## Enflasyon Hedeflerinin, Beklentiler Üzerinde Etkisinin Kaybolması

Enflasyon Beklentilerinde Geçmiş Dönem Enflasyonunun Ağırlığı



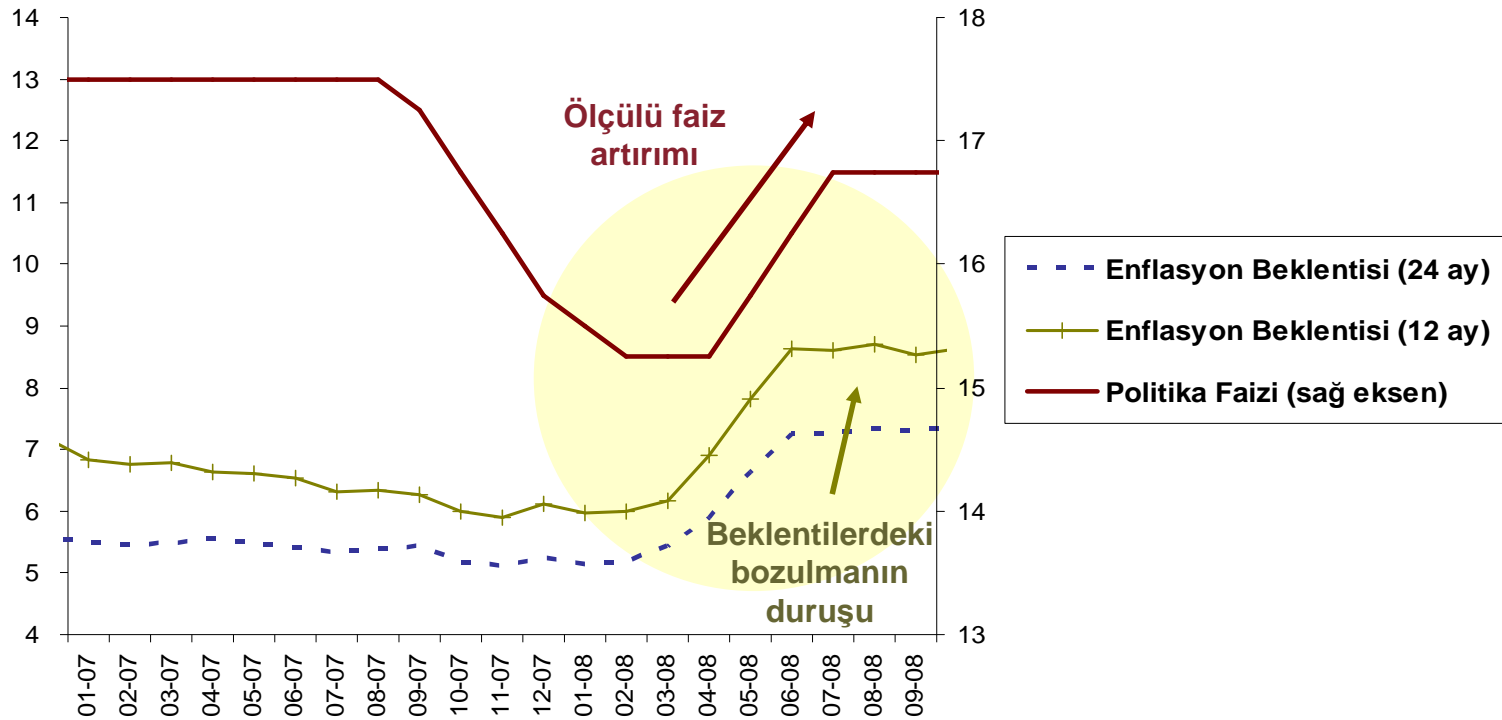
# Para Politikası Uygulamaları (2008 2.Ç)

## Politika Tepkisi: Hedef Revizyonu

	<b>Önceki Hedef</b>	<b>Revize Hedef</b>
<i>2009</i>	<i>4.0</i>	<i>7.5</i>
<i>2010</i>	<i>4.0</i>	<i>6.5</i>
<i>2011</i>	<i>...</i>	<i>5.5</i>

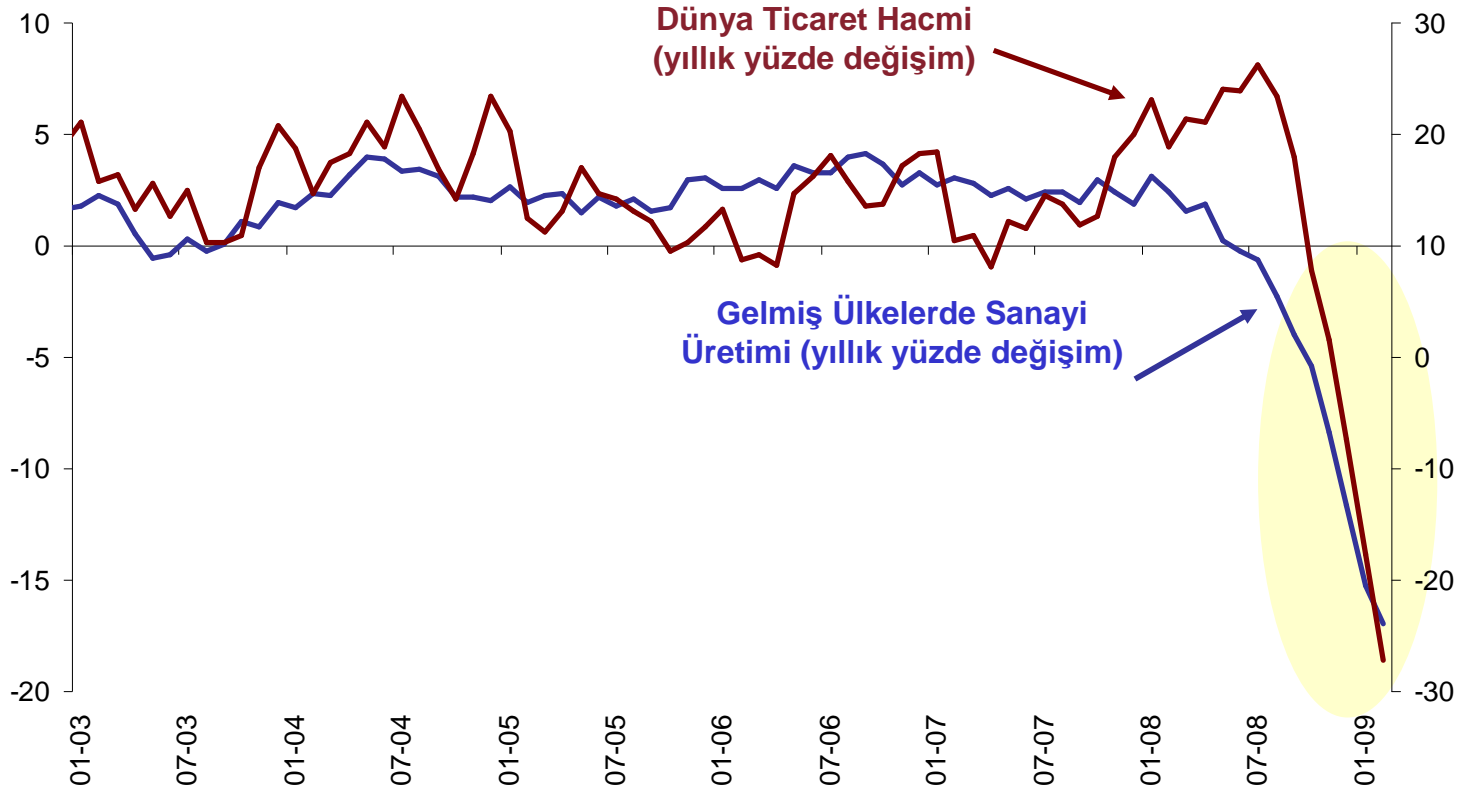
# Para Politikası Uygulamaları (2008 2.Ç)

## Politika Tepkisi: Hedef Revizyonunun Beklentilerde Yaratabileceği Bozulmayı Engellemek Amacıyla Ölçülü Faiz Artırımı



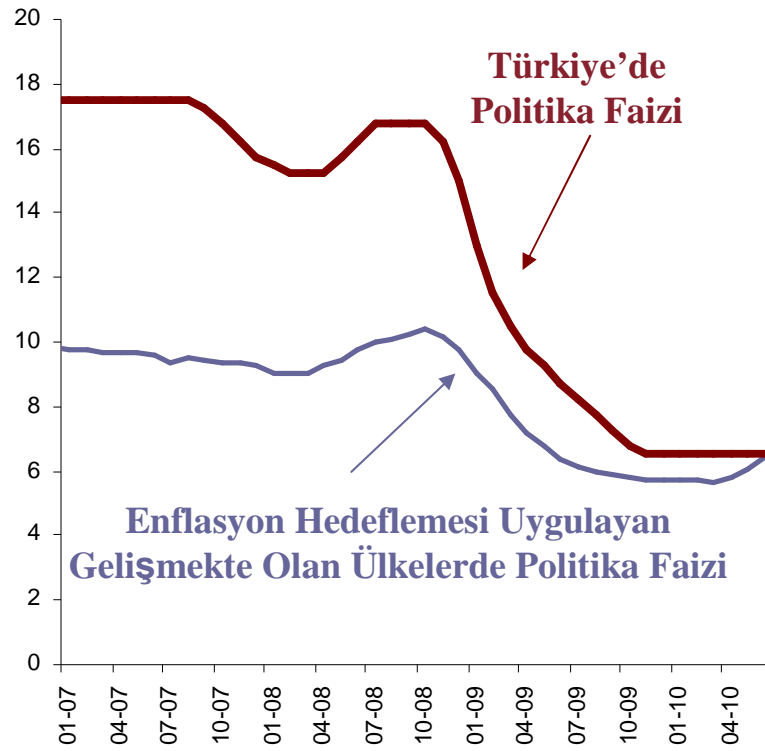
# Para Politikası Uygulamaları (2008 4.Ç)

## 2008 4.Ç: Küresel Krizin Yarattığı Düşük Talep Şoku



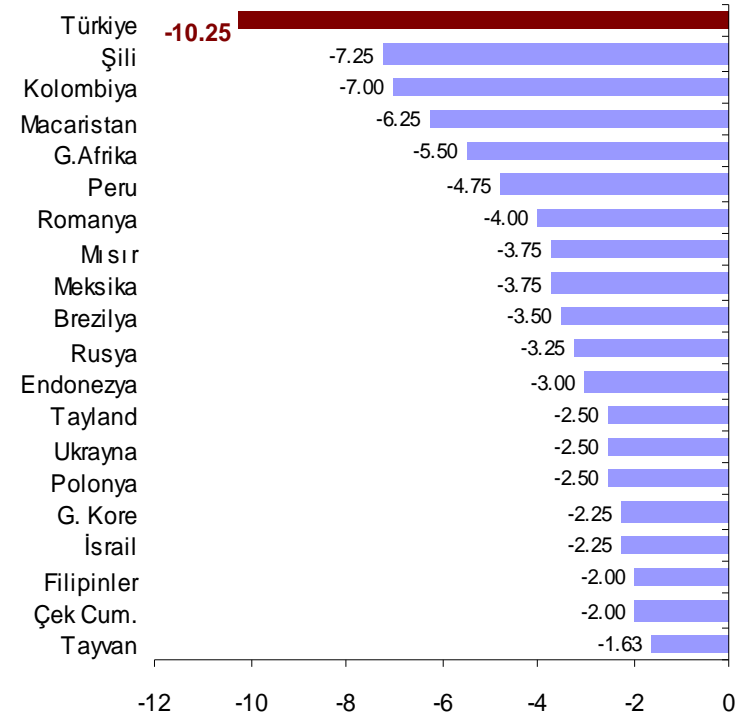
# Para Politikası Uygulamaları (2008 4.Ç)

## 2008 4.Ç: Politika Tepkisi - Önden Yüklemeli, Hızlı Faiz İndirim Sürecinin Başlatılması



### **Gelişmekte Olan Ülkelerde Kısa Vadeli Faiz Oranlarının Değişimi**

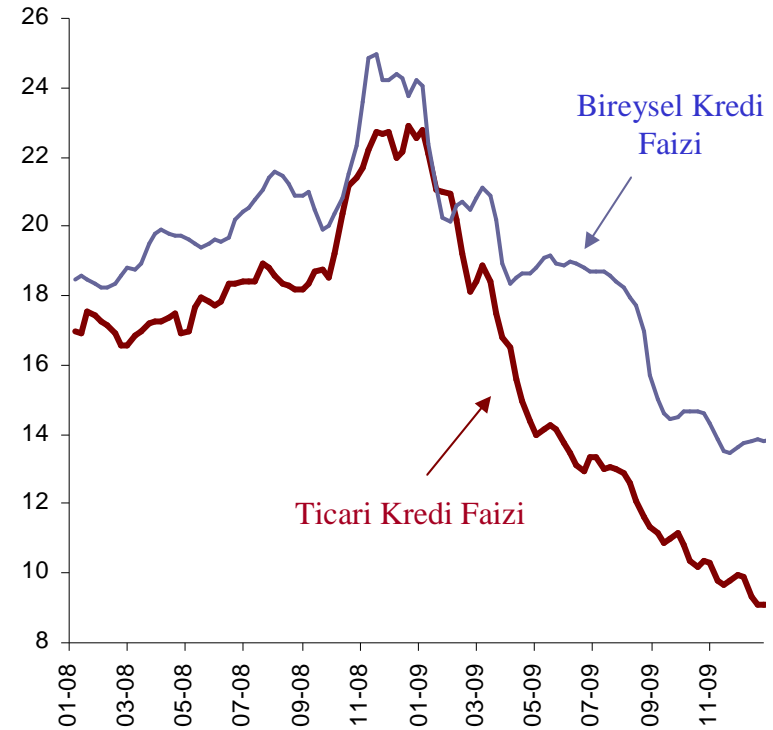
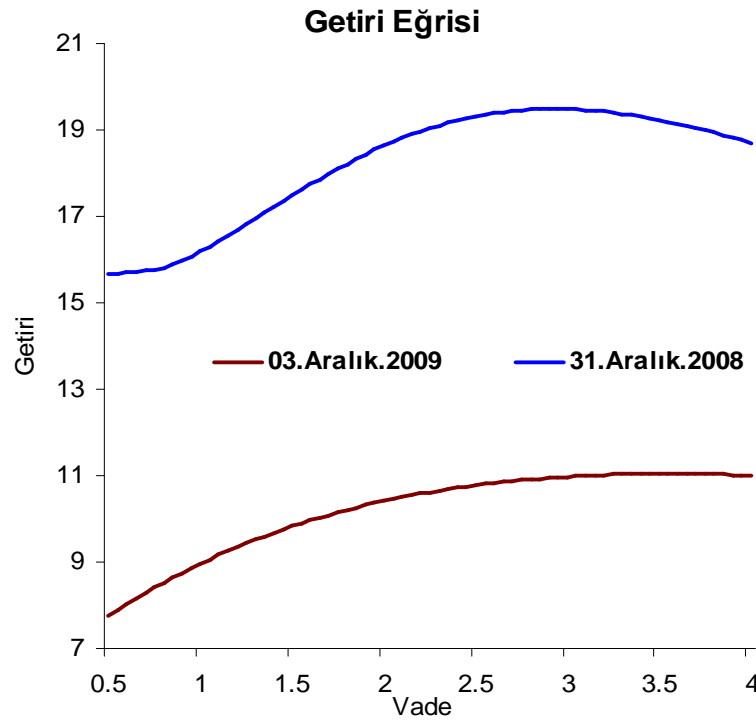
(Kasım 2008 – Haziran 2010, yüzde puan)





# Para Politikası Uygulamaları (2009)

**Finansal Sıkılığın Telafi Edilmesi:** Piyasa faizlerindeki düşüşün her vadeye yayılması ve getiri eğrisinin yataylaşması elde edilen kazanımların kalıcı olduğunu göstermektedir.



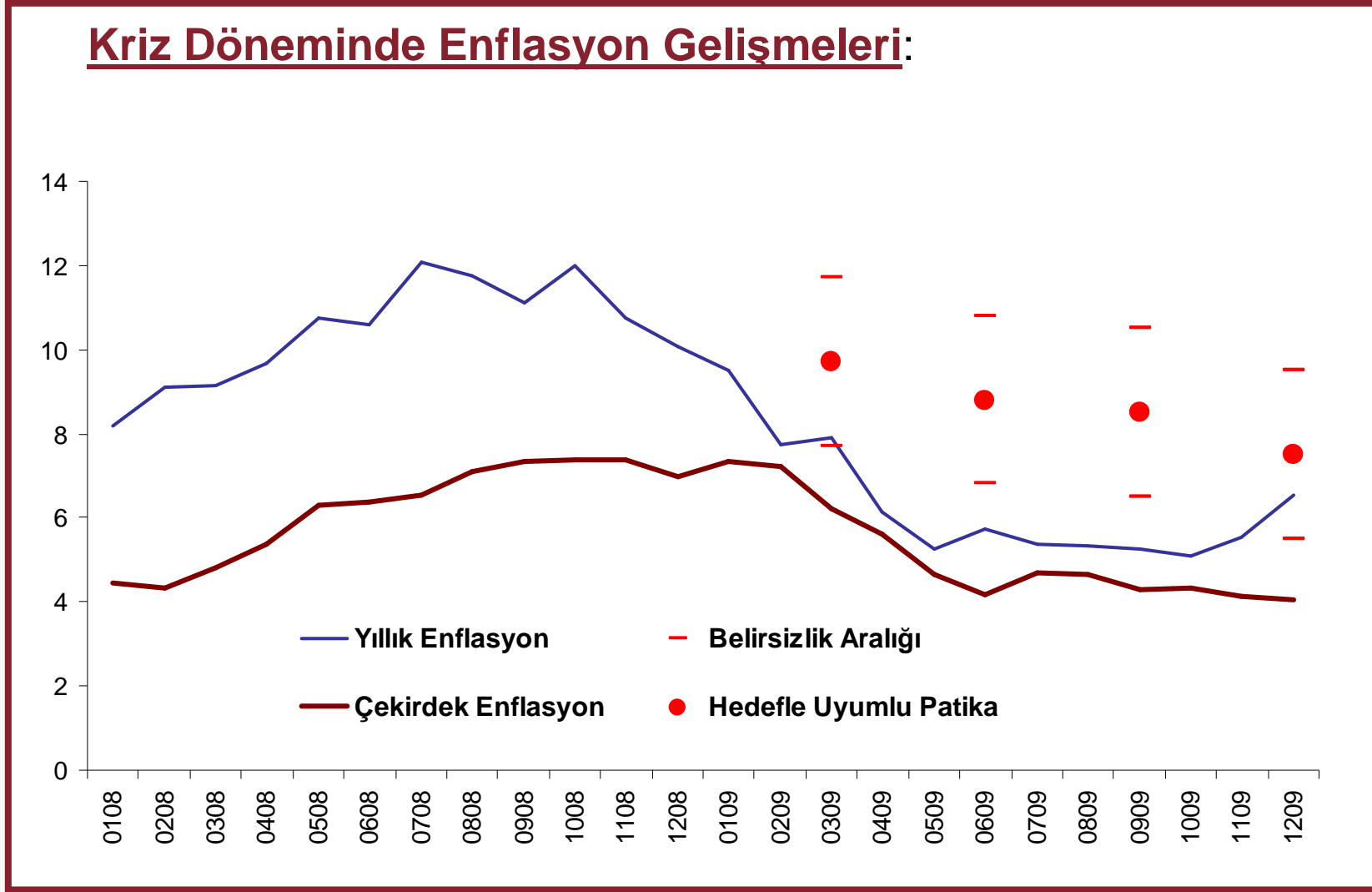
# Para Politikası Uygulamaları (2009)

## Krizle Karşı Alınan Diğer Önlemler

- TL likiditesini desteklemeye yönelik önlemler
  1. 1 hafta vadeli repo ihaleleri ile TL ihtiyacının karşılanması
  2. Likidite Desteđi Kredisi kullandırma koşullarının gözden geçirilmesi
  3. Üç aya kadar vadeli repo işlemlerine başlanması
  4. TL zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi
- Döviz likiditesini desteklemeye ve döviz piyasalarının sağlıklı çalışmasına yönelik önlemler
  1. Döviz Depo Piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlanması ve bu piyasada yapılan çeşitli düzenlemeler
  2. Döviz alım ihalelerine ara verilmesi/yeniden başlanması
  3. Döviz satım ihaleleri düzenlenmesi/durdurulması
  4. Yabancı para zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi
- Reel sektörü desteklemeye yönelik önlemler
- İhracat reeskont kredisine ilişkin düzenlemeler

# Para Politikası Uygulamaları (2009)

## Kriz Döneminde Enflasyon Gelişmeleri:



# Para Politikası Uygulamaları (2010)

## Yakın Dönem Para Politikası Kararları

- Kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeler ve iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanma eğilimi göz önüne alınarak, 2009 yılının Aralık ayından bu yana politika faizleri sabit tutulmaktadır.
- Son dönem gelişmeleri doğrultusunda, politika faiz oranlarının bir süre daha mevcut düzeylerde tutulması ve uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi gerekebileceği ifade edilmiştir.

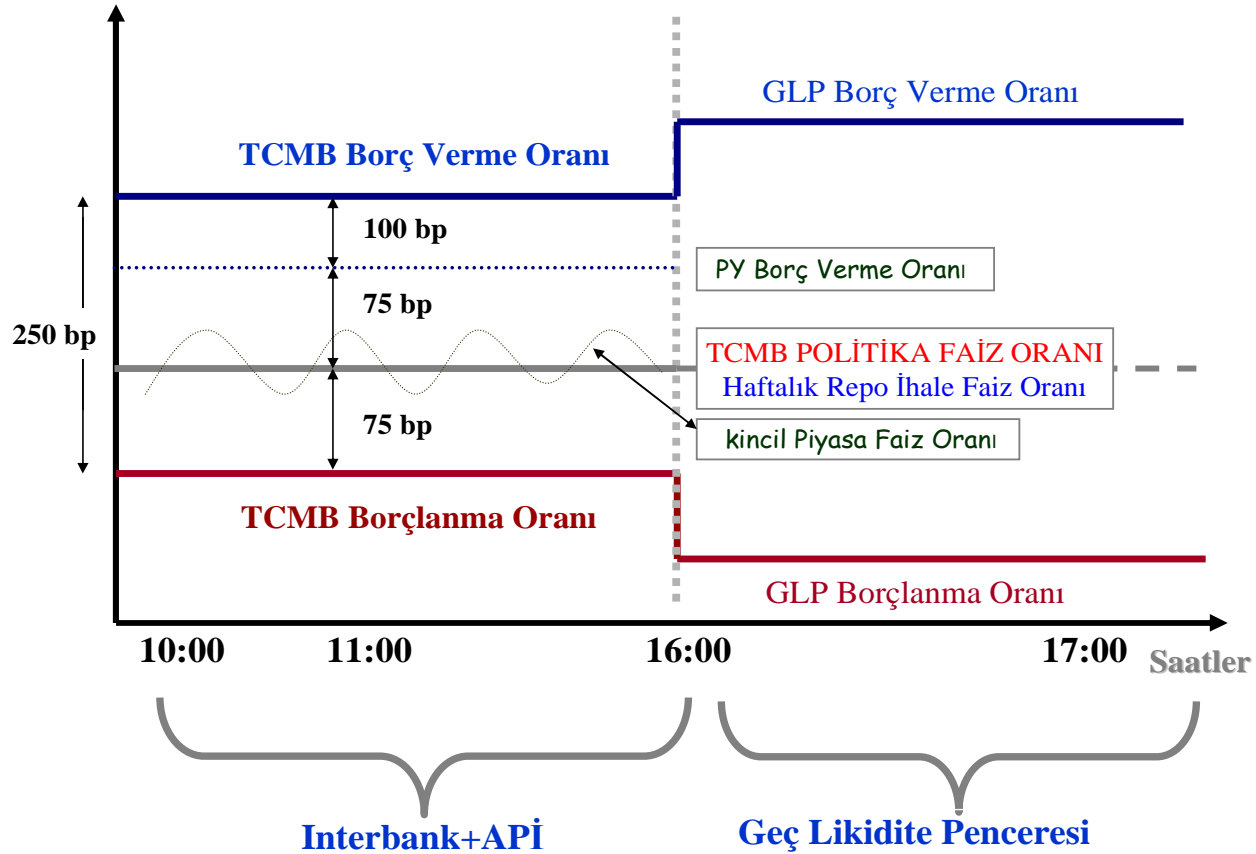
# Para Politikası Uygulamaları (2010)

## TCMB Para Politikası Çıkış Stratejisi

- Krizin etkilerinin hafiflemesi ile birlikte döviz piyasalarına yönelik önlemlerin bir kısmı geri alınmıştır.
- Mayıs 2010 PPK Toplantısı'nda teknik faiz ayarlamasının ilk adımı, Eylül 2010 PPK Toplantısı'nda ise teknik faiz ayarlaması sürecinin ikinci adımı atılmıştır.
- Makroekonomik riskleri azaltıcı bir politika aracı olarak, zorunlu karşılık oranları daha aktif bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. (Nisan, Ağustos, Eylül aylarında yapılan artışlar)
- 2010 yılının sonuna kadar çıkış stratejisinin tamamlanması öngörülmektedir.

# Para Politikası Uygulamaları (2010)

## Para Politikasının Operasyonel Çerçevesi



# V. Sonuç ve Değerlendirme

# Sonuç ve Değerlendirme

- Enflasyon hedeflemesi rejimi fiyat istikrarına ulaşmak için uygulanan ve son yıllarda giderek yaygınlaşan bir para politikası stratejisidir.
- Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyiminden çıkarılacak önemli dersler bulunmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi sürecine hükümetlerin de dahil edilmesi, maliye politikalarının para politikalarını desteklemesi açısından önemlidir.
- Türkiye'nin 2006 sonrası yaşadığı deneyim enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte zamanlamanın büyük önem taşıdığını ortaya koymuştur.



# Sonuç ve Değerlendirme

- Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimi henüz başlangıçta ciddi şoklarla test edilmiştir. Bütün bunlara rağmen enflasyon ve beklentiler büyük ölçüde kontrol altında tutulabilmiştir.
- Küresel kriz döneminde yaşanan gelişmeler, enflasyon hedeflemesi rejiminin iktisadi şoklara zamanında tepki verilebilmesine olanak tanıyan esnek bir rejim olduğunu göstermiştir.
- Her ülke için mutlak doğru bir çerçeve yoktur, uygulanan rejim ülke dinamiklerine göre tasarlanmalıdır.
- Küresel kriz döneminde yaşananlar, Merkez Bankası’nın fiyat istikrarı hedefiyle çelismemek kaydıyla, gerektiğinde büyüme ve istihdamdaki dışsal faktörlerden kaynaklanan ani zayıflamaya da odaklanabildiğini açıkça ortaya koymuştur.

# TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Uygulaması

UŞAK ÜNİVERSİTESİ

Durmuş YILMAZ

Başkan

24 Eylül 2010