

2008 GLOBAL FİNANS KRİZİ, PARASAL AKTARIM KANALLARI VE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN (TCMB) DENEYSEL POLİTİKA ÇABALARI

Suat OKTAR*
Nadir EROĞLU**
İlhan EROĞLU**

Özet

Ülkelerin kriz ekonomisinin yönetiminde ve istikrar politikalarının uygulanmasında para ve maliye politikasından oluşan iki tür politika vardır. Bu politika uygulamaları konjonktürün seyrine bağlı olarak farklı politika araçları ve farklı parasal aktarım kanalları üzerinden yürütülmektedir. 2008 Finans Krizi sonrasında TCMB, fiyat istikrarı amacının yanına finansal istikrar amacını da eklemiş ve politika araçlarında çeşitliliğe giderek, fiyat istikrarı hedefi için kullandığı kısa vadeli politika faiz oranı aracının yanında finansal istikrar için deneysel nitelikte faiz dışı politika araçlarını da politika uygulamalarında kullanmaya başlamıştır. Bu makalenin amacı, para politikası amaçları (fiyat istikrarı ve finansal istikrar) için kullanılan deneysel nitelikteki araçların işlevselliğini parasal aktarım kanalları çerçevesinde değerlendirmektir. Araştırma sonucundan elde edilen bulgulara göre; sözü edilen araçların kullanımı sonucunda verilen politika tepkisi ile amaçlar arasında bir uyumun olduğu, ancak deneysel nitelik taşıyan bu uygulamanın henüz sağlam bir zemine oturmadığı anlaşılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Parasal Aktarım Kanalları, Finansal Kriz, Deneysel Politikalar

JEL Sınıflaması: E52, E58

* Prof. Dr. Marmara Üniversitesi, İktisat Fakültesi İktisat Bölümü

** Prof. Dr. Marmara Üniversitesi, İktisat Fakültesi İktisat Bölümü

** Doç. Dr. Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü

2008 GLOBAL FINANCIAL CRISIS, MONETARY TRANSMISSION CHANNELS AND EXPERIMENTAL POLICY EFFORTS OF CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY

Abstract

Countries have two kind of policies on implementation of stabilization policies and crisis economy management: monetary and fiscal policies. These policy implementations are conducting via different policy instruments and different monetary transmission channels under the influence of cyclical situation. After 2008 financial crisis, CBRT started to use experimental non-interest policy instruments behind short term policy interest rate, adding financial stability aim to price stability aim. This study aims evaluating functionality of these experimental instruments within the scope of monetary transmission channels. According to the findings obtained on this research, there is a consistency between policy aims and policy response of using these experimental policies, but these experimental implementations haven't fallen into place yet.

Keywords: *Monetary Transmission Channels, Financial Crisis, Experimental Policy*

JEL Classification: *E52, E58*

1. Giriş

Makro iktisadi hedeflere ulaşmada ya da karşı karşıya kalınan ekonomik istikrarsızlıkları önlemede kullanılan politika setlerinden biri olan ve hükümetlerin yönetiminde icra edilen maliye politikalarında vergi, kamu harcaması ve transfer ödemesi gibi politika araçları kullanılmaktadır. Para arzının genişletilmesi ya da daraltılması şeklinde karşımıza çıkan para politikası uygulamaları ise hükümetten bağımsız bir kurum olan ve yaygın bir şekilde fiyat istikrarı hedefini öncelikli tutan merkez bankaları tarafından yönetilmektedir. İktisat politikalarının değişmez hedefi olarak kabul edilen büyüme ve fiyat istikrarına ulaşmada para politikası uygulamaları önemli bir rol üstlenmektedir. Zira parasal arzın genişletilmesi ya da daraltılması, ekonomik aktiviteyi birçok kanal üzerinden etkilemektedir. Parasal aktarım mekanizması olarak bilinen bu durum, etkin işlediği takdirde, ülkelerin iktisadi hedeflerine ulaşması kısa zamanda ve düşük politika maliyetiyle gerçekleşmektedir.

Gerek teoride, gerekse uygulamada karmaşık bir yapı arz eden parasal aktarım mekanizması, para politikası ile reel ekonomi arasındaki etkileşimi, yani parasal değişimlerin toplam talep ve üretimi hangi yollarla ve ne ölçüde etkilediğini gösteren mekanizmadır. Parasal aktarım mekanizmasının önemi; para politikası araçlarına

yönelik alınan kararların makroekonomik değişkenler (istihdam, büyüme, enflasyon, ödemeler dengesi, kamunun borçlanma maliyeti v.s) üzerindeki etkisinin parasal aktarım mekanizması yoluyla gerçekleşmesine dayanmaktadır¹.

2008 finans krizinin ortaya çıkmasında ve yayılmasında oldukça etkili olan parasal aktarım kanalları, krizin nedenlerini analiz etmede ve parasal çözüm politikaları üretmede politika yapıcılarında etkin politika üretimi ve optimal kriz yönetimi konusunda önemli katkılar sağlamıştır. Bu bağlamda, Krizin yayılma yolunda her ülkede aktarım kanalları farklı öncelik sıralamasına göre etkisini gösterirken, kriz süresince tüm aktarım kanallarının etkili olduğu gözlenmiştir².

2008 finans krizi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik dengelerini olumsuz etkilemiş ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımı yapmaksızın hemen hemen her ülkenin, krizin yıkıcı etkisinden kaçınmak için bir dizi önlemler paketini açıklamasını zorunlu kılmıştır. Başta likidite genişlemesi şeklinde uygulanan bu önlemler paketi, yoğun sermaye akışının yaşandığı yükselen piyasa ekonomilerinde aşırı ısınma, aşırı borçlanma ve varlık balonları oluşması riskinin belirmesi ve cari açığın finansal istikrarı tehdit edecek düzeylere ulaşması senaryosu üzerine inşa edilen yeni bir konjonktür dalgasına neden olacağı düşüncesini politika yapıcılarının aklına düşürmüştür³.

Söz konusu senaryo, yükselen ülke ekonomilerinde para politikası uygulamasının genel çerçevesini belirlediği gibi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) üzerinde de yeni bir para politikası belirleme gerekliliğinin ortaya çıkmasında etkili olmuştur. Türkiye, fiyat istikrarı ve sürdürülebilir bir büyüme ivmesi yakalama adına, yeni para politikası uygularken enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir gereği olan fiyat istikrarı hedefinin yanında finansal istikrar hedefini de gözetmeyi uygun görmüştür. Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özellikleri arasında sayılan, tek hedefin fiyat istikrarı hedefi olması gerekliliği⁴ varsayımından hareketle, TCMB'nin finansal istikrar hedefini de gözetmesi, enflasyon önceliği hedefinden vazgeçtiği konusunu tartışmaya açmıştır⁵.

Fiyat istikrarı hedefi, daha önceki politika uygulamalarından kolayca anlaşılabilir gibi, hedef enflasyonu yakalama çabası olarak görülürken kısa vadeli politika faiz oranı (bir hafta vadeli repo faiz oranı) bir araç olarak kullanılmıştır. Öte yandan, finansal istikrar hedefi, dış piyasalarda varlık fiyatlarının aşırı şişmesi, bankacılık uygulamalarında aşırı risk ihtimalinin görülmesi, Türkiye'de ise aşırı kredi genişle-

¹ TCMB, **Bülten**, TCMB Yayını, Sayı:6, Ankara, 2007, s.3

² İlhan Eroğlu-Nadir Eroğlu, "Monetary Transmission Channels and An Assessment Within the Framework of the 2008 Global Financial Crisis, **African Journal of Business Management**, Vol.6 (29), 2012 s.8554

³ Erdem Başçı "Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru Politikaları", **Türkiye Ekonomi Kurumu Paneli**, Ankara, 2010, s.3

⁴ Suat Oktar - Erkan Tokucu, "Yeni Bir Para Politikası Hedefleme Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", **Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.38, S.4, 2001, s.22

⁵ Uğur Gürses, "Herkesin Bildiği", **Radikal**, (07.09.2011)

mesi ve cari açığın sürdürülemez bir düzeyde olmasına bağlı olarak, kredi genişlemesini sınırlamak ve sermaye hareketlerini kontrol edebilmek üzerine kurgulanmıştır. TCMB, finansal istikrarın tesisi adına kısa vadeli politika faiz oranı aracının dışına çıkarak, faiz dışı (Zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması) araçlar olarak özetlenebilecek yeni politika araçlarını kullanmayı yeğlemiştir⁶.

Bu çalışmanın amacı, 2008 Küresel Kriz sonrası, yukarıda bahsedilen olması muhtemel yeni konjonktür dalgası senaryosuna karşılık, TCMB'nin alışla gelmiş para politikası araçlarının dışına çıkarak ortaya koyduğu deneysel nitelikteki para politikası araçlarının, hangi kanallar aracılığı ile ekonomik aktiviteyi etkilemeye çalıştığını ve politika araçlarının işlevselliğini analiz etmektir. Bu bağlamda, çalışmada ilk önce, parasal aktarım mekanizmasının para politikasındaki yeri ve işlevselliği üzerinde durulacaktır. Daha sonra, TCMB'nin deneysel politika araçlarının iktisadi aktiviteyi hangi kanallar üzerinden etkilemeye çalıştığı ve politika uygulamalarının ne şekilde yansıdığı tartışılacaktır. Nihayet, sonuç kısmında elde edilen bulgular değerlendirilecektir.

2. Teorik Çerçeve de Parasal Aktarım Mekanizması

Parasal aktarım mekanizması, para politikası ile reel ekonomi ve fiyat istikrarı arasındaki etkileşimi, yani, parasal değişimlerin toplam talep ve üretimi nasıl etkilediğini gösteren bir mekanizmadır⁷. Merkez bankalarının uygulamış olduğu para politikalarının etkinliği, uygulanan politikaların ekonomi üzerindeki etkileri konusunda değerlendirmelerin doğru yapılmasıyla ile yakından ilgilidir. Bu sayede, merkez bankası etkin para politikası araçlarını seçebilmekte ve hedeflerine daha kısa zamanda ve politika maliyetini minimize edecek şekilde ulaşabilmektedir. Dolayısıyla, para politikası uygulamalarının fiyat, iç ve dış talep düzeyi gibi makro değişkenler üzerindeki etkilerinin hangi kanallarla ve ne kadar sürede gerçekleştiğinin tespit edilmesi ayrı bir önem arz etmektedir.

Para politikası uygulamalarının makroekonomik değişkenleri nasıl etkilediği konusu iktisat teorisinde farklı bakış açılarıyla tartışılmıştır. Bu bağlamda, Keynesyen İktisat ve Monetarist İktisat konuya farklı perspektiften bakarak açıklık getirmeye çalışmışlardır. Keynesyen Yapısalcı Model'e göre, ekonomik aktivitede görülecek değişiklikler para hacmindeki değişikliğe bağlıdır. Bu bağlamda, parasal hacimde gözlenen bir değişiklik, faiz oranlarının değişmesine ve buna bağlı olarak da iktisadi birimlerin tüketim, yatırım ve tasarruf kararlarının değişmesine yol açmaktadır. Bu sürecin sonunda, toplam talep değişikliğiyle birlikte hâsıla ve fiyatlar genel düzeyi değişmektedir⁸. Keynesyen İktisatta para politikasının en önemli aracı faiz oranla-

⁶ Fatih Özatay, "Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç", **İktisat İşletme ve Finans**, 26 (302) , 2011, s.28; Murat Üçer, "Son Para Politikası Uygulamaları üzerine Gözlemler", **İktisat İşletme ve Finans**, 26 (302), 2011. s.46

⁷ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, TCMB Yayını, Ankara, 2013, s.2-3

⁸ İlker Parasız, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Yedinci Basım, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000, s.483

rıdır. Diğer bir ifadeyle, para politikası uygulamaları faiz oranları vasıtasıyla talebi etkilemekte ve bu sayede enflasyon düzeyi üzerinde başrolü oynamaktadır⁹.

Öte yandan, Monetarist İktisadın İndirgenmiş Kavit Modeli'ne göre, para hacmindeki değışikliğin toplam talebe olan etkileri sadece faiz oranı-yatırım harcamaları etkileşimi ile açıklanamaz. Diğer bir anlatımla, Monetarist görüş, para politikasının toplam talep üzerindeki etkilerini sadece faiz oranları ve yatırım harcamaları arasındaki ilişki ile açıklamanın yetersiz olduğunu ve para politikasının faiz oranları dışında birçok kanalla toplam talebi etkileyeceğini iddia etmektedir. Onlara göre para hacmi ile üretim hacmi arasındaki ilişkinin nasıl olacağı belirsizdir¹⁰.

Monetarist İktisatçılar indirgenmiş modelde, ekonomiyi çalışma sisteminin bilinmediği kara bir kutuya benzetirler. Bu bağlamda, parasal hacmin toplam üretim üzerindeki etkisinin nasıl olacağını açıklamak mümkün olmaz. Para hacmindeki bir değışim, para dışındaki diğer varlıkların fiyatını da değıştirecektir¹¹. Bunu yanında, para stokundaki değışmeler, yabancı varlıkların cari ve gelecek dönemde beklenen değerlerini de etkiler. Örneğin; serbest kur rejimi çerçevesinde, parasal genişlemeye bağlı olarak, faiz oranlarında düşüş gözlenecektir. Bu durum, yabancı sermaye çıkışını hızlandırarak, döviz talebinin artışıyla kurları yükseltecek ve döviz cinsinden borçlu olanların yükümlülükleri artarken, döviz cinsinden alacaklı olanların varlıkları artacaktır¹².

Monetarist İktisat, nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki olduğunu, borçlanma ve yatırım kararlarının nominal yerine reel faiz oranları göz önünde bulundurularak belirlendiğini savunmuşlardır¹³. Dolayısıyla, parasal hacmin toplam üretimi etkileme kanalları hem dinamik (değişken) hem de çeşitlidir. Sonuç olarak, para hacmi ile toplam üretim arasında bir ilişki olsa da, üretim hacmindeki değışikliğin her zaman nedeni para hacmindeki değışiklik olmayabilir¹⁴.

Para politikaları farklı amaçlara ulaşmayı hedeflemiş olabilir. Bunlar arasında, en önemlisi fiyat istikrarı ve bunun üzerinden, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme hızına ulaşmaktır. Fiyat istikrarının sağlanmasında, parasal aktarım mekanizmasının düzenli ve doğru kanaldan çalışması hedefe ulaşmada oldukça önemlidir¹⁵. Bu anlamda, politika yapıcısı, para politikası aracının seçiminde etkin çalışan bir parasal aktarım mekanizmasının varlığına önem vermelidir. Parasal aktarım mekanizması içinde faiz oranlarının seyrinin önemli bir yeri vardır. Rasyonel bekleyişler teorisi

⁹ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k. , s.2

¹⁰ İlker Parasız, **Para Teorisi ve Politikası**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2007. ss.331-332

¹¹ Allan H. Meltzer, "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, p.52

¹² Özgür Kasapoğlu, "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama", **TCMB**, Ankara, 2007, s.6 (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi)

¹³ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s.3

¹⁴ Selim Çakmaklı, "Parasal Aktarım Mekanizmaları" 2004, s.1 <http://www.ekonomist.gen.tr> (10.05.2007)

¹⁵ TCMB, **Bülten**, a.g.k, s.3

çerçevesinde, ücret ve fiyatların esnekliği kabul edilirken, sürpriz politikalar uygulanmadığı sürece reel değişkenlerin etkilenmeyeceği (reel faiz) varsayılmaktadır. Ancak çoğu ampirik çalışmalar ücretlerin kısa dönemde rijit olduğunu ortaya koymuştur. Bu açıklama paralelinde, uzun dönemde fiyat ayarlamaları gerçekleşinceye kadar, kısa dönemde, nominal faiz oranlarının değişimine paralel olarak, reel faiz oranları da değişecek¹⁶ ve böylece, faiz oranlarının değişmesiyle, ekonomik aktiviteyi etkilemek mümkün olacaktır.

Parasal aktarım mekanizması, ekonomik aktivite üzerindeki etkisini üç aşamada göstermektedir. İlk aşamada, politika uygulamaları faiz oranları, varlık fiyatları, döviz kuru, krediler ve beklentileri etkilemektedir. İkinci aşamada yurt içi ve yurt dışı (ithalat) mallara olan talep etkilenmekte ve son olarak fiyatlamaya davranışına bağlı olarak, enflasyon oranı belirlenmektedir. Parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi her ülkenin ekonomik yapısına göre farklılık arz etmektedir. Parasal aktarım mekanizmasını belirsizlik, yüksek kur geçişkenliği, döviz cinsinden varlık ve yükümlülükler, banka ve şirket bilançolarındaki vade ve kur uyumsuzluğu, dış finansman kısıtları, mali baskınlık gibi faktörler etkilemektedir. Bunun yanında para politikası araçları da etkin rol oynamaktadır¹⁷. Para politikası araçlarında, küresel ekonominin bir sonucu olarak, zaman içinde farklılıklar gözlenmiştir. Nitekim, merkez bankaları 1970-1980 yılları arasında rezerv miktarı ya da parasal taban değişkenlerini para politikası aracı olarak dikkate alırken, 1990'lı yıllardan sonra çoğunluğu kısa vadeli faiz oranları olmak üzere faiz oranlarını politika aracı olarak seçmiştir. 2000'li yıllar sonrasında ise merkez bankalarının araç portföyü artmış ve özellikle 2008 finansal Kriz sonrasında, merkez bankaları geleneksel politikaların dışına çıkarak makro ihtiyati politikalar olarak bilinen ve bir araç karması niteliği taşıyan farklı politika araçlarını devreye sokmuştur. Bu bağlamda, politika araç çeşitliliği uygulamasına TCMB' da katılmış, hatta TCMB bu uygulamalarda diğer merkez bankaları arasında öncü rolü oynayan merkez bankası kimliği kazanmıştır¹⁸.

3. Parasal Aktarım Kanallarının Tasnifi

Parasal aktarım kanalları olarak bilinen para politikası uygulamalarının ekonomiyi etkilemesi, farklı kanallar aracılığıyla mümkün olmaktadır. Bu kanalları, tam anlamıyla birbirinden ayırmak pek de mümkün değildir¹⁹. Bu bağlamda, yukarıda da ifade edildiği gibi, parasal aktarım kanallarıyla para politikasının iktisadi aktiviteye yönelik etkisi net olarak belirlenememekte, bu durum *gizemli bir hal* olarak (*kara kutu*) değerlendirilmektedir²⁰. Ancak kanalların birbirini etkilediği ve tamamlayıcı bir

¹⁶ John B. Taylor, "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, pp.11-26

¹⁷ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s. 2

¹⁸ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s. 4-5

¹⁹ Frederic S. Mishkin. "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism ", **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Number 4—Fall, 1995, p.4

²⁰ Ben S. Bernanke, - Mark L. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", **IMF Working Paper** No.5146, 1995, p.1

şekilde çalıştığı varsayılmaktadır²¹. Para politikası uygulamaları ekonomiyi, faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı, döviz kuru kanalı ve son olarak beklenti kanalı üzerinden etkilemektedir.

3.1. Faiz Oranı Kanalı: Faiz oranı kanalı, Keynesyenlerin para hacmindeki değişikliğin ekonomik aktivitede yol açtığı sonuçların açıklandığı klasik standart bir aktarım kanalını içermektedir²². Keynesyen görüşü savunan iktisatçılar, iktisadi aktivitelerin faiz oranlarındaki değişikliklerden etkileneceğini iddia ederler. Buna göre, merkez bankası borçlanmanın marjinal maliyetini değiştirme yoluyla, tüketicilerin nakit ve tüketim kararlarını, üreticilerin ise yatırım ve harcama kararlarını etkileyerek toplam talebi değiştirmektedir. Buna göre, reel faiz oranlarında gözlenen bir gerileme, borçlanmanın maliyetini düşürerek tüketimin ve yatırımın artmasına zemin hazırlamaktadır. Faiz kanalının işleyişi, özellikle enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının politika faiz oranı olan kısa vadeli faiz oranını değiştirmeleri ile başlamakta, orta ve uzun dönem faiz oranlarına yansımalarıyla sonuçlanmaktadır. Bu çerçevede, fiyat yapışkanlığı varsayımı altında politika yapıcısının kısa vadeli nominal faiz oranı üzerinde yapacağı bir değişiklik kısa ve uzun vadeli nominal faiz oranlarını etkileyecektir. Hemen belirtmek gerekir ki, kısa vadeli nominal faiz oranlarındaki bir değişikliğin uzun vadeli faiz oranlarının ne şekilde takip edeceği piyasaların beklentileriyle ve nominal faizlerin önemli bir kısmını oluşturan risk primi ile yakından ilgilidir²³.

Bir başka bakış açısından bu mekanizma geleneksel Keynesyen düşüncede şöyle işlemektedir²⁴: Para arzı, açık piyasa işlemleri ile artırılmaya gidildiğinde, finansal varlıklara karşı talep fazlalığı doğacak ve bu varlıkların değeri artarken getirileri düşecektir. Bu çerçevede, yatırımların faiz oranına karşı olan duyarlılığına bağlı olarak, yatırım harcamaları artacak ve genişleyen toplam talep, istihdamı ve üretimi artıracaktır. Para arzının sürekli olarak artırılmasıyla, faiz oranları düşmeye devam edecektir. Ancak bu, her durumda geçerli olan, sürdürülebilir bir süreç değildir. Zira literatürde Keynes'in "likidite tuzağı" adını verdiği ve faizlerin aşağı yönlü düşüşe duyarsızlaştığı bir durumla karşılaşılacaktır. Herkesin nakitte kalmayı tercih ettiği, talep yetersizliğinin ciddi boyutlara ulaştığı bu aşamada, para politikası uygulamalarının faiz kanalıyla işlerliği artık söz konusu olmayacaktır.

3.2. Döviz Kuru Kanalı: Döviz kuru kanalı, dış ticareti, çıktı açığı seviyesini ve enflasyonu etkileyerek parasal aktarım mekanizmasının işleyişine konu olmaktadır²⁵. Bu mekanizma, sermaye hareketliliğinin tam olduğu bir ekonomide faiz oranlarının etkisiyle sermaye girişi ve çıkışı üzerinde etkili olmaktadır. Bu yönüyle, döviz kuru kanalı faiz kanalının bir birleşeni olarak değerlendirilebilir. Bu husus, literatürde

²¹ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s.5

²² Emre İnan, "Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye", **Bankacılar Dergisi**, Sayı.39, 2001, s.4

²³ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s.5

²⁴ Mishkin , a.g.m, p. 4

²⁵ Frederic S. Mishkin, "The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No. 8617, 2001, p.7 ; İnan, a.g.m., s.4

Mundell-Fleming olarak bilinen model çerçevesinde ele alınmaktadır. Şöyle ki; sermaye hareketliliğinin sınırsız olması varsayımında, parasal genişleme nedeniyle faiz oranlarının düşmesi sonucu dışarıya sermaye kaçıışı ve dolayısıyla ulusal paranın değer kaybetmesi söz konusudur²⁶. Esnek kur sisteminin uygulandığı varsayımına bağlı olarak, döviz kuruna müdahale edilmediğinden, ulusal paranın değer kaybetmesiyle ihracata konu olan malların fiyatları dış pazarda daha cazip hale gelir ve dış talebin artışına bağlı olarak üretim artar. Döviz kuru kanalının toplam talebi etkilemesinin yanında, nominal kur artışının ithal malları fiyatlarını artırıcı bir etkisi de söz konusudur. Buna göre, üretim için ithal edilen mallar, maliyeti artırıcı bir unsur olduğundan, toplam arzda bir daralmayı beraberinde getirecektir²⁷. Hiç şüphesiz bu sürecin yaşanması nominal kur artışının reel kura yansımalarıyla yakından ilişkilidir²⁸. Ayrıca, firmaların ve hane halklarının bilânçoları döviz kurundaki değişimlerden etkilenmektedir. Döviz kurunun değişmesiyle firmaların ve hane halklarının döviz dayalı borç -varlık durumları da değişeceğinden tüketim ve tasarruf davranışlarında önemli farklılıklar gözlenecektir²⁹. Parasal aktarım mekanizmasında döviz kuru kanalından söz etmek için kur rejiminin esnek kur rejimi olarak benimsenmesi gerekir.

3.3. Varlık Fiyatları Kanalı: Para politikası uygulamalarında parasal büyüklük üzerinde gözlenen bir değişiklik, faiz oranlarının değişmesine bağlı olarak, tahvil, hisse senedi ve gayrimenkul gibi varlıkların fiyatının da değişmesi sürecini doğurur³⁰. İktisadi birimlerin servet düzeylerini etkileyen bu durum, adeta yukarıda açıklanan faiz kanalının dışında ekonomiyi faiz üzerinden farklı bir kanalla etkileme çabasıdır. Bu konu Keynesyen iktisatçılarla Parasalcıların görüş ayrılıklarını da beraberinde getirmiştir. Bu çerçevede, Keynesyenler para politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerini IS-LM analizi kapsamında ele alırken faiz oranları ile yatırımlar arasındaki ilişkiye bağlı olarak, toplam reel hâsıla üzerindeki etkiye vurgu yapmaktadır. Öte yandan, Parasalcılar parasal aktarımın ekonomi üzerindeki etkilerini ele alırken, reel serveti ve diğer varlık fiyatlarını da göz önünde tutarlar³¹. Reel servet ve varlık düzeyinde meydana gelecek bir değişiklik, iktisadi birimlerin davranışlarında değişikliğe yol açar. Parasalci yaklaşıma göre; varlık fiyatları kanalı, hisse senedi fiyatlarının ve gayrimenkul fiyatlarının değişimine bağlı olarak servet etkisi üzerinden işlemektedir. Hisse senedi fiyatları üzerinden ortaya çıkan servet etkisi Tobin'in q teorisi olarak bilinmektedir³². Teoriye göre, firmaların yatırım kararları hisse senetleri fiyatlarıyla

²⁶ Mishkin, "The Transmission Mechanism...", a.g.m., p.7

²⁷ Norman Loayza, - Klaus Schmidt Hebbel, "Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview", **Central Bank of Chile**, Santiago- Chile, 2002, p. 5; Balázs Horvath-Rodolfo Maino "Monetary Transmission Mechanism in Belarus", **IMF Working Paper** WP/06/246, 2006, p.4

²⁸ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k, s.7

²⁹ Steven Kamin ve diğerleri, "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview" **BIS Paper**, No 3, 1998, p.13

³⁰ Kamin ve diğerleri, a.g.m, p.10

³¹ Frederic S Mishkin.. "The Channels of Monetary Policy Transmission: Lessons for Monetary Policy". **NBER Working Paper**, No.5464, 1996, p. 4

³² James Tobin, "Commercial Banks as Creators of Money", **Banking and Monetary**

la yakından ilgilidir. Tobin'e göre; firmaların piyasa değeri hisse senedi fiyatlarına göre belirlenir. Bunun yanında, firmanın fiziksel sermayesini yenileme isteğinin bir maliyeti söz konusudur. Firma yatırım kararını (fiziksel sermayeyi yenileme karar) firmanın piyasa değerini fiziksel sermayeyi yenileme maliyetine oranlanması sonucu ortaya çıkan katsayıya göre belirleyecektir. Bu bağlamda, ortaya çıkan katsayının 1 sayısına eşit olması yatırımın maliyeti ile firmaya kattığı değer aynı olmakta yatırımın herhangi bir cazibesi olmamaktadır. Öte yandan bu oranın değerinin 1 değerinden küçük olması, yatırım maliyeti yatırım sonucu firmanın piyasa değerine yaptığı katkıdan küçük olduğu, bunun da yatırımlar için cazip olan bir durum olmadığı anlamına gelir. Bu durumun aksine, söz konusu katsayı 1 den büyük olması durumunda yapılan yenileme yatırımlarının maliyetinin firmanın piyasa değerine yaptığı katkıdan küçük olduğu, buna bağlı olarak da firmanın yatırım kararı almasının daha rasyonel olduğu düşünülmektedir³³.

Bu mekanizmada, hisse senetleri fiyatlarının değişimini firma değerini değiştirmesinin yanında, hisse senetleri sahiplerine servet değişimini ortaya çıkaran etkisi de vardır. Bu durum şöyle açıklanmıştır³⁴: tüketim harcamaları tüketicilerin yaşam boyu sahip olduğu kaynaklar tarafından belirlenir. Tüketicilerin en önemli kaynağı ise hisse senedir. Genişletici para politikası ile hisse senedi fiyatlarının yükselmesi bireylerin servetlerini artırır. Bireylerin servetlerindeki artış tüketim harcamalarını, dolayısıyla toplam talebi ve üretimi artırır.

3.4. Kredi Kanalı: Kredi kanalı, ödünç verilebilecek fon arzının-talebinin genişlemesi ya da daralması üzerinden işlemektedir. Merkez bankalarının genişletici para politikası uygulaması sonucunda bankaların rezervleri ve krediye dönüştürülebilecek fon kaynakları artacaktır. Bu durum kredi maliyetinin düşürecek şekilde faiz oranlarının düşmesine neden olacaktır. Kredi kanalının işleyişinde kredi piyasalarında yaşanan asimetrik enformasyonun önemli bir yeri vardır. Kredi piyasalarındaki asimetrik enformasyon, kredi arz edenlerin kredi talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmamasından kaynaklanmaktadır. Bu durum ödünç verici kurumların "ters seçim- ahlaki tehlike" olarak bilinen ve kredi riski ile karşı karşıya gelmelerine neden olur. Ters seçim, geri ödeme olasılığı düşük ve riski yüksek olan iktisadi birimlere fon talebine karşılık olumlu cevap verme anlamına gelir. Ahlaki tehlike ise, borçlanmaların kredi verenlerin çıkarına uygun hareket etmeyerek zarar etme riski yüksek projelere yönelmesi anlamına gelmektedir³⁵. Kredi kanalı banka kredileri kanalı ve bilanço kanalı üzerinden işlemektedir.

Banka kredileri kanalı; sıkı ya da gevşek bir para politikasına bağlı olarak, bankacılık sisteminin, firmalara kredi sağlama imkânının azalması ya da artması

Studies, for the Comptroller of the Currency, Dean Carson (ed.) U.S. Treasury, Richard D. Irwin, 1963, p.410

³³ Mishkin, "The Transmission...", p.1-2; Parasız, **Para, Banka ...**, s.490

³⁴ Franco Modigliani, "The Life Cycle Hypothesis of Saving Twenty Years Later", **Contemporary Issues in Economic** (ed) M.Parkin, Manchester: Manchester Uni. Pres, 1975, pp. 2-3

³⁵ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s. 6

fonksiyonelliğinde işler³⁶. Gevşek bir para politikası, banka rezervlerini ve mevduatlarını artıracaktır. Bu durum banka kredi hacminin genişlemesine neden olur. Çoğu girişimcinin yatırım finansmanı banka kredilerine bağlı olduğundan, bankaların kredi hacmini genişletmesi yatırımları ve tüketimi özendirerek üretimde artışa sebep olacaktır. Bir başka bakış açısıyla, genişletici para politikasının firmaların değerini yükselteceğinden ödünç vericilerin karşılaştığı kredi riski (borç riski) azalacaktır. Bu durum, bir yandan firmalara nakit akışını hızlandırırken diğer yandan borç yükünün hafiflemesini beraberinde getirmektedir. Bu bağlamda, yukarıda bahsedilen ters seçim ahlaki tehlike olasılığı azalmaktadır³⁷.

Bilânço kanalı; kredi piyasalarında görülen asimetrik enformasyon yapısıyla yakından ilişkilidir. Kredi piyasasında firmalar dış finansmanlarını firma bilânçolarının net değeri üzerinden temin ederler. Buna göre, firmanın net değeri likit varlıklar ve pazarlanabilir maddi teminatlarının toplamından oluşur. Bu değer ne kadar düşükse dış finansmanın maliyeti (faiz) o kadar yüksek olur³⁸. Bu bağlamda, para politikasındaki daraltıcı bir uygulama firma borçlarının maliyetini artırmakta ve uzun vadeli varlıklarının değerini düşürmektedir. Böylelikle bilanço kalemleri aracılığıyla firmanın sermaye maliyetinde artış gözlenmektedir. Öte yandan, bu durum hane halkının bilânçolarıyla da ilgilidir. Hane halklarının bilânçolarında dayanıklı tüketim malları ve konutlar gibi, likiditesi düşük varlıkların yanında finansal varlıklar da bulunmaktadır. Daraltıcı bir para politikası varsayımı altında hane halkının finansal varlıklarının değerinin düşmesi ve borçlarına kıyasla varlıklarının değerinin azalması sonucu finansal sıkıntı yaşama ihtimali artacaktır³⁹.

3.5. Beklentiler Kanalı: İktisadi birimlerin ekonomik aktivitede alacakları kararlarda gelecek hakkındaki beklentiler etkili olmaktadır. Bu bağlamda, para politikası, beklentiler üzerinde etkide bulunarak fiili beklentileri değiştirebilmekte ve iktisadi birimlerin kararlarına yön verebilmektedir. Beklenti kanalı, iktisadi birimlerin gelecek dönemde makroekonomik değişkenlerde bekledikleri değişimleri içeren bir kanaldır⁴⁰.

Para politikası uygulamalarında politika hedefine ulaşmak, iktisadi birimleri aynı hedefe yönlendirmekle mümkün olacaktır. Bu durum politika yapıcısının kredibilitesi ile yakından ilgilidir. Özellikle, kısa vadeli- geçici olduğuna inanılan bir politika uygulamasının iktisadi birimleri amaca uygun yönde ve düzeyde etkilemesi beklenemez⁴¹. Beklenti kanalının işleyişi, para politikasında güvenilirlik, merkez bankasının bağımsızlığı ve para politikası uygulamalarında şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi prensipler üzerine inşa edilmiştir. Buna ilaveten, aktivist politika tercihi yerine

³⁶ İnan, s.4; Serdar Öztürk, **Enflasyon Hedeflemesi**, Der Yayınları, İstanbul, 2003, s.57

³⁷ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s. 6

³⁸ Bernanke - Gertler, pp.11-12; Erdiç Telatar, **Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl Kimin İçin?**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2002, s.110

³⁹ Mishkin, "The Channels...", p.11

⁴⁰ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s. 7

⁴¹ Vedat Cengiz, "Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular", **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:33, 2009, s. 237

kurala dayalı politika tercihinin güvenilirlik seviyesini artırmada etkin olduğu hesaba katılmalıdır. İktisadi birimler güven unsuruna bağlı olarak gelecekte gerçekleşecek enflasyon konusundaki beklentilerini merkez bankasının ortaya koyduğu ve kamuoyu ile paylaştığı bilgilerle şekillendireceklerdir. Zira merkez bankasının yanılma ya da yanılma durumunda hesap verme mekanizmasıyla açıklama yapmak zorunluluğu ve izlenen para politikalarının bir kural esası üzerine yapılandırılması merkez bankası politikalarına güveni pekiştiren durumlar olarak değerlendirilmelidir.

4. 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve TCMB'nin Makro İhtiyati Politikaları

2008 yılının ikinci yarısından itibaren başlayan küresel finans krizinin etkileri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik iklimini olumsuz etkilemiştir. 2008 finans krizinin küresel piyasalara farklı aktarım kanallarının etkisiyle yayılmıştır. Buna göre kriz, faiz kanalıyla başlamıştır⁴². ABD'de 2005 öncesi durgunluk ortamında, parasal genişlemeye bağlı faiz oranlarında düşüş gözlenmiştir. Faiz kanalını kredi kanalı izlemiş ve buna bağlı olarak, konut kredileri aşırı genişlemiş ve daha sonra varlık fiyatları kanalı devreye girerek finansal ve finansal olmayan varlık fiyatlarında artış gözlenmiştir. Bu durum servet artış etkisi oluşturarak toplam talebin artması ve devamında enflasyonist baskılar baş göstermiştir. Enflasyonist baskı faiz artırımlarını zorunlu kılmış ve bu aşama tekrar kredi kanalı aracılığı ile kredi piyasalarında bir daralma yaşanmıştır. Bu durum bir taraftan yeni kredi talebini azaltmış, diğer taraftan da geri ödeme gücü yüksek (prime) müşterilerden geri ödeme gücü düşük (subprime) müşterilere yönelen (ters seçim) mevcut kredilerin geri dönüşünü zorlaştırmıştır. Konut ve konuta ipotekli menkul varlıkların fiyatı talep daralmasına dayalı olarak düşmüştür. Likidite riskiyle karşı karşıya kalan finansal kurumlar ödünç taleplerine piyasalardan herhangi bir karşılık bulamamışlardır. Bu durum, sermaye hareketleri üzerinden döviz kuru kanalını devreye sokarak kurlarda dalgalanmaları beraberinde getirmiş ve ödemeler bilançosunu bozucu etki oluşturmuştur. Sabit kur rejimi uygulayan ülkeler bu durumu yönetmekte zorlanmışlardır. Bu gelişmelerin ışığında iktisadi birimlerin gelecekle ilgili beklentileri kötüleşerek likiditeye dönüş eğilimi hızlanmış ve beklenti kanalı aracılığı ile krizin yayılması evresini tamamlamıştır.

2008 finans krizine bağlı olarak birçok ülke krizin etkilerine karşın maliye ve para politikalarını uygulamaya koymuştur. Türkiye de bu süreçten olumsuz etkilenmiş ve özellikle para politikası cephesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) enflasyon hedefinin yanında, finansal istikrar hedefinin önemine vurgu yaparak, alışılmışın dışında politika tedbirleri almıştır. TCMB bu tedbirler ile ilgi odağı haline gelmiş ve uygulamaları iktisadi çevrelerce tartışılmaya başlamıştır⁴³. Diğer bir ifade ile kriz karşısında küresel piyasalarda gözlenen likidite genişlemesi kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olarak cari dengelerin bozulması ve krediye hızlı ve kolay ulaşım kolaylığının yol açtığı riskler karşısında TCMB alternatif politika arayışları geliştirmiştir.

⁴² Eroğlu - Eroğlu, pp. 8562-8563

⁴³ Özatay, s.28

TCMB'nin fiyat istikrarı hedefinin gerekçesi, daha önceki politika uygulamalarından kolayca anlayabileceğimiz gibi hedef enflasyonu yakalama çabası olarak görülürken, finansal istikrar hedefinin gerekçesi dış piyasalarda görülen varlık fiyatlarının aşırı şişmesi ve bankacılık uygulamalarının aşırı risk ihtimalinin yanında Türkiye de görülen aşırı kredi genişlemesi ve cari açığın sürdürülemez bir düzeyde olmasına dayanmaktadır⁴⁴. Bu bağlamda, finansal istikrar hedefi sermaye hareketlerinin ve kredi genişlemesinin kontrolü amacına dayandırılmıştır. Bu tercihte, sermaye hareketlerinin kredi genişlemesine yol açması ve bununda cari açığı artırıcı etkisi belirleyici olmuştur. Cari açığın artmasında ucuz ve bol borçlanma imkânı ile Türk Lirası reel değerlenmesi başrolü oynamıştır. Bu çerçevede ucuz borçlanma ile kredilerde, iç talepte ve ithal mal talebinde hızlı artış olurken reel kurun değerlenmesi ithalat talebini artırmakta ve cari açık büyümektedir. Nitekim TCMB'nin hesaplarına göre kredi genişlemesinde %5'lik bir artış, cari açığı %2,1 puan artırmaktadır⁴⁵.

Merkez Bankası, enflasyon ve finansal istikrar olarak ortaya koyduğu bu hedeflere nasıl ulaşacağını farklı senaryolar altında kamuoyu ile paylaşmıştır. Bu senaryolar enflasyon ve kredi büyümesi değişkenlerinin artıp azalma durumuna göre politika tepkilerinin nasıl olacağını açıklamaktadır. Baz senaryo olarak kabul edilen hızlanan enflasyon ve hızlanan kredi büyümesine karşılık verilecek politika tepkisi, politika faizi ve faiz dışı araçların artışı şeklinde olacaktır. Türkiye'nin durumu TCMB'na göre birinci senaryo olarak ifade edilen hızlanan kredi büyümesi (cari açığın artışı) ve yavaşlayan enflasyon senaryosuna uymaktadır. Buna göre, politika faizinde indirim, politika faizi dışındaki araçlarda ise artış uygulanması söz konusudur⁴⁶. Bu bağlamda TCMB 2010 yılı ikinci yarısından itibaren ortaya koyduğu yeni politika uygulamasında, fiyat istikrarı (enflasyon) hedefine bağlı olarak kullandığı bir hafta vadeli repo faiz oranından oluşan kısa vadeli politika faiz oranı aracının yanı sıra, finansal istikrarında gözetilmesine bağlı olarak, diğer politika araçları olan (faiz dışı araçlar); zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi birbirini destekleyen politika araçlarını kullanmaya başlamıştır. Böylece Merkez Bankası para politikası uygulamalarında, faiz kanalının yanında kredi kanalı ve döviz kuru kanalını da kullanarak fiyat istikrarı hedefi yanında finansal istikrar hedefine ulaşmaya çalışmaktadır⁴⁷.

5. TCMB'nin Makro İhtiyati Politikalarının İşlerliği

TCMB 2008 küresel krizin olumsuz etkileriyle başa çıkmak için makro ihtiyati politikalar çerçevesinde başlatmış olduğu yeni para politikası yaklaşımının araçları yukarıda ifade edildiği gibi enflasyon hedefine odaklı kısa vadeli politika faiz oranı ve bunun yanında finansal istikrar hedefini gözetecek şekilde zorunlu karşılıklar, faiz

⁴⁴ Özatay, s. 28; Üçer, s. 46

⁴⁵ Durmuş Yılmaz, "Banka Genel Müdürlerinin Katılımıyla Gerçekleşen Toplantıda Yaptığı Sunum" TCMB, Ankara, Aralık 2010, ss.4-5

⁴⁶ Başçı, s. 6

⁴⁷ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s.12

koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi araçlardan oluşmaktadır. Merkez Bankasının bu araçları nasıl kullanacağını ve hangi kanallardan hedeflerine ulaşmayı amaçladığını ortaya koymak önemlidir.

5.1. Politika faiz oranı (Bir hafta vadeli repo faiz oranı): Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde uygulanan para politikalarında kısa vadeli politika faiz oranı enflasyonu kontrol etmede tek bir araç olarak kullanılmaktadır. Ancak finansal istikrarı gözetilen faiz oranı enflasyon hedefiyle her zaman uyumluluk göstermeyebilir. Bu bağlamda, kısa vadeli politika faiz oranları enflasyon kontrolüne yönelik çalışırken, finansal istikrar için daha farklı bir faiz oranı gerekebilir⁴⁸. Kısa vadeli politika faiz oranı finansal istikrarın ara hedefi konumundaki kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde caydırıcı ya da özendirici özelliği ile etkili olmaktadır. Fiyat istikrarına uyumlu düşük bir politika faiz oranı kısa vadeli sermaye girişlerini engelleyici bir rol üstlenmektedir. Bu bağlamda, Türk Lirasının aşırı değerlenmesinin önüne geçilerek ve döviz kuru kanalı üzerinden ödemeler bilançosunda görülen bozulmaları kontrol altına almak kolaylaşacaktır⁴⁹. TCMB, Finansal istikrar tedbirlerine yönelik olarak, hem mevduatın hem de yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesini hedeflemektedir. Bu nedenle, kısa vadeli mevduat faizlerinin uzun vadeli mevduat faizlerine kıyasla oldukça düşük bir seviyede oluşması amaçlanmaktadır⁵⁰.

Grafik 1: TÜFE ve Ana Eğilimi (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: Erdem Başçı, “Ekonomik Görünüm”, TCMB, Sanayi Odası Sunumu, İstanbul, 2013

⁴⁸ Başçı, “Sermaye Hareketleri...”, s.16

⁴⁹ Erdem Başçı ve Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği No:11/8, 2011, ss.6-8

⁵⁰ Başçı, “Sermaye Hareketleri...”, s16

Politika faiz oranı ile enflasyon göstergesi olarak kullanılan Tüketici Fiyat Endeksindeki gelişmeler takip edildiğinde enflasyon gelişmelerinde politika faiz oranının aktif bir şekilde kullanılmadığı gözlenmektedir. Nitekim, TÜFE'nin yükseliş trendine girdiği 2011 yılı son ayları ile 2012 yılının ilk 4 ayında TCMB'nin, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde enflasyonu kontrol mekanizması olarak kullandığı politika faiz oranı üzerinde düzenleme yapmak yerine fonlama maliyetini artırıcı (Grafik 1) biçimde ortalama fonlama faiz oranında artış yaptığı gözlenmiştir. Ayrıca zorunlu karşılık oranlarının bu dönemde artırılması diğer başvuru bir araç olmuştur (Tablo 1). Söz konusu bu politika tepkisine bağlı olarak, 2012 yılının ilk 4 ayından TÜFE enflasyonu kademeli olarak iniş trendine geçmiştir. 2013 yılının başlarına kadar düşüşünü devam ettiren TÜFE, altıncı aydan itibaren, döviz kurlarındaki oynaklığın da etkisiyle (Grafik 1), tekrar artış trendine geçmiştir. Buna bağlı olarak Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarının %11 den %11,25 artırıldığı gözlenmektedir (Tablo 1).

5.2.Zorunlu karşılıklar: Yukarıda da ifade edildiği gibi TCMB, finansal istikrar hedefine iki ara hedef üzerinden ulaşmaya çalışmaktadır. Kredi genişlemesini kontrol altına almak ve kısa vadeli sermaye girişini istenilen düzeyde tutabilmek. Bu ara hedeflerden kredi genişlemesi, zorunlu karşılıkların artırılıp azaltılmasıyla kontrol altına alınmaktadır. Bu süreçte, kısa, orta ve uzun vade mevduatlarına uygulanacak zorunlu karşılık oranları, kısa vadede yüksek, orta ve uzun vadede daha düşük tutulmaktadır⁵¹. Böylece, TCMB mevduatların vadelerini uzatarak likidite riskini azaltmayı amaçlamaktadır. Ancak, TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla bankaların krediye dönüştürülebilir fonlarında meydana gelecek bir azalmanın politika faizi üzerinden TCMB'den karşılanması halinde istenilen sonuç elde edilemeyecektir. Nitekim, TCMB enflasyon hedeflemesi çerçevesinde politika faizi üzerinden bankaların istediği fonu karşılamak durumundadır. Bunun yerine, TCMB, politika faizi üzerinden bankaların ihtiyacı olan likiditeyi miktar olarak kısıtlayarak likidite açığının bir miktarını gecelik borç alma ve borç verme faiz oranlarından oluşan faiz koridoru sisteminde, borç verme faiz oranı üzerinden temin etmeye zorlamaktadır. TCMB, gecelik faiz oranlarının politika faiz oranlarından farklı belirleyerek kısa vadeli piyasa faiz oranlarını etkileyebilmektedir.

Ancak kısa vadeli piyasa faiz oranının faiz koridorunun alt ve üst limitleri arasında oluşması ve politika faiz oranına yakın seyretmesi önemlidir. Zira enflasyon hedeflemesi uygulayan Merkez Bankası enflasyon hedefi ile uyumlu bir politika faiz oranı belirlemektedir. TCMB, kısa vadeli para piyasalarındaki faiz oranının politika faiz oranına yakın seyretmesini sağlayacak şekilde fonlama yapmayı tercih etmektedir. Böylece politika faizinin, referans faiz olarak piyasalar tarafından algılanması temin edilmektedir.⁵² Borç verme faiz oranının politika faizi üzerinden seyretmesi ve bunun ekonomik konjoktüre göre belirlenmesi, bankaların fon maliyetlerini artacağı ihtimaline bağlı olarak, bankalar açısından bir belirsizlik yaratmaktadır. Böylece bankaların borç alma faiz oranı üzerinden fon temin etmede isteksiz davranması beklenmektedir. Bu uygulamayla TCMB, bankaların, zorunlu karşılıkların artışı karşısındaki uğradığı likidite kaybını politika faizi üzerinden tekrar geri almanın önüne geçmeyi

⁵¹ Başçı ve Kara, s.6-8

⁵² Özatay, s.34

hedeflemektedir⁵³. Aynı zamanda parasal aktarım kanalları içerisinde bu işlemler, kredi kanalı yoluyla ekonomik aktiviteyi etkilemektedir.

Tablo 1: Türk Lirası Zorunlu Karşılı Oranları

Tebliğ Numarası	Vadesiz	Vadeli				
		1 Ay	3 Ay	6 Ay	1 Yıl	1 yıldan Fazla
2010/13	8	8	7	7	6	5
2011/5	15	15	13	9	6	5
2011/6	16	16	13	9	6	5
2011/12	16	16	12,5	9	6	5
2011/13	11	11	11	8	6	5
2013/2	11,25	11,25	11,25	8,25	8,25	5
2013/10*	11,5	11,5	11,5	8,5	6,5	5

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, www.tcmb.gov.tr (20.11.2013)

*7 Haziran 2013 tesis dönemi itibariyle

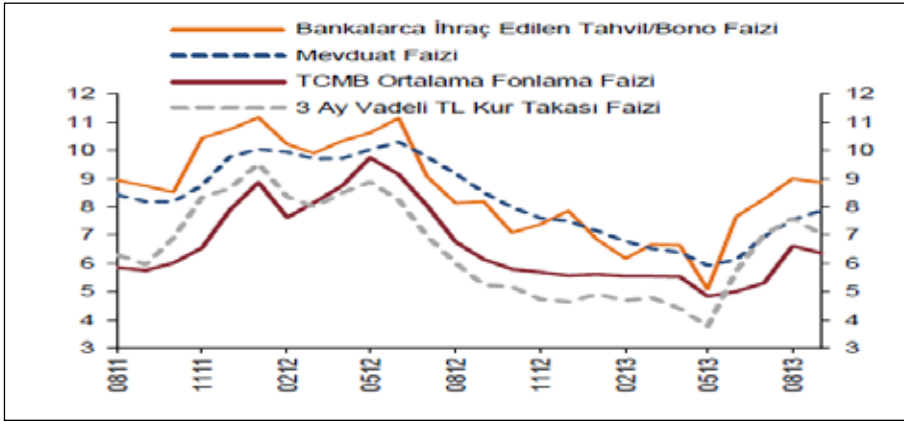
Tablo 1 incelendiğinde, TCMB'nin 2011 yılı içinde, bir yılın altındaki mevduatlara uygulanan zorunlu karşılık oranlarını 2010 yılı verilerine göre daha yüksek belirlediği gözlenmektedir. Bu haliyle kredi büyüme oranının (Grafik 5) ve cari açığın (Grafik 6) yüksek seyrettiği 2011 yılı gerçekleştirmeleriyle uyumlu bir politika uygulamasına işaret etmektedir. Yine kredi büyüme oranının düşüşe geçtiği 2012 ve artış emarelerinin görüldüğü 2013 yılı için zorunlu karşılık oranlarının sırasıyla %11 ve %11,50 düzeyinde gerçekleşmesi tepki kararı olarak algılanmalıdır.

5.3.Likidite yönetimi: TCMB likidite yönetimi çerçevesinde bir hafta repo faiz oranlarını politika faizi olarak belirlerken gecelik borç alma ve borç verme faiz oranlarından oluşan koridor sistemini likidite yönetiminde aktif bir politika aracı olarak kullanmaktadır.⁵⁴ Bu çerçevede TCMB, likiditeye ulaşmanın maliyetini etkileyerek kredi kanalı üzerinden kredi piyasasını kontrol etmeyi amaçlamaktadır.

⁵³ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s.14; Özataş, s.34 ; Başçı ve Kara, ss.14-15

⁵⁴ Başçı ve Kara, ss.10-14

Grafik 2: Bankaların Fonlama Maliyetine İlişkin Gelişmeler



Kaynak: Başçı, “ 2013 Ekim Enflasyon Raporu Basın Toplantısı ”, TCMB, Ankara, Ekim 2013

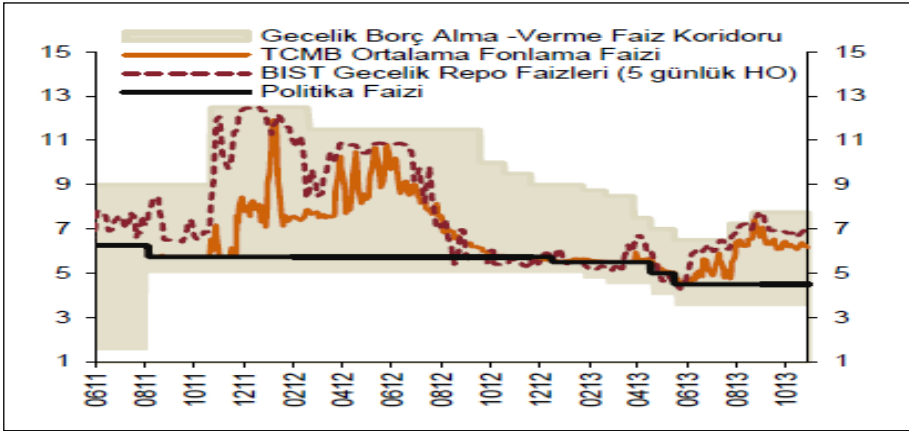
Grafik 2 incelendiğinde, TCMB ortalama fonlama faizini 2011 ve 2012 dönemi için, kredi büyüme oranının artması ve cari açığın yüksek seyretmesine bağlı olarak, % 9'a yakın bir seviyede oluşacak düzeyde bir likidite yönetimi sergilemiştir. 2013 yılı kredi büyüme oranı ve cari açık durumu dikkate alınarak 2011-2012 yılı ilk yarısına göre ortalama fonlama faiz oranının daha düşük bir seviyede, yaklaşık %6,5 düzeyinde gerçekleşmesi temin edilmiştir. Bu haliyle, takip edilen likidite yönetiminin finansal istikrarı sağlamaya yönelik çabalara olumlu yanıt verdiği izlenimi oluşmaktadır.

5.4.Faiz Koridoru: TCMB uygulamış olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisi, bankaların kredi faizleri ve koşullarını belirleme konusunda politika faiz oranları etkili olmaktadır. Ancak TCMB, bankaların kredilendirme şartlarını değerlendirirken artık sadece politika faiz oranını referans alma yerine kredi maliyetlerini yakından etkileyen diğer kısa vadeli fonları da dikkate alacak şekilde davranış göstermelerini istemektedir. Bu bağlamda, fonlama maliyeti faiz koridorunun genişliği ile yakından ilişkilidir. Bu durum, bankalar açısından fonlama faizine ilişkin bir belirsizlik olgusu ortaya çıkarmaktadır. Söz konusu olgu bankaları fon maliyetlerinin değişkenliğine bağlı olarak daha temkinli hareket etmeye itmektedir. Kredilerde ortaya çıkabilecek istem dışı bir genişleme durumunda, fonlama miktarı ve maliyeti konusunda ortaya çıkacak bir belirsizlik likidite ihtiyacı olan finansal kurumların kredi vermede daha sıkı bir duruş sergilemesi ile sonuçlanabilmektedir. Zira bankalar, likidite açığı olduğu dönemlerde, belirsizliğin ortaya koyacağı maliyeti faiz koridorunun üst sınırı ile fiyatlamaya yapacaktır.⁵⁵ Diğer bir ifade ile aşırı kredi genişlemesi durumunda TCMB, faiz koridorunun üst sınırını artırarak belirsizlik maliyetini yükseltmekte ve bu durum kredi kanalının aktif bir şekilde çalışmasıyla kredi daralmasını beraberinde getirmektedir.⁵⁶

⁵⁵ Başçı - Kara, ss.14-15

⁵⁶ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k., s.13

Grafik 3: Faiz Koridoru ve Ortalama Fonlama Maliyeti (TCMB Yüzde)



Kaynak: TCMB, *Parasal Aktarım Mekanizması*, a.g.k.

Grafik 3'de faiz koridoru ve bankaların ortalama fon maliyeti yer almaktadır. 2011 yılında %6,5 civarında seyreden politika faiz oranı 2013 yılının ikinci yarısından itibaren % 4,5'a çekilmiş, ancak faiz koridoru mesafesi 2011 yılı son aylarında yaklaşık %5 ile %12,5 gibi yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. 2013 yılının onuncu ayı itibarıyla kademeli olarak %3,5 ile %7,75 düzeyine çekilerek ortalama fonlama faizi %6,5'a çıkartılmıştır. Böyle bir sonuç, 2011-2013 yılı verilerine göre kredilerde (Grafik 5) ve cari açık düzeyinde (Grafik 6) yukarı yönlü hareketlenmeye bir tepki olarak değerlendirilmelidir.

5.5. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM): Bu araç aslında zorunlu karşılık aracı içinde değerlendirilebilir. Zira rezerv opsiyon mekanizması, zorunlu karşılıklar üzerinden uygulanan bir araç olma özelliği taşımaktadır. ROM, bankaların mevduatları karşılığı TCMB'de tutmak zorunda oldukları TL karşılıkların belirli miktarını altın ve döviz cinsinde tutma esasına dayanmaktadır. Bu uygulamayla TCMB, sermaye akımlarındaki değişimin döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkisini kontrol altına almayı hedeflemektedir. Böylece kısa vadeli sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisi azaltılmaya çalışılmaktadır. Bunun yanında, bankaların likidite yönetimi kolaylaşırken faiz koridoru üzerinden likidite temin etme zorunluluğu da hafifletmekte ve TCMB'nin brüt döviz rezervleri artmaktadır. ROM'na göre, zorunlu karşılıkların ne kadarının Türk Lirası dışında altın ya da döviz cinsinden tutulacağı rezerv opsiyon oranına göre belirlenecektir.

Bu bağlamda, sermaye girişlerinin hızlandığı dönemde yabancı para fon maliyeti görece Türk Lirası fon maliyetine göre daha düşük olacağından bankalar Türk Lirası zorunlu karşılıklarını daha fazla döviz cinsinden tutmayı tercih edeceklerdir. Gönüllü bir rezerv biriktirme anlamına gelen bu davranış aynı zamanda TCMB finansal istikrar adına döviz kurlarında aşağı yönlü baskıyı önlemek için yapması gereken müdahalenin dozunu da hafifletmesi beklenmektedir. Görüldüğü üzere, yeni para po-

litikası araçlarından ROM döviz kuru kanalı üzerinde ekonomik aktiviteyi etkilemektedir⁵⁷.

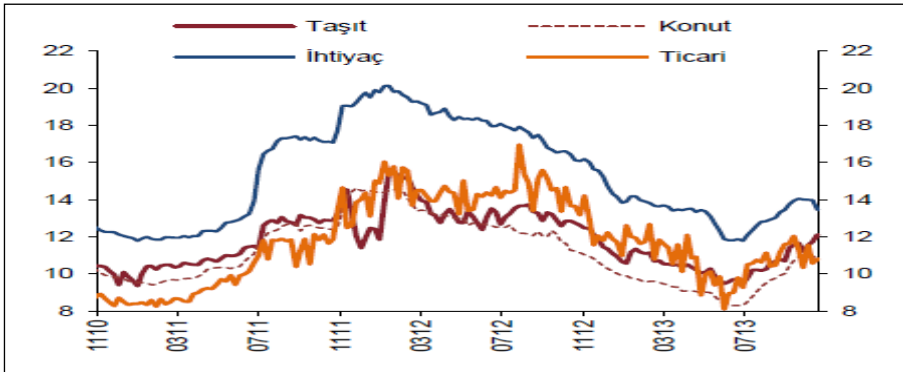
Tablo 2: 7 Haziran 2013 Tesis Dönemli Rezerv Opsiyon Katsayıları

Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	Mevcut ROK	Yeni ROK
0-30	1,4	1,4
30-35		1,5
35-40	1,7	1,8
40-45	2,1	2,2
45-50	2,4	2,5
50-55	2,6	2,7
55-60	2,7	2,8

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, www.tcmb.gov.tr (20.11.2013)

TCMB, rezerv opsiyon mekanizmasını belli bir oran kapsamında ve değişik tutar aralığında farklı ROM katsayısı ile uygulamaktadır. Bu çerçevede 11 Ekim 2013 tesis tarihi itibarıyla %60 olan döviz imkanının %52,5 kullanılarak, bankaların döviz cinsinden tanınan zorunlu karşılık ayırma imkanının %87,5 kullanılmıştır. Ayrıca %30 olarak altın cinsinden zorunlu karşılık ayırma imkanının %25,8 kullanılarak altın cinsinden %86 faydalanma oranına ulaşılmıştır⁵⁸. Ayrıca, Tablo 2'ye göre ROM katsayıları önceki döneme göre artırılarak tekrar belirlenmiştir. Bu uygulamayla TCMB, ROM'u daha etkin bir şekilde işletmeyi ve kurlar üzerinde oluşabilecek baskıyı azaltmayı hedeflemektedir.

Grafik 4: TL Kredi Faizleri



Kaynak: TCMB, “Enflasyon Raporu 2013- IV”

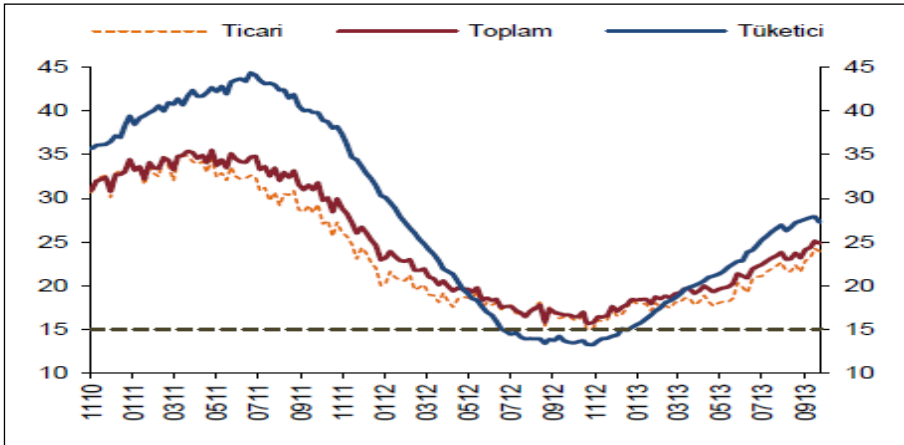
⁵⁷ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, a.g.k, s.16

⁵⁸ TCMB, “Enflasyon Raporu 2013- IV”, TCMB, Ankara, Ekim 2013, ss.82-83

TCMB'nin Finansal istikrar kapsamında düşündüğü kredi büyüme oranını yakından takip etmek, uygulanan makro ihtiyati politikaların etkinliği hakkında fikir sahibi olmak bakımından önemlidir. TCMB'nin etkin likidite yönetimine bağlı olarak, enflasyonun yüksek seyrettiği 2011 yılı son ayları ile 2012 yılının ilk dört ayında kredi faiz oranlarında belirgin bir yükselmenin yaşandığı gözlenmektedir.

Bu gelişmeye bağlı olarak, kredi büyüme oranının yüksek seyrettiği 2011 yılı ortalarından itibaren uygulanan makro ihtiyati politikalarla, kredi büyüme oranında belirgin bir azalmanın yaşandığı gözlenmektedir(Grafik 5). Her ne kadar kredi büyüme oranında belirgin bir düşüş gözlemlense de kredi artış oranında hedeflenen %15 üst sınırının henüz yakalanmadığı, hatta %25 civarında seyrettiği belirtilmelidir⁵⁹. Bu da TCMB'nin sıkı para politikası uygulamasının zorunlu olduğunu ortaya koymaktadır.

Grafik 5: Kredilerin Yıllık Büyüme Oranları



Kaynak: TCMB, “Enflasyon Raporu 2013- IV”

Finansal istikrar hedefinin önemli belirleyicilerinden olan cari açığın azaltılması konusu Grafik 6’da özetlenmektedir. Buna göre 2009 yılında düşük olan iç talep karşısında cari açığa azalma olduğu gözlenirken iç talebin canlandığı 2010-2012 yıllarında cari açığa önemli artışlar görülmektedir.

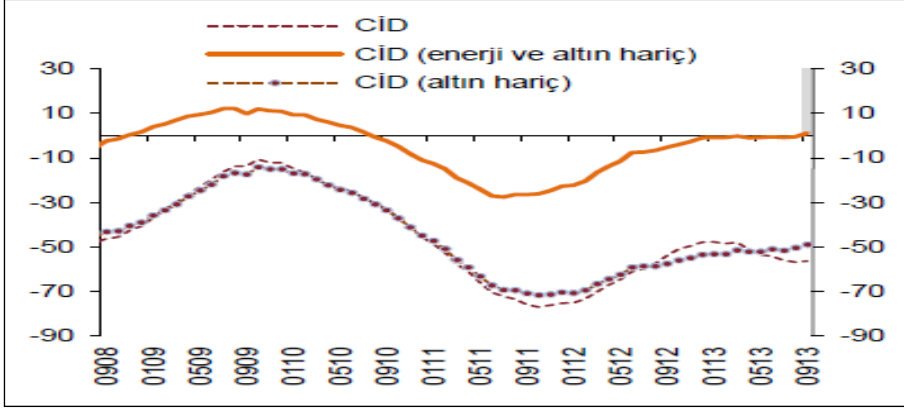
TCMB'nin uyguladığı makro ihtiyati politikaların sonucunda 2012 yılının sonlarında kontrol altına alınmaya başlanan cari açık değerleri 2013 yılında artış yönünde bir ivme göstermekte, ancak iyileşme trendini devam ettirmektedir.⁶⁰ Bu dönemdeki kredi büyüme oranındaki gelişme cari açıkla birlikte dikkate alındığında cari açık ile kredi büyüme oranının paralel bir şekilde arttığı dikkatleri çekmektedir. Bu durum,

⁵⁹ Fatih Özatay, “Çok amaçlı olmamak da amaç olsa?”, **Radikal** (14.05.2013)

⁶⁰ Başçı, “2013 Ekim Enflasyon Raporu Basın Toplantısı”, s. 7

yukarıda da ifade edildiği gibi, kredi miktarındaki artışın cari açığı artırdığı tespitini doğrulamaktadır.

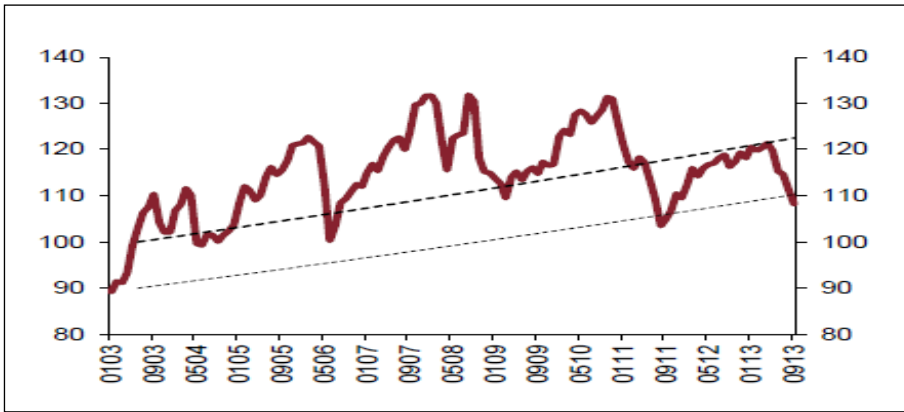
Grafik 6: Cari İşlemler Dengesi



Kaynak: TCMB, “Enflasyon Raporu 2013- IV”

Ayrıca cari açığın enerji ve altın hariç gelişimine bakıldığında daha makul düzeyde bir seyir takip ettiği görülmektedir. Bu bağlamda, enerjide dışa bağımlılığın azaltılması halinde cari açığa sürdürülebilir bir seviye yakalanması mümkün olabilecektir.

Grafik 7: Reel Efektif Döviz Kuru



Kaynak: TCMB, “Enflasyon Raporu 2013- IV”

TCMB'nin Enflasyon Raporu 2013-IV'e göre, reel efektif döviz kuru nominal kur gelişmelerine bağlı olarak değer kaybetmektedir (Grafik 7). Kurda gözlenen aşırı değerlendirme önlenerek, kredi büyümesinin makul düzeylerde seyretmesinin de etkisiyle, cari açığa iyileşmenin devam etmesi beklenmektedir⁶¹.

Öte yandan, yukarıda özetlenen TCMB'nin yeni para politikasının işlevselliği durumu, çoğu para politikası kurul kararlarında ilave düzenlemeleri beraberinde getirdiğinden tam olarak ayakları yere sağlam basan bir zemine oturmadığı, hala TCMB'nin deneysel nitelikte politika ürettiği izlenimini ortaya koymaktadır. Nitekim, bu izlenimi doğrulayıcı gelişme 19 Kasım 2013 tarihli Para Politikası Kurulu (PPK)'nin faiz oranları hakkında aldığı kararlarda gözlenmektedir. Ayrıca, TCMB'nin politika uygulamalarında bankalar üzerinde denetleme ve düzenleme yetkisine sahip olan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BBDK) ile yeterli düzeyde fikir alışverişinde bulunmadığı da kurum yetkilileri tarafından dile getirilmektedir⁶². Fikir alış veriş merkez bankası bağımsızlığı ile çelişen bir durum gibi de algılanabilir. Nitekim merkez bankasının bağımsızlığı, bankanın, para politikasını, siyasi otoritenin nüfuzuna ve tasarrufuna maruz kalmadan, hedefleri doğrultusunda uygulayabilme ve gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine veya inisiyatifine sahip olması olarak ifade edilebilir⁶³. Buradan hareketle, TCMB'nin politika önermede ve uygulamada kendi tasarrufunu kullandığı açıktır.

PPK, gecelik borç alma –borç verme faiz oranlarını yüzde 3,5 ile yüzde 7,75 düzeyinde, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranını yüzde 6,75 düzeyinde ve politika faiz oranı niteliğindeki bir hafta vadeli repo faiz oranını da yüzde 4,5 düzeyinde sabit tutmaya karar vermiştir. Ayrıca PPK, 19 Kasım tarihli kararlarında, son aylarda yaşanan döviz kuru oynaklığına bağlı olarak, enflasyon göstergelerinde hedefin üzerinde bir seyir olduğunu, bunun da fiyatlama davranışlarında olumsuz bir etki yapacağını ima ederek temkinli bir duruş sergilemeye devam edeceğini ifade etmiştir. Bu bağlamda, para piyasalarında faiz oranlarındaki değişkenliği azaltmayı ve para piyasası faiz oranlarını gecelik borç verme faiz oranı olan yüzde 7,75 düzeyine yaklaştırmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda enflasyonu orta vadeli hedeflerle uyumlu hale getirmeye kadar bir ay vadeli repo ihalelerine son verildiğini açıklamıştır⁶⁴.

Bu haliyle, PPK kararları değerlendirildiğinde, TCMB'nin enflasyon kontrolünü, enflasyon düzeyini kontrol altında tutmada kullandığı politika faiz oranını değiştirerek sağlama yerine, bankaların fon açığının büyük bir kısmını borç verme faiz oranı üzerinden fonlayarak para piyasalarındaki faiz oranının borç verme faiz oranına yaklaşacak düzeyde gerçekleştirerek, faiz koridoru ile sağlamak istemektedir. Bu uygulamayla, kısa vadeli politika faiz oranının piyasalara yön veren faiz oranı olma özel-

⁶¹ TCMB, "Enflasyon Raporu 2013- IV", s. 6

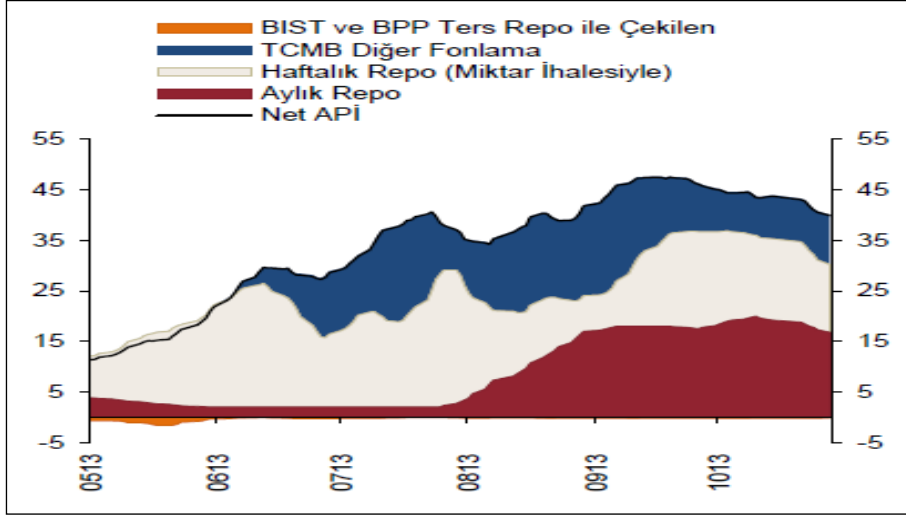
⁶² Uğur Gürses, "BBDK Dışarıda mı Kaldı?", **Radikal** (01.06.2011)

⁶³ Suat Oktar, **Merkez Bankasının Bağımsızlığı**, Birinci Baskı, İstanbul: Bilim Teknik Yayınları,1996, s.84

⁶⁴ TCMB, "Para Politikası Kurulu (PPK) Kararı" **TCMB**, Sayı:2013-77, 19 Kasım 2013, www.tcmb.gov.tr (20.11.2013)

liğini yitirdiği söylenebilir. Bu durum, iktisadi çevrelerde TCMB'nin hâlâ kendi faizini ne yapacağını, nerede tutacağını söylemekten kaçındığı izlenimini yaratmaktadır.⁶⁵

Grafik 8: TCMB Fonlaması



Kaynak: Başçı, “2013 Ekim Enflasyon Raporu Basın Toplantısı ”

Enflasyon Raporu 2013-IV' ün yayınlandığı tarih olan 31 Ekim 2013 tarihinden 2 hafta önceki hareketli ortalama yöntemiyle açıklanan verilere göre, TCMB'nin açık piyasa işlemleriyle piyasaya yaptığı fonlama türleri incelendiğinde (Grafik 8) aylık repo, haftalık repo (Miktar ihalesiyle) TCMB diğer fonlama (faiz koridoru), Borsa İstanbul (BIST) ve Bankalararası Para Piyasası (BPP) ters repo, repo ile çekilen şeklinde, çeşitlendirmelerle fonlama yaptığı gözlenmektedir. Kasım ayı ikinci haftası itibariyle günlük düzeyde ortalama olarak, TCMB Açık piyasa işlemleri (APİ) ile piyasaları 38.1 milyar TL düzeyinde % 6,5 ortalama fon maliyeti ile fonlamıştır. Bunun 12,3 milyar TL'si yüzde 7,16 ile aylık repo (ihale), 9,1 milyar TL'si yüzde 4,5 politika faiz oranı ile haftalık repo (miktar ihalesi), 9,9 milyar TL'si yüzde 6,75 faiz oranı üzerinden piyasa yapıcısı bankalara sağlanan fonlama ve ek sıkılaştırma kapsamında 6,4 milyar TL yüzde 7,75 borç verme faiz oranı üzerinden fonlama yapmıştır.⁶⁶

Yukarıda da açıklandığı gibi, orta vadeli enflasyon görünümündeki bozulmaya bağlı olarak TCMB, %6,5 düzeyinde olan para piyasası faiz oranlarını gecelik borç verme faiz oranı olan yüzde 7,75 düzeyine yaklaştırmayı hedeflemektedir. Bu bağlamda, 19 Kasım tarihli PPK kararlarına göre, enflasyonun orta vadeli hedeflerle uyumlu hale getirinceye kadar, bir ay vadeli repo ihalelerine son verildiği açıklanmıştır.⁶⁷

⁶⁵ Uğur Gürses, “Merkez Bankası'nın Yeni 'Jonglör' Manevrası”, **Radikal** (20.11.2013)

⁶⁶ Gürses, “Merkez Bankası'nın Yeni 'Jonglör' Manevrası”

⁶⁷ TCMB, “Para Politikası Kurulu (PPK) Kararı”

Bu uygulama ile TCMB, bir ay vadeli kanallardan piyasaya verdiği parayı gecelik vadeye kaydırarak, yukarıda bahsedilen fonlama miktarlarına göre, Merkez Bankası'ndan ortalama yüzde 7.18'le borç aldıkları 14 milyar TL'yi bankalar artık gecelik piyasadan borçlanmak zorunda kalacaktır. Gecelik fonlama, gecelik piyasada haftanın iki günü ek sıkılaştırma kapsamında piyasa yapıcısı bankalara %7.75, diğer üç günü ise %6.75 civarında temin edilmektedir⁶⁸. Bu durumda, piyasa yapıcısı bankalara temin edilen 3 günlük gecelik repo uygulamasındaki yüzde 6,5 fonlama faiz oranından vazgeçip tamamını (5 gün) ek sıkılaştırma kapsamında uygulanan yüzde 7,75 faiz koridorunun üst sınırından fonlama yapması, TCMB'nin para piyasası faiz oranlarını borç verme faiz oranına yaklaştırmasını daha kısa zamanda mümkün hale getirecektir.

6. Sonuç

İktisat politikaları ekonomik istikrarı tesis etmede, para ve maliye politikalarını kullanmaktadır. Para politikası, para arzının genişletilmesi ya da daraltılması şeklinde uygulanmakta ve ekonomik aktiviteyi birçok kanal üzerinden etkilemektedir. Para politikası uygulamalarının ekonomik aktiviteye etkisi faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalı üzerinden olmaktadır.

Birçok istikrarsızlık durumu parasal aktarım kanallarıyla açıklanabilirken, yine istikrarın nasıl yakalanacağı sorusunun cevabında da bu kanallara başvurulmaktadır. Bu bağlamda, 2008 küresel finans krizinin ortaya çıkmasında hemen hemen tüm parasal aktarım kanalları etkili olmuştur. TCMB, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke gibi, 2008 Finans Krizi'nden olumsuz etkilenmiş ve krizi aşmada ve daha sonra yaşanması muhtemel krizlere hazırlık yapmada yeni para politikası araçlarının işleyişi ile parasal aktarım kanallarının önemini bir kez daha ön plana çıkarmıştır.

TCMB, 2010 yılı ikinci yarısına kadar para politikasının tek amacını fiyat istikrarı olarak belirlemiş ve bu amaca ulaşmak için para politikası aracı olarak bir hafta vadeli repo faizini kısa vadeli politika faizi olarak kullanmıştır. 2010'un ikinci yarısından sonra, yoğun sermaye akışının yaşandığı yükselen piyasa ekonomilerinde aşırı ısınma, aşırı borçlanma ve varlık balonları oluşması riskinin belirmesi ve cari açığın finansal istikrarı tehdit edecek düzeylere ulaşması senaryosu üzerine yeni bir konjonktür dalgasının geleceği düşüncesiyle TCMB, para politikası uygulamalarında amaç çeşitliliğine giderek fiyat istikrarının yanında, kredi genişlemesi ve cari açığı kontrol altına alma amacını ön plana çıkaran finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır. Bu bağlamda TCMB, makro ihtiyati politikalar olarak ifade edilen ve politika faiz oranının yanında, likidite yönetimi, zorunlu karşılık oranı, faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizmasından oluşan bir politika araç setini aynı anda kullanmayı tercih etmiştir.

TCMB'nin politika uygulamalarında kullandığı araçlardan politika faiz oranı aracı faiz kanalı üzerinden, zorunlu karşılık oranı, likidite yönetimi ve faiz koridoru araçları da faiz kanalı ve kredi kanalı üzerinden ekonomik aktiviteyi etkilerken, rezerv

⁶⁸ Gürses, "Merkez Bankası'nın Yeni 'Jonglör' Manevrası"

opsiyon mekanizmasının döviz kuru kanalı üzerinden ekonomik aktiviteyi etkilemesi öngörülmüştür. Makro ihtiyati politika uygulamalarından ortaya çıkan sonuçlar değerlendirildiğinde, politika araçlarının kredi genişlemesi ve cari açığın kontrol edilmesi amacıyla ortaya konulan finansal istikrarla uyumlu bir şekilde kullanıldığı anlaşılmaktadır. Ancak, TCMB'nin uyguladığı makro ihtiyati politikalarının henüz sağlam bir zemine oturmadığı, bu bağlamda, PPK kararlarından anlaşıldığı üzere, politika uygulamalarında revizyona gidildiği görülmektedir. Ayrıca 19 Kasım 2013 tarihli PPK kararları içinde enflasyonun orta vadeli hedeften sapması üzerine, TCMB'nin tepki politikası olarak kısa vadeli politika faizi (yüzde 4,5) dışında faiz koridoru (gecelik repo) üzerinden tepki vermeyi yeğlemesi, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kullanılan politika faiz oranının piyasa faizini belirlemedeki rolünü tartışılır konuma getirmiş ve TCMB'nin referans faiz belirleme konusunda bir belirsizlik yarattığı iktisadi çevrelerce düşünülmeye başlanmıştır.

Sonuç olarak, TCMB'nin makro ihtiyati politika uygulamalarında fiyat istikrarı ve finansal istikrarla uyumlu sonuçlar elde edildiği gözlenirken, TCMB'nin politika uygulamalarında, belirsizliği azaltıcı şekilde daha şeffaf davranması ve iletişim araçlarını daha etkin kullanması önem arz etmektedir. Ayrıca finansal istikrarın tesisinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nın bankalar üzerindeki etkisi düşünülerek bu kurumla TCMB'nin daha koordineli çalışmasının politika etkinliğini artıracığı düşünülebilir. Tam da çalışmanın tamamlandığı zamana denk gelen BDDK'nın kredi kartlarına ve bireysel kredilere getirmek istediği kısıtlamaları konu alan taslak kararı⁶⁹ (26 Kasım 2013 tarihli ve 2013/33 sayılı Basın açıklaması), yukarıda ifade ettiğimiz TCMB ile BDDK arasındaki koordinasyon eksikliğinin işaretini vermektedir. Zira, BDDK'nın aldığı bu karar, TCMB'nin makro ihtiyati politikaları uygulamaya başladığı 2010 yılının ikinci yarısından itibaren alınması gereken bir kararın telafisi mahiyetindedir.

⁶⁹ BDDK, Basın Duyurusu, Sayı:2013/13, Kasım 2013

Kaynakça

- BAŞÇI, Erdem “Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru Politikaları”,**Türkiye Ekonomi Kurumu Paneli** , 2010, ss.1-30, www.tcmb.gov.(20.11.2013)
- BAŞÇI, Erdem - Hakan KARA, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği** No:11/8, 1-18, Mayıs 2011, ss.1-18
- BAŞÇI Erdem, “Ekonomik görünüm”, **TCMB, İstanbul Sanayi Odası Sunumu**, Kasım 2013, İstanbul
- BAŞÇI, Erdem, “2013 Ekim Enflasyon Raporu Basın Toplantısı”, **TCMB**, Ankara, Ekim 2013, ss.1-14
- BDDK, Basın Duyurusu, Sayı:2013/13, Kasım 2013.
- BERNANKE, Ben S. - Mark L. GERTLER, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, **IMF Working Paper** No.5146, 1995, pp. 1–38, <http://www.nber.org/papers/w5146.pdf> (10.08.2010)
- CENGİZ, Vedat “Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular”, **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:33, 2009, ss. 225–247
- ÇAKMAKLI, Selim, “Parasal Aktarım Mekanizmaları” 2004, <http://www.ekonomist.gen.tr> (10.05.2007)
- EROĞLU, İlhan - Nadir EROĞLU, “ Monetary Transmission Channels and An Assessment Within the Framework of the 2008 Global Financial Crisis”, **African Journal of Business Management**, Vol.6 (29), 2012 pp.8554–8563
- GÜRSES, Uğur, “Herkesin Bildiği”, **Radikal**, (07.09.2011)
- GÜRSES, Uğur, “BDDK Dışarıda mı Kaldı? ”, **Radikal** (01.06.2011)
- GÜRSES, Uğur, “Merkez Bankası’nın Yeni ‘Jonglör’ Manevrası”, **Radikal** (20.11.2013)
- HORVARTH, Balázs - Rodolfo MAINO. “Monetary Transmission Mechanism in Belarus”, **IMF Working Paper** WP/06/246, 2006, pp. 1–22 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06246.pdf> (10.08.2010):
- İNAN, Emre, “Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı.39, 2001, ss. 3–19
- KAMIN, Steven, Philip TURNER - Jozef Van’t DACK, “The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview” **BIS Paper**, No 3, 1998, pp. 5–64, <http://www.bis.org/publ/plcy03a.pdf> (10.09.2010)
- KASAPOĞLU, Özgür, “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama”, **TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara, 2007 (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi), ss.1-101
- LOAYZA, Norman - Klaus Schmidt HEBBEL, “Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview”, **Central Bank of Chile**, Santiago- Chile, 2002, pp. 1–20 http://www.bcentral.cl/estudios/banca-central/pdf/v4/001_020Gallego.pdf (10.05.2007)

- MELTZER, Allan H. “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, pp. 49–72 <http://www.jstor.org/pss/2138390> (15.09.2010)
- MISHKIN, Frederic S. “The Channels of Monetary Policy Transmission: Lessons for Monetary Policy”. **NBER Working Paper**, No.5464, 1996, pp. 1–27 <http://papers.nber.org/papers/w5464.v5.pdf> (10.04.2007)
- MISHKIN, Frederic S. “The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy”, **NBER Working Paper**, No. 8617, 2001, pp. 1-21 <http://papers.nber.org/papers/w8617.pdf> (14.05.2007)
- MISHKIN, Frederic S. “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism ”, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 9, Number 4—Fall, 1995, pp. 3–10 <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/2138387.pdf> (10.05.2007):
- MODIGLIANI, Franco, “The Life Cycle Hypothesis of Saving Twenty Years Later”, **Contemporary Issues in Economic** (ed) M.Parkin Manchester: Manchester Uni. Pres, 1975, pp. 2-33
- OKTAR, Suat, **Merkez Bankasının Bağımsızlığı**, Birinci Baskı, Bilim Teknik Yayınları, İstanbul 1996
- OKTAR, Suat - Erkan TOKUCU, “Yeni Bir Para Politikası Hedefleme Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.38, S.4, 2001, ss. 5–28
- ÖZATAY, Fatih, “Merkez Bankası’nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç”, *İktisat İşletme ve Finans* 26(302) , 2011, ss. 27-43
- ÖZATAY, Fatih, “Çok amaçlı olmamak da amaç olsa?”, **Radikal** (14.05.2013)
- ÖZTÜRK, Serdar, **Enflasyon Hedeflemesi**, Der Yayınları, İstanbul, 2003
- PARASIZ, İlker, **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Yedinci Basım, Ezgi Kitabevi, Bursa 2000
- PARASIZ, İlker, **Para Teorisi ve Politikası**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2007
- TAYLOR, John B. “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995, pp. 11–26
- TCMB, **Bülten**, TCMB Yayını, Sayı:6, Ankara, 2007
- TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, TCMB Yayını, Ankara, 2013
- TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, 2013, www.tcmb.gov.tr (20.11.2013)
- TCMB, “Enflasyon Raporu 2013- IV”, **TCMB**, Ankara, Ekim 2013
- TCMB, “Para Politikası Kurulu (PPK) Kararı”, Sayı:2013-77, 19 Kasım 2013 www.tcmb.gov.tr (20.11.2013)
- TELATAR, Erdinç, **Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl Kimin İçin?**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2002

-
- TOBIN, James, “Commercial Banks as Creators of Money”, **Banking and Monetary Studies, for the Comptroller of the Currency**, Dean Carson (ed.), U.S. Treasury, Richard D. Irwin, 1963, pp.408–419
- ÜÇER, Murat, “Son Para Politikası Uygulamaları üzerine Gözlemler”, **İktisat İşletme ve Finans**, 26 (302), 2011, ss. 45-51
- YILMAZ, Durmuş, “Banka Genel Müdürlerinin Katılımıyla Gerçekleşen Toplantıda Yaptığı Sunum, **TCMB**, Ankara, Aralık 2010

