



## FİNANSAL İSTİKRAR VE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ <sup>1</sup>

### FINANCIAL STABILITY AND MONETARY POLICY STRATEGY OF THE CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY

Cansu ŞARKAYA İÇELLİOĞLU <sup>2</sup>

#### Öz

*Küresel finansal kriz sonrasında merkez bankalarının temel hedeflerinin ne olması gerektiği tartışılan bir konu haline gelmiştir. Fiyat istikrarına hedeflenen merkez bankalarının finansal istikrarı göz ardı etmesi eleştirilmiş ve finansal istikrarın tehlike altında olmasının uzun vadede fiyat istikrarını da bozacağı ileri sürülmüştür. Kriz sonrası, dünyada merkez bankalarının para politikası stratejileri de değişim göstermiştir. Küresel gelişmeler ve dünya ekonomilerinin uyguladığı yeni politikalar Türkiye'nin makroekonomik dengelerini etkilemiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), yeni para politikası araçları kullanmaya başlamıştır. Çalışmanın amacı, TCMB'nin finansal istikrar hedefi doğrultusunda uygulamaya başladığı para politikasının değerlendirmesini yapmaktır. Çalışmanın ilk bölümünde, Amerikan Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) gibi dünya ekonomisinde önemli yeri olan merkez bankalarının kriz öncesinde uyguladıkları para politikaları ve bu politikaların ortaya çıkardığı sonuçlar ele alınmıştır. Daha sonraki bölümlerde merkez bankalarının aldıkları bu kararların Türkiye ekonomisine etkileri ve TCMB'nin küresel gelişmeler sonucunda uygulamaya başladığı yeni para politikası stratejisi ve araçları araştırılmıştır. Son bölümde ise yeni para politikası bileşiminin genel değerlendirmesi yapılarak kredi kanalı ve finansal piyasalar üzerindeki yansımaları incelenmiş, yeni araçların fonksiyonları ve riskleri analiz edilmiştir. Ekonominin daha sağlıklı temeller üzerinde olabilmesi için, kredi artış hızının kontrol edilmesi ve döviz kurunun reel değerinden uzaklaşmasının engellenmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.*

**Anahtar Kelimeler:** Finansal istikrar, merkez bankası para politikası, enflasyon hedeflemesi, rezerv opsiyon mekanizması, zorunlu karşılıklar, faiz koridoru.

#### Abstract

*After the global financial crisis, what should be the main objective of the central banks has become a controversial issue. Central banks has been criticized by the reason of targeting only price stability and ignoring financial stability. It has been suggested that if financial stability is imperilment,*

<sup>1</sup>Bu çalışma 26-27 Kasım 2016 tarihinde İstanbul'da düzenlenen "International Congress of Management Economy and Policy" adlı kongrede bildiri olarak sunulmuştur.

<sup>2</sup>Yardımcı Doçent Doktor, İstanbul Üniversitesi, cansusa@istanbul.edu.tr

*price stability will deteriorate in the long term. After the crisis, monetary policy strategy of the central banks has been changed in the world. Global developments and new policies implemented by world economies has also affected Turkey's macro economy. The Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) has begun to use a new monetary policy tools. The aim of this study is to make an assessment of monetary policy that CBRT has started to implement in line with financial stability objective. In the first part of the study, monetary policies adopted by central banks that have an important place in the world economy such as Federal Reserve Bank (FED) and European Central Bank (ECB) for the pre-crisis period and the results of these policies were discussed. In later chapters the effects on Turkey's economy of the central banks' decisions and new strategy of monetary policy and policy instruments of CBRT were investigated. In the last part, overall assessment of the composition of the new monetary policy was made, the reflection on the credit channel and financial markets were researched and the functions and risks of new instruments were analyzed. In conclusion it was obtained that the credit growth rate should be monitored and exchange rate should be prevented from divergence of its real value on behalf of robust economic fundamentals.*

**Keywords:** *Financial stability, central bank monetary policy, inflation targeting, reserve option mechanism, required reserve ratio, interest corridor.*

## GİRİŞ

Fon ihtiyacı olanlarla fon fazlası olanları bir araya getiren finans piyasaları bir ülke ekonomisinin bel kemiği olarak nitelendirilebilir. Hane halkının, firmaların ve bazen de devletin likidite ihtiyacını karşılamak, yeni yatırımları gerçekleştirmek, reel ekonomiyi canlandırmak ve istihdam yaratmak için güçlü bir finans piyasasına ihtiyaç duyulmaktadır. Risk ve getiri dağılımının etkin bir şekilde yapıldığı, sağlam bir kurumsal altyapıya sahip finansal piyasalar yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Piyasadaki düzenleyici ve denetleyici kurumlar ile finansal aracı kurumlar, kullandıkları çeşitli finansal araçlarla ekonomiye yön verebilmektedir. Bu kurumların başında gelen merkez bankaları, aldıkları para politikası kararları ile finansal istikrar üzerinde etkili olabilmektedir. Para politikası aktarım mekanizmasının etkin olabilmesi için, finans piyasalarındaki işleyişin de sağlıklı bir yapıda olması gereklidir. Aktarım mekanizmasında rol oynayan en önemli araçlar faiz oranları ve kurlardır.

Faizlerin yüksek tutulması, faaliyetlerini gerçekleştirmek için fon ihtiyacı içerisinde olan reel ekonominin yatırımlarının düşmesine neden olurken, faizlerin düşük tutulması da varlık fiyatlarının şişmesine yol açmaktadır. İki durumda da finansal istikrar sağlanamamış olmaktadır. Yine benzer şekilde kurların ekonominin temellerinden ayrılarak aşırı değerlendirilmesi ya da eksik değerlendirilmesi, ithalat ve ihracat hacimleri üzerinden ekonomiyi istikrardan uzaklaştırmaktadır. Yüksek kredi maliyetleri, belirsizlikler, riskler, düşük sermaye yeterlilikleri, varlık fiyatlarındaki balonlar, banka panikleri finansal krizlerin büyümesinin nedenleri arasında gösterilebilir. Finansal krizler meydana geldikten sonra ulusal ve uluslararası piyasalarda ortaya çıkan olumsuz sonuçların giderilmesi için büyük bedeller ödenebilmektedir. Bu nedenle para otoritelerinin krizler daha ortaya çıkmadan önce gerekli önlemleri alması gereklidir.

Çalışmada fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri doğrultusunda TCMB'nin para politikası stratejisi ve araçlarının değerlendirilmesi yapılmıştır. Bu kapsamda, birinci bölümde küresel finansal kriz öncesinde dünyada uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi ve Taylor kuralına bağlı para politikaları ele alınmış, bu politikaların ortaya çıkardığı sonuçlar irdelenmiştir. İkinci bölümde, küresel finansal krizin Türkiye'ye yansımaları, TCMB'nin kriz sırasında ve krizden çıkış sırasında uyguladığı politikalar ve kullandığı araçlar incelenmiştir. Üçüncü bölüm olan son bölümde ise, TCMB'nin 2016 yılı para politikası stratejisine yer verilerek genel ekonomik bir analiz yapılmıştır.

## 1. KÜRESEL FINANSAL KRİZ ÖNCESİNDE GENEL PARA POLİTİKASI EĞİLİMLERİ

### 1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Taylor Kuralı

1990'lı yıllardan 2000'li yılların ortalarına kadar merkez bankaları genellikle Yeni Keynesçi politikaları benimseyerek fiyat istikrarını temel hedef olarak almış ve araç olarak da kısa vadeli faiz oranlarını kullanmışlardır. Küresel finansal kriz öncesinde dışa açık ülkelerde en yaygın kullanılan strateji, enflasyon çıpası stratejisi olmuştur. Bu stratejiye göre merkez bankaları önceden açıklamış oldukları bir politika faiz oranından bankalara likidite sağlamayı taahhüt etmektedir. Merkez bankasının belirlediği faiz oranının sürdürülebilmesi için esnek kur rejiminin geçerli olması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi, tutturulması gereken bir nominal faiz oranı var anlamına gelmektedir (Eggertsson ve Woodford, 2003: 142).

1993 yılında FED başkanı olan Alan Greenspan, yeni para politikası hedefini denge reel faiz oranı olarak ilan etmiştir, bu oran ekonomiyi potansiyel üretim seviyesinde tutacak orandır (Wray, 2004: 10). Fakat politika uygulayıcılar doğal faiz oranının tam olarak nerede olduğunu tespit edememektedirler. Hatta 1994'de enflasyonun arttığına dair hiçbir kanıt olmamasına rağmen otoriteler doğal faiz oranına ulaşmak adına faiz arttırmaya devam etmiştir (Sardoni ve Wray, 2006: 454). FED'in 2000'li yılların başında uyguladığı para politikası ise Taylor Kuralına dayanmaktadır. Taylor (1993: 201) döviz kurlarını dalgalanmalardan korumak için kısa dönem faiz oranlarının hedef olarak seçilmesi gerektiğini ileri sürmüştür. Buna göre esnek döviz kurlarının olduğu bir ekonomide, fiyat seviyesi hedeflenen üzerine çıkarsa kısa dönemli faiz oranları yükseltilmelidir. Taylor (1993:202), federal fon oranlarının uzun dönem reel değerinin %2 dolaylarında olduğunu hesaplamıştır. Enflasyon ve çıktı hedeflenen düzeyde olduğunda, federal fon oranı= enflasyon oranı + %2 olmalıdır. Eğer enflasyon oranı hedeflenen oranının üzerinde gerçekleşirse veya GSYİH büyümesi potansiyel büyümenin üzerine çıkarsa faiz oranları yükseltilir, tam aksi durumda ise düşürülür (Bernanke, 2010: 6). Fakat Taylor Kuralının bazı eksik yanları vardır (Erarslan ve Bayraktar: 40). Örneğin, enflasyon hesaplamasında tüketici fiyat endeksi dikkate alınmakta fakat düzeltilmiş çekirdek enflasyona yer verilmemektedir. Stok ve akım değişkenler arası fark gözletilmemektedir. Reel faizlerin negatif olmayacağını ileri sürmektedir. Federal Rezerv Sistemi Governörler Kurulu Eski Başkanı Bernanke (2010: 7), federal fon oranının Taylor kuralına göre değerinin altında kaldığı 2002'den 2006 yılına kadar para politikasının fazla gevşek olduğunu ifade etmiştir.

## **1.2. Uygulanan Politikaların Finansal İstikrar Üzerindeki Sonuçları**

2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'in batmasıyla büyüyen finansal kriz, merkez bankası politikalarına ilişkin tartışmaları da gündeme getirmiştir. Likidite kaybı yaşayan, mevduatların nominal değerini sürdürmekte zorlanan finansal kurumlara merkez bankaları son kredi merci olarak müdahale etmiştir. Bu müdahaleler, finansal kurumların sahip oldukları varlıkların değerinin çok düşmesini önlemek için yapılmıştır. Bankalar ve diğer finansal kurumlardan kaynaklanan kayıpların bankalardaki mevduat sahiplerine zarar vermemesi hedeflenmiştir (Minsky, 2008: 49).

Finansal kriz dönemi öncesinde enflasyon hedeflemesine odaklanan merkez bankalarının faiz oranlarını düşük seviyelerde tutması, kredi piyasalarında büyük bir canlanmaya sebep olmuştur. Finansman imkânlarının artması, beraberinde varlık taleplerini ve fiyatlarını da yükseltmiştir. Özellikle ipotek teminatı altında verilen kredilerde, gayrimenkul fiyatlarındaki artışın verdiği rahatlıkla büyük artış yaşanmıştır. Bu durum bankaların çok fazla risk almasına ve ödenmeyen krediler nedeniyle finansal açıdan zayıflamalarına neden olmuştur. Yatırım araçlarının çeşitlendiği, türev araçların olduğu derinleşmiş finansal piyasalarda yaşanan bir sorun, risk yönetiminin iyi yapılamaması halinde bulaşıcı bir etkiye sahip olmaktadır. 2008 yılındaki finansal kriz de türev araçlar yoluyla sermaye piyasalarına ve bu piyasalardaki yatırımcılara yayılmıştır. Varlık fiyatlarındaki sapmaların önemli nedenlerinden biri, enflasyon hedeflemesi doğrultusunda faiz oranlarının çok yoğun bir şekilde kullanılması olarak gösterilmektedir. Bu durumun ortaya çıkmaması için hem enflasyon açığı hem de varlık fiyatlarındaki açık dikkate alınarak faiz aracı daha yumuşak kullanılmalıdır (Süslü ve Dişbudak, 2012: 73).

Finansal piyasaların serbestleşmesi beraberinde bazı tehlikeleri de getirmiştir. İktisatçılar arasında yaygın görüş, denetim ve düzenlemenin arttırılması gerektiğidir. Diğer yandan bankacılık düzenlemelerine tabi tutulmayan ve daha az denetlenen gölge bankacılığa ait faaliyetlerin, son yaşanan krizde etkili olduğu konusu tartışılmaktadır (Eren, 2016: 17). 2008 krizi sonrası finansal sistemdeki zayıflıklara çare bulmak için uluslararası düzenleyici çalışmalar yapılmıştır. Bunlardan biri olan makro ihtiyat politikası, tüm finansal sistem içerisindeki risk artışını kontrol etmeyi hedeflemektedir (Farelius ve Bilborn, 2016: 137). Ekonomik bir şok karşısında enflasyon ve çıktı açısından mümkün olan en az tavizi verebilmek için, Taylor kuralı merkez bankasının enflasyon, üretim ve kredilerdeki gelişmelere karşı rol üstleneceği ve makro ihtiyat politikasının dahil edileceği şekilde genişletilmelidir (Balmumcu, 2013: 48).

Finansal istikrar kavramına küresel kriz öncesinde, mikro bazda kurumların batma riskini minimuma indirmek amacı doğrultusunda yaklaşılıyordu. Bu nedenle özellikle gelişmiş ülkelerde politikaların makroekonomik bakış açısı ile değerlendirmesi ihmal edilmiştir. Oysa kriz sonrasında finansal istikrarın sistemik bir boyutunun olduğu anlaşılmış ve makro ihtiyati önlemlere ihtiyaç duyulmuştur. Fakat makro ihtiyati araçların da bankalar üzerinde çeşitli riskleri söz konusudur. Bu riskler banka bilançolarının özelliğine göre farklılık göstermektedir. Sermayesi düşük olan, küçük ölçekli ve yoğunlukla mevduat finansmanı yapan bankalar bu risklere daha çok açıktır (TCMB, 2016b: 60).

Finansal sektörün esnekliğini arttırmak ve dönemselliğini azaltmak için makro ve mikro bazda ihtiyati politikalar arttırılmalıdır. Çünkü finansal istikrarsızlığın ve sistemik finansal krizlerin maliyeti çok büyük olabilmektedir. En son yaşanan finansal kriz sonrasında, merkez bankalarının hedefleri arasında finansal istikrar da eklenmiştir. Fakat bu duruma bazı eleştiriler de yapılmaktadır. Smets'e göre (2013:

152), eğer merkez bankaları fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerinin ikisine birden eşit derecede odaklanırsa ve bu hedefleri tam olarak yerine getirmekte başarılı olamazlarsa, merkez bankalarının bağımsızlığı ve kredibilitesi zarar görebilir. Borio'ya (2014: 18) göre de finansal istikrarı sağlama görevi, tek başına para politikasının omuzlarına bırakılmak için çok ağır bir görevdir. Finansal yükseliş ve çöküşler daha sistematik olarak dikkate alınmalıdır. Ekonomik çevrimlerinin yükselme dönemlerinde borç-varlık kalitesine önem verilmelidir. Bunu yaparak bir süre sonra gerçekleşecek çöküş dönemini yumuşatacak bir tampon oluşturulmalıdır. Yükseliş eğilimi sınırlandırılarak çöküş döneminin şiddeti azaltılabilir.

Finansal kriz sonrasında merkez bankaları sıfıra yakın politika faizleri uygulamaya başlayıp ekonomiyi canlandırmayı hedeflemişlerdir. Ekonomide faizlerin düşebileceği en alt noktaya düştüğü ve para miktarındaki ilave bir artışın faiz oranlarını daha fazla düşümediği durum "Likidite tuzağı" olarak adlandırılmaktadır. Likidite tuzağı para politikasını etkisiz hale getirmektedir (Minsky, 2008: 148). Finansal kriz sonrasında ekonomi likidite tuzağına benzer bir durum içerisine girebilir. Faizlerin düşebileceği en alt sınır olarak görülen sıfır düzeyi de, benzer şekilde para politikasını etkisiz hale getirmiş ve merkez bankasının reel ekonomiyi etkileme gücünü zayıflatmıştır. Federal Rezerv Sistemi Governörler Kurulu Başkanı Fischer, sıfır faiz oranı ile ilgili kısıtlamaları hafifletmek için atılabilecek adımları; enflasyon hedefinin yükseltilmesi, negatif faiz uygulaması, denge reel faiz oranının yükseltilmesi ve fiziksel para kullanımının azaltılması şeklinde sıralamıştır (Fischer, 2016: 5-8). Deflasyonist bir ortamda sıfır faiz oranına ulaşırsa yüksek bir enflasyon hedefine ulaşmak mümkün değildir. Bank of Japan enflasyon hedeflemesine karşı bu argümanla direnç göstermiştir (Eggertsson ve Woodford, 2003: 142). 2014 yılının ortalarından itibaren Avrupa'da 4 merkez bankası politika oranlarını negatife kadar indirmiştir. Bu bankalar Danimarka Ulusal Bankası (DN), Avrupa Birliği Merkez Bankası (ECB), İsveç'te Riksbank, İsviçre Ulusal Bankası (SNB) ve en son olarak da Japonya Merkez Bankasıdır (BoJ) (Bech ve Malkhozov, 2016: 31). ECB kendini savunmak için; düşük faiz oranlarının merkez bankası politikasının sonucu olmadığını, düşük büyüme ve enflasyonun bir sonucu olduğunu ileri sürmüştür (Dor, 2016: 1).

## **2. KÜRESEL FINANSAL KRİZ DÖNEMİNDE TCMB'İN POLİTİKALARI VE YENİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARI**

### **2.1. Küresel Finansal Krizin Türkiye'ye Yansımaları**

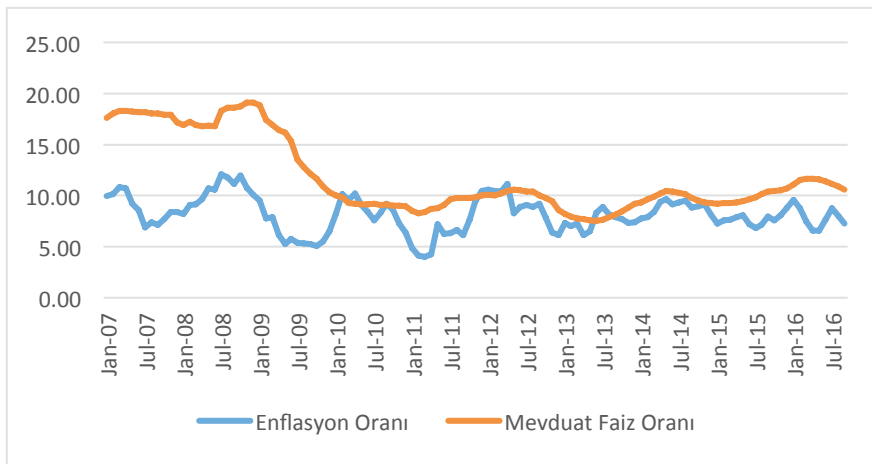
Dışa açık bir ülkede oluşan faiz oranı, o ülkenin merkez bankasının yanı sıra FED ve ECB gibi dünya ekonomisinde önemli rol oynayan diğer ülkelerin merkez bankalarının da aldığı kararlardan etkilenerek belirlenmektedir (Erer v.d, 2016: 298). Türkiye de hem küresel ekonomideki gelişmelerin hem de büyük merkez bankalarının aldığı kararların etkisi altında kalmıştır. Faiz oranlarının seviyesi iç talebi etkilediği kadar dış talebi de etkilemektedir. Örneğin, enflasyonla mücadele kapsamında artan faiz oranları, bir yandan kredi taleplerini azaltırken diğer yandan kısa vadeli portföy yatırımlarını ülkeye çekmektedir. Ülkede döviz likiditesinin bol olması, döviz kurları üzerinde baskı yapmakta ve yerli paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Yerli malların pahalılaşması ihracat miktarını azaltırken nispeten ucuzlanmış olan yabancı mallara olan talep ise artmaktadır. Dış ticaret dengesinin olumsuz etkilenmesi, cari açık probleminin daha da büyümesine neden olmaktadır.

Cari açık konusunda dikkat edilmesi gereken nokta, ithalatın kısa vadeli yabancı kaynaklarla mı yoksa uzun vadeli yabancı kaynaklarla mı finanse edildiğidir. Kısa vadeli yabancı sermaye, küresel risk iştahındaki bir değişiklik ile birlikte ülkeden ani şekilde çıkabilmektedir. İthalat sıcak para ile finanse edildiğinde ekonominin kırılganlığı artmaktadır. Oysa doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli kaynaklar, daha sağlıklı bir finansal yapı oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret finansmanının kısa vadeli kaynaklara dayalı sağlıksız bir yapıda olması ülkelerin ekonomik şoklara karşı direncini zayıflatmaktadır.

Bununla birlikte kısa vadeli yabancı sermaye girişleriyle likiditenin bollaşması, krediye daha kolay erişim sağlamaktadır. Kredi imkânlarıyla iç talebin canlanması, enflasyonist baskılara yol açan bir döngü oluşturacaktır. Son yaşanan küresel krizde de görüldüğü gibi, varlık fiyatlarındaki hızlı artışlar makroekonomik ve finansal istikrara karşı büyük bir tehdit olabilmektedir. Varlık fiyatlarının yükselmesi, servet etkisi üzerinden harcamaları arttırmaktadır. Bu durum enflasyonist baskıya neden olabilmektedir. Merkez bankalarının dar bir bakış açısı ile bakması, varlık fiyatlarının enflasyon üzerinde oluşturduğu tehlikeyi görememelerine neden olmuştur.

Faiz oranlarının enflasyon oranının altında kaldığı dönemlerde ise, fon fazlası olan kişiler negatif getiri (negatif reel faiz) elde edecekler diğer bir deyişle paralarının satın alma gücü düşecektir. Bu durumda elde para tutmanın maliyeti yüksek olduğundan sıcak patates etkisi gibi para tutmaktan kaçınacaklardır. Reel faizlerin düşük olması, tasarruf miktarını da düşürmektedir. Tasarruf oranının düşük olması halinde yatırımların finansmanında dış kaynaklara olan ihtiyaç artmaktadır. Fakat sağlıklı bir ekonomide yatırımlar dış kaynaklarla değil tasarruflarla beslenmelidir. Çok düşük reel faiz oranları ve dolayısıyla faiz oranı-büyüme oranı diferansiyelinin negatif olması, iç finansal piyasalardaki çarpıklıklardan, kısıtlanmış tasarruf piyasalarından ve finansal baskılardan kaynaklanmaktadır (Escobedo v.d., 2015: 20). Türkiye'de yıllık enflasyon oranları ve 1 yıla kadar vadeli mevduatların faiz oranları incelendiğinde, 2009 yılının ikinci yarısından itibaren faizlerin reel olarak düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. Hatta 2010 yılının ilk aylarında mevduat faizleri enflasyon oranının altına düşmüş ve negatif getiri oranı geçerli olmuştur. Benzer bir eğilim, 2011 yılı sonu, 2012 yılı başı ve 2013 yılı ortalarında da yaşanmıştır.

**Grafik 1. Enflasyon Oranı ve Mevduat Faiz Oranı Göstergeleri**



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

Süslü ve Dişbudak 'a göre (2012: 70-71), dışa açık küçük ülkelerde faiz kadar döviz kuru da toplam talep üzerinde etkili olduğundan, söz konusu ülkeler için Taylor kuralının yeniden tanımlanması gerekmektedir. Kur ve faiz değişkenleri birlikte ele alındığında, çıktı açığı daha iyi kontrol edebilmektedir. Parasal durum endeksi ile sadece ulusal para değil yabancı para da kontrol edilebilmektedir. Parasal durum endeksi kural politikasını ilk uygulayan ülke olan Kanada, çıktı açığını azaltma konusunda faiz oranlarından daha çok döviz kuruna önem vermiştir. Bunun yanı sıra Yeni Zelanda döviz kuru ve faize eşit oranlarda ağırlık vermiştir.

Türkiye'de ithalatın mal gruplarına göre dağılımı incelendiğinde, 2015 yılında toplam ithalatın %69'unun ara mallardan, % 17'sinin sermaye mallarından ve % 14'ünün tüketim mallarından oluştuğu görülmektedir (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2016). Üretimde kullanılan ara malların ithalata dayalı olması, reel GSYH ile döviz kurunun ilişkisini ortaya koymaktadır. Büyümenin itici güçlerinden biri de, üretimde kullanılan ithal ara mallara daha düşük maliyetlerle erişebilmektedir. Bu nedenle kurların düştüğü dönemlerde Türkiye'de daha yüksek bir büyüme oranı yakalanabilmektedir.

Süslü ve Dişbudak (2012: 79) çalışmalarında, Türkiye'de kısa vadeli faiz oranlarının toplam talep üzerindeki etkisinin kuvvetli olmadığı, fakat döviz kurundaki %1'lik değişimin toplam talebi %0,23 oranında etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bu nedenle uzun dönemde toplam talebi etkileyecek kural politikası, tek bir değişken (faiz) üzerine odaklanan Taylor kuralı değil iki değişken (faiz ve döviz kuru değişkenleri) üzerine odaklanan parasal durum endeksi (MCI) 'dir. TCMB, enstrüman aracı olarak faizi ve kuru birlikte kullanılmalıdır (Süslü ve Dişbudak, 2012: 82).

## **2.2. TCMB'nin Aldığı Önlemler ve Çıkış Stratejisi**

Merkez bankalarının kriz dönemlerinde uyguladıkları para politikaları ile normal zamanda uyguladıkları para politikaları birbirinden farklılaşmaktadır. Merkez bankaları krizin büyümesine engel olabilmek ve etkilerini azaltabilmek için gerekli önlemler almaktadır. Kriz süreci atlatıldıktan sonra ise, normalleşme operasyonlarını içeren ve çıkış stratejileri olarak adlandırılan politikalar uygulanmaya başlamaktadır. Kriz döneminde yaşanan likidite artışı ve mali destek programları sonucunda, krizi derinden yaşayan ülkeler bütçe açıkları ve enflasyon riski ile karşı karşıya kalmışlardır. TCMB de, esnek ve etkin likidite yönetimi ile gerekli önlemleri almış ve kamuoyu ile şeffaf bir şekilde paylaşmıştır. Merkez bankalarının nihai ödünç verme merci olması, toplumda psikolojik açıdan bir güven sağlamaktadır. Fakat bununla birlikte finansal kriz dönemlerinde ekonomi içine şırına edilen fazla para miktarının, toparlanma süreci sonrasında ekonomiden geri çekilmesi gereklidir. Aksi takdirde uzun dönemde enflasyon oranının yükselmesi maliyeti ile karşı karşıya kalınacaktır (Cukierman, 2011: 26).

TCMB'nin döviz piyasasına yönelik aldığı tedbirler şu şekilde özetlenebilir (TCMB, 2010: 2-3 ). Döviz alım ihalelerine ara verilmiş, hatta Ekim 2008'de 100 milyon dolar döviz satım ihalesi yapılmıştır. Bankaların döviz depo piyasasındaki işlem limitleri kademeli olarak arttırılmış, borçlanma vadeleri arttırılmış ve faiz oranları düşürülmüştür. Yabancı para zorunlu karşılık oranlarında indirim yapılarak ilave döviz likiditesi sağlanmıştır. Ek olarak ihracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve kredilerde kullanım kolaylığı sağlanmıştır. Mart 2009'da 900 milyon dolar döviz satım ihalesi yapılmıştır. Küresel krizin etkilerinin hafiflemesiyle birlikte, 2009 yılının ortalarından itibaren döviz piyasasına yönelik alınan önlemler geri alınmaya başlamıştır.

Kriz döneminde TCMB'nin uyguladığı Türk lirasına ilişkin tedbirler ise 3 başlık altında değerlendirilebilir (TCMB, 2010: 4-5). İlk olarak alınan tedbirler, piyasada oluşan belirsizliği gidermek amacıyla yapılmıştır. Bu kapsamda TCMB Ekim-Kasım 2008'de borçlanma ve borç verme faizini %3,5'dan % 2,5'a düşürülmüştür. İkinci olarak kredi piyasasının etkin işlemesine destek vermek için, 2009 yılının ikinci yarısında, üç ay vadeli repo ihalelerine başlanmış ve Türk lirası zorunlu karşılık oranı %6'dan %5'e düşürülmüştür. Üçüncü tür tedbirler ise, enflasyonda hızlı bir düşüş olacağı öngörüsüyle Kasım 2008'den itibaren politika faiz oranlarının indirilmesi ve merkez bankası borçlanma faiz oranının %6,75'den %6,5'e düşürülmesidir. Bunların yanı sıra kriz öncesinde de uygulanmakta olan bir araç olan devlet iç borçlanma senetleri alımına devam edilmiştir.

Gün içinde piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlama yapılması halinde, gün sonunda İMKB repo-ters repo pazarında ve bankalar arası para piyasasında gecelik vadede verilen borçlanma miktarı düşürülerek denge sağlanmıştır. Kalıcı likidite açığı ortaya çıkması halinde ise, teknik faiz ayarlaması sürecinin devreye sokulması kararlaştırılmıştır. Buna göre para politikası referans faiz oranı olarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı belirlenmiş ve gecelik vadede borçlanma ve borç verme faiz oranının gerektiği takdirde düşürülebileceği ifade edilmiştir. Para piyasalarındaki dalgalanmalara ve öngörülemeyen likidite gelişmelere müdahale edilebilmesi için merkez bankasına esneklik sağlanmıştır. Bir hafta vadeli repo ihaleleri için ilan edilen sabit faiz oranı, referans faiz oranı niteliğini kazanmış ve gecelik borçlanma oranının 50 baz puan üzerinde belirlenmiştir (TCMB, 2010: 7-8). TCMB gecelik vadede ya da haftalık vadede bankaları fonlayabilmekte ve gecelik vadede borç alabilmektedir. Bir haftalık reponun faizi ve faiz koridorun sınırları her ay yapılan Para Politikası Kurulunda belirlenmektedir. Ani gelişen küresel risk ve belirsizliklere karşı daha hızlı önlem alabilmek için gerekli hallerde faizler günlük olarak ayarlanabilmektedir.

TCMB, 2010 yılının Nisan ayında "çıkış stratejisi" adı altında yeni bir strateji benimseyerek likidite tedbirlerini azaltmaya başlayacağını ve zorunlu karşılık oranlarını kriz önceki seviyeye çekeceğini açıklamıştır. TCMB çıkış stratejisi kapsamında zorunlu karşılıklara faiz ödenme uygulamasını sona erdirmiş, zorunlu karşılık oranlarını arttırmış ve vadeye göre farklılaştırmıştır. Kredi artış hızını kontrol etmek için zorunlu karşılık oranlarını bir araç olarak seçmiştir. Kısa vadeler için yüksek, uzun vadeler için düşük karşılık oranları uygulanarak bankacılık sisteminin yükümlülük vadesinin uzatılması hedeflenmiştir. Faiz koridoru ise genişletilmiştir. Ekonomiyi kırılgan hale getiren kısa vadeli sermaye girişini yavaşlatmak için faizler düşük tutulmuştur. Gecelik borçlanma faizi 500 baz puan düşürülerek %1,50 oranına, politika faizi ise 75 baz puan düşürülerek %6,25 oranına getirilmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 13).

Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, 2010 sonu itibarıyla uygulanan politikaların 2 çeyrek gecikmeli olarak yanıt verdiği ve cari açığın kademeli olarak iyileştiği görülmektedir (Kara, 2011: 31). Benzer şekilde Süslü ve Dişbudak 'da (2012: 80), merkez bankasının para politikalarının yaklaşık 2 dönem sonra (6 ay) reel ekonomiyi ve büyüme sürecini etkilediğini sonucuna varmıştır.

### **2.3. Uygulanan Yeni Para Politikası Araçlarının Değerlendirilmesi**

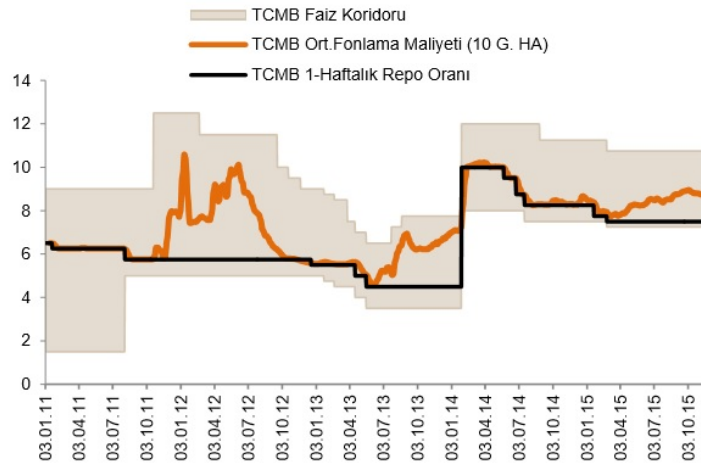
Kredi hacmini kontrol etmek isteyen bir merkez bankasının politika aracı olarak faiz oranlarını kullanıyor olması, sadece kredi piyasasını değil diğer yandan sermaye piyasasını da etkilemesine neden



olmaktadır. Faizlerin yükselmesi yönündeki bir uygulama kredi artışını durdurabilmekte fakat aynı zamanda kısa vadeli sermaye girişini de özendirebilmektedir. Bu durumda krediler kontrol altına alınırken, döviz kurlarındaki denge zarar görecektir. Merkez bankalarının tek bir araçla birden fazla amaca hizmet etmesi mümkün görülmemekte ve yeni politika araçlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenle Türkiye’de de hem kredi artışını hem de kısa vadeli sermaye girişlerini caydıracak alternatif araçlar devreye sokulmuştur. TCMB, fiyat istikrarını bozmadan finansal istikrar sağlamak adına politika faizi olan bir haftalık repo ihale faiz oranına ilaveten zorunlu karşılık oranlarını ve faiz koridorunu (gecelik borç alma ve borç verme arasındaki fark) araç olarak kullanmaya başlamıştır.

Bankalar likidite sıkışıklığı yaşamaları halinde gecelik olarak belli sınırlarda merkez bankasından borçlanabilmekte, likidite fazlalığı olması halinde ise merkez bankasına borç verebilmektedirler. Faiz koridoru, bir alt ve üst sınırı olan faiz aralığını ifade etmektedir. Üst sınır merkez bankasının bankalara vereceği kredilerde kullanılacak faiz oranı iken, alt sınır bankalardan alacağı borçlarda geçerli olacak faiz oranıdır. Merkez bankası, bankaların verdiği kredi hacmini etkilemek istediğinde faiz koridoru aracını kullanabilmektedir. Merkez bankası faiz koridorunu geniş tutarak kısa vadeli faizin tahmin edilebilirliğini azaltabilir, belirsizliği arttırabilir ve kredileri azaltıcı etki yaratabilir. Bunların yanı sıra koridorun geniş tutulması 1 ay sonraki Para Politikası Kurulunu beklemek zorunda kalmadan küresel değişikliklere karşı esnek kararlar alabilme gücü de sağlamaktadır. Merkez bankasının faiz koridorunun üst sınırını yükseltmesi, bankaların olası bir fon talebi karşısında yüksek faiz maliyeti ile karşı karşıya kalacakları anlamına geleceğinden, bankalar da kendi verdikleri kredilerin faizlerini yükseltme eğilimine girebilirler (Kara, 2012: 19).

**Grafik 2. TCMB Faiz Koridoru, Ağırlıklı Ortalama Maliyeti**



Kaynak: TCMB, 2016 Yılı Para ve Kur Politikası, s.9.

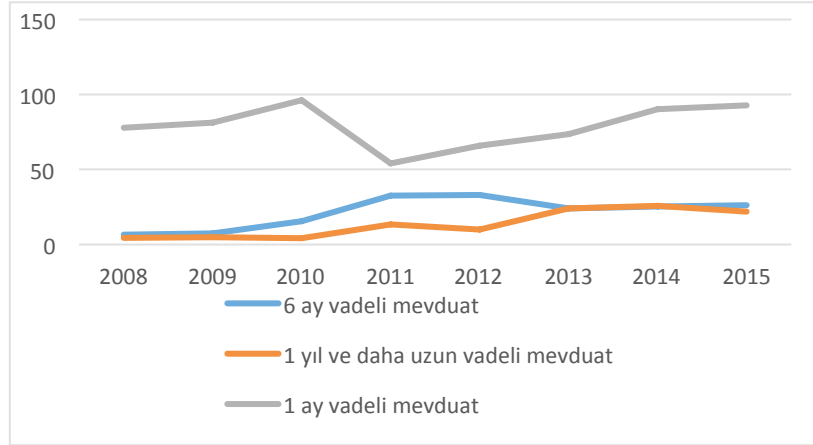
Grafik 2’de TCMB’nin faiz koridoru ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti gösterilmektedir. Grafikten de görüldüğü gibi TCMB bazı dönemlerde faiz koridorunu geniş tutmakta, bazı dönemlerde ise daraltmaktadır. Faiz koridorunun geniş tutulduğu dönemlerde bankalar için belirsizlik artmaktadır. Bankalar tam olarak hangi orandan borçlanacaklarını bilmediklerinden, risklerini kontrol etmek amacıyla kredi verirken daha temkinli olmaktadır. Özel sektöre faaliyetlerini gerçekleştirmek için ihtiyaç

duydukları finansmanı sağlayan bankaların ülke ekonomisinde önemli rolleri vardır. Bankaların elindeki fon miktarı ve fon maliyeti merkez bankasının uyguladığı politikalara göre değişmektedir. Ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti, merkez bankasının gecelik borç vermek faizi ile haftalık repo faizinin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Merkez bankaları piyasadaki para miktarı üzerinde etkili olarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamayı hedeflemektedir. Merkez bankasının bankaları daha yüksek bir orandan fonlamaya başlaması ve ağırlıklı fonlama maliyetinin yükselmesi, bankaların da bu maliyet artışını özel sektöre yansıtmasına sebep olmaktadır. Bu durum daraltıcı para politikası etkilerini ortaya çıkartırken, merkez bankasının enflasyon hedefine yaklaşmasına yardımcı olmakta fakat diğer yandan büyüme ile ilgili sorunların yaşanmasına neden olabilmektedir.

Merkez bankası aldığı faiz kararları ile döviz kurları üzerinde de etkili olabilmektedir. Döviz kurlarının artması ithal girdi kullanan gelişmekte olan ülkeler için bir maliyet unsurudur ve enflasyonist baskılara yol açmaktadır. İthalat harcamalarının artması cari açık problemini daha da kötüleştirmektedir. Örneğin küresel belirsizlik nedeniyle bir ülkeden sermaye çıkışı olursa yerli paranın değer kaybetmesi sorunu ortaya çıkacaktır. Merkez bankası kur üzerindeki baskıyı hafifletmek için bankalara sağladığı likiditeyi kısım faizleri (ya da faiz koridorunun üst sınırını) yükseltebilir. Merkez bankasından elde edilen fonun maliyetinin artması, bankaları likidite temin etmek için piyasaya döviz satmaları yönünde teşvik edebilir. Bankaların bu hareketi piyasadaki döviz miktarını biraz da olsa arttıracak ve yerli paradaki değer kaybını hafifletecektir. Diğer yandan yükselen faizler sermaye çıkışını caydırarak kur üzerinde olumlu etki yaratacaktır (Kara, 2012: 21).

Zorunlu karşılıklar, bankaların topladıkları mevduatların merkez bankasında rezerv olarak sakladıkları kısmıdır. Zorunlu karşılık oranlarının arttırılması, bankaların kullanımındaki kaynakların azalması anlamına gelmektedir. Bankalar mevduata dayalı kredi verdiklerinden zorunlu karşılıkların yükseltilmesi bankaların ellerindeki kaynağın ve dolayısıyla vermiş oldukları kredilerin azalmasına neden olmaktadır. Böyle bir durumda bankalar kaybettikleri kaynağın yerine ikame bir kaynak bulma arayışına girerler ve merkez bankasından borçlanmak zorunda kalabilirler. Fakat dikkat edilmesi gereken husus, bankalardaki mevduatların vadesinin ortalama 50 gün iken, merkez bankasının sağladığı fonun sadece 1 haftalık olmasıdır (Başçı ve Kara: 2011, 13). Bankalar zorunlu karşılık oranları arttırıldığında diğer fon kaynaklarına göre nispeten daha uzun vadeli olan bir kaynaklarını kaybetmiş olurlar. Bu durum ilave bir faiz riski ile karşı karşıya kalmalarına neden olur. Faiz riskini kredi faiz oranlarına yansıtılabildikleri gibi verdikleri kredi miktarlarını azaltma yolunu da tercih edebilirler. Kredi hacmini kontrol etmek isteyen Merkez bankası, faiz koridoru sistemini kullanarak bankaların kendisinden fon talep etmesinin önünü kesebilir. Böylece hem zorunlu karşılıklar aracı hem de faiz koridoru aracı merkez bankasının amacına ulaşmasını destekler.

**Grafik 3. Vadelere Göre Mevduat Miktarı (Milyar TL)**

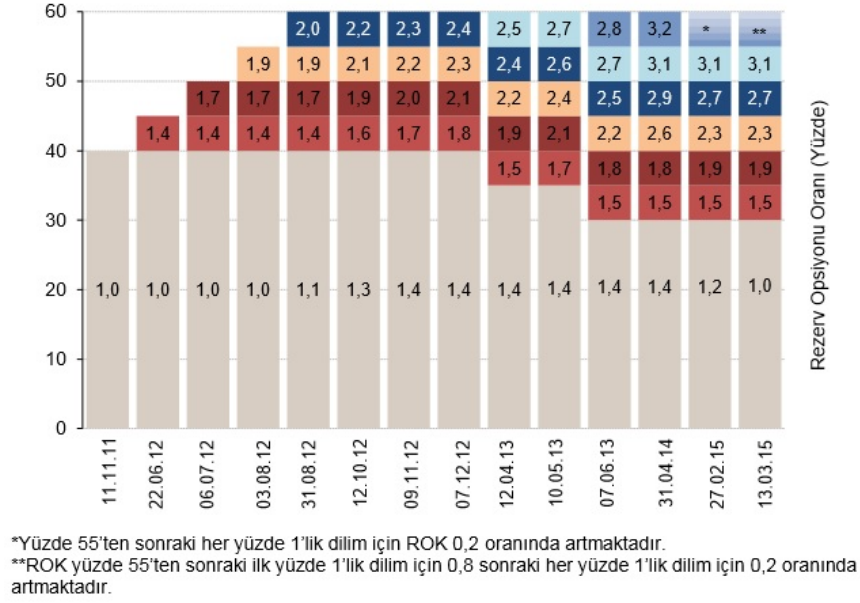


Kaynak: TCMB verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

2010 yılının Eylül ayında zorunlu karşılıklara faiz ödemesinin sona erdirilmesi, bankaların kaynak maliyetlerini olumsuz etkileyecek bir gelişme olmuştur. Buna ek olarak TCMB'nin Nisan 2011 itibarıyla zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasını %13,3 oranına getirmesiyle birlikte yaklaşık 100 baz puan doğrudan maliyet etkisi ortaya çıkmıştır. Zorunlu karşılık oranları ile ilgili kararların bankalara maliyeti kabaca mevduat faiz oranı ile zorunlu karşılık oranı çarpımı ile elde edilebilmektedir (Başçı ve Kara: 2011, 14). Bununla birlikte, mevduatlara uygulanan zorunlu karşılık oranları vadeye göre farklılaştırılarak bankacılık sistemi yükümlülüklerinin vadesinin uzaması hedeflenmektedir. Bu uygulama mevduatların vadesinin uzamasına yardımcı olmuştur. Grafik 3'de görüldüğü gibi, 2010 yılında alınan önlemlerden sonra, 1 ay vadeli mevduatlarda belirgin bir düşüş olmuş, 6 ay ve 1 yıl vadeli olan mevduatlarda da yükseliş yaşanmıştır.

Merkez bankasının kullandığı yeni araçlardan biri de Rezerv Opsiyon Mekanizmasıdır. Rezerv opsiyon mekanizması, TL zorunlu karşılıkların bir kısmının döviz ve altın olarak tutulabilmesini sağlamaktadır. Bu durum bankaların likidite yönetimlerinde esneklik sağlamıştır. Yabancı sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları azaltan ve ülkenin döviz rezervlerini arttıran rezerv opsiyon mekanizmasının otomatik dengeleyici bir özelliği vardır (TCMB, 2015: 14). Zorunlu karşılıklara faiz ödemesini bırakan TCMB, karşılıkların bir kısmının döviz cinsinden tutulmasına izin vermiştir. Böylece döviz kuru üzerinde de etkili olabilmektedir. Örneğin, döviz likiditesinin bol olduğu zamanlarda bankaların zorunlu karşılıkların bir kısmını döviz olarak tutması, TL'nin aşırı değerlenmesi problemini hafifletmeye yardımcı olabilir.

**Grafik 4. Rezerv Opsiyon Katsayılarının Değişimi**



Kaynak: TCMB, 2016 Yılı Para ve Kur Politikası, s.16.

Grafik 4'de, rezerv opsiyon oranı belli bir seviyenin üzerine çıktığında uygulanan katsayıların da değiştiği görülmektedir. 2011 yılında %40 olan bu seviye kademeli olarak düşürülmüş ve %30 seviyesine ulaşılmıştır. Bu seviyenin daha üzerinde rezerv opsiyonu kullanmak isteyenler, daha yüksek bir rezerv opsiyon katsayısına tabi tutulmaktadırlar. 2016 yılında rezerv opsiyon mekanizması aracılığıyla tutulabilecek maksimum döviz miktarı %60 ile, maksimum altın miktarı ise % 30 ile sınırlandırılmıştır. Bu oranlar 2011 yılında dövizde % 40, altında %10 olarak uygulanmıştır (TCMB, 2016c).

### 3. TCMB'NİN 2016 YILI PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ, YENİ ARAÇLARIN FONKSİYONLARI VE ORTAYA ÇIKARDIĞI SORUNLAR

#### 3.1. 2016 Yılı Para Politikası

2013 yılının ortalarından itibaren Türk lirasının değer kaybetmesi, enflasyon beklentilerinin de yükselmesine sebep olmuştur. TCMB, bu doğrultuda sıkı para politikası uygulamalarına başlamıştır. Ortalama fonlama faizi, bankalar arası gecelik repo faiz koridorunun üst sınırına kadar kademeli olarak yükseltilmiştir (TCMB, 2015: 4). TCMB, küresel para politikalarının normalleşmesinin ardından faiz koridorunun daralacağını ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik olarak belirleneceğini açıklamıştır. Türk lirası likiditesine yönelik ise, piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma faiz imkânı uygulaması kaldırılmıştır (TCMB, 2015:3). Türk lirası teminat işlemlerinde ise sadeleştirmeye gidilmiştir. Para politikası sadeleşme kararı olarak fonlamanın tek faizden yapılmasını ve kısa vadeli piyasa faizlerinin TCMB fonlama faizine yaklaşmasını hedeflenmektedir (TCMB, 2016a: 9). Bu yolla aktarım mekanizmasının etkinliğinin de artması beklenmektedir. Bu doğrultuda marjinal fonlama faizi Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında 25'er baz puan düşürülerek % 8,25 seviyesine indirilmiştir. 2016 yılının ekim ayında, marjinal fonlama faizi %8,25, bir hafta vadeli repo

ihale faiz oranı %7,5 ve gecelik borç alma faizi % 7,25 olarak sabit tutulmuştur. Ekim ayında ağırlıklı ortalama fonlama faizi %7,8 seviyesindedir (TCMB, 2016a: 2).

2014 yılı sonlarından itibaren yabancı para zorunlu karşılık oranları ve Türk lirası zorunlu karşılık oranlarına ödenen faizlerle ilgili bazı düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler, bankacılık sisteminin dış borçlarının vadesini uzatmak ve çekirdek yükümlükleri teşvik etmek amacıyla yapılmıştır. (TCMB, 2015: 4). Mayıs 2015 tarihinden itibaren, TCMB kendi nezdinde bulunan ABD doları cinsindeki zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara faiz ödemesi yapmaya başlamıştır (TCMB, 2015: 19).

Finansal kuruluşlar bilançolarındaki borç oranlarına göre farklı uygulamalara tabi tutulmaktadır. TCMB, mevduat ve özkaynak toplamının kredilere oranı sektör ortalamasından yüksek olan finansal kuruluşlara, Türk lirası cinsi zorunlu karşılığı için daha yüksek bir orandan faiz ödemesi yapmaktadır. Bununla birlikte finansal kuruluşların yabancı para cinsi yükümlülükleri için (hem çekirdek hem de çekirdek dışı yükümlülükler) ayırdıkları zorunlu karşılık oranlarında vadelere göre farklılaşma yapılmıştır. Kısa vadeler için yüksek karşılık oranları, uzun vadeler için düşük karşılık oranları belirlenerek finansal kuruluşların orta ve uzun vadeli borçlanmaları teşvik edilmiştir (TCMB, 2015: 21).

Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş. (Türk Eximbank) ve ticari bankalar, döviz üzerinden düzenlenen senetlerin reeskonta kabul ederek ihracat reeskont kredisi vermektedir. Türk Eximbank ve ticari bankalar, sadece ihracat işlemleri için değil döviz kazandırıcı hizmetlerin finansmanı için de kredi verebilmektedir. TCMB döviz rezervlerinin artmasına ve cari açığın azalmasına katkı sağlaması beklenen reeskont kredilerinin limitleri, Ocak 2015 tarihinde 17 milyar dolara yükseltilmiştir (TCMB, 2015: 13). Reeskont kredilerinin 2016 yılının sonunda 15 milyar dolara ulaşacağı ve TCMB rezervlerine de 14,1 milyar ABD doları katkı sağlayacağı tahmin edilmektedir (TCMB, 2015: 14). 2002 yılından 2015 yılına kadar reeskont kredilerinin TCMB rezervlerine katkısı 52,3 milyar dolar olmuştur (TCMB, 2015: 14).

Şubat 2015 tarihinden itibaren bankaların döviz likiditesini karşılamak için rezerv opsiyonu katsayıları ve dilimlerinde teknik ayarlamalar yapılmıştır (TCMB, 2015: 14). ROM, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru üzerindeki etkilerini zayıflatmaktadır. Bununla birlikte, Rom ile birlikte finansal sektörün TCMB nezdinde tutukları yabancı para rezervi, yabancı para dış borcuna karşılık bir güvence sağlamaktadır. Öyle ki bankacılık sisteminin kısa vadeli yabancı borcu, bankaların kısa vadeli yabancı para borçlanma imkânı ile ROM kapsamında rezervlerde bulunan yabancı para ve altın toplamı ile tamamen karşılanabilmektedir. 2015 yılının sonu itibarıyla TCMB döviz rezervleri (altın dahil) 116,7 milyar dolara ulaşmıştır (TCMB, 2015: 17).

Türk lirası işlemler için teminat olarak gösterilen döviz depolarına (belirli bir limitin üzerindeki) Aralık 2015 tarihinden itibaren faiz ödenmesi uygulaması başlamıştır. Buna göre ABD dolarında limit 3 milyar dolar, Euro'da ise 900 milyon Euro olarak belirlenmiştir. Söz konusu limitlerin ABD dolarında %21,8'i, Euro'da %40,3'ü kullanılmaktadır. Döviz depolarının teminat için kullanılabilir olması, bankaların para takası ihtiyacının bir miktar azalmasını sağlamıştır. (TCMB, 2015: 9).

TL cinsinden zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranı ise kademeli olarak arttırılmaktadır. Böylelikle, bankaların ROM kapsamında tesis ettikleri döviz tutarındaki düşüş, TL işlemler karşılığında

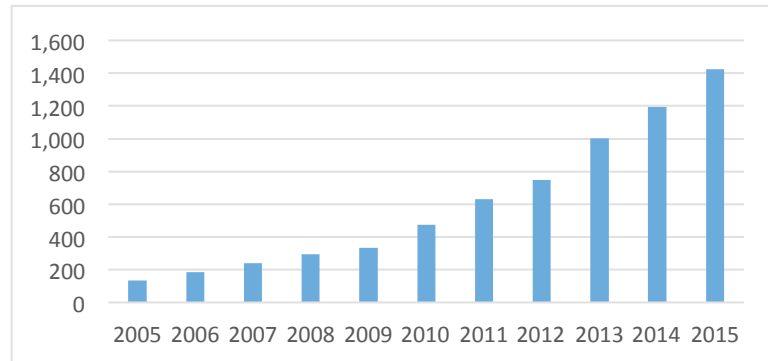
teminata verilecek döviz depo hacmindeki artış ile dengelenebilecektir. Bununla birlikte bankalar arası para piyasasındaki borçlanmalarının bir teminatı olarak merkez bankasında tutulan yabancı para cinsi teminat oranı arttırılmıştır. Bu uygulama, hazinenin yurtdışında yabancı para cinsinden ihraç ettiği tahvillere yönelik talebi destekleyebilir. (TCMB, 2015: 10).

### 3.2. Genel Değerlendirme

Son yıllarda bir dizi olumsuz şokların yaşanması, 2016 yılı Eylül ayı sonunda Türkiye'nin uluslararası kredi notunun yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürülmesi, Türk lirasının ABD doları karşısında değer kaybetmesi, ülkenin risk primini de arttırmıştır. Diğer yandan petrol fiyatlarının artması ve turizm gelirlerinin azalması ülkenin ekonomisini olumsuz etkilemektedir. Uluslararası alanda yaşanan gelişmeler sonucunda, büyümenin itici gücü iç talep olmuştur. Gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının çok düşük düzeylerde olması, ABD Merkez Bankası FED'in faiz artırımı kararı alacağına yönelik beklentilerin artması, uluslararası para politikalarındaki belirsizlikler, ülkemiz ekonomisine yansımaktadır. Türkiye'ye yönelik portföy akımları gelişmekte olan ülkelere kıyasla sınırlı düzeyde kalmıştır. TCMB'nin likidite politikaları kapsamında düşen fonlama faizi bankaların kredi ve mevduat faizlerine de yansımış, makro ihtiyati alandaki düzenlemelerle birlikte tüketici kredilerinin bir miktar toparlanması sağlamıştır (TCMB, 2016a: 8). Önümüzdeki dönemde Avrupa Birliği ülkelerinin talebinin toparlanma sürecine girmesi ve ülkemizin bu ülkelere yaptığı ihracatın da yeniden artması beklenmektedir.

Kredi artış hızının çok yüksek olması ve yerli paradaki aşırı değerlenmeler finansal krizin öncü birer göstergeleri olabilmektedir. Döviz kurunun ekonomik temellere uygun olarak belirlenmesi ve kredilerin makul oranda büyümesi finansal istikrar için çok önemlidir. Bu nedenlerden dolayı krediler ve döviz kuru, merkez bankasının uzun dönemli enflasyon hedeflerinde dikkate alınması gereken unsurlardır. Fakat geçtiğimiz yıllarda merkez bankalarının kısa vadeli fiyat istikrarına odaklandıklarını, sadece politika faizinin enflasyon üzerindeki etkisini dikkate aldıklarını, finansal istikrarın göstergeleri olan kredi ve döviz kuru üzerindeki etkisini göz ardı ettiklerini görmekteyiz. Bir ekonominin istikrarlı olabilmesi için sadece enflasyonun ve faiz oranlarının düşük seviyede olması yeterli olmamaktadır. Bu nedenle faiz oranlarının kredilerle birlikte kurlar üzerinde oluşturacağı etki de para otoriteleri tarafından değerlendirilmelidir.

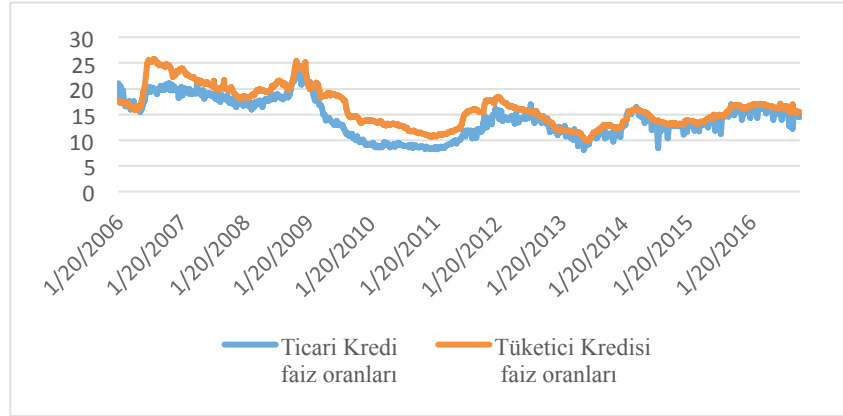
**Grafik 5. Bankacılık Sektörü Toplam Yurtiçi Kredi Hacmi (Milyar TL)**



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

Bununla birlikte, birden fazla araç devreye girdiğinde her bir aracın hangi amaç için kullanıldığını ve politikaların etkinliğini değerlendirilmek zorlaşmaktadır. Finansal sistemin direncini artırmak ve finansal çevrimleri yumuşatmak bu amaçların başında gelmektedir (TCMB, 2016b: 61). Para arzının içselleşmesi ve alternatif yatırım araçlarının artması, faiz aktarım mekanizmasının etkin bir şekilde işlenmesini kısıtlamaktadır. Aktarım mekanizmasında yaşanan sorunlar ise para politikası kararlarının reel ekonomiyi etkileme gücünü zayıflatmaktadır.

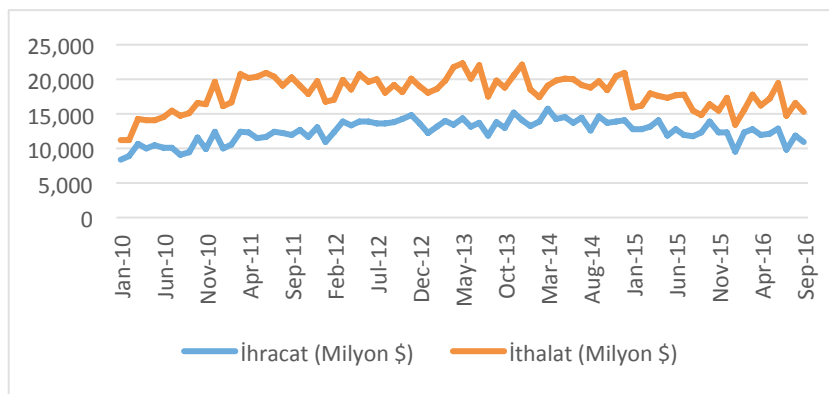
**Grafik 6. Kredi Faiz Oranları (%)**



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

Türkiye’de dalgalı döviz kuru rejimi uygulanmakta olup, hedeflenen herhangi bir kur seviyesi yoktur. Bununla birlikte, Türk lirasında oluşabilecek aşırı değerlenme ve aşırı değer kaybetme durumlarının ortaya çıkması finansal istikrarı tehlikeye atabilir. Döviz kuru stabilizasyonu, küçük ekonomilerde para politikası otoritelerini endişelendiren bir konudur (Jannsen ve Klein, 2011: 11). Bu nedenle gerekli hallerde TCMB, döviz depo piyasası aracılığıyla bankaların elindeki döviz likiditesini arttırıp azaltmakta, esnek ihaleler yoluyla veya doğrudan müdahalede bulunmaktadır (TCMB, 2015: 18).

**Grafik 7: İthalat ve İhracat Miktarları (Milyon \$)**



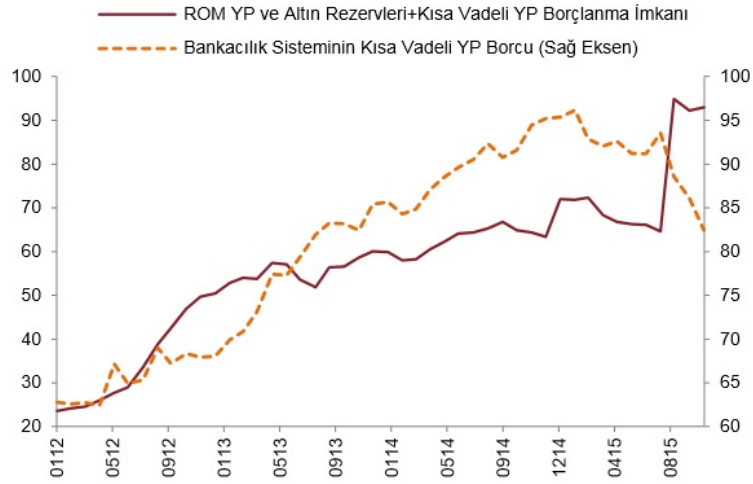
Kaynak: TCMB verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

Uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşmesi, mali disiplinin kalıcı hale gelmesi ve tasarruf açığını azaltacak her türlü tedbirin alınması, makroekonomik istikrar hedefinde atılması gereken adımlardır (TCMB, 2016a: 10). TCMB’nin enflasyon raporunda (2016-IV), enflasyonun 2016 yılında %

7,5 olarak gerçekleşeceği, 2017 yılında % 6,5'e düşeceği, 2018 yılında ise kademeli olarak % 5 seviyesinde istikrar kazanacağı öngörülmüştür. 2016 yılında enflasyondaki düşüş temel mal ve işlenmemiş gıdalardan kaynaklanmış olup, tütün ve enerji kalemlerinde yükselişler yaşanmıştır (TCMB, 2016a: 7).

Bankaların TCMB'de bulundurdukları altın ve döviz varlıklarının toplamının, gelecek bir yıl içinde yapacakları yurtdışı borç ödemelerinin tamamını karşılayabilecek seviyeye (tahsis edilen depo limitleri ve ROM kapsamında) yükselmesi sağlanmıştır (TCMB, 2015: 4). Böylelikle bankacılık sistemi beklenmedik gelişmelere karşı kendini daha güvende ve temkinli hissetmektedir. Finans piyasasındaki kurumların bilançolarının güçlü olması, kaynakların ve riskin etkin dağılımı ve performanslarının süreklilik göstermesi finansal istikrar açısından çok önemlidir.

**Grafik 8: Bankacılık Sisteminin Kısa Vadeli Yabancı Para Borcu ile TCMB'nin Yabancı Para İmkanları (Yüzde)**



Kaynak: TCMB, 2016 Yılı para ve kur politikası, s.17.

#### 4. SONUÇ

Finansal krizin enflasyonun düşük seviyelerde olduğu gelişmiş ülkelerde çıkmış olması, enflasyon hedeflemesi stratejisinin tek başına yeterli olmadığı sonucunu ortaya çıkarmıştır. Faizlerin çok düşük seviyede olması kredi hacmini arttırmış ve finansal sistemi kırılgan hale getirmiştir. Enflasyon hedefine ulaşmak isteyen merkez bankaları, bu hedefe ulaşılırken hangi kanalın kullanıldığını ve bu kanallarla ilgili ortaya çıkan riskleri değerlendirmemişlerdir. Genişletici para politikalarının bir sonucu olarak varlık fiyatlarının şişmesi, merkez bankaları tarafından dikkate alınmamış ve finansal krize zemin oluşturacak bir ekonomik ortam oluşmuştur. Oysa finansal istikrarın tehlike altında olması, uzun vadede fiyat istikrarını da bozmaktadır.

Dünyadaki diğer merkez bankaları gibi, TCMB de yaşanan krizin ekonomiye yayılmaması için gerekli önlemleri almış ve para politikası araçlarını fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerinin ikisine yönelik kullanmaya başlamıştır. TCMB ekonomide oluşan likidite ihtiyacını karşılamak için genişletici para politikası uygulamıştır. TCMB'nin kriz döneminde faiz koridorunu geniş tutması, piyasadaki gelişmelere karşı vereceği tepkilerde kendisine esneklik sağlamıştır. Bununla birlikte zorunlu karşılık



oranları ile ilgili düzenlemeler yapmış, vadeye göre ve kaldıraç oranına göre farklı zorunlu karşılık oranları belirleyerek finansal kurumların bilançolarının güçlenmesini ve yükümlülüklerinin vadesinin uzamasına katkıda bulunmuştur. Rezerv opsiyon mekanizmasını kullanarak, finansal kurumların likidite yönetiminde esnek olabilmelerine imkan tanımıştır. Bu mekanizma aracılığı ile artan döviz ve altın rezervleri bir yandan yabancı para cinsinden olan borçlara karşı bir güvence sağlarken, bir yandan da kısa vadeli sermaye hareketlerinin kurlar üzerinde yarattığı baskıyı hafifletmektedir.

Bir ülkede oluşan faiz düzeyi yerli yatırımcıları etkilediği kadar yabancı yatırımcıların da ilgisini çekmektedir. Sermaye hareketleri yoluyla getirinin yüksek olduğu ülkelere sıcak para girişi olmakta, bu durum da yerli paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Dış ticaret hacmi kurların seviyesine bağlı olarak belirlendiğinden ihracat miktarı azalmakta, ithalat miktarı artmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişi bir yandan ülkede likidite bolluğuna sebep olurken diğer yandan cari açık probleminin giderek büyümesine sebep olmaktadır. Sadece fiyat istikrarı değil finansal istikrar da hedefler arasında konulduğunda, alınan bir faiz kararının kurlar ve krediler üzerindeki etkileri de değerlendirilmekte ve ekonomik dengeler daha sağlıklı bir temel üzerine kurulabilmektedir.

#### KAYNAKÇA

- Balmumcu, Özgür (2013), “Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları”, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, Cilt.4, Sayı. 2, (32-55).
- Başçı, Erdem, Kara, Hakan (2011), “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Cilt.26, Sayı.302, (9-25).
- Bech, Morten L., Malkhozov, Aytek (2016), “How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates?”, *BIS Quarterly Review*, March, (31-44).
- Bernanke, Ben S. (2010), “Monetary Policy and the Housing Bubble”. Annual Meeting of the American Economic Association, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/> (02.09.2016).
- Borio, Claudio E.V. (2014), “Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery?”, *Bank of International Settlements*, Working Papers No:440.
- Demirhan, Banu (2013), “Türkiye’de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt.XI, Sayı.II, (567-589).
- Dor, Eric (2016), “Are Extremely Low Interest Rates Really Caused By Insufficient Growth and Inflation Rather Than By ECB Policy?”, *IESEG*, <http://papers.ssrn.com> (16.08.2016).
- Eggertsson, Gauti B., Woodford, Michael (2003), “Zero Bound On Interest Rates and Optimal Monetary Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Cilt.1, (139-211).
- Erarlan, Cemil, Bayraktar, Yüksel (2012), “Konut Balonlarının Oluşumunda FED’in Rolü ve Küresel Krizden Çıkartılacak Bazı Dersler”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt. 65, Sayı.2, (38-59).
- Eren, Ercan (2016), “2008 Krizi ve Makro İktisatta Bazı Sorgulamalar: Evrimci Makro İktisada Doğru Mu?”, *Yıldız Social Science Review*, Cilt. 2, Sayı.1, (1-20).

- Erer, Elif, Erer, Deniz, Çayır, Mustafa, Altay, Nasuh Oğuzhan (2016), "TCMB, FED ve ECB Para Politikalarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri: 1994-2014 Dönemi Analizi", *Sosyoekonomi*, Cilt.24, Sayı.9, (285-305).
- Escolano, Julio, Shabunina, Anna, Woo, Jaejoon (2011), "The Puzzle of Persistently Negative Interest Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?", IMF Working Paper, WP/11/260.
- Farelius, David, Bilborn, Jill (2006), "Macprudential Policy in The Nordic-Baltic Area. Sveriges Riksbank Economic Review", Cilt.1, (133-146).
- Fischer, Stanley (2016), "Monetary Policy, Financial Stability and The Zero Lower Bound", Annual Meeting of the American Economic Association, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/> (16.08.2016).
- Jannsen, Nills, Klein, Melanie (2011), "The International Transmission of Euro Area Monetary Policy Shocks", *Kiel Institute for the World Economy*, Working Paper 1718, <https://www.ifw-kiel.de/publications> (02.09.2016).
- Kara, A.Hakan (2012), "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", *İktisat, İşletme ve Finans*, Cilt.27, Sayı.315, (09-36).
- Köse, Yaşar, Atik, Murat, Yılmaz, Bülent (2015), "Türkiye İçin Negatif Faiz Oranının Uygulanabilirliği ve Analitik Olarak İncelenmesi", *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt.7, Sayı.13, (321-339).
- Minsky, Hyman P. (2008), *Stabilizing an Unstable Economy*, Mc Graw Hill, USA.
- Sardoni, C., L.R.Wray (2006), "Monetary Policy Strategies of The European Central Bank and The Federal Reserve Bank of The United States", *Journal of Post Keynesian Economics*, Cilt. 28, Sayı. 3, (451-472).
- Smets, Frank (2013), "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?", *Sveriges Riksbank Economic Review*. Special Issue, (121-160).
- Süslü, Bora, Dişbudak, Cem (2012), "TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)", *Yönetim ve Ekonomi*, Cilt.19, Sayı.2, (67-85).
- Taylor, John B. (1993), "Discretion Versus Policy Rules in Practice", *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Cilt.39, (195-214).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2010), Para Politikası Çıkış Stratejisi, 14 Nisan 2010, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/> (13.10.2016).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2015), 2016 Yılı Para ve Kur Politikası, 9 Aralık 2016, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/> (13.10.2016)
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2016a), Enflasyon Raporu 2016-IV (ISSN No: 1306-4509), Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2016b), Finansal İstikrar Raporu. Mayıs 2016 (Sayı: 22), Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2016c), İstatistikler, <http://www.tcmb.gov.tr/> (09.11.2016)
- T.C. Kalkınma Bakanlığı (2016), Gösterge ve İstatistikler, <http://www.kalkinma.gov.tr/> (09.11.2016).

Özatay, Fatih (2012), “Para Politikasında Yeni Arayışlar”, *İşletme, İktisat, Finans*, Cilt.27, Sayı.315, (51-75).

Wray, L. Randall (2004), “The FED and The New Monetary Consensus: The Case of Rate Hikes, Part Two”, Levy Economics Institute of Bard Collage Public Brief No:80.