İşletme ve Finans Çalışmaları Dergisi 6(2), 2017: 60-69

IJFBS
Finance & Banking Studies

Finance & Banking Studies

IJFBS, VOL 6 NO 2 Special Issue ISSN: 2147-4486
Contents available at *www.ssbfnet.com/ojs*
https://doi.org/10.20525/ijfbs.v6i2.731

Makro İhtiyati Para Politikası Araçları ve Türkiye Uygulaması Üzerine Genel Bir Bakış

Macro Prudential Monetary Policy Tools and An Overview of Turkey Practice

Nadir Eroğlu

Prof. Dr. İktisat Bölümü, Marmara Üniversitesi, İstanbul, Türkiye

Funda Kara

Öğr. Gör. Finans Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, İstinye Üniversitesi Meslek Yüksekokulu, İstanbul, Türkiye

Özet

Bu çalışmanın amacı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) 2008 Küresel Ekonomik Kriz sonrası makro ihtiyati para politikası uygulamalarını incelemek ve etkilerini değerlendirmektir. Küresel krize karşı 2010 yılından itibaren TCMB'nin eski politika çerçevesinde kullanılan politika faizinin yanı sıra makro ihtiyati politikalar çerçevesinde uyguladığı başlıca para politikası araçları; zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi araçlardan oluşmaktadır. Çok sayıda politika aracının varlığının yarattığı karmaşıklığın yanı sıra, bu araçların etkinliğine ilişkin ampirik sonuçların kısıtlı olması, uygulama geçmişinin kısa süreli olması ve politik müdahaleler doğru bir değerlendirmeyi güçleştirmektedir.

***Anahtar Kelimeler**: Küresel Kriz; TCMB; Makro İhtiyati Para Politikaları*

***Jel Sınıflandırması:** E52; E58*

Abstract

The purpose of this study is to examine the macroeconomic monetary policy practices of the Central Bank of the Republic of Turkey (CBT) after the 2008 Global Economic Crisis and to evaluate its impacts. The main monetary policy tools used by the CBRT since 2010 in the framework of macroeconomic policies as well as the policy rate used in the former policy framework are the instruments such as required reserves, interest corridor, liquidity management and reserve option mechanism.

In addition to the complexity created by the existence of a large number of policy instruments, the limited empirical implications of the effectiveness of these instruments, their short history of implementation, and their political interventions make it difficult to assess accurately.

Key Words: *Global Crisis; CBT; Macro Prudential Monetary Policies*

Jel Jodes*: E52; E58*

Giriş

Dünyada yaşanan hızlı küreselleşme süreci, ülkelerin ekonomi politikalarına dolayısıyla da para politikalarına ilişkin kararlara yansımaktadır. Günümüzde, para politikasına ilişkin açıklamalara finansal piyasaların yanıtı da aynı hızda gerçekleşmektedir. Merkez bankalarının kendi ekonomilerinin ihtiyacını karşılayarak istikrarını sağlamaları, uygun bir küresel ekonomik ortamın sağlanması için elbette yeterli değildir. Yani yaşanan küresel sorunlara karşı, finansal sistemin daha esnek olabilmesi için ulusal ve küresel tepkiler gerekmektedir. Bu nedenle başta FED olmak üzere, dünyadaki merkez bankalarının para politikasına ilişkin kararları ve uygulamaları küresel ekonomiyi etkilemekte önemle takip edilmektedir (European Central Bank, 2015).

Finansal istikrara ilişkin politikalar geliştirilirken banka dışı finansal kesim, tepki fonksiyonlarını artık daha fazla dahil etmektedir. 2008 Küresel Kriz merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının finansal istikrarı sağlama konusunda yetersiz olduğunu gösterdiğinden dolayı, merkez bankalarının kurumsal yapılarında ve para politikalarında bir takım yeniliklere gitme zorunluluğu doğmuştur. Para politikalarının daha etkin uygulanmasını sağlayan bu politikalar, sistemin genelini hedefleyen makro ihtiyati politikalardır. Bu politikalar tüm finansal sistemin daha sağlam bir yapıya kavuşmasını sağlayacak olan politikalardır (Oktar ve diğerleri, 2013: 126-127).

TCMB'nin makro ihtiyati politikalar çerçevesinde uyguladığı yeni para politikası araçları; zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi araçlardan oluşmaktadır.

Bu çalışmanın konusunu da, makro ihtiyati politikalar çerçevesinde Türkiye'de uygulanan geleneksel olmayan para politikaları ve bu politikaların etkinliğinin incelenmesidir. Çalışmanın ilk bölümünde, 2008 Küresel Kriz'den çıkışta dünyada ve Türkiye'de uygulanan para politikaları genel olarak ele alınmıştır. Ardından merkez bankasının 2008 Küresel Kriz sonrası değişen rolü değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, TCMB'nin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı hedefleyen para politikası çerçevesi açıklanmaya çalışılmıştır. Son olarak makro ihtiyati politika uygulamaları çerçevesinde Türkiye'de uygulanan başlıca geleneksel olmayan para politikaları incelenmiştir.

Küresel Krizden Çıkış Stratejisi: Uygulanan Para Politikaları

Ekonomik sistem büyük çapta dönüşümlere girdikten bir süre sonra, krizlerin yaşanması dikkat çeken bir unsurdur. Buna göre 1929 Büyük Depresyon, ticaretin tüm dünyada serbestleştiği ve finansal kapitalizme geçiş döneminde yaşanmıştır. Yine 2008 Küresel Kriz, kapitalizmin küreselleşmesinin ardından sermaye hareketlerinin serbest kalması sürecinde meydana gelen küresel bir krizdir. Bu krize kadar geçen süreci iki başlıkta özetlemek mümkündür; biri sermaye serbestleşmesi, diğeri ise ticari serbestleşmedir (Eğilmez ve Kumcu, 2013: 272).

2008 Küresel Ekonomik Kriz, Türkiye'de iktisadi ve toplumsal hayatı önemli ölçüde olumsuz etkilemiştir. Finans sektörü ile yakından ilişkili olan reel sektör, yatırımların kredilere bağlılığının artması nedeniyle küresel krizden önemli ölçüde etkilenmiştir. Dünya ve Türkiye ekonomisinde başta üretim, istihdam, milli gelir ve dış ticaret gibi temel makroekonomik göstergeler olmak üzere krizden olumsuz etkilenmiştir. Kısaca küresel kriz; temel mal fiyatlarındaki hızlı düşüş, finansal varlıkların değer kaybı ve sermaye akımlarındaki gerileme gibi temel alanlarda büyük değişimlere sebep olmuştur (Kalaycı, 2010: 174, 370).

2008 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının sona erdiği dönem, küresel krizin etkisini tüm dünyada iyice artırdığı bir süreç olmuştur. Türkiye ekonomisinin ve TCMB'nin artık çizmesi gerektiği bu yolda, fiyat istikrarı temel hedef olmuştur. TCMB kriz sürecinde enflasyon hedeflemesini gözeten, fiyat istikrarı hedefiyle bütünlük sağlayan esnek bir likidite yönetimi izlemiştir. Ancak, güven sağlayacak olan IMF finansal desteğinin reddedilmesi, krizden çıkışı geciktiren faktörlerden biri olmuştur (Eroğlu, 2011: 113-131). Çoğu ülkenin kriz sürecinde aldığı tedbirlerin daha ziyade para politikası alanında yoğunlaştığı görülmektedir. Bunun yanı sıra, IMF 2008 küresel krizden çıkış için maliye politikasının gerekli olduğuna yönelik ilk önemli çağrıyı da yapmıştır.

Türkiye'de 2008 Krizi'nin olumsuz etkilerini azaltmaya ilişkin önlemler, belli bir zaman alan gecikmenin ardından zamana yayılan küçük paketler şeklinde alınmıştır. Hükümetin uygulamaya koyduğu para ve maliye politikası tedbirlerinin başlıkları; likidite destekleri, vergi ve prim destekleri, üretim ve ihracata yönelik kredi ve garanti destekleri, finansman destekleri ve yeni yatırım teşvik mevzuatı olarak sıralanabilir (Kibritçioğlu, 2010: 12).

FED'in aldığı parasal önlemlerdeki artışın etkisi ise istenen düzeyde olmamış, finansal sektörde yaşanan aksaklıklar reel ekonomiyi etkilemiştir. Bunun nedenleri şöyle ifade edilebilir: (Soros, 2009: 116-117).

- Son yıllarda piyasalara ve finansal araçlara yönelik finansal yenilikler,
- Dünyada dolar tutma konusunda isteksizliğin artması,
- Bankaların sermaye tabanlarındaki bozulma ile FED'in parasal desteğini müşterilerine aktarmak istememeleridir.

Kriz sonrası merkez bankaları açısından alınan derslerden biri, ekonomide istikrarı sağlamanın tek yolunun düşük enflasyon oranları olmadığının anlaşılmasıdır. Finansal istikrarın önemi daha da artmış, ekonomi için ne kadar önemli bir amaç olduğu bir kez daha görülmüştür. Ayrıca, finansal kuruluşların düzenleme ve gözetiminin makro ihtiyati politikalarla desteklenmesi gereği de ortaya çıkmıştır. Finansal sermayenin hızla yükselmesinden kaynaklı olan bu krizin etkilerini daha da hafifletmek için yapılması gereken süreç şöyle özetlenebilir: (Eroğlu ve diğerleri, 2015: 104).

- Gerekli finansal ve mali politikaların izlenmesi,
- Ticaretin ve sermayenin teknoloji temelinde ele alınması,
- Politika üretimlerindeki dönüşümler ile beraber ekonominin de seyrinin değişmesi,
- Resesyon süreçlerinin aşılmasına yönelik para, banka, politika ve teknoloji zemininde oluşan değişmelerin değerlendirilmesidir.

2008 Krizi'nden önce, merkez bankaları daha ziyade fiyat istikrarını hedefleyen para politikalarını uygulamıştır. Kriz sonrası para politikalarının riski etkin olarak gözlemlemek adına artık finansal ve makroekonomik istikrarı da içine alması bir zorunluluk olmuştur. Ayrıca izlenen düşük faiz politikası ile beraber, geleneksel para politikası araçlarının etkin olmadığı anlaşılmıştır. Bu durum, para politikası uygulamalarında alternatif yaklaşımları ön plana çıkarmış, tüm dünyada makro finansal risklere karşı merkez bankalarının rolü artmıştır.

Son yıllarda merkez bankalarının aldıkları önlemler ile ekonomik istikrarı sağlamada ne ölçüde başarılı olduğu tartışılmaktadır. Özellikle kriz dönemlerinde, merkez bankalarının uygulayacakları istikrarlı ve etkin politikaların son derece önemli olduğu açıktır.

2008 Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankalarının Rollerindeki Değişim

Merkez bankacılığına ve para politikalarına ilişkin 2008 küresel finansal kriz öncesinde, mevcut olan uzlaşmanın temel parametreleri şöyle sıralanabilir: (Borio, 2011: 2-3).

- Makroekonomik istikrarı sağlamak için fiyat istikrarının yeterli olması,
- Finansal kurumların bireysel olarak denetlenmesinin, mikro ihtiyati çerçevede tüm sistemin işleyişine olumlu katkı yapması,
- Kısa vadeli faiz oranlarının, temel para politikası aracı olarak kabul edilmesi,
- Yerel istikrarın küresel istikrarı da getireceği düşüncesinin benimsenmesidir.

Bu parametreler dünyada birçok merkez bankası tarafından zaman içerisinde benimsenmiş ve uygulanmıştır. Kriz sonrası varılan bu uzlaşılarda bir takım değişimler yaşanmıştır. İçerisinde bulunulan durgunluk ve belirsizlik ortamında fiyat istikrarına odaklanmış, elinde yeterince araç seti olmayan merkez bankalarının yeni bir dönüşüme girmesi elbette kolay olmamıştır.

Günümüzde makro ihtiyati politikalar deyimi, finansal sistemde ortaya çıkabilecek riskleri denetlemeyi ve düşürmeyi amaçlayan önlemler bütünüdür. Bu politikalar ortaya çıkabilecek sistemik riskin, finansal sistem ve reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya çalışmaktadır. Finansal sistemdeki sorunların finansal aracılık hizmetlerini kesintiye uğratarak, reel ekonomiyi derinden sarstığı 2008 Küresel Kriz sonucunda ortaya çıkan sistemik riske karşı, makro ihtiyati politika tedbirlerine başvurulmuştur (Eğilmez, 2014).

Geleneksel olmayan önlemler olarak önce gelişmiş ekonomiler tarafından başlatılan makro ihtiyati politikalar, olağanüstü şartlarda bankalara likidite tedarikini kapsayan düzenlemeleri içermektedir (Yellen, 2010: 19). Makro ihtiyati politikaların tasarlanması ve uygulanması süreçlerinde merkez bankalarının etkin olmaları da önem taşımaktadır. Bunun önemli olmasının bir takım nedenleri vardır. Bu nedenler şöyle ifade edilebilir: (Viñals, 2010: 13).

- Yetersiz kurgulanmış olan etkisiz makro ihtiyati politikalar, finansal istikrarı sağlamayı amaçlayan para politikaları üzerinde ek bir yüke neden olmaktadır.
- Etkisi olmayan makro ihtiyati politikalar, merkez bankalarının sistemik riske karşı acil likidite sağlama ihtiyacını artırmakta, bu da para politikasının işleyişini olumsuz etkilemektedir.
- Hem normal süreçte hem de kriz sürecinde, makro ihtiyati politikaların uygulanması para politikasının aktarım mekanizmasına da etki etmektedir.

Merkez bankaları fiyat istikrarı amacını, kriz öncesindeki son yirmi yıl içerisinde faiz oranları aracılığıyla sağlamaya çalışmıştır. Bu süreçte makroekonomik istikrarı sağlarken merkez bankalarının rolleri belli değil iken, son kredi mercii rolü kullanılmıştır. Bu durum bankacılık sektöründe bir ahlaki tehlike sorununa sebep olmuştur. Mikro ihtiyati araçların kullanımı ile ilgili düzenleme ve denetim gerekliliği de ön plana çıkmıştır. Merkez bankaları döviz ve yerli para şeklinde varlıklara sahip iken, resmi mevduatlardan ziyade tedavüldeki para en önemli yükümlülükleri olmuştur. Kısaca merkez bankaları, bilançolarının büyüklüğü ile bileşimi konusuna çok fazla ilgi göstermemişlerdir (Yellen, 2010: 13).

Kriz, ihtiyati düzenleme ilkelerinin kökten gözden geçirilmesini de teşvik etmiştir. Makro ihtiyati politika araçları mevcut açıkları azaltmak için ekonomik sorunlar ile ilgili kavramsal temellere ve erken uyarı göstergelerine uygun olarak ideal şekilde tasarlanmıştır (Hahm ve diğerleri, 2012: 46). Kriz sonrası değişen rolleriyle merkez bankalarının uyguladıkları politikaların ekonomiye etkileri konusunda doğru değerlendirmeler yapabilmeleri için, etkin para politikası araçlarını seçmeleri gerekir. Bundan dolayı, para politikası uygulamalarının fiyat ve talep gibi makro değişkenler üzerindeki etkilerinin hangi kanallar ile gerçekleştiğinin belirlenmesi önemlidir.

TCMB Para Politikasının Nihai Hedefi: Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar

TCMB, politika metinlerinde 2010 yılının ortalarından itibaren küresel dengesizliklere dayanan makro finansal risklere giderek artan bir şekilde ağırlık vermeye başlamıştır. İç ve dış talepteki hızlı ayrışmanın hem kısa vadeli sermaye girişlerini hem de finansal istikrara ilişkin riskleri artırdığı belirtilerek bunun neden olduğu riskleri azaltabilmek için de alternatif politika araçlarının bir arada kullanılması gerektiği ifade edilmiştir. TCMB artan makro finansal dengesizlikleri sınırlamak için, kısa vadeli sermaye girişlerini azaltma ve kredi genişlemesini yavaşlatma olarak iki ara hedef benimsemiştir. 2008 Küresel Krizi'nin olumsuz etkilerine karşı başlatılan makro ihtiyati politikalar çerçevesinde uygulanan yeni para politikası araçları, fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı gözetilebilmeyi amaçlamaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 8).

Son ampirik literatür, para politikalarının finansal istikrarı etkilediğini doğrulayan kanıtlar bulmuştur. Merkez bankalarının son trendi, edinilen makro ihtiyati portföylerin onun potansiyel yararlarının bir yansımasıdır (Agur ve Demertzis, 2015: 18). Makro ihtiyati politika uygulamalarının, fiyat istikrarı ve finansal istikrarla uyum gösterdiği ancak uygulamada çeşitli yenilenmelere gidildiği görülmektedir. TCMB'nin belirsizliği azaltarak daha şeffaf davranması ve kamuoyu ile iletişime daha fazla açık olması da önem taşıyan konulardır (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu BDDK, 2013).

Makro İhtiyati Politikalar (Geleneksel Olmayan Para Politikaları)

Küresel Kriz ile beraber, şiddetli makroekonomik sonuçlara yol açan mali dengesizliklerin küresel birikimi ile mücadele etme analitik olarak bir ihtiyaç haline gelmiştir. Sistem genelinde risk anlayışına yönelik temel bir eksikliğin olduğu görülmüştür. Politika yapıcılar arasında makro ihtiyati yaklaşımın düzenlenmesi ve uygulanması konusunda artan ölçüde bir fikir birliği söz konusudur (Galati ve Moessner, 2011: 3).

IMF (2011), makro ihtiyati politika araçlarını: kredi oranı tavanı (LTV), borç-gelir oranı tavanı (DTI), döviz kredileri tavanı, kredi ve kredi büyümesi için taban, net döviz pozisyonuna ilişkin sınırlamalar, zorunlu rezervler, ters çevrimsel sermaye yeterliliği, dinamik karşılıklar ve kâr dağıtımına ilişkin kısıtlamalar olarak ifade etmektedir (Lim ve diğerleri, 2011: 1). Makro ihtiyati araçlar, para politikasının uygulanmasında sağladığı esneklik ve finansal istikrara yönelik yaptığı katkı açısından son derece önem taşımaktadır.

Türkiye'de Makro İhtiyati Para Politikası Uygulamaları

Kredi büyümesini yavaşlatmak için kullanılan çeşitli makro ihtiyati araçlar, öncelikle finansal derinleşmenin daha sürdürülebilir daha yavaş olması ile beraber finansal istikrarı korumayı hedeflemiştir (IMF, 2016).

TCMB'nin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı birlikte gözeten yeni politika bileşimi Tablo 1'de olduğu gibi özetlenebilir. Bu bileşime yönelik olarak kullanılan ara hedefler kredi artış hacmi, döviz kuru ve cari açık ile onun finansman yöntemi olarak belirlenmiştir.

Tablo 1: TCMB Yeni Para Politikası Çerçevesi

	Eski Çerçeve	**Yeni Çerçeve**
Araçlar	Politika Faizi	Politika Faizi Likidite Yönetimi Faiz Koridoru Zorunlu Karşılıklar Rezerv Opsiyonu Mekanizması
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar

Kaynak: TCMB, 2013: 12.

2008 Küresel Krizi'nin etkilerine karşı TCMB'nin makro ihtiyati politikalar çerçevesinde uyguladığı yeni para politikası araçları; zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi araçlardan oluşmaktadır (Başçı ve Kara, 2011, 12). Bu araçların kullanılmaya başlanması, parasal aktarım mekanizmasında özellikle kredi ve döviz kuru kanallarının ön plana çıkmasına neden olmuştur.

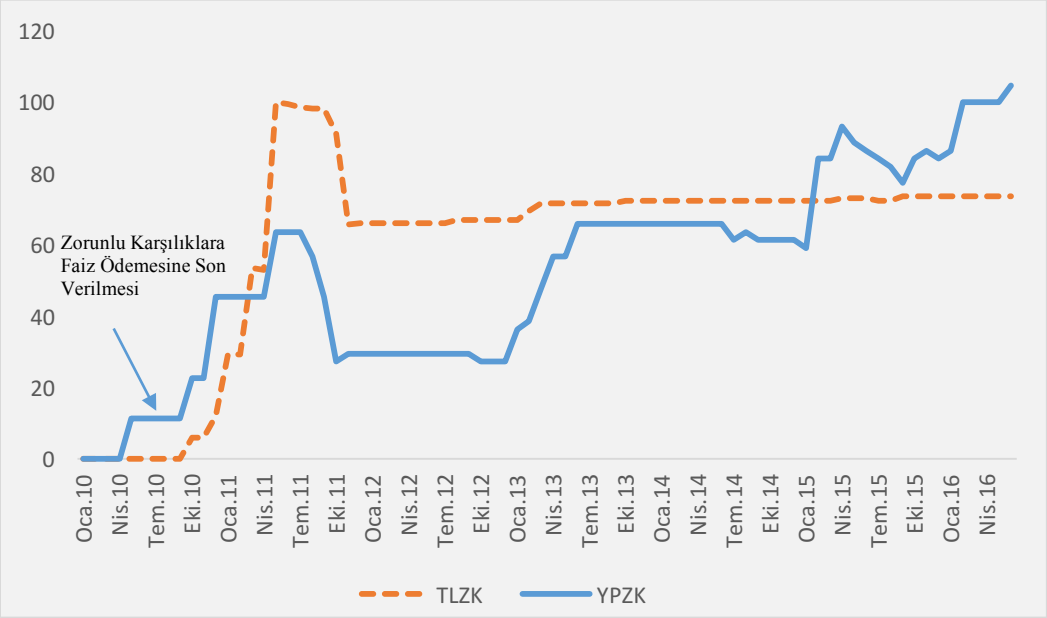
Zorunlu Karşılıklar

Bankaların gelecekte karşılaşabilecekleri zorluklarda talep edip kullanabilmek için, topladıkları mevduatın ve diğer kaynakların merkez bankasının belirlediği oranda belirli bir miktarını merkez bankasına yatırmak zorunda olmalarına zorunlu karşılıklar, bunun miktarını belirleyen orana ise zorunlu karşılık oranı denilmektedir. Karşılık oranını artırıp azaltan merkez bankasının, bankaların açabileceği kredinin miktarını ve maliyetini etkilemesine de karşılıklar politikası denir. Yani zorunlu karşılıkların artırılması ya da azaltılması yoluyla kredi genişlemesi kontrol altına alınmaya çalışılmakta, mevduatların vadeleri uzatılarak likidite riski azaltılmaktadır (Eğilmez, 2016). Kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması ise, bankaların borçluluk düzeyini kısmayı amaçlayan bir uygulamadır.

Para arzının önemli bir kontrol aracı olan karşılık oranının artırılıp azaltılması suretiyle, bankaların açabileceği kredi miktarı dengelenmektedir. Böylece kredi hacmindeki aşırı büyümenin ekonomide yaratacağı olumsuzluklar bertaraf edilmeye çalışılmaktadır.

TCMB'nin iki ara hedefinden biri olan kredi genişlemesi de, zorunlu karşılıkların değiştirilmesi yoluyla düzenlenir. Mevduatların vadeleri uzatılarak likidite riski azaltılmak istendiği zaman; kısa, orta ve uzun vade mevduatlara uygulanacak zorunlu karşılık oranları kısa vadede yüksek, orta ve uzun vadede daha düşük tutulmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 6-8).

Zorunlu karşılık oranları 2006-2010 yılları arasında hemen hemen hiç değişmemişken, 2010 yılı sonrası aktif bir politika aracı olarak kullanıldığından Şekil 1'de görüleceği gibi sık sık değişikliğe uğramıştır.



Kaynak: TCMB

Şekil 1: TL ve Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (%, Ağırlıklı Ortalama)

Zorunlu karşılıkların politika faizini tamamlayıcı bir rolü de söz konusudur. Politika faizi tüm faiz oranlarını aynı yönde değiştirirken, zorunlu karşılıkların sadece belirli faiz oranlarının etkilenmesine yönelik kullanılabilmektedir. Zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını hızlandırmadan sıkılaştırıcı bir para politikası uygulamaya olanak verirken, mevcut konjonktürde TCMB için esneklik sağlayan elverişli bir araç niteliğindedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 7).

TCMB'nin Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz cinsinden tutulmasına olanak tanıyan Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) da, sermaye akımlarında yaşanan dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltma açısından önem taşımaktadır.

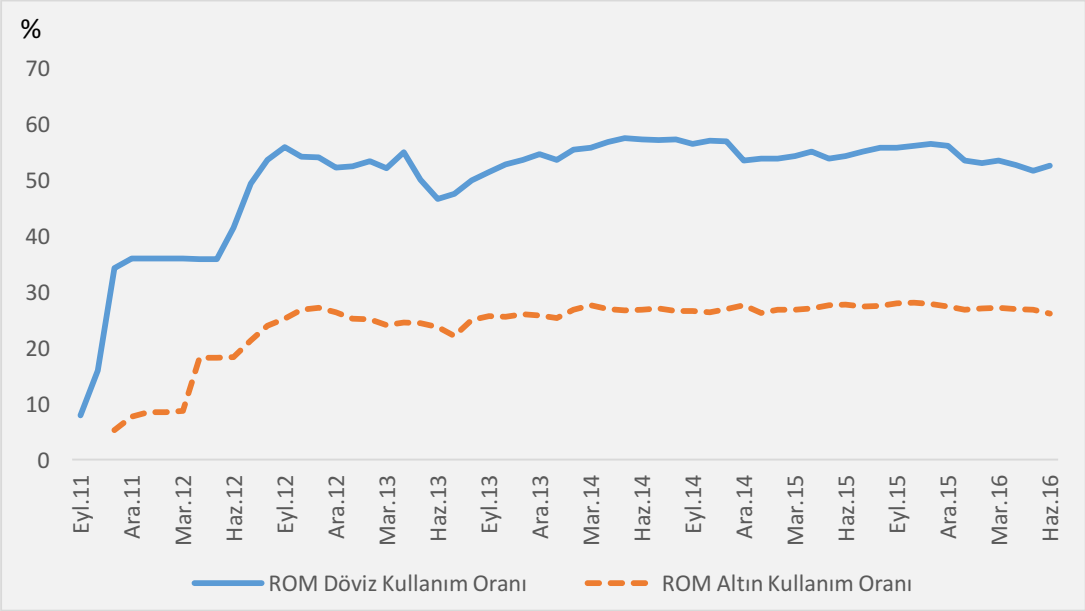
Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltarak TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmek ve likidite yönetiminde bankalara daha fazla esneklik sağlamak için Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) önemli bir politika aracı olarak kullanılmaktadır.

ROM, TCMB'de bankaların tutmak zorunda oldukları Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz (dolar ve/veya euro) ve standart altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir araçtır. Bankalar Türk lirası zorunlu karşılıkları tesis etmede esneklik kazanarak, isteğe bağlı olarak Merkez Bankasında döviz rezervi biriktirebilmektedir.

Otomatik dengeleyici olarak ROM, sermaye akımlarının yurt içi piyasalarda yarattığı döviz kuru oynaklığını düşürerek faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltmaktadır. TCMB brüt döviz rezervlerini artırarak, kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığını da azaltır. Ayrıca, diğer politika araçlarına ihtiyaç duyulmamasını da sağlamaktadır.

Son zamanlarda kurdaki artışın etkisiyle Şekil 2'de de görüleceği üzere ROM kapsamında tesis edilen döviz ve altın rezervlerinde kısmen de olsa bir düşüş görülmektedir.



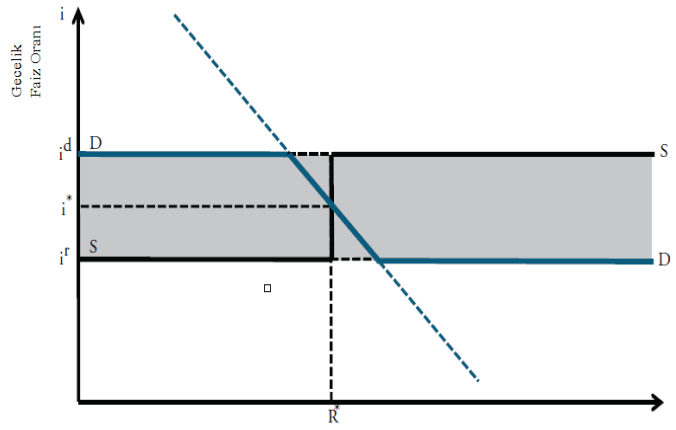
Kaynak: BDDK, http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/., (Erişim: 15.01.2017)

Şekil 2: TL Zorunlu Karşılıklar İçin ROM Kullanım Oranı (%)

Faiz Koridoru

Piyasadaki faizleri ve likidite düzeyini etkilemeye çalışan TCMB, bir takım araçları da bu yönde kullanır. Piyasada ihtiyacı olanlara kısa vadeli (günlük veya haftalık) likidite bu araçlar ile sağlanmakta, fon fazlası olanlardan gecelik vadede borç alınabilmektedir. TCMB'nin bankalardan gecelik vadede borçlanabileceği ve borç verebileceği faiz düzeylerinin arasında kalan alana "faiz koridoru" denilmektedir. Ayrıca TCMB, bir hafta vadeli repo aracılığıyla da bankalara fonlama yapmakta miktar ihalesi ile yapılan bir haftalık reponun faiz oranı ve faiz koridoru Para Politikası Kurulu toplantısında görüşülerek kamuoyuna ilan edilmektedir (Kara, 2012: 8).

TCMB'nin yeni para politikası tasarımındaki önemli araçlardan biri olan faiz koridoru sisteminin işleyişi Şekil 3'de gösterilmektedir. Buna göre dikey eksendeki (i) değeri gecelik faiz oranlarını, yatay eksendeki R değeri rezerv miktarını göstermektedir. Faiz koridoru sistemindeki üç farklı faiz, merkez bankasına duruma göre hareket etme konusunda esneklik kazandırır. Yani bu sistem, merkez bankasına farklı para politikası hedeflerine yönelmede çeşitli seçenekleri uygulayabilme konusunda olanak sağlayan bir sistemdir.



Şekil 3: Faiz Koridoru Sistemi

Kaynak: Kahn, 2010: s.15.

TCMB, küresel para politikalarının normalleşmeye başlaması ile faiz koridorunun bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirileceğini ve daraltılacağını ifade etmiştir. TCMB, sadeleşme politikası gereği faiz koridorunu (borç verme ve borç alma faizi farkını) daraltmaya başlamıştır.

Ancak, Merkez Bankası Ocak 2014'ten beri geçen süreçte ilk kez Kasım 2016'da döviz kuru hareketlerinden dolayı faiz artışına gitmiştir. Şubat 2015'ten bu yana % 7,5 olarak sabit tuttuğu politika faizini % 8'e çıkarmış, koridorun üst bandını da çeyrek puan artırmıştır.

Yeni yaklaşımda, kısa vadeli ortalama fonlama faizi ile piyasada oluşması hedeflenen faiz likidite operasyonlarıyla birbirinden ayrılmaktadır. Ayrıca bu yaklaşımda, ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi ihtiyaç duyulursa günlük frekansta ayarlama yapılabilmektedir. Faiz koridorunun yukarı doğru likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılması da kredileri olumlu etkilemektedir. Faiz koridoru ve likidite yönetiminin böyle kullanılması, para politikasına da esneklik sağlamaktadır. Politika faizi, faiz koridoru, TL ve yabancı para likidite yönetimi döngüsellikten kaynaklanan riskleri kısıtlamaya çalışan uygulamalardır.

Likidite Yönetimi

Merkez Bankası'nın yoğun döviz alışları nedeniyle oluşan likidite fazlası Mayıs 2008'e kadar, sonrasında başlayan likidite sıkışıklığı da 2008 yılının sonuna kadar devam etmiştir. TCMB 2008 yılına kadar olan fazla likiditeyi TL depo işlemleri ve ters repo işlemleri ile gecelik vadede piyasadan çekmiş, daha sonraki likidite ihtiyacını da bir hafta vadeli repo ihaleleri ile karşılamıştır.

TCMB kriz sürecinde enflasyon hedeflemesini gözeten, fiyat istikrarı hedefiyle bütünlük sağlayan esnek bir likidite yönetimi izlemiştir. Ancak bu süreçte güven sağlayacak IMF finansal desteğinin reddedilmesi, krizden çıkışı geciktiren faktörlerden biri olmuştur (Eroğlu, 2011: 131).

Merkez bankalarının para politikası uygulamalarının nihai uygulaması olan likidite yönetiminin etkinliği, uygun ve zamanlaması doğru likidite tahminleriyle önemli ölçüde ilişkilidir. Bu kapsamda merkez bankaları, başta bankalar olmak üzere piyasa aktörlerinin görüş ve önerilerini paylaşarak etkin bir likidite yönetimi sağlayabilirler.

Sonuç

2007 yılında finansal sistemin küçük bir parçası olan kriz, daha sonraları dünya çapında büyük bir ekonomik buhrana dönüşmüştür. Bu olayı temelde anlamayı sağlayan iki unsur vardır. Birincisi, küresel finansal sistemin tahmin edilenden daha çok birbirine bağlı olması ve dünya finansal sistemin çöküşünün büyük risklerle beraber geniş bir alanı tehdit altına alması ile sistemik riskin öneminin artmasıdır. İkincisi ise, merkez bankalarının ve hükümetlerin krize karşı ortaya koyduğu tavırdır (Mishkin, 2010: 2).

Bu doğrultuda, çeşitli politika araçlarını kapsayan geniş bir araç setinden oluşan ülkelerin finansal piyasalarının yapısına, yapısal ve kurumsal özelliklerine göre de farklılık gösteren makro ihtiyati politikalar özellikle kriz sonrası dünyada yoğun olarak uygulanan politikalar olmuştur. TCMB de makro ihtiyati politikalar çerçevesinde 2010 yılından itibaren geleneksel olmayan para politikası araçlarını uygulamaya başlamıştır. Bu araçlar, enflasyon hedefine odaklı kısa vadeli politika faiz oranı ile beraber finansal istikrar hedefini sağlamaya yönelik; zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması olarak sıralanabilir.

TCMB'nin kriz sonrası kullandığı araçlar ile fiyat istikrarından ziyade finansal istikrarı sağlamaya yöneldiği konusunda çeşitli eleştiriler de yapılmıştır. Nitekim söz konusu politika araçlarının etkinliğini analiz eden çalışmalarda, genellikle araçların finansal istikrarı sağlama konusunda olumlu etki ettiği görülmektedir.

Kriz sonrası Türkiye şoklara karşı dayanıklılığı artıran tedbirlerin yanı sıra, sistemik risklere karşı uyguladığı makro ihtiyati politikalarla dünyada başarılı bir örnek olmuştur. Literatürde yer alan çalışmalardan elde edilen bulguların yanı sıra makroekonomik göstergelerdeki toparlanma bu sonucu desteklemektedir. İktisadi aktörlerin mali yapılarının güçlendirilerek, düzenleme ve denetleme faaliyetlerinin iyileştirilmesi de bu sürece katkı sağlamıştır.

Yaygın kullanım açısından yeni bir uygulama olan makro ihtiyati politika uygulamalarının etkinliğini değerlendirmek için zamana ihtiyaç duyulmakla birlikte konuya ilişkin ampirik kanıtlar da sınırlıdır. Mevcut para politikalarının başarısı diğer iktisat politikaları ile uyumlu hareket etmesi ile kurumlar arası yakın işbirliğine bağlıdır. Finansal sistemin etkin çalışması ve reel sektör ile sağlayacağı etkileşim Türkiye'nin ekonomik temellerini güçlendirecek önemli unsurlardır.

Alınan makro ihtiyati tedbirler ile beraber Kredi Garanti Fonu (KGF) finans alanında etkinlik sağlarken, işgücü ve konut piyasasındaki adımlar da ekonomide etkinlik sağlamıştır. Bunun yanı sıra "15 Temmuz Askeri Darbe" girişiminin yarattığı belirsizlik ortamında zamanında alınan makro ihtiyati tedbirler, girişimin ekonomiye olan etkisini sınırlamıştır. Meydana gelen risk ortamının kısa süreli olması ve başarılı kriz yönetimi bu süreçte Türkiye'nin benzer ülke grubu içerisinde büyüme oranlarının pozitif yönde ayrışmasını sağlayarak, sağlam bir iktisadi yapının varlığını yansıtmıştır.

Kaynakça

Agur, I. ve Maria, D. (2015). Will Macroprudential Policy Counteract Monetary Policy's Effects on Financial Stability?. *IMF Working Paper* WP/15/283: 1-23.

Ağcakaya, S. (2015). Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri Ortak Özellikleri ve Yayılma Yolları, (Eds: Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu ve Halil İbrahim Aydın), İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker Parasız'a Armağan, Orion Kitabevi.

Alper, K. ve Tiryaki, S. T. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri, *TCMB Ekonomi Notları*, 2011-08: 1-10.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK). (2013) Basın Duyurusu, 2013/13.

Başçı, E. ve Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası, *TCMB Çalışma Tebliği*, 11/08: 1-18.

Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2004). Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması, Yenilenmiş 18.Basım, Remzi Kitabevi.

Eğilmez, M. (2014). Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması, *Kendime Yazılar*, http://www.mahfiegilmez.com/20914/11/makro-ihtiyati-politikalar-ve-turkiye.html.

Eğilmez, M. (2016). Zorunlu Karşılıklar Niçin İndirildi? *Kendime Yazılar*, http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/merkez-bankas-zorunlu-karslkoranlarn.html.

Eroğlu, N. (2011). Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi, İstanbul: Der Yayınları.

European Central Bank. (2015). Divergent Monetary Policies and The World Economy, Keynote address by Vítor Constâncio Vice-President of the ECB at the Conference Organised by FED/ECB/FED Dallas/HKMA in Hong Kong.

Galati, G. ve Moessner, R. (2011). Macroprudential Policy - A Literature Review, *BIS Working Papers* No:337.

Hahm, J., Mishkin, F.S., Shin, H. S. ve Shin, K. (2012). Macroprudential Policies in Open Emerging Economies, *NBER Working Paper* National Bureau of Economic Research, No:17780: 1-60.

IMF Country Report. (2016). No:16/105, http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk= 43873.0.

Kahn, G.A. (2010). Monetary Policy Under A Corridor Operating Framework, Feredal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review Fourth Quarter* 5-34.

Kalaycı, İ. (2010). Halil Seyidoğlu'na Armağan Finansal Kriz Yazıları, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Kara, A. H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, *TCMB Çalışma Tebliği*, No:12/17.

Kibritçioğlu, A. (2010). Küresel Finans Krizinin Türkiye'ye Etkileri, *Munich Personal RePEc Archive*.

Lim C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T. ve Wu, X. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, *IMF Working Paper* WP/11/238: 1-84.

Mishkin, F.S. (2010). Over The Cliff: From The Subprime To The Global Financial Crisis, *NBER Working Paper Series* No:1660.

Oktar, S., Tokucu, E. ve Kaya, Z. (2013). Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları, 2.Basım, Nobel Akademik Yayıncılık.

Soros, G. (2009). Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma, Çev: Coşkun Üçüncü, İstanbul: İnkılâp Yayınevi.

TCMB, Parasal Aktarım Mekanizması, 2013: 1-17.

Viñals, J. (2010). Central Banking Lessons From The Crisis, *IMF the Monetary and Capital Markets Department* 1-42.

Yellen, J. L. (2010). Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-Crisis World, Board of Governors of the Federal Reserve System at the Annual Meeting of the National Association for Business Economics, Denver Colorado, 1-23.