

# Bülten

Sayı: 27 / Eylül 2012

## 2 Merkez Bankacılığında Yeni Bir Araç: Öngörülebilirlik



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), kriz sonrası dönemde aldığı kararlardaki “öngörülebilirlik derecesini” kullanarak ülke ekonomisinin dış şoklara dayanıklılığını artırmayı amaçlamıştır.

## 5



## Konut Fiyat Endeksi

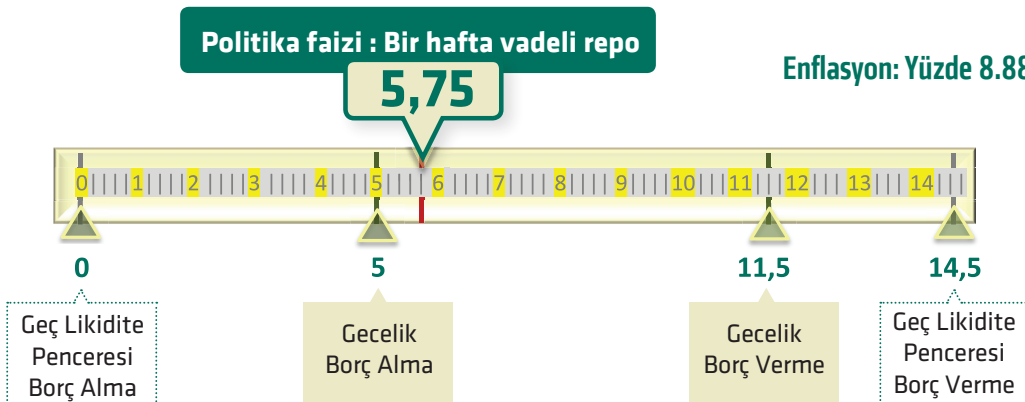
Konut Fiyat Endeksi (KFE), Türkiye konut piyasasındaki fiyat değişimlerinin takip edilmesine yönelik, ülke genelini kapsayan bir endekstir. 2010 yılı Ocak ayı ile başlayan KFE serileri, referans dönemini oluşturan her üç aydan sonraki kırk gün içinde yayımlanmaktadır.

## 6 Bunları Biliyor musunuz?

- Kur rejimleri nelerdir?
- Kaç çeşit kur sistemi bulunmaktadır?



## TCMB Faiz Oranları % (31.08.2012)



TCMB Döviz Rezervleri: 92.99 milyar ABD doları  
(31.08.2012 itibarıyla)

Enflasyon: Yüzde 8.88 (Ağustos 2012, TÜFE)

# MERKEZ BANKACILIĞINDA YENİ BİR ARAÇ: ÖNGÖRÜLEBİLİRLİK

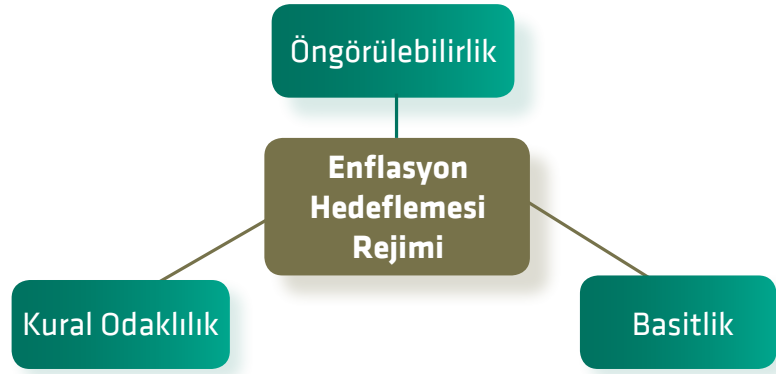
## Kriz Öncesi Dönemde Merkez Bankacılığı

Lehman Brothers'ın 2008 yılında iflas etmesi, dünya ekonomisi için yeni bir dönemin başlangıcı oldu. 1980'lerin sonundan itibaren, merkez bankalarında ana eğilim fiyat istikrarı odaklı bir para politikası uygulamasıydı. Bu eğilim paralelinde, bir çok gelişmekte olan ülke merkez bankası açık enflasyon hedeflemesi rejimini benimsedi.

Açık enflasyon hedeflemesinin gereği olarak, merkez bankaları aldıkları kararlarda ve karar alma mekanizmalarında kural odaklılığı, basitliği ve öngörülebilirliği temel aldı. Aynı zamanda merkez bankaları arasındaki hâkim görüş, fiyat istikrarını etkilemediği sürece, para politikası kararlarının alınmasında finansal sistemdeki gelişmelerin ikinci sırada

kalabileceği yönündeydi. Bu yıllarda merkez bankaları, belirlenen enflasyon hedeflerinden büyük sapmalar olmadıkça, "sürpriz" niteliğinde kararlar almaktan ve belirsizlik yaratmaktan özellikle kaçınılmaktaydı. Böyle bir ortamda yatırımcılar, merkez bankalarının katkıda bulunduğu iktisadi güven ve istikrar sa-

yesinde uzun vadeli stratejilerini görece daha az riskle belirleme imkânı buldu. Bununla birlikte, bu dönemde piyasadaki bol likidite ve düşük fonlama maliyeti, yüksek kaldıraç kullanımını besleyerek ekonomik birimlerin bilançolarındaki bazı finansal türevlerin doğru fiyatlanmamasına neden oldu.



## Gelişmiş Ülkelerin Çıkış Stratejileri ve Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri

Lehman Brothers'ın iflası ile başlayan süreçte tek amacı fiyat istikrarı olan para politikası uygulamaları sorgulanmaya başlandı. Avrupa borç krizi ile derinleşen küresel krizle birlikte merkez bankaları, esnek enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanan ve fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da

gözetilen yeni bir yaklaşım benimsedi. Bunun en önemli sebeplerinden birisi, İngiltere Merkez Bankası (BoE), ABD Merkez Bankası (Fed) ve Avrupa Merkez Bankası (AMB) gibi büyük merkez bankalarının krizden çıkış için piyasalara yüklü miktarda likidite vermeleri ile sonuçlanan **parasal genişleme** uygulamalarıydı. Dünyada artan likidite ile birlikte, gelişmekte olan ülke piyasalarına kısa vadeli sermaye akımlarının artması, bu ülkelerde aşırı kredi genişlemesine ve para birimlerinin

dolar, euro gibi para birimleri karşısında değerlendirilmesine yol açtı. Bununla birlikte yoğun sermaye akımlarının gelişmiş ekonomilerdeki durgunluktan kaynaklanan zayıf dış talep ile birleşmesi ekonomilerde dengesizliklere, verimsiz kaynak dağılımına ve makro finansal risklerin artmasına neden oldu. Bu durum, özellikle yapısal cari açığa sahip Türkiye gibi ekonomileri dış ticaret kanalıyla olumsuz yönde etkileyerek ülkelerin finansal risklerini artırdı.



## Krizde Değişen Merkez Bankacılığı

Yaşanan küresel ekonomik kriz ile birlikte gelişmekte olan ülke merkez bankalarının finansal istikrara, makro dengesizliklere ve varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara daha fazla önem vermeleri gerektiği anlaşıldı. Gelişmiş ülkelerin krizden çıkış uygulamalarının sonuçlarıyla mücadele etmek için gelişmekte olan ülke merkez bankacı-

lığı genel çerçevesinin gözden geçirilmesi gerektiği ortaya çıktı.

Son yıllarda, kriz öncesinde uygulanan geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminin tek aracı olan kısa vadeli faiz oranları ile hem enflasyon hedeflerinin tutturulmasının, hem de kriz ile birlikte ortaya çıkan finansal riskler ile mücadele edilmesinin mümkün olamayacağı görüşü ağırlık kazandı. Gelişmekte olan ülke merkez bankaları, bu risklerin başında gelen sermaye

akımlarındaki oynaklığın olumsuz sonuçlarıyla mücadele etmek için sermaye kontrolleri ve makro-finansal riskleri azaltıcı tedbirler gibi araçları kullandı. Bazen çok kuvvetli, bazen de çok zayıf olan sermaye akımlarına karşı, merkez bankaları tarafından yapılan döviz alım satımlarının ideal araç olmadığı görüldü. Son zamanlarda, bu araçlara alternatif olarak kısa vadeli faiz oranlarının öngörülebilirlik derecesinin değiştirilmesi ile sermaye akımlarının dengelenebileceği fikri ortaya atıldı.

## Para Politikasının Risk Kanalı

Öngörülebilirlik derecesini bir araç olarak kullanan yaklaşıma göre, düşük risk iştahı ve zayıf sermaye akımlarının olduğu dönemlerde güçlü politika öngörülebilirliği; yoğun sermaye akımlarının olduğu dönemlerde ise düşük politika öngörülebilirliği ile sermaye akımlarındaki oynaklığı sınırlandırması mümkündür.

Merkez bankaları tarafından öngörülebilirlik derecesinin kullanılabilmesi için, sermaye akımlarının yoğunlaştığı dönemlerde faiz oranlarının dalgalanmasına izin verilmesi gerekmekte olup bu dalgalanma, piyasaları iki kanaldan et-



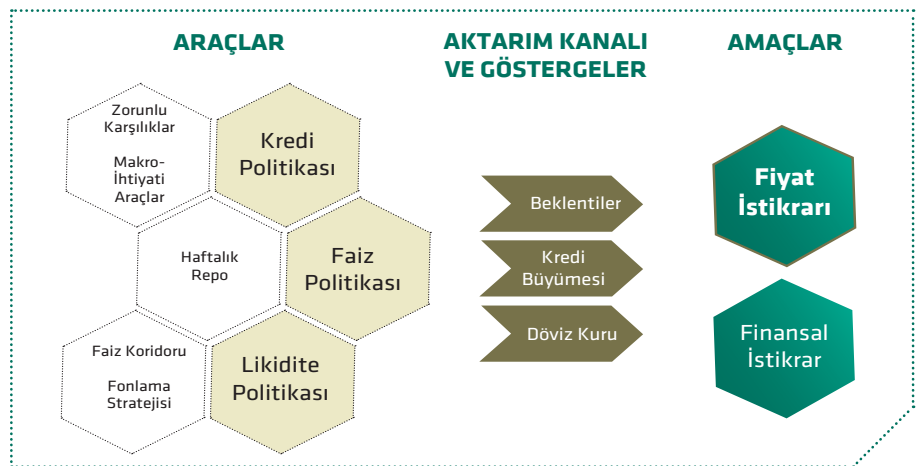
kilemektedir. Birincisi, finansal araçlar söz konusu dalgalanmadan kaynaklanan riskleri fiyatlayarak borç verme faizlerinin yükselmesine, başka bir deyişle maliyetlerin artmasına neden olur. Bu da kredi genişlemesinin önüne geçilmesine katkıda bulunur. İkincisi, yüksek politika belirsizliği, kısa vadeli yatırımcıları caydırarak spe-

külatif sermaye akımlarının önünü keser. Gelişmiş ülke merkez bankalarının piyasaya yoğun likidite sağlamasından kaynaklanan aşırı sermaye akımlarının olumsuz etkilerini sınırlamak üzere ek bir kanal olarak ortaya atılan bu yeni uygulama, "para politikasının risk kanalı" olarak adlandırılabilir.

## Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Politika Öngörülebilirliği

Küresel kriz ile birlikte geleneksel uygulamaları terk ederek 2010 yılının son çeyreğinden itibaren yaratıcı ve yeni bir para politikası uygulamasına başlayan TCMB, kriz sonrası dönemde aldığı kararlardaki "öngörülebilirlik derecesini" kullanarak ülke ekonomisinin dış şoklara dayanıklılığını artırmayı amaçlamıştır.

Bu uygulamada TCMB ortalama fonlama faizi günlük likidite yönetimi araçları kullanılarak gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki fark olan faiz koridoru aralığında herhangi bir noktada



oluşturulabilmektedir. Politika duruşu, Para Politikası Kurulunun bir sonraki toplantısı beklenmeden, günlük olarak yeniden düzenlenebilmekte, bu da TCMB'ye büyük esneklik kazandırmak-

tadır. Faiz koridoru uygulaması, sterilize edilmemiş döviz müdahalelerinin etkisine benzer bir etki yaratmakta ve döviz alım satımına olan ihtiyacı azaltmaktadır.

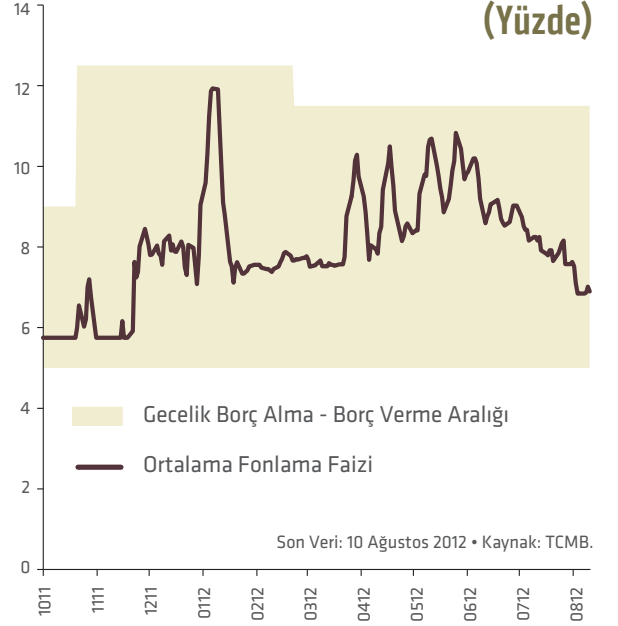
Bu çerçevede TCMB, söz konusu dönemde enflasyon görünümünün olumlu seyretmesinin de yardımıyla, temel amacı olan fiyat istikrarının yanında, makro finansal risklerin azaltılabilmesine yönelik politikalar da geliştirmiştir. Geleneksel politika aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak faiz koridoru ile birlikte zorunlu karşılıklar ve diğer likidite uygulamaları da aktif bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

TCMB, küresel krizin ardından sermaye akımlarının arttığı dönemlerde faiz koridorunun genişliğini değiştirerek politika öngörülebilirliğinin derecesini belirleme imkânına sahip olmuştur. Faiz koridorunun geniş tutulması, kısa vadeli faiz oranlarında dalgalanmaya izin vererek döviz kurlarındaki dalgalanmayı azaltmaktadır.

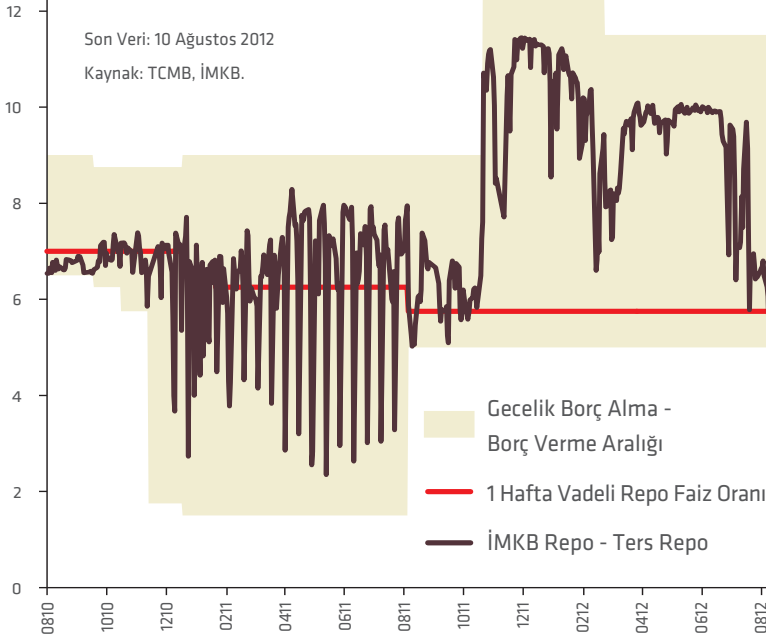
### Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti

TCMB'nin Bankalararası Para Piyasası (depo verme) ve Açık Piyasa İşlemleri (İMKB repo, piyasa yapıcısı repo, miktar ihalesi ile haftalık repo, geleneksel ihale ile haftalık repo, aylık repo) ile yaptığı vadeli gelmemiş fonlamanın ağırlıklı ortalamasıdır.

## TCMB Ortalama Fonlama Faizi (Yüzde)



## TCMB Faiz Koridoru ve İMKB'de Oluşan Gecelik Faiz (Yüzde)



### Kasım 2010 - Ağustos 2011

Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin yoğunlaştığı bu dönemde TCMB, bir yandan kısa vadeli sermaye akımlarını sınırlamayı ve kurdaki aşırı değerlenmeyi önlemeyi, diğer yandan yurt içi krediler ve talebin kontrollü büyümesi ile iç ve dış talebin dengelemesini hedeflemiştir. Bu çerçevede TCMB faiz koridorunu aşağı doğru genişleterek gecelik faiz oranlarının politika faiz oranından düşük seviyede oluşmasına izin vermiş, gecelik faizlerde aşağı yönlü oynaklığı artırarak spekülasyon sermaye girişlerini azaltabilmiştir.

### Ağustos 2011

Gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine TCMB, sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemdeki uygulamasının tersine, gecelik borç alma faizini yükselterek faiz koridorunu daraltmıştır.

### Ekim 2011

Küresel risk iştahının bozulmasıyla Türk lirasının aşırı değer kaybı ve fiyat ayarlamaları nedeniyle TCMB, borç verme faizlerini artırarak faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. TCMB, piyasaya yapılan fonlamayı ayarlayarak gecelik faiz oranlarının politika faizinin üzerinde oluşmasına izin vermiştir.

Uygulanan faiz koridoru sistemi, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve ekonomi geneli üzerindeki olumsuz yansımalarının yumuşatılmasına katkıda bulunmaktadır. Bu doğrultuda, TCMB küresel görünümdeki belirsizlik ve sermaye akımlarındaki oynaklık devam ettiği sürece faiz koridorunu aktif bir politika aracı olarak kullanabilecektir.

Daha fazla bilgi için: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)



# KONUT FİYAT ENDEKSİ



Konut Fiyat Endeksi (KFE), Türkiye konut piyasasındaki fiyat değişimlerinin takip edilmesine yönelik, ülke genelini kapsayan bir endekstir.

KFE'nin hesaplanmasında, yapım yılına bakılmaksızın, satışa konu olan tüm konutlara ilişkin fiyat verileri kullanılmaktadır. Satışın gerçekleşmesi ile oluşan gerçek fiyatı temsil etmek üzere, bireysel konut kredisi başvuruları sırasında düzenlenen değerlendirme raporlarındaki konut değerleri kullanılmakta olup satışın gerçekleşerek kredinin kullanılmasını şartı aranmamakta, değerlemesi yapılan tüm konutlar kapsama dahil edilmektedir. Ülke geneli için hesaplanan Türkiye Konut Fiyat Endeksi (TKFE) için tüm değerlendirme raporları, yine ülke genelini temsil etmek üzere hesaplanan Türkiye Yeni Konutlar Fiyat Endeksi (TYKFE) için ise yapım yılı, içinde bulunulan yıl ile bir önceki yıl olan konutlara ait değerlendirme raporları kullanılmaktadır.

Türkiye geneli için hesaplanan TKFE, 73 ilde değerlendirilmesi yapılan tüm konutlara ilişkin verileri içermektedir. Sekiz il yeterli sayıda veri gelmemesi nedeniyle kapsam dışında bırakılmıştır. TYKFE'nin hesaplanmasında analiz için yeterli veri geldiği gözlenen 26 ilde değerlendirilmesi yapılan yeni konutlara ilişkin veriler kullanılmaktadır.

Çalışmada, ilk olarak ilçe düzeyinde tanımlanan tabakalar (benzer özellikteki konutların gruplandırıldığı ve veri sayısının güvenilir bir ortanca (medyan) birim

fiyat hesaplanması için yeterli olduğu en küçük birim) İstatistik Bölge Birimleri Sınıflaması (İBBS)'nin sırasıyla 3. ve 2. düzeyinde toplulaştırılmış, 2. düzeyden Türkiye toplamına geçilmiştir. İBBS, Avrupa Birliği Bölgesel İstatistik Sistemi'ne uygun, karşılaştırılabilir istatistik veri tabanı oluşturulması amacıyla ülke geneli için oluşturulan bölgesel birim sınıflaması anlamına gelmektedir.

Konut kredilerine temel oluşturan değerlendirme raporları gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından düzenlenmekte ve konut kredisi kullandıran bankalar tarafından aylık olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na aktarılmaktadır.

KFE'nin üretilmesinde, heterojen yapıda olan konut piyasası için belirli bir fiyat değişim ölçütü oluşturabilmek amacıyla, benzer özellikteki konutların gruplandırılarak görece homojen tabakaların oluşturulması ve her bir tabaka için hesaplanan ortanca birim fiyatın ağırlıklandırılmasıyla genel fiyat endeksine ulaşıldığı "Tabakalanmış Ortanca Fiyat Yöntemi" uygulanmaktadır.

KFE, değerlendirilmesi yapılan konutların ortanca birim fiyatının, satışı gerçekleşen tüm konutların ortanca birim fiyatının bir göstergesi olduğu varsayımına dayanmaktadır. Ortanca birim fiyat, her tabakada, ilgili aydan bir önceki ve bir sonraki ayı kapsayacak şekilde üçer aylık dönemlerde oluşturulan birim fiyat veri seti kullanılarak uç değerler atıldıktan sonra

hesaplanan ortanca değeri ifade etmektedir.

Endeksin üretilmesinde kullanılan ortanca birim fiyat hesaplanırken, uç değer analizinde Tukey's Hinges yöntemi kullanılmaktadır.

Tabakaların toplulaştırılmasında ağırlık olarak, TKFE için Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü (TKGM) kayıtlarındaki konut satış verileri, TYKFE için Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayımlanan yapı kullanma izin belgesi istatistikleri kullanılmaktadır. TKFE'nin hesaplanmasında kullanılan ağırlıklar, her yıl, bir önceki yılda ilgili tabakada gerçekleşen konut satış sayıları ile hesaplanan yeni ağırlıklar ile değiştirilmektedir. TYKFE'de kullanılan ağırlıkların hesaplanmasında ilgili yıldan önceki son iki yılda verilen yapı kullanma izin belgeleri kullanılmaktadır.

Konut fiyatlarının temel yıla göre değişimini gösteren 2010 temel yıllık KFE, Zincirleme Laspeyres yöntemi kullanılarak hesaplanmaktadır. Zincirleme yönteminin kullanılmasının nedeni ağırlıkların her yıl güncelleniyor olmasıdır.

2010 yılı Ocak ayı ile başlayan KFE serileri, referans dönemini oluşturan her üç aydan sonraki kırk gün içinde yayımlanmakta olup, veri yayımlama takvimine TCMB Genel Ağ sitesinden ulaşılabilir.

Konuya ilişkin ayrıntılı bilgiye ve üretilen endekslere, TCMB Genel Ağ sitesinde yer alan Veriler/Dönemsel Veriler/Konut Fiyat Endeksi başlığından erişim sağlanabilmektedir.

## DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

Döviz kuru sistemleri, sistemin bağımsız para politikasının uygulanmasına sağladığı esneklik derecesine ve belli bir kur patikasına resmi ya da gayri resmi bir taahhüdün olup olmamasına bağlı

olarak sınıflandırılmaktadır. İlk grupta para politikasının neredeyse hiç esnek olmadığı 1. derece sabit kur sistemleri, ikinci grupta para politikasının kısmen esnek olduğu 2. derece sabit kur sistem-

leri ve son grupta da para politikasının esnek olduğu dalgalı kur sistemleri yer almaktadır.

### 1. Derece Sabit Kur Sistemleri

**Başka Bir Ülkenin Parasının Kullanıldığı Sistemler,** başka bir ülkenin parasının dolaşımında olduğu ya da ülkenin parasal bir birliğe dahil olduğu sistemlerdir.

**Para Kurulu Sistemleri,** ulusal para biriminin belli bir para birimine sabit bir kur üzerinden bağlandığı ve ulusal para otoritesinin para basmasına sınırlandırmaların getirildiği sistemlerdir.

**Diğer Geleneksel Sabit Kur Sistemleri,** ulusal para biriminin resmi olarak veya fiilen başka bir para birimi ya da para birimleri sepetine bağlandığı sistemlerdir.

### 2. Derece Sabit Kur Sistemleri

**Yatay Bantlar İçinde Hareket Eden Sabit Kur Sistemleri,** ulusal para biriminin değerinin sabit bir merkezî kur değerinin en az yüzde  $\pm 1$  üstünde ya da altında gerçekleştiği veya kurun maksimum ve minimum değeri arasındaki marjın yüzde 2'yi aştığı sistemlerdir.

**Sürünen Kur Sistemleri,** ulusal para biriminin değerinin belli aralıklarla küçük miktar ve sabit oranlarda veya seçili nicel göstergelerin değişimlerine bağlı olarak ayarlandığı sistemlerdir.

**Sürünen Bant İçinde Kur Sistemleri,** ulusal paranın değerinin bir bant aralığı içinde kalmasını sağlamak için kurun belli aralıklarla sabit bir oranda veya seçili göstergelere bağlı olarak değiştirildiği sistemlerdir.

### Dalgalı Kur Sistemleri

**Yönetilen Dalgalı Kur Sistemleri,** para otoritesinin belirli bir döviz kuru hedefi olmaksızın doğrudan ya da dolaylı müdahalelerle kuru etkilemeye çalıştığı sistemlerdir.

**Serbest Dalgalı Kur Sistemleri,** döviz kurunun piyasada belirlendiği sistemlerdir. Para otoritesi tarafından yapılan müdahaleler belli bir kur seviyesinin elde edilmesi için değil, kurda istenmeyen aşırı dalgalanmaları engellemeye yönelik olarak gerçekleştirilmektedir.

### Artan Para Politikası Esnekliği

Sayı: 27 | Eylül 2012

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından üç ayda bir yayımlanır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası adına Sahibi ve Sorumlu Yazı İşleri Müdürü Dr. Tuğrul Gürgür

Yayın Kurulu

Yücel Yazar, Doç. Dr. Mustafa Eray Yücel, Gamze Doğan, Emel Demirgören Şahin, Çanan Binal Yılmaz, Gonca Zeynep Özdemir, Özgür Balaban, Tunca Ünlü, Halil Burak Sakal, Harun Türker Kara, Didem Güneş, Özlem Öztekin

Baskı

Korza Yayıncılık Basım San. Tic. Ltd. Şti.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü İstiklal Cad. No: 10 06100 Ulus - Ankara

Tel: (312) 507 50 00  
e-posta: iletisimbilgi@tcmb.gov.tr

TCMB'nin ücretsiz yayınıdır.  
Abonelik için: iletisimbilgi@tcmb.gov.tr