

MERKEZ BANKALARI POLİTİKALARINDA YENİ TRENDLER VE TCMB İNCELEMESİ

Murat TURGUT¹

ÖZET

Bu çalışma özü itibariyle geleneksel olmayan para politikalarının finansal piyasalarımıza etkilerini incelemektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası uygulamaları daha gelişmiş finansal ekonomiye sahip ülke politikaları ile birlikte değerlendirildiğinde piyasa faizlerinin politika faizlerine verdiği reaksiyon değişmektedir. Verilere göre yurtiçi ve yurtdışı gelişmelere karşın çok kısa vadeli piyasa tavrı merkez bankasının birincil piyasa araçları ile etkilenmektedir. Uzun dönem incelemelerinde ise dolar kurunun oldukça etkin olduğu söylenebilir.

Anahtar Kelimeler: Para politikası, Finansal küreselleşme, Zorunlu rezerv, Tasarruf, Döviz kuru.

Jel Kodları: E40, E41, E42

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Ostim Teknik Üniversitesi, drmuratturgut@gmail.com, 0000-0002-0401-4309

NEW TRENDS IN CENTRAL BANK POLICIES AND CBRT REVIEW

ABSTRACT

In essence, this study examines the effects of unconventional monetary policies on our financial markets. When the applications of the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) are considered together with the policies of countries with a more developed financial economy, the reaction of market rates to policy rates can change. Despite domestic and international developments, as per data, the short-term market attitude is influenced by the central bank's primary market instruments. However, we can reveal that the dollar exchange rate is quite effective in the long run analysis.

Key Words: Monetary policy, Financial globalization, Reserve requirements, Saving, Exchange rate.

Jel Codes: E40, E41, E42

1. GİRİŞ

Küresel boyuttaki finansal krizin ardından merkez bankacılığında yeni bir dönem başlamıştır. Politika oluşturma pratiği, yenilikçi bir şekilde oldukça gelişmiştir. Bazı gelişmiş ekonomiler olağanüstü uygulamaların öncülüğünü yürütmektedir. Krize verilen tepkiler, politika yapma sınırlarında ilerleme olarak yorumlanmaktadır. Geleneksel yöntemler verimsiz hale gelmiş ve bazı soruların ortaya çıkmasına neden olmuştur. "Dünya bu aşamaya nasıl geldi?" ve "Geleneksel para politikaları neden bırakıldı?" gibi sorular, krizin arka planını analiz edici sorulardır.

Finansal sistemlerin önemini ve kullanımını artırmak, etkin kaynak dağılımına neden olarak ekonomik faaliyete olumlu katkılar sağlamaktadır. Kriz öncesi dönem incelendiğinde, küresel finansal sistemin hızlı kredi büyümesini tetiklediği görülmektedir. Parasal koşulların hafifletilmesi, tüketici ve yatırımcı faaliyetlerinde artışa neden olmuştur. Bununla birlikte, artan varlık fiyatları, borç verme sistemini sağlıklı bir şekilde sürdürmek için daha fazla finansal enstrümana ihtiyaç duymakta idi. Bu arada, finansal firmalar arasında daha fazla kredi verme ve daha yüksek pazar payı elde etme rekabeti, borçlanma taleplerinin yanlış fiyatlandırılmasına yol açmıştır. Sonunda finansal sistemler gereksinimlere cevap veremez olmuştur. Bu eğilim, kriz öncesi dönemdeki ABD ipotek piyasasında görülebilmektedir. Konut fiyatları ipotek kredilerinden olumsuz etkilenmiş ve fiyatlardaki hızlı düşüş krizi başlatmıştır.

Kötü fiyatlandırma konseptini ve bunun ekonomi üzerindeki etkilerini anlamak için Mishkin iki risk tanımlamıştır (Mishkin,2009): Değerleme riski ve makroekonomik risk. Değerleme riskine göre, asimetric bilgilerin bulunduğu bir menkul kıymetin kesin fiyatının belirlenmesi zordur ve borç verenler tarafından daha az riskli kredi taleplerinin karşılanmasının kısaca tercih edilen ters seçim problemine neden olabilmektedir. Canlanma dönemlerinde, borç verenler tarafından kaynak tahsisi ekonomik faaliyete olumlu katkıda bulunmaktadır. Bununla birlikte, finansal bir bozulma bir şekilde ortaya çıkarsa, kredi arzı daha az riskli olsa da etkin

olmayan talep akışı tercih ettiğinden, ekonominin tamamına yayılabilir. Böylece, kaynakların yanlış tahsis edilmesi bu ekonomide sistem riskini ortaya çıkaracaktır. Ekonomik kriz dönemlerinde, finansal koşullar da bozulursa, toplam etki, genel ekonomi üzerindeki bireysel etkilere kıyasla daha ciddi tahribata neden olacaktır. Bu kavram literatürde finansal hızlandırıcı olarak tanımlanmaktadır (Bernanke, Gertler ve Gilchrist, 1999). Ekonomideki bu kötüleşmenin olasılığı makroekonomik risk tanımını vermektedir.

Avrupa'daki durum Birleşik Devletler (ABD)'den biraz farklıydı. Avrupa Borç Krizi'ni tetikleyen çeşitli faktörler bulunmaktaydı. ABD'de olduğu gibi, artan krediler ana direklerden biri oldu (Ullah ve Ahmed, 2014). Öte yandan, yüksek devlet borçları ikinci sütunu oluşturmaktaydı. Borç yükümlülüğünün yüksek olması nedeniyle, kredilerin vadelerine göre finansman kaygısı gündeme gelmiştir. Son aşamada, kredi büyümesi ve devlet borcu harici dengesizliklerle bütünleşerek (küresel finansal piyasalardaki bozulma, kolay finansman koşullarındaki daralma ve yatırımcı güveninin azalması yoluyla) tüm Avrupa'ya yayılmıştır. Etki, tek kurum olan Avrupa Merkez Bankası'nın politikalarına bağımlılık yoluyla para birliği kısıtlamasından da güç kazanmıştır (Lane, 2012). Bu durumun bir sonucu olarak, Avrupa krizi başlıca zayıf çevre ülkelerinde (Yunanistan, İrlanda, İtalya, İspanya ve Portekiz) başlamıştır. Başarılı bir para birliğindeki mali istikrar çok önemlidir (Constancio, 2012). Kriz döneminde bu savunu Euro bölgesinin azınlık bir tarafıydı. Dolayısıyla, ajanslar üzerinde daha düşük puan alan ülkeler, zamanında yeniden finansman yükümlülüklerini yerine getirmek için para koşullarının daralması nedeniyle zorluklarla karşı karşıya kalmışlardır. Küresel finansal kriz olarak adlandırılmasına rağmen, Avrupa karar mercileri tarafından alınan önlemler üç temel direk üzerinde şekillenmiştir: maliye politikaları, yapısal alanlar ve para politikaları.

Krizin diğer bir boyutu ise, gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki etki olmuştur. Gelişmiş ekonomilerin olağanüstü önlemlerinden kaynaklanan aşırı değişken

piyasalar bu ülkeler üzerinde zorluklar yaratmıştır. Hem para hem de sermaye akış kanalları bu ülkelerin üstesinden gelmeye çalıştığı olağanüstü koşullar yaratmıştır. Bu ülkelerden biri Türkiye'dir ve süreci yönetmek için ana sorumluluk Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na aittir. Bu dönemde yenilikçi bir merkez bankası örneği sergilenmiştir. Bazı yeni yaklaşımlarla bütünleştirilen konvansiyonel araçların etkili kullanımı Türkiye'nin yararına olmuştur. Bununla birlikte, "Dış koşullar dikkate alındığında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası politika karmasının etkinliği nasıl yorumlanır" sorusunun cevabı, henüz netlik kazanmış değildir. Literatürde tespit edilen bu noksanı gidermek amacıyla bu çalışmada Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın politika bileşiminin kısa ve uzun vadeli finansal göstergelerine olan etkileri incelenmeye çalışılmıştır. Ana tespitler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası politikalarının başarısı ile ilgili ipuçları vermektedir. Krizden bu yana kullanılan araçlar hem kısa hem de uzun vadeli oranlarla yüksek ilişkiye sahiptir. Buna ek olarak, Türkiye'nin enflasyon oranının kısa vadeli faizler üzerinde etkisi olsa da ABD döviz kuru, uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisini göstermektedir. Bununla birlikte, ABD Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası'nın Türkiye piyasaları üzerindeki politikaları için bir ipucu bulunmamaktadır.

Şüphesiz, küresel ekonomi hala zayıf durumdadır, ancak orta bir büyüme payı ile geçmişe oranla performans sergilemektedir. Gelişmiş ekonomiler üzerindeki zayıf görünüm, zayıf ticaret bağlantıları ve siyasi belirsizlikler, sorunların kaynağını yansıtmaktadır. Küresel finansal krizden yaklaşık on yıl sonra, para politikaları hâlâ küresel ekonomiye hâkim durumdadır. Para politikalarının önemi giderek artmakta ve politika oluşturma süreci gündemde tutulmaktadır. Dolayısıyla, iyileştirmeleri izlemek ve tutarlı bir analiz yapmak politika yapıcılara yardımcı olacaktır.

Çalışma şu şekilde organize edilmiştir; İlk olarak para politikaları ve bunların iletimi, ABD ve Euro Bölgesi'nin krize karşı verdiği tepkileri kapsamaktadır. Sonraki başlıkta Türkiye'nin para politikasına daha genel bir perspektiften bakılmakta ve kriz

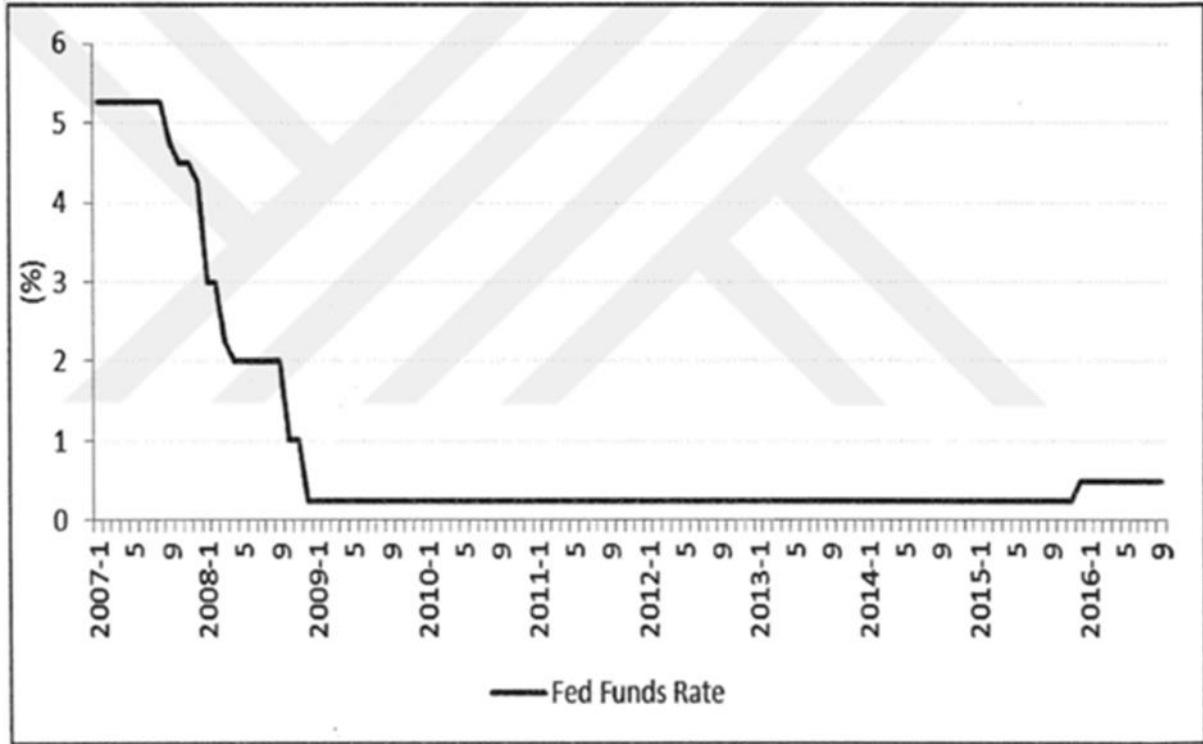
sonrasında piyasaya sürülen politika bileşimi incelenmektedir. Son başlıkta ise dış mali dengesizliklerin varlığında Türk finans sisteminde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası politikalarının etkinliğine ışık tutan bir model önerilmektedir.

2. ALIŞILMADIK PARA POLİTİKALARI VE İLETİM MEKANİZMALARI Güç ve Kaynaklar İçin Rekabet

Küreselleşme, dünyayı daha entegre hale getirmektedir. Bu sayede ülkeler arasında güçlendirici bağlantılar bulunmaktadır. Farklı topluluklar arasındaki ticaret ağları vasıtasıyla malların serbestçe dolaşımı en eski kanal olmakla birlikte, son yüzyıldan beri ileri mali sistemler yoluyla para kullanımının yaygınlaşması önem kazanmıştır. Mali sistemlerin kaynak dağılımı üzerindeki önemi göz önüne alındığında, bu hızlanan büyüme trendi ülkeler arasında yeni finansal bağlantılar oluşturmakta ve merkez bankalarına daha fazla sorumluluk getirmektedir.

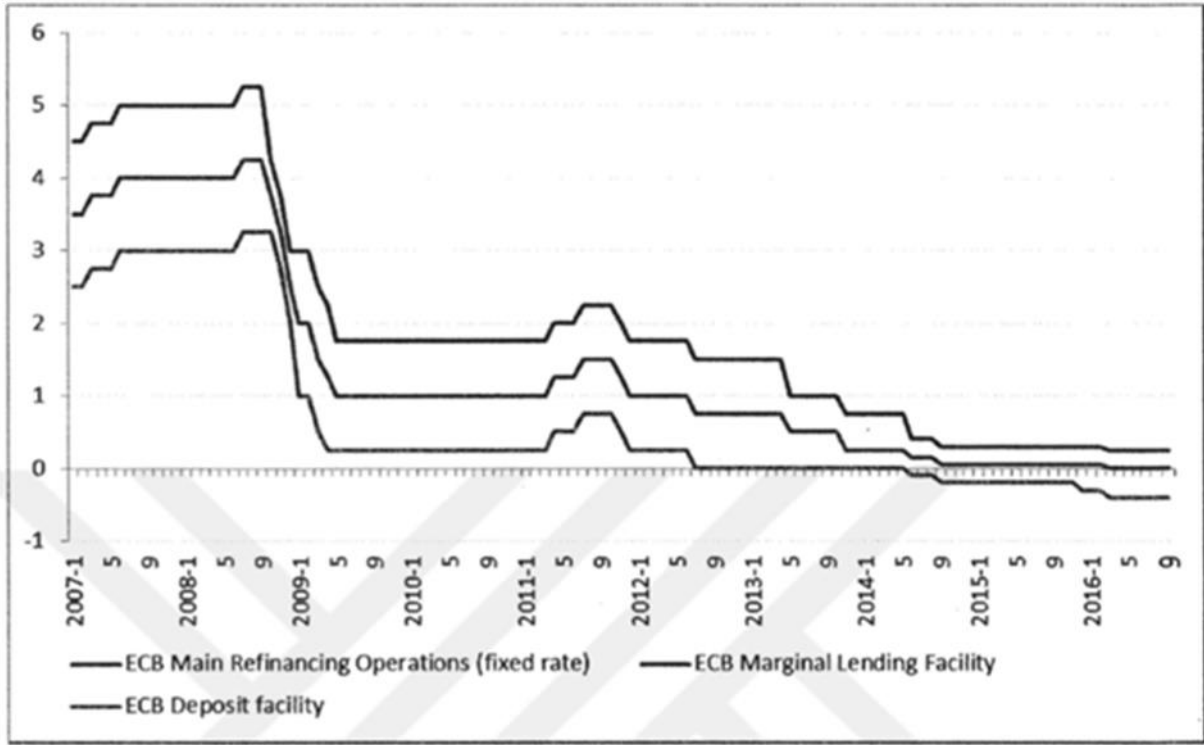
İletim konusuna daha ayrıntılı bir şekilde başlamadan önce, para politikaları hakkında bazı bilgiler vermek faydalı olacaktır. Friedman'a (Friedman, 2000) göre, para politikası genel ekonomik faaliyetin hızını ve yönünü etkilemek için bir itirazda bulunmaktadır. Bu amaca ulaşmak için merkez bankaları bazı araçlar kullanmaktadır. Tarihsel perspektifte, öncelikle, merkez bankalarının bilançolarının yükümlülükleri hem hükümet hem de piyasa katılımcıları tarafından dikkate alınmıştır. Ekonomik ajanlar kararlarını para arzına bakarak oluşturmuştur. Bununla birlikte, tarih, dış şoklar veya para talebi gibi ani parasal hareketlerin bilanço üzerinde hızlı dalgalanmalar yarattığını göstermektedir. Bu durum, merkez bankalarının para politikalarını tasarlarken rezerv tutmasına yol açmıştır. Uygulamada, merkez bankaları bu görevi, bilançoların çeşitli alt kalemleri üzerindeki faiz oranlarını kullanarak yerine getirmişlerdir. Zamanla, faiz oranları kullanımı bazı temel faiz oranlarını belirlemek için geliştirilmiştir. Merkez bankaları işlemlerde en çok hangi enstrümanların geliştirildiğini belirleyerek bu oranları oluştururlar. Temel faiz oranları ile politika tasarımı krize kadar merkez

bankacılığının geleneksel bir yolu haline gelmiştir. Ancak, oranları hızla sıfıra indirmek krize bir çözüm olmamış ve olumsuz etkileri dengelemek için yetersiz kalmıştır. Şekil 1.1, açıkça göstermektedir ki finansal daralmanın gerçekleşmesi başladığında ABD Merkez Bankası federal fonlama oranını hızla yüzde [0-0.5] aralığına düşürmüştür. Böylece, ABD Merkez Bankası'nın parasal sıkılaşığı hafiflemiştir.



Şekil 1: ABD Merkez Bankası Fon Oranı (Bloomberg)

ABD Merkez Bankası ile benzerlik göstermekle birlikte, Avrupa Merkez Bankası, giderek simetrik koridor politikalarını koruyarak politika faiz oranlarını düşürmüştür (Şekil 1.2). Ancak, bu simetri kasıtlı olarak küçük zaman aralıklarında saptırılmıştır. Bu saptırma, önce 2014'te, sonra ikinci olarak 2016'da görülebilmektedir. Son saptırma, Avrupa Merkez Bankası'nın geleneksel politika araçlarından biri olan mevduat tesisinden birinde lehine sonuç vermiştir. 2014 yılından itibaren, finansal sektörden bankacılık sektörüne aktarım mekanizmasının etkin bir şekilde çalışması için mevduat tesisi oranı sıfırın altına düşürülmüştür.



Şekil 2: Avrupa Merkez Bankası Para Politikası Karması (Bloomberg)

Krizin olumsuz etkileri konvansiyonel faiz aracı (bazen de Avrupa Merkez Bankası gibi özel operasyonlardaki olağandışı oranlar) tarafından aşılamadığı için gelişmiş ekonomiler geleneksel olmayan politikalarla müdahaleye geçmiştir.

Alışılmadık Para Politikaları

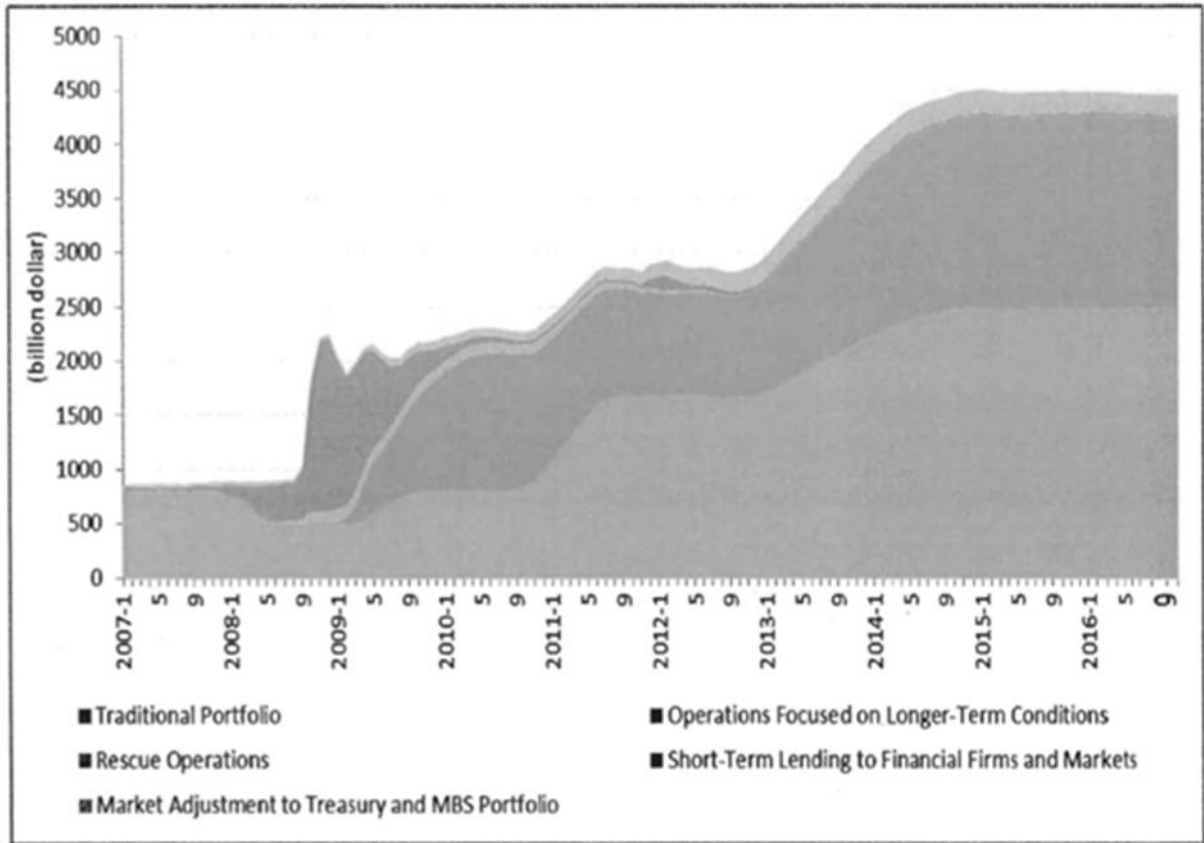
Küresel kriz, merkez bankalarını alışılmadık önlemler almaya zorlayan olağanüstü koşullar yaratmaktadır. Bu dönemde para politikaları, çeşitli faktörlerden dolayı maliye politikalarından bir adım öndedir. Öncelikle, mali teşvik unsurunun reel ekonomiye yansımaları gecikme ile birlikte gerçekleşmektedir. İkincisi, hukuki boyutta gerekli mali düzenlemeleri yapmak için ekonomik faaliyeti etkilemek zaman gerektirmektedir. Bu sebepten dolayı, maliye politikaları kriz döneminde çoğunlukla arka planda kalmıştır.

Geleneksel merkez bankacılığı, kısa vadeli politika faiz oranını kontrol ederek ve krize kadar olumlu bir aralık içerisinde hareket ettirerek uygulanmıştır. Ancak

kriz, gelişmiş ekonomileri merkez bankalarına ekstra önlemler almaya zorlamıştır. Bunun sonucunda, reel ekonomiyi canlandıran yeni teşvik mekanizmaları aranmaya başlanmıştır. Bu amaca yönelik olarak, merkez bankalarının bilançolarının varlık yönü tartışma konusu olmuştur.

ABD Merkez Bankası bilançosu kriz öncesi dönemden bugüne incelendiğinde yaklaşık 870 milyar dolar olan büyüklüğü 4,5 trilyon dolara yükselmiştir. ABD Merkez Bankası, öncelikle finansal bozulma 2007 yılının sonunda gerçekleşmeye başladığında kısa vadeli araçların getirilmesi ile bilançonun yapısını değiştirmeye çalışmıştır. Bu dönemde bu politika üzerinde büyük bir tartışma yaşanmıştır. Tartışmaların bir tarafı, merkez bankası bilançosunun değişen bileşiminin sağlıklı kaynak dağılımı ve fiyat oluşumunu bozduğu düşüncesini savunurken, diğer taraf ise boyuttaki artışa destek vermekteydi. Kriz 2008'in ikinci yarısında zirveye ulaştığında, ABD Merkez Bankası ikinci bir girişim olarak bilançonun boyutunu arttırma yoluna gitmiştir. Bu dönemde, bilançonun büyüklüğü çoğunlukla kısa vadeli güvenlik önlemlerinin oluşturulması nedeniyle 2 trilyon dolar seviyesinin üzerine hızla yükselmiştir. ABD Merkez Bankası şimdiye kadar iki benzer işlem kullanmıştır. Bununla birlikte, ileriye dönük iki program çoğunlukla uzun vadeli menkul kıymetlere (ipotek teminatlı menkul kıymetler ve hazine tahvilleri) odaklanmıştır. Bu işlemlerden sonra, ABD Merkez Bankası bilançosu Şekil 1.3'teki mevcut durumuna ulaşmıştır. Bundan sonra, bu konudaki temel tartışmalar, ABD Merkez Bankası'nın bilanço boyutunu azaltmaya başlaması ve bilançonun büyüklüğünün ne kadar olacağı üzerine şekillenmiştir.

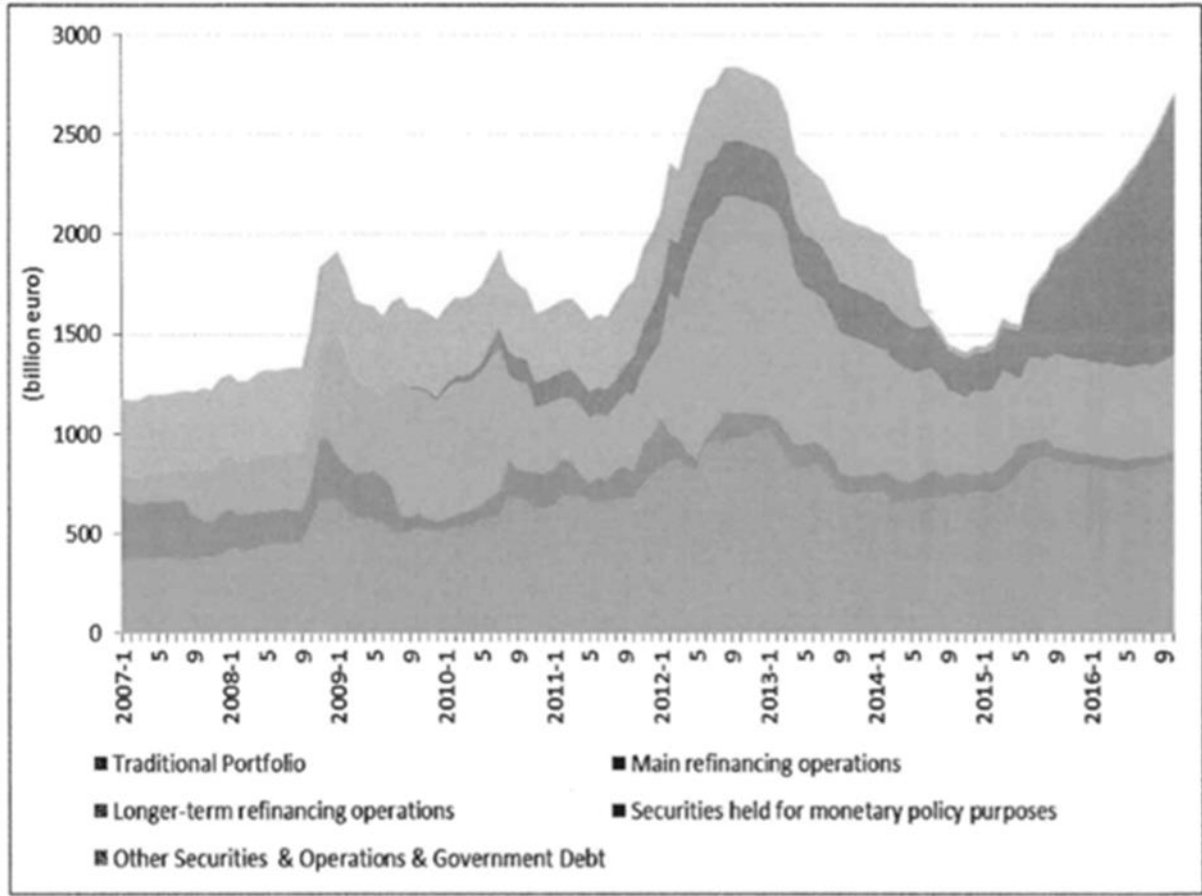
ABD Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası politikaları arasında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Daha önce de değinildiği üzere, Avrupa Borç Krizi farklı dinamiklerden oluşmaktaydı. Bu nedenle, Avrupa Merkez Bankası politika karışımını bu bağlamda yaratmıştır.



Şekil 3: Varlık Açısından ABD Merkez Bankası Bilançosu

Avrupa Merkez Bankası bilançosunun varlık yönü incelendiğinde, 2007 yılının ikinci yarısından itibaren uzun vadeli menkul değerlerin ağırlığının arttığı görülmektedir. Örneğin, uzun vadeli yeniden finansman işlemleri, bilanço alt kalemlerinin ortalama vadelerini uzatmıştır. Ayrıca, 2008'in sonunda ve 2009'un başında tanıtılan Kapsamlı Tahvil Satın Alma Programları da bulunmaktaydı. Bunlar ilk alınan önlemlerdi. İkinci ve daha kapsamlı müdahale 2012'de gerçekleştirildi. Bilançoda üç yıllık uzun vadeli yeniden finansman işlemlerinin ağırlığı artırıldı. Son olarak, 2014 sonunda ve 2015 yılının başında piyasaya sürülen en kapsamlı program tanıtılmıştır. Avrupa Merkez Bankası, 2014 yılının ikinci yarısında üç hedefli uzun vadeli yeniden finansman operasyonunu ve 2015'in başında Varlık Destekli Menkul Kıymetler Programı, Kapsamlı Tahvil Satın Alma Programı ve Kamu Sektörü Satın

Alma Programı'nı ilan etmiştir. Bu programlar, bölgedeki iletim mekanizmasının etkili bir şekilde çalışmasını amaçlamaktaydı (Şekil 1.4).



Şekil 4: Varlık Açısından Avrupa Merkez Bankası Bilançosu (Avrupa Merkez Bankası veri tabanı).

Son zamanlarda yapılan uygulamalar para politikası teorisinden uzaklaşmış görülmektedir. Gelişmiş ekonomiler tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının etkileri hakkında da çok büyük literatür mevcuttur. Farneiani ve Zabczyk (Zabczyk, 2016), son literatüre göre iki tür geleneksel olmayan para politikasını tanımlamaktadır: Nicel kolaylaştırma (QE) ve Nitel kolaylaştırma (Quale). Nicel kolaylaştırma, merkez bankası bilançosunun boyutunu arttırarak uygulanırken, sistem yapısı değiştirilerek Nitel kolaylaştırma uygulanmaktadır. Reis (Reis, 2010), ABD'nin üç başlık üzerine politika yanıtlarını özetlemektedir; faiz oranı, niceliksel politika ve kredi politikası. Reis'in tanımına göre, faiz oranı konvansiyonel

olarak sınıflandırılırsa, diğerleri alışılmışın dışında kalır. Friedman (Friedman, 2014), standart politikalar artık politika hedefini karşılamıyorsa, ekonomik faaliyeti canlandırmanın iki yolunun varlığından söz etmektedir; Bunlardan biri varlık alımları diğerisi ise ileriye dđnük açıklamalar yapmaktır. Son olarak, Borio ve Zabaix'in (Borio ve Zabaix 2016), son çalışmaları alışılmamış politikaları üç alt grup olarak sınıflandırmaktadır: bilanço politikaları, ileriye dđnük ve negatif faiz politikası.

Tarihsel açıdan, piyasa katılımcıları merkez bankalarının kararlarını takip etmişlerdir. Kapalı yapılar nedeniyle, ekonomi ajanları, geçmiş uygulamalara bakarak politika kararlarını tahmin etmeye çalışmışlardır. Literatürde bu kavrama işaretleme denmektedir. Ancak, sinyalizasyon, zaman içinde bir gúvenilirlik gđstergesi haline geldiğinden, politika yapıcıların hareket alanını daraltmıştır. Gelecekteki politika uygulamalarına yđnelik piyasa beklentilerini etkilemek için, merkez bankaları ileriye yđnelik rehberlik olarak adlandırılan kamuya açıklamalarını etkili bir biçimde kullanmaya başlamıştır. Bđylece, politika yapıcılar hareket alanını politikalar úzerinde genişletmeyi ve itibarını aynı anda korumayı başarmışlardır.

Buna bağlı olarak gelişmiş ekonomilerin merkez bankaları olan ABD Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası, yıllar içinde bilançolarının boyutunu hızla arttırmıştır. Alınan önlemler, yüksek hacimli sermaye hareketlerini etkilemiştir. Bol miktarda para ve dúřük faiz oranları hem i hem de dış ekonomik ajanlar lehine finansman koşullarını hafifletmiştir.

İletim Mekanizmaları

Friedman'a (Friedman, 2000)göre, para politikasının etkili olması için, merkez bankalarının yaptığı finansal kararlar, finansal olmayan acentelerin kararlarını etkilemek zorundadır. Bu kavram, para politikası iletim mekanizmasının kısa bir açıklamasıdır. Mishkin (Mishkin, 1996), para politikalarının iletim kanallarını

tanımlamaktadır. Bu kanallar para tabanındaki artışın faiz oranlarının kredilere olan etkisini nasıl etkilediğini açıklamaktadır.

Bununla birlikte, hemen hemen tüm kanallar incelendiğinde, yurtdışı çıktıyı etkilemek için uluslararası faktörleri dikkate alan tek bir kanal bulunmaktadır. Para politikası nedeniyle döviz kurlarındaki değer kaybının net ihracatta artışa neden olması durumunda bu kanalın rolü vardır. Bugün, daha entegre bir dünyada, tüm ülkelerdeki tüm ekonomik aktörlerin hem yerli hem de uluslararası gelişmeleri göz önüne aldığı kuşkusuzdur. Dolayısıyla ABD Merkez Bankası veya Avrupa Merkez Bankası tarafından verilen kararlar yalnızca ABD veya Avrupa ekonomik birimlerini değil aynı zamanda dünyanın geri kalanını da etkilemektedir. Bu nedenle finansal bağların önemi giderek artmaktadır. Özellikle, küresel finansal kriz sonrasında yayınlanan çalışmalar, gelişmiş ekonomilerin para politikaları ile diğer ülkelere yansımaları arasındaki bağlantıları araştırmaktadır. Araştırmalar karşı politika tepkileri ile genişlediğinde, araştırmacıların sorunlarını çözmek zor bir hal almaktadır. Örneğin, ABD Merkez Bankası'nın kararları Türk finans sektörünün yatırım kararlarını nasıl ve ne derece etkilemektedir? Avrupa Merkez Bankası'nın para politikaları diğer yükselen ekonomilerin kredi büyümesini nasıl etkilemektedir? Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın politika yanıtları etkili midir? Bu soruların cevaplanması oldukça güçtür.

Bu konu ışığında, 2014 yılında Uluslararası Ödemeler Bankası'nda (BIS) bir toplantı düzenlenmiştir. Konferansta gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere yönelik beş uluslararası kanal yayılması üzerine ulaşılmıştır;

1. Döviz kuru,
2. Politika faizi,
3. Uzun vadeli faiz oranları,
4. Uluslararası banka kredileri,
5. Portföy akımları.

Fakat merkez bankaları ile ekonomik aktörlerin arasındaki etkileşimin nasıl ortaya çıktığı sorusuna verilen cevap hala biraz belirsizliğini korumaktadır. Döviz kuru kanalı, para arzındaki artıştan (örneğin uluslararası şok) kaynaklanan reel faiz oranındaki düşüşün döviz kurunda değer kaybına neden olması durumunda geçerlidir. Amortismanına tabi para birimi net ihracatı ve çıktıyı arttırabilmektedir. Bu etkinin oluşması için, bir yerde para arzı arttırılmalıdır. Benzer şekilde, uluslararası borçlanma ya da portföy doğrudan tedarik ile ilişkili akmaktadır. Dolayısıyla Borio ve Zbair'e (Borio ve Zbair, 2016) göre bilanço politikaları olarak sınıflandırılabilirler. Gelişmiş bir ekonomi, para politikası olarak piyasalarda (niceliksel kolaylaştırıcı politikalar yoluyla) para arzını artırır, döviz kurlarını, portföy akışlarını ve uluslararası borç vermeyi etkileyebilir. Politika faizleri ve uzun vadeli faiz oranları dolaylı etkileşime sahiptir. Politika faiz oranları, cevap veren merkez bankalarının davranışlarıyla ilişkilidir. Bu çalışmanın temelini uluslararası sızıntılara ilişkin çeşitli politikalar oluşturmaktadır. Ayrıca, uzun vadeli faiz oranları, yabancı veya yerli merkez bankalarının kararlarının doğrudan müdahalelerinden bağımsızdır.

Azalan faiz oranlarına sahip niceliksel kolaylaştırma politikalarının bir sonucu olarak, gelişmiş ekonomiler yüksek hacimli sermaye oluşumuna neden olmuşlardır. Bu sermayenin bir kısmı gelişmiş ülkelerin sınırları dahilinde kaldı ancak önemli miktarda sermayeler sınırları aşmış, gelişmekte olan ekonomilere ulaşmış ve finansal sistemlerini bozmuştur.

Bu çalışmada yukarıda bahsedilen iletim kanallarını dikkate alarak ABD Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası politika karşılaştırmaları ile Türkiye'nin finansal sistemi üzerindeki etkilerin arasındaki ilişki incelenmeye çalışılmıştır. Dış ve iç kararların doğrudan ya da dolaylı etkileri nedeniyle, Türk finansal sistemi bu oranlara bakarak oranlarını belirlemiştir. Şimdiye kadar uluslararası koşullar ve yansımaları kanallar vasıtasıyla

bu çalışmada açıklanmaya çalışıldı. Bir sonraki başlık altında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası politikaları daha ayrıntılı olarak incelenmektedir.

3. FİNANSAL KÜRESELLEŞMENİN TCMB PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİNE ETKİLERİ

24 Ocak 1980 Kararları sonrasında hızlı bir parasallaşma sürecine giren Türkiye ekonomisinde, para arzı ve parasal işlemlerin türleri artmış; her türlü para ve benzerlerinin alım-satımı yaygınlaşmıştır.

Fiyat istikrarının öncelikli hedef olması yönündeki görüşler Türkiye’de de 1980 Kararları sonrası benimsenmiş ve TCMB para politikaları 1980’den günümüze bu yönde şekillenmeye başlamıştır (Çolakoğlu,2002: 18).

Parasal Hedefleme Dönemi

Monetarist doktrin fiyat düzeyinin para stoku düzeyi tarafından belirlendiğini savunmakta ve bu itibarla enflasyonun temel sebebinin para arzındaki artış olduğunu savunmaktadır ve enflasyon oranının düşürülmesi için daraltıcı para politikası uygulamalarını önermişlerdir.1970 yıllardan itibaren monetarist düşüncenin popülerlik kazanması ile birçok ülkede Merkez Bankaları M2, M3 gibi parasal büyüklükleri hedeflemeye başlamışlardır.

Dünyada bu gelişmeler yaşanırken, Türkiye’de 1986 yılından itibaren merkez bankacılığında önemli değişimler yaşanmaya başlanmıştır. 1986 yılında, yıllık programdaki hedefler ve yeni para politikası çerçevesinde, para arzı ve parasal büyüklüklerin gelişmelerini tahmin etmek amacıyla ilk kez bir parasal program oluşturulmuştur. TCMB ilk defa, kamuoyuna ilan edilmeden parasal hedefler oluşturma çabaları başlamıştır ki, bu önemli bir politika değişikliğidir. Bu dönemin bir başka özelliği ise, 1980 öncesinden farklı olarak kamu açıklarının parasal genişleme ile değil, ağırlıklı olarak iç borçlanma ile kapatılıyor olmasıdır. Yani bu uygulama, 'parasal genişleme olmazsa, kamu açığının borçlanma ile kapatılması enflasyonu yükseltmez' şeklindeki Monetarist görüş ile de örtüşmektedir. Parasal

programda, M2 para arzı artışı belirlenmiş ve bu artış ile reel faiz ve reel kur gibi değişkenler ilişkilendirilmiştir.1986 parasal programı, belli bir M2 artışı hedef olarak alındığında, bunu gerçekleştirecek rezerv para artışının ve dolayısıyla da Merkez Bankası net iç varlıklarının programlanmasına dayanmıştır (Kesriyeli, 1997: 12).

Bu gelişmeler Merkez Bankası'nın parasal hedefleri tutturabilmesini güçleştirmiş, kurlar üzerinde baskı yaratmış, bunun üzerine piyasadaki likidite fazlasını çekmek ve Türk lirası tutmayı yeniden cazip hale getirmek amacıyla 4 Şubat 1988 tarihli kararlar yürürlüğe sokulmuştur. Bu kararlarla (Önder, 2005: 170);İthalat teminatları %7'den %15'e çıkarılmıştır. İhracatta kazanılan dövizin fiilen yurda getirilmesine yönelik, teşvik edici tedbirler yürürlüğe konulmuştur. İhracata vergi iadesi ödemeleri artırılmıştır. Vadeli ve vadesiz resmi mevduat faiz oranı azami %10 olarak belirlenmiş ve bankalar arası mevduattaki faiz oranları serbest bırakılmıştır. Yıllık azami faiz oranları, vadesizde %36, 1 ay vadelerinde %40, 3 ay vadelerinde %45, 6 ay vadelerinde %52 ve 1 yıl vadelerinde ise %65 olarak saptanmıştır.

1988 yılında para politikasının en önemli yönü Merkez Bankasının para ve döviz piyasaları arasındaki karşılıklı bağımlılığı hesaba katan bir çerçeve içerisinde arz ve talebi etkileyerek sonuca varma uygulamasını yerleştirmesi olmuştur (Kesriyeli, 1997: 17).

1989 yılına gelindiğinde en önemli ekonomik gelişme Türk Lirası'nın konvertibl hale gelmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu yolla Türkiye'ye büyük oranlarda sermaye girişi olmuş ve TCMB rezervlerinde artışlar yaratmıştır. Ancak sermaye girişleri TCMB'nin faizler ve kur üzerindeki kontrolünü zayıflatmış ve Türk Lirası değerlenmeye başlamıştır. Bütün bu gelişmelere koşut olarak, 1989 sonrası Türkiye ekonomisinin birikim ve yatırım önceliklerinin tamamen uluslararası finans piyasalarının denetimine giren yüksek ulusal faiz ve düşük döviz kuru tarafından belirlenmektedir (Usta, 2003: 53).1989 yılı TCMB'nin para politikası uygulamalarında önemli bir dönüm noktasıdır. 1989 yılından önce M1, M2 ve daha geniş tanımlı parasal toplamları kullanarak enflasyonla mücadele ederken, 1989

yılından itibaren kendi bilanço büyüklüğünün kontrol altına alınması hedefine yönelmiştir. Bu değişikliğin altındaki ana sebep, yıllardır süren yüksek enflasyonun ve son on yıldır mali sektörde yaşanan değişim sürecinin para çarpanlarında istikrarsızlık yaratması ve bunun Merkez Bankası'nın geniş tanımlı para arzını denetiminde yarattığı zorluklardır. Bilanço büyüklüğünün kontrol alınması hedefi ile orta vadede sağlıklı bir bilanço yapısının kurulması gerektiği vurgulanarak, Merkez Bankası, para politikası ara hedefi olarak bilanço büyüklüklerinin kontrolünü ve bilançonun kompozisyonunun değiştirilmesi amaçlanmıştır. Böylece Merkez Bankası'nın uygulayacağı para politikasının nihai amacının ne olması gerektiği de şekillenmeye başlamıştır (Eroğlu, 2004: 79).

Fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda şekillenmeye başlayan TCMB para programları, kamu kesiminin Merkez Bankası kaynaklarına başvurmada belirli bir mali disipline uyulması gerektiği düşüncesini ön plana çıkarmış; Hazine ile Merkez bankası arasındaki ilişkileri rasyonel bir temele oturtacak, iki kuruluş arasında bir protokol imzalanması ve Merkez Bankası'nın döviz borçlarını azaltmak amacıyla bilançosunu daha aktif bir para politikası izlemeye yönelik olarak yeniden düzenlemesi ve orta vadeli bir strateji açıklaması gibi 1989 yılında gerçekleştirilen düzenlemelerin 1990 yılında yürürlüğe girmesi, Merkez Bankası'na ilk defa önceden açıklanabilir bir para politikası hazırlama imkanı vermiştir (Kesriyeli,1997: 21).

TCMB 1990 yılı başında açıkladığı para programı ile 1989'da başlattığı politika değişimini de kamuoyuna açıklamıştır. TCMB para politikası 1989 yılında da M1, M2 ve daha geniş tanımlı parasal büyüklüklerini değil, TCMB'nin bilanço büyüklüğünün denetim altına alınması hedefine yönelmişti. Bu amaçla TCMB iç kredilerin genişlemesini sınırlandırmıştır. Ayrıca aktif artışının finansman yapısının değişmesi de 1989 yılında başlamış, yapılan düzenlemeler ve yeniliklerle de 1990 yılı başında bir para programının oluşumu ve kamuoyuna açıklanması için alt yapı hazırlanmıştır. TCMB'nin böyle bir programı yürütebilmesinin ön koşulu, bilançosunun aktifleri üzerinde denetimini sağlayabilmesidir. 1989 yılında kamu

kesimine açılan kredilerin denetim altına alınmasını sağlayan düzenlemeler ile bu yolda önemli adımlar atılmıştır. Likidite yaratmak için Türk lirası kredi açmak yerine döviz işlemlerini tercih edeceğini, yani iç varlıklarındaki büyümeyi denetim altına alacağını açıklamıştır. 1990 yılı para programı ile döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı bozmaksızın, piyasanın likidite gereksinimini karşılamayı hedeflemiştir (Önder, 2005: 178).

1990 yılında T.C. Merkez Bankası'nın kamuya açıkladığı para politikasının temel ilkeleri aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Eroğlu, 2004: 81): Merkez Bankasının orta vadede hedeflediği değişken Toplam İç Yükümlülüklerdir. 1989 yılında olduğu gibi amaç, Toplam İç Yükümlülüklerin denetlenmesi ve göreceli olarak küçültülmesidir.

Anti enflasyonist para politikasının gereği olarak Merkez Bankası, bilançosundaki Net İç Varlıkları denetleyerek Merkez Bankası Parasındaki büyümenin kaynağının net iç dış aktiflerle sınırlı olmasına çalışacaktır. Net İç Varlıkları belirleyen temel ve önemli değişkenin toplam iç krediler olması, önümüzdeki dönemde de T.C. Merkez Bankası'nın 1989 yılında olduğu gibi hem kamuya hem de bankacılık kesimine açtığı kredilerdeki gelişmeleri dikkatle denetlemesi gerektiğini göstermektedir.

Merkez Bankasının orta vadede döviz borçlarını azaltmak hedefine ulaşması için Merkez Bankası Parası ile Toplam İç yükümlülükler arasındaki farkı oluşturan yükümlülüklerin tasfiye edilmesine çalışılacaktır.

Yukarıda ifade edildiği şekilde Merkez Bankası 1990 yılı para programı ile orta vadede döviz borçlarını azaltmayı, döviz varlıklarını artırmayı, Hazineye açılan kredileri denetim altına almayı ve azaltmayı, anti enflasyonist politikanın gereği olarak parasal büyüklükleri kontrol altına almayı ve parasal büyümeyi dış aktiflere orantılı şekilde arttırmayı hedeflemektedir.

1991 yılında para programı uygulanmamış ve erimiş bir döviz rezervi ve artmış bir iç borç yükü ile girilmiştir. Kamu finansman açığının denetim altına alınamamış

olması parasal büyüklüklerin kontrolünü güçleştirmiş ve para programının açıklanmasını ve uygulanmasını imkânsız kılmıştır (Karataş, 2000: 13).

1994 yılı ilk çeyreği ekonomi için kriz dönemini kapsamaktadır. Bu gelişmeler kalıcı önlemler içeren ve bozulan dengeleri kısa sürede yerine getirecek istikrar politikalarının uygulanmasını zorunlu kılmıştır. Bu amaçla 5 Nisan İstikrar Paketi hazırlanmıştır. 5 Nisan İstikrar Kararları, kısa vadede enflasyonu düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirerek uzun vadeli sürdürülebilir bir büyümeyi sağlamayı amaçlamıştır. Yapılan değişiklik ile daha önce genel bütçe ödenekleri toplamının yüzde 15'i olarak belirlenen avans hesabı üst limiti, bir önceki mali yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarının 1995 yılı için yüzde 12, 1996 yılı için yüzde 10, 1997 yılı için yüzde 6, 1998 ve bunu izleyen yıllar için yüzde 3 olarak belirlenmiştir (Kesriyeli, 1997: 27).

5 Nisan 1994 kararları sonrasında enflasyonun düşürülmesinde kur politikasının nominal çapa olarak kullanılması öngörülmüştür. Merkez Bankası 5 Nisan 1994 tarihinden itibaren ticari ve gayri ticari işlemlere ilişkin olarak yapılan döviz ve efektif alım-satımlarında uygulanacak döviz kurlarının bankalar, yetkili müesseseler, özel finans kurumları ve PTT'ce piyasa kuralları dahilinde serbestçe belirleneceğini duyurmuştur. Bunlara ek olarak, Merkez Bankası tarafından serbest döviz piyasasında oluşan kurları yansıtan "gösterge niteliğinde" olan kurlar ilan edilmeye başlanılmıştır.

Döviz Kuru Hedeflemesi Dönemi

Merkez Bankası 1997 ve 1998 yılında da aylık nominal devalüasyon oranını öngörülen enflasyon oranına paralel olacak şekilde belirlemeye devam etmiştir. Bu politika 1996 yılındaki uygulamaya benzer şekilde, para politikasının finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına ve sürdürülmesine yönelik olarak, para

politikasına yardımcı olmak amacıyla reel döviz kurlarındaki dalgalanmanın minimize edildiği bir politika olarak tanımlanabilir. Diğer bir ifade ile, para ve kur politikasında 1996, 1997 ve 1998’de büyük değişiklikler yapılmamıştır.

Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş

1990’lı yıllarda birçok ülke enflasyon hedeflemesini bir para politikası olarak uygulamaya başlamıştır. Bu ülkelerin çoğunda parasal büyüklük hedeflemesi ya da döviz kuru hedeflemesi rejiminin başarısız olması ve istenilen sonuçlara ulaşmakta etkisiz kalması enflasyon hedeflemesine geçilmesinin temel sebepleri olmuştur. İlk olarak Yeni Zelanda tarafından uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi daha sonra Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya tarafından da benimsenerek uygulamaya konulmuştur. Son yıllarda da gelişmekte olan ülkelerde, 2001 yılından itibaren Türkiye’de de para politikası rejimi olarak uygulanmaya başlanmıştır.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin, Merkez Bankasının 09 Aralık 1999 tarihinde IMF’e sunduğu niyet mektubunun Para ve Kur Politikaları kısmında ilk defa dile getirildiği söylenebilir. Buna göre 17. Stand-by Antlaşması çerçevesinde 2000 – 2002 yılları arasında uygulanması planlanan istikrar programına ait para ve kur politikaları iki dönem çerçevesinde açıklanmıştır. İlk 18 ay içerisinde, döviz kurularının çıpa olarak seçildiği belirtilmiştir (Karahan, e.t. 17/11/2009).

2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarındaki krizlerden sonra "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" başlığı altında yine uluslararası Para Fonu'nun (IMF) desteği ile makro düzeyde yeni düzenlemelere gidilmiştir. Şubat 2001 krizi sonrası uygulamaya konulan 'Güçlü Ekonomiye Geçiş' programı çerçevesinde, 25.04.2001 tarihli değişikliklerle, TCMB'nin statüsü de köklü bir değişim yaşamıştır. Buna göre TCMB'nin temel amacı 'fiyat istikrarını' sağlamaktadır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını

doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler.

TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olması, para programının ilk defa uygulandığı, 1989 yılından bu yana kurala dayalı politika yapma çabalarında son aşamanın da tamamlandığı anlamına gelmektedir. Zira banka artık, araç bağımsızlığı çerçevesinde hem kullanacağı para politikası stratejisini belirleyebilecek hem de fiyat istikrarına zarar verdiği takdirde, hükümetin büyüme politikalarına destek vermeyecektir (Çolakoğlu, 2003: 6). İlk bölümde de belirtildiği gibi enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş için Merkez Bankası bağımsızlığı, fiyat istikrarı önceliği, para politikalarında şeffaflık ve kamunun bilgilendirilmesi, maliye politikalarının para politikasını destekleyecek şekilde oluşturulması gibi bir takım ön koşullar bulunmaktadır. Türkiye'de enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli yapısal düzenlemeler 4651 Sayılı Merkez Bankası Kanunu ile oluşturulmuştur. Böylece T.C. Merkez Bankası finansal küreselleşme yanlılarının sıkı sıkıya savunduğu, fiyat istikrarı önceliğine yönelik dünyada 1990 yıllardan sonra geniş uygulama alanı bulan, kurala dayalı para politikalarının son aşaması olan enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli yapısal düzenlemeleri sağlamıştır. Bu noktada yapılan yasal düzenlemeleri daha detaylı incelemek yerinde olacaktır.

4. TCMB'NİN PARA POLİTİKASI ÖNLEMLERİ

Gelişmiş ekonomilerde olduğu gibi, gelişmekte olan ülkeler de rezervleri politika üretmede bir araç olarak kullanmaktadır. Bununla birlikte, zaman içinde dolarizasyon sorunu nedeniyle uygulamada farklılıklar görülmektedir. Ajanlar, ekonomik durgunluk dönemlerinde yabancı para birimlerini daha güvenli gördüklerinden, merkez bankaları kısmen yabancı para tutmak için zorunlu rezerv politikalarını uygulamaktadır. Örneğin, bu kavram Türkiye'de bir süredir bir politika aracı olarak kabul edilmiştir (Ençel, 1998).

2000'li yılların başında Türkiye ekonomisi önemli streslerle karşı karşıya kalmış, bankacılık sektöründen kök salan Türk modern tarihinin en yıkıcı ekonomik krizi ortaya çıkmıştır. Kriz sonrasında güçlü ekonomik programa geçişin bir parçası olan bankacılık sektöründe önemli reformlar gerçekleştirilmiştir. En önemli reformlardan biri, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın yasal tabanının değiştirilmesi olmuştur. Yönetilen para birimi sistemi, 2001 yılında reform çabaları yoluyla fiyat istikrarını hedefleyerek gelişmiştir. Fiyat istikrarı hedefi ile Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası enstrümantal bağımsızlığa kavuşmuş ve bu reformlardan sonra başlayan enflasyon hedeflemesi politikasını başlatmıştır. Bu andan itibaren finansal krize kadar, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın ana politika hedefi fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi rejimi kullanılmıştır.

2002-2008 dönemleri iki kısma ayrılabilir. İlk dört yılda (2002-2005) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, örtük enflasyon hedeflemesi yapmıştır. Bu dönemde ana politika aracı kısa vadeli faiz oranları idi. Fiyat seviyelerindeki iyileşmeler, bu dönemde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın başarıyla sonuçlandığını göstermiştir. 2006-2008 dönemlerinde, ilk dönemden elde edilen kazançlar Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nı daha şeffaf bir yapıya kavuşturmaya teşvik etmiştir. Dolayısıyla, açık enflasyon hedeflemesi rejimi yürürlüğe girmiştir.

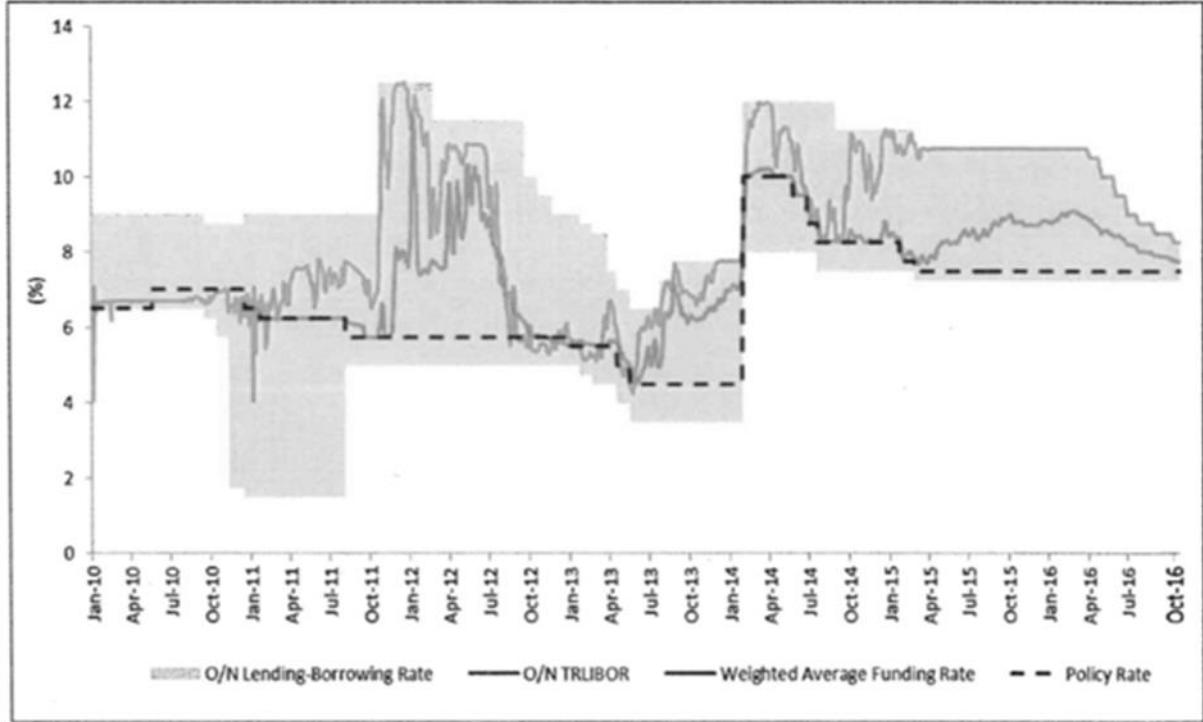
Bununla birlikte, küresel koşullar 2008'in ikinci yarısından sonra değişiklik göstermektedir. Yurt içi finansal sistemdeki olumlu gelişmeler küresel koşulların daha bir zor hal almasıyla kesintiye uğramıştır. Bu dönem Türkiye'ye özgü olmamaktaydı. ABD finansal sistemindeki gelişmeler, dünyanın geri kalanına hızla etki etkileyerek. Küresel finansal piyasalardaki bozulmayı ve azalan yatırımcı güveninin yüksek hacimdeki sermaye akımlarını tetiklemiştir. Gelişen ekonomiler ise kendi durumlarına göre çeşitli oranlarda etkilenmiştir. Örneğin, Brezilya ve Rusya pozitif finansal koşullardan daha az fayda sağlamış olsalar da kazançlarına olan ana katkı, ticaret kanalı vasıtasıyla yüksek emtia fiyatlarından

kaynaklanmaktadır. Küresel koşulların bozulmasının artması, gelişmekte olan ekonomileri bu yeni çevre için kendi önlemlerini almaya zorlamıştır. Türkiye, yeni çevreye en hızlı tepki veren ülkelerden biridir. Örneğin, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, birkaç ayda politika aracı olarak kullanılan gecelik borçlanma oranını 1.000 puandan fazla aşmıştır (TCMB, 2009). Bu araç, geleneksel politika yapma yöntemi olarak sınıflandırılabilir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2010 yılında yeni bir politika karması açıklamıştır. Ana çerçeve, iki politika aracı üzerine şekillenmektedir; faiz oranları ve zorunlu rezerv (TCMB, 2010). İlk olarak, yeni bir haftalık repo kuru oluşturulmuş ve geceleme işlemleri bu oran üzerinden asimetrik olarak ayarlanmıştır. Esneklik sağlamak için geç likidite penceresi oluşturulmuş ve bankaların belirli zaman aralıklarında bu kanal aracılığıyla finanse edilmesi sağlanmıştır. İkincisi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, bankaların elinde bulundurdukları TL cinsinden zorunlu rezervlerin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından belirlenen belirli oranlarda döviz cinsinden tutulabileceğini bildirmiştir. Bu iki temel politika aracı, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'na yeterli esneklik ve hareket alanı sağlamış ve krizin olumsuz etkilerine karşı etkin politika yanıtları haline gelmişlerdir. Ve ayrıca, bu standart dışı politika tedbirleri para piyasaları üzerindeki belirsizliği açıklığa kavuşturmayı amaçlamaktadır.

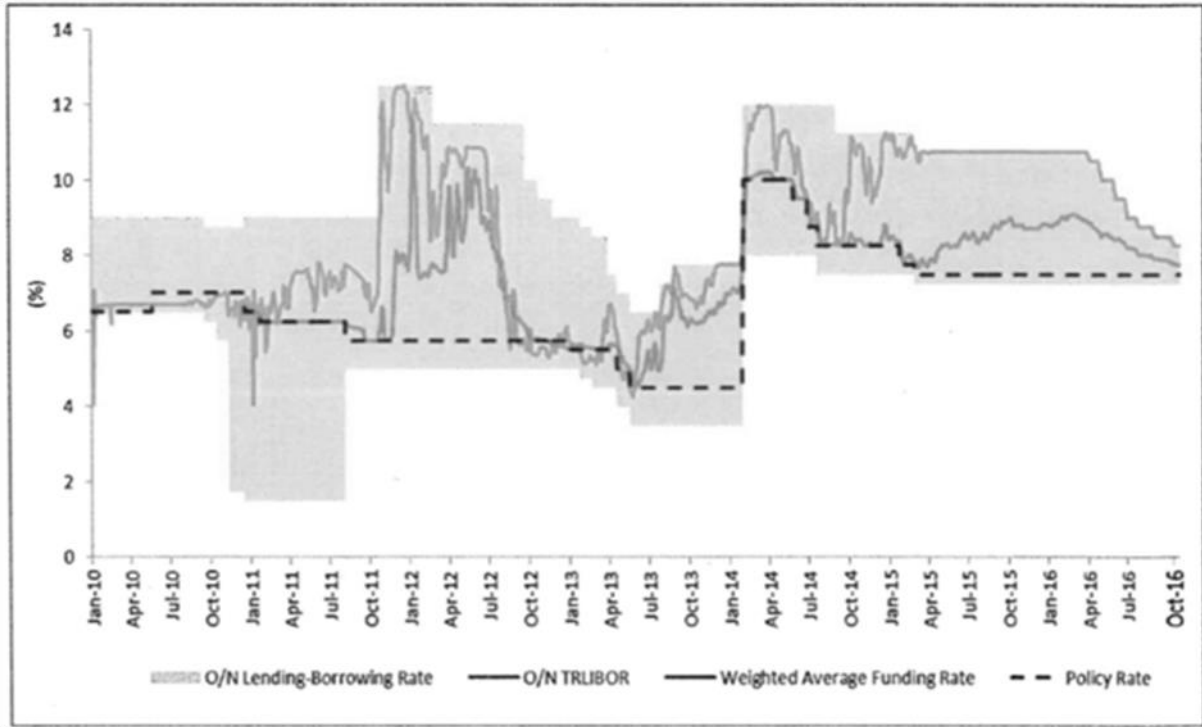
Değişen küresel koşullar ve sermaye hareketlerinin etkileri zaman zaman farklı finansman gereksinimlerini ortaya çıkarmıştır. Bu şartlar altında, piyasa faiz oranları politika faizinden sapmıştır. Her ne olursa, serbest dolaşım piyasa faiz oranı koridorun üst sınırını aşmamalıdır. Bu nedenle, piyasa katılımcıları Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın ortalama fonlama oranını takip etmeye başlamıştır. Bu oran hem fonlama miktarlarının hem de fonlama oranlarının ağırlıklı ortalaması olarak hesaplanmıştır (Ağırlıklı Ortalama Finansman Oranı). Bankalar arasında ortaya çıkan piyasa faiz oranlarının Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından ilan edilen politika faiz oranları ile ilk etapta benzerlik gösterdiği ancak 2014 yılında

ağırlıklı ortalama fonlama oranı ile bankalararası repo oranı arasında farklılaşmaya başladığı görülmektedir (Şekil 2.1). Basitleştirme sürecinin başlaması ile üst sınır azaltılarak 2016'da bu asimetrinin de azalması sağlanmıştır.



Şekil 5: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Karması (TCMB Veritabanı)

İkinci temel politika aracına rezervler gerekli hale gelmiştir (Şekil 2.2). Rezerv opsiyon mekanizmasının getirilmesi ile Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, spekülasyon döviz saldırıları oranlarını değiştirerek döviz piyasasında etkin bir müdahale aracı bulmuştur. Bu para birimi hedefleme olarak yorumlanmamalıdır. Yüksek hacimli sermaye akımları, tüketici davranışlarını etkilemekte ve ticaret dengesini bozmaktadır. Bu sebeple Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, döviz kurlarındaki ani hareketleri düzenlemek için rezerv tutma katsayısını değiştirmiştir.



Şekil 6: Zorunlu Rezerv Oranı (TCMB Veritabanı)

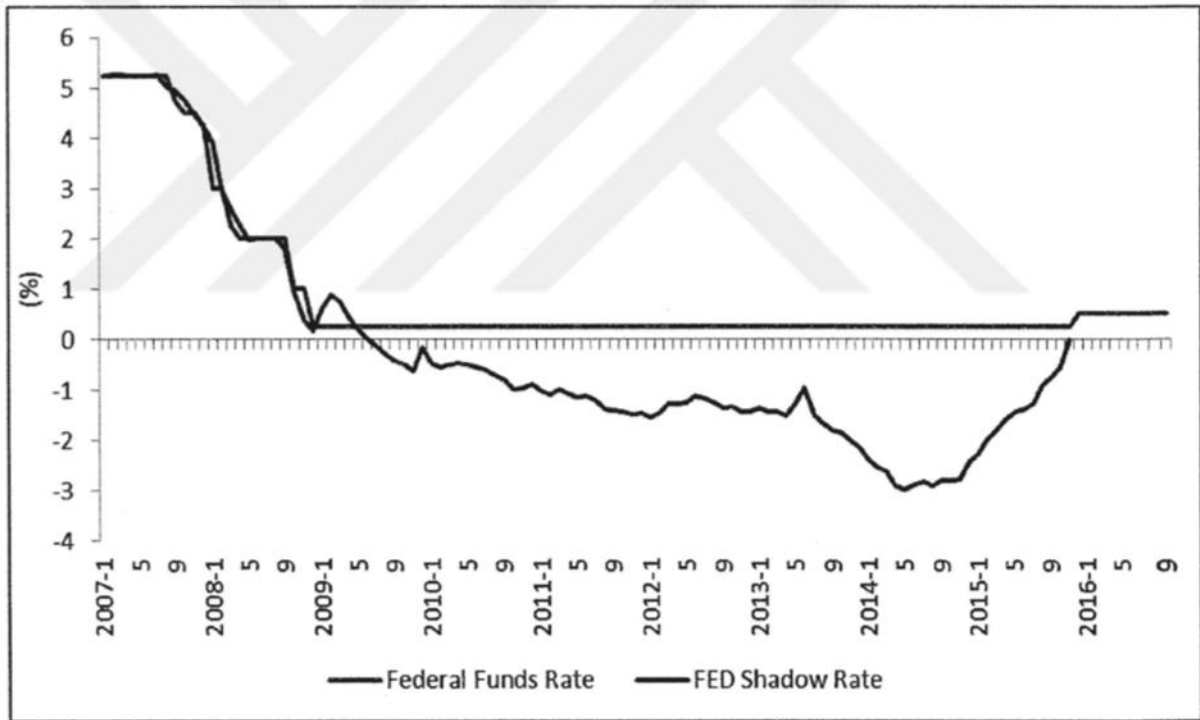
5. DENEYSEL YÖNTEM VERİLERİ VE SONUÇLARI

Literatür İncelemesi

Literatürde, bu çalışmaya yakın benzerlik gösteren eserlerden biri Fratzscher, Lo Duca ve Straub'a aittir. Çalışmalarında, ABD Merkez Bankası önlemlerinin gelişmekte olan ekonomilere olan etkileri kapsamlı bir veri kümesi ile analiz edilmiştir. ABD Merkez Bankası'nın konvansiyonel olmayan politikalarının uluslararası yayılım yarattığını ve portföyün tahvil ve öz kaynak fonlarına girdiğini kanıtladığını iddia etmektedirler. Bu göstergelyi seçmede esas motivasyon, ABD Merkez Bankası'nın alışılmadık önlemleri ile yatırımcı davranışları arasındaki etkileşimi gözlemlemektir. Burada "Sermaye akışları nereye gitti?" sorusu, cevabını bulmaktadır. Sonuçları bu bağlamda oldukça ilginç görülmektedir. Öncelikle, ABD Merkez Bankası önlemlerinin zaman çizelgesini Birinci Nicel kolaylaştırma (QE1) ve İkinci Nicel kolaylaştırma (QE2) programları bazında birbirlerinden ayırmışlardır. Birinci Nicel kolaylaştırma ABD ekonomisini desteklemek için oldukça etkili iken

yapılan sonuçlara göre, İkinci Nicel kolaylaştırma dünya çapında varlık değerlenmesini ve ABD doları amortismanını tetiklemiştir. İki aşamalı tedbirin ters yönde çalıştığı saptanmıştır. İkincisi, ABD Merkez Bankası tarafından kullanılan somut önlemler (örneğin varlık alımları) sözel önlemlerin etkilerini sınırlamıştır (örneğin ileriye dönük önlemler). Son olarak, gelişmekte olan ülkeler tarafından sermaye hareketlerinin kısıtlanmasına karşı alınan önlemlerin yeterli fayda sağlamadığı saptanmıştır (Fratzscher, Lo Duca ve Straub, 2013).

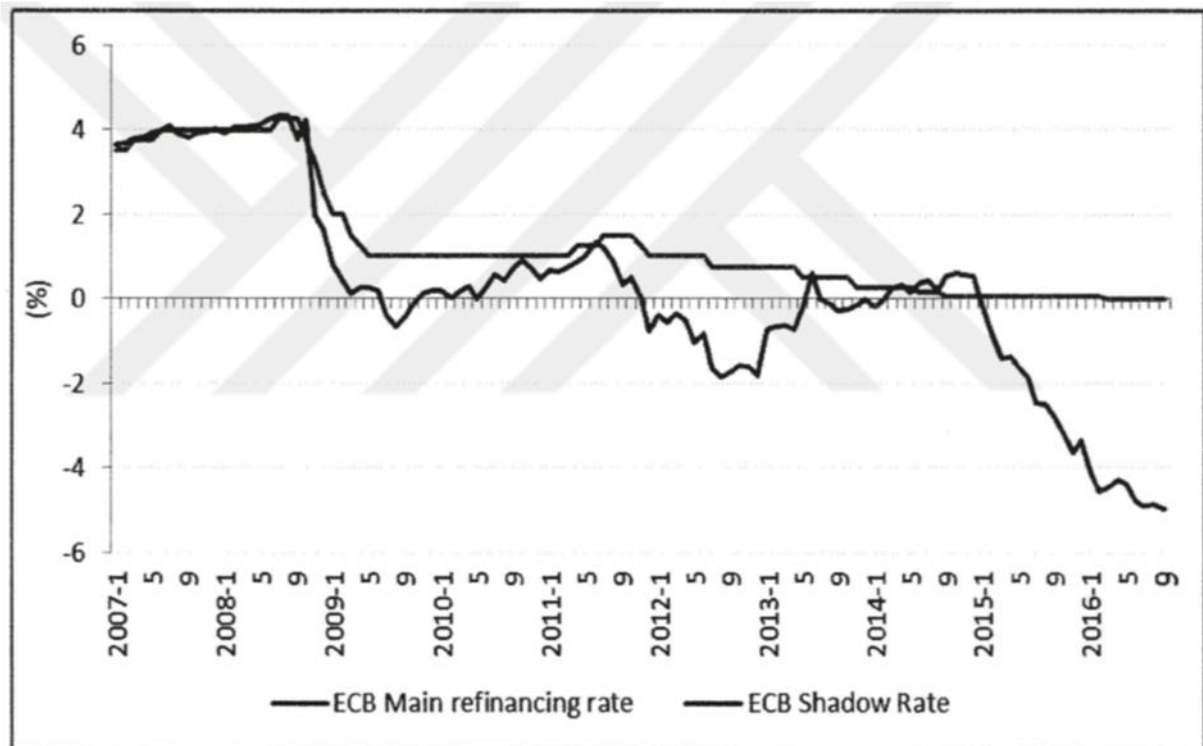
Gelişmiş ekonomilerde geleneksel olmayan para politikalarını değerlendirmek için Wu ve Xia (Wu ve Xia, 2015), ilginç bir mantık geliştirmişlerdir. Politika tasarımındaki geleneksel uygulamalar, sıfırın alt sınırında tıkanıldığında, bir ekonominin alışılmamış politikaları kapsamaya yönelik gerçek oranının ne olduğunu açıklayan bir gölge oranı önermişlerdir. Kısaca gölge oranı, ABD ve Avrupa merkez bankalarında uygulanan varlık satın alma programlarının etkilerini de içermektedir.



Şekil 7: Federal Rezerv Gölge Oranı (Wu ve Xia, 2015)

ABD Merkez Bankası alışılmadık politikaları uygulamamış olsaydı, gerçek federal fon oranı ne olurdu? Daha önce de belirtildiği gibi, ABD Merkez Bankası

finansal aksaklığa karşı güçlü bir yanıt vermek için çok sayıda araç geliştirmiştir. Bu araçların ekonomik ajanlar üzerindeki ekonomik etkilerini gözlemlemek ve ayırtırmak zordur. Bu nedenle, diğer tüm enstrümanları kapsayan etkili federal fon oranına piyasa katılımcılarının maruz kalma seviyesi gölge oranı ile yansıtılabilmektedir. Mantık bu çerçevede değerlendirildiğinde etkili federal fonlar oranı 2009'dan bu yana negatif seviyelerde olmuştur (Şekil 3.1). 2015'in sonu, ABD Merkez Bankası'nın ilk zammının uzun süre sonra gerçekleştiği tarihtir. Dolayısıyla, ABD Merkez Bankası fonlarının fiyat artışı bu tarihte tekrar işler hale gelmiştir. ABD Merkez Bankası'na benzer şekilde, gölge oranı konseptinde Avrupa Merkez Bankası önlemleri de gözlemlenebilir (Şekil 3.2). Oranlar sıfır seviyesinde ve varlık alımları halen sürmekte olduğundan Avrupa Merkez Bankası'nın gerçek oranı gölge oranı kavramına göre negatiftir.



Şekil 8: Avrupa Merkez Bankası Gölge Oranı (Wu ve Xia, 2015)

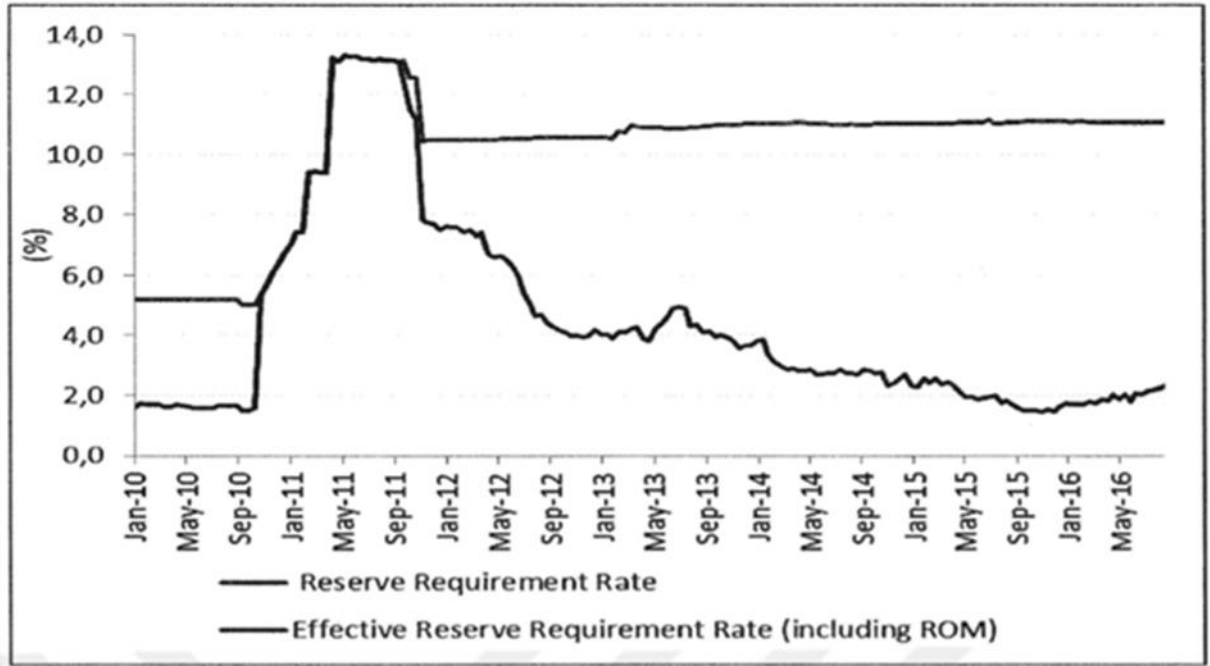
Son zamanlarda, Uluslararası Ödemeler Bankası'nda bir çalışma yayınlanmıştır. Çalışmada, Chen, Lombardi, Ross ve Zhu (Chen, Lombardi, Ross ve Zhu, 2017), gelişmiş ekonomilerin para politikalarını analiz ederken gölge oranı

kavramını tek bir set olarak değerlendirmişlerdir. Fratzscher ve arkadaşlarının çalışmasına benzer, ancak daha az kapsamlı olarak gelişmekte olan 24 ekonomiyi analiz etmişlerdir. Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası gölge politika oranını bir gösterge olarak modellemeye dahil etmişlerdir.

Küresel krizin ardından, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, uluslararası yayılmaların önlenmesi için bazı standart dışı önlemler almıştır. Literatürde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası önlemlerinin Türk mali sistemine aktarımı Binici, Kara ve Özlü (Binici, Kara ve Özlü, 2016) tarafından analiz edilmiştir. Tarihsel olarak, Türk finans sisteminde bankacılık sektörü nispeten yüksek ağırlıktadır. Böylece, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası kararlarının reel sektöre aktarılması bankacılık sektöründeki gelişmelere son derece bağımlıdır. Bu nedenle, Binici, Kara ve Özlü (2016), açıklanan Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası oranları ile bankalar tarafından uygulanan piyasa oranları arasındaki farkı analiz etmiştir. Farklılaşmaya ilişkin görüşleri, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası kararlarının iletilmesinin zayıf olması ve reel sektörün finansman maliyetleri bankalar arasındaki fiili oranlarla belirlenmiş olmasıdır.

Binici, Kara ve Özlü (2016) resmi Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası fonlama oranlarını açıklayıcı değişkenler olarak kullanmıştır. Ağırlıklı ortalama finansman oranı ve bankalar arası geceleme borç verme oranını ele almışlardır. Gecelik bankalar arası borç verme faiz oranı varsayımları; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, fonlama bileşimini BIST, bankalar arası piyasada iyileştirebilir. Ancak, bankalar arası pazarı etkileyen tek katılımcı, Ağırlıklı ortalama finansman oranı ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından zaten kapsanan fonlama bileşeni değildir. Hem iç hem de uluslararası etkiler bankaları bu pazarda etkileyebilmektedir. Bu nedenle, bankalar arası piyasa faiz oranını para politikası duruşunun açıklayıcı bir değişkeni olarak kullanılması bu modelin oluşumunu sınırlayabilmektedir.

Rezerv zorunlulukları, kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından sıklıkla bir politika aracı olarak kullanılmıştır. Binici, Kara ve Özlü (2016) üç grupta zorunlu rezervlerin politika amaçlarını belirlemiştir: yükümlülüklerin kapsamı ve ilan edilen zorunlu rezerv oranlarını değiştirmek, rezerv tutan fonlara ödeme oranını değiştirmek ve yedek opsiyon mekanizması olarak adlandırılan bir seçenek sağlamak yabancı para cinsinden TL cinsi rezervlerini belli oranda tutmaktadır. Tüm bu hedefleri bir takımında kapsamak üzere, Alper ve diğerleri (Alper ve diğ. 2014) etkin bir zorunlu rezerv oranı geliştirmiştir (Şekil 3.3).



Şekil 9: Etkin Zorunlu Rezerv Oranı

Etkili zorunlu rezerv oranı, farklı vade ve para birimlerindeki zorunlu rezervlerin gerçek oranını ölçmek için tek bir metriği belirtir.

6. SONUÇ

Bu çalışma, Türk finansal piyasalarındaki kısa ve uzun vadeli finansal gelişmeleri incelemektedir. Sonuçlar aşağıdaki ipuçlarını vermektedir.

TCMB'nin temel politika aracı olan ağırlıklı ortalama fonlama oranı, kısa vadeli piyasa faizlerinde oldukça etkilidir. Bu, TCMB kararlarının reel sektöre iletilmesinin,

bu çalışmadaki temel hedefini yerine getirdiği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla faiz oranlarına piyasa duyarlılığı oldukça yüksektir.

Enflasyon oranının piyasa faizi üzerindeki etkisi olumlu yönde oldukça yüksektir. Bu iki değişken arasındaki ilişki ekonomik açıdan beklenmektedir. Dolayısıyla, çalışmadaki savunular, faiz oranlarının yükselmesinin daraltıcı etkisini savunan literatürle tutarlı bir şekilde değerlendirilmekte ve fiyatlar yükselmektedir.

Piyasa faizlerinde zorunlu rezervlerin daha etkili olmasını beklemekteyiz. Kriz döneminden bu yana yüksek oranda yıkıcı etkilerden kurtulan gelişmiş ekonomilerin rezervlerin proaktif olarak kullanılması nedeniyle, bilanço politikası olarak zorunlu rezervlerin Türk piyasası üzerindeki etkisi oldukça sınırlı kalmıştır. Dolayısıyla, bu politikanın sadece döviz kuru baskısını telafi etmek için kullanıldığı varsayılabilir. Ayrıca, bu politikanın piyasa faiz oranını etkilemesi için herhangi bir katkı sağladığına dair bir kanıt bulunmamaktadır. Benzer şekilde, Türk lirası cinsinden mevduat faiz oranı birincil piyasa faiz oranını etkilemekle sınırlı olmakla birlikte, kısa vadede etki azalmaktadır.

Uzun vadede ABD doları, devlet tahvillerinin ağırlıklı ortalama fonlama oranından daha belirleyici olmaktadır. Bu tespit, daha önce belirttiğimiz gibi TCMB'nin rezervleri önlemenin ABD dolarının uzun vadedeki olumsuz etkilerini dengelemesi fikrini de destekleyebilir.

Sonuç olarak, ağırlıklı ortalama fonlama oranı kısa ve uzun vadeli göstergeler için oldukça etkilidir. Bu oran, koridorun üst sınırı ve politika faizinden oluşur. Dolayısıyla, bu politika çok etkili gözükse de diğer politika aracının (rezervlerin) etkileri literatürdeki çalışmalarda oldukça belirsizdir.

Kuşkusuz, bu alanda farklı yöntemlerle çalışmaların yapılması politika yapıcılara faydalı sonuçlar verecektir.

KAYNAKÇA

- Alper, K., Binici, M., Demiralp, S., Kara, H., ve Özlü, P. (2014). Reserve Requirements, Liquidity Risk, and Credit Growth. Working Paper No, 14(24), 1-53.
- Arat, K. (2003). Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi. Uzmanlık Tezi. Ankara: TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- Bemanke, B., Gertler, M., ve Gilchrist, S. (1999). The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. Handbook of Macroeconomics(21), 1341-1393.
- Binici, M., Kara, H., ve Özlü, P. (2016). Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular. TCMB Çalışma Tebliği, 1-36.
- Claudio, B., & Zabai, A. (2016). Unconventional Monetary Policies: A Re-Appraisal. Bank of International Settlements Working Paper(570).
- Constancio, V. (2012). Contagion and the European debt crisis. Financial Stability Review, 109-121.
- Çolakoğlu, B. (2002). Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi(4), 17-31.
- Çolakoğlu, B. (2003, Ekim). Merkez Bankası Para Politikasının Güvenirliği. Finans Politik & Ekonomik Yorumlar.
- Erçel, G. (1998). 1998 Yılı Para Politikası Uygulaması. [http://www.tcmb.gov.tr: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu /Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri](http://www.tcmb.gov.tr: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu /Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri adresinden alındı)

- Eroğlu, N. (2004). Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi. İstanbul: Der Yayınları.
- Farmer, R., ve Zabczyk, P. (2016). The Theory of Unconventional Monetary Policy. National Bureau of Economic Research(22135).
- Firedman, B. M. (2000). Monetary Policy. National Bureau of Economic Research(8057).
- Fratzscher, M., Lo Duca, M., ve Straub, R. (2013). On the International Spillovers of US Quantitative Easing. German Institute for Economic Research(1304).
- Friedman, B. (2014). Has the Financial Crisis Permanently Changed the Practice of Monetary Policy? Has It Changed the Theory of Monetary Policy? National Bureau of Economic Research(20128).
- Karahan, Ö. (2008). Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulanmasına İlişkin Oluşan Riskler ve Bu Risklerin Yönetim Politikaları. Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi.
- Karataş, M. (2000). 1990 sonrası Türkiye’de Uygulanan Para Programları. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 131-153.
- Lane, P. (2012). The European Sovereign Debt Crisis. Journal of Economic Perspectives, 26(3), 49-68.
- Mishkin, F. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. National Bureau of Economic Research(5464).
- Mishkin, F. (2009). Is Monetary Policy Effective During Financial Crisis? National Bureau of Economic Research(14678).
- Önder, T. (2005, Mayıs). Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması. Uzmanlık Tezi. Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.

- Qianying, C., Lombardi, M., Ross, A., ve Zhu, F. (2017). Global Impact of US and Euro Area Unconventional Monetary Policies: A Comparison. Bank of International Settlements(610).
- Reis, R. (2010). Interpreting The Unconventional US Monetary Policy of 2007-09. National Bureau of Economic Research(15662).
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2009). 2010 Yılında Para ve Kur Politikası. http://www.tcmb.gov.tr: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b316232c-1226-4a0d-afff2586f8047114/Baskan_ParaPol10.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEb316232c-1226-4a0d-afff-2586f8047114 adresinden alındı
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.(2010). Para Politikası Çıkış Stratejisi. <http://www.tcmb.gov.tr: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/81fb7fa9-2df6-4520-a4baecea0187f2ff/CikisStratejisi+%281%29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE81fb7fa9-2df6-4520-a4ba-ecea0187f2ff> adresinden alındı
- Wali Ullah, G., ve Ahmed, S. (2014). A Review of European Sovereign Debt Crisis: Causes and Consequences. International Journal of Business and Economics Research, 3(2), 66-71.
- Wu, J., ve Xia, F. (2016). Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound. Journal of Money, Credit and Banking 48, 2(3), 253-291.