

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Doç. Dr. Alpaslan SEREL*

İsmail Cem ÖZKURT**

ÖZ

Küresel finansal kriz hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri farklı biçimlerde etkilemiştir. Gelişmiş ülkelerde kriz daha derin ve zorlu bir süreci gerektirirken gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sorunlar yine gelişmiş ülkeler kaynaklı olmuştur. Gelişmiş ülkelerin izlediği parasal genişleme politikası gelişmekte olan ülkelerin finansal istikrarını bozmuştur. Bu bozulmaya bağlı olarak da gelişmekte olan ülkeler kendilerine özgü para politikası araçları geliştirmişlerdir. Bu çalışmanın amacı gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan ülkemizin 2010 yılı sonlarından itibaren uygulamaya başladığı para politikası karmasının ortaya çıkış süreci, uygulama aşamasında yaşanan gelişmeler ve sonuçlarını tespit edebilmektedir. Bu amaçla öncelikle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kaynaklarına dayanılarak gözleme dayalı çalışma yapılmıştır. Politika karmasının geçmişinin kısa olmasına rağmen günümüzdeki sonuçlarına göre başarılı olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Geleneksel Olmayan Para Politikası, Faiz Oranı, Zorunlu Karşılık Oranı

JEL Kodu: E52, E58.

UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY TOOLS AND CENTRAL BANK OF REPUBLIC OF TURKEY (CBRT)

ABSTRACT

The global financial crisis has effected both developed and developing countries in different shapes. When the crisis in the developed countries needs to be deep and hardest process, in the developing countries problems has been again because of the developed countries. The developed countries, financial expansion policy has corrupted the developing countries financial permanency. According to this corruption the developing countries have developed monetary policy tools by own. This works aim to determine the emergence procedure mixed monetary policy; the progress at the time of appliance and the results of our country which is the developing countries category since end of the

* Balıkesir Üniversitesi Bandırma İİBF, İktisat Bölümü, aserel@balikesir.edu.tr

** Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat ABD Doktora Öğrencisi, icozkurt@mynet.com

2010. Firstly for this purpose, observation method has been made hanging on Turkish Central Bank's resource. Although the policy mixed history is short it has been determined that it has been succesfull at the present days results.

Key Words: *Unconventional Monetary Policy, Interest Rate, Required Reserve Ratio.*

JEL Code: E52, E58.

1. GİRİŞ

2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayıp dalga dalga tüm Dünya'yı etkisi altına alan küresel finansal kriz para politikası literatüründe çok sayıda yenilik getirmiştir. Daha önceki krizlerden farklı olarak türev piyasalarda ortaya çıkmış olması, Dünya'nın en büyük ekonomisini etkisi altına almış olması ve domino etkisi yaratarak hem finansal hem de reel kesimi etkilemesi bu krizin en temel özellikleridir. Bu yüzden krize müdahale ve yarattığı şokları absorbe etme uzun ve zahmetli bir süreci gerektirmiştir. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri farklı derecelerde etkileyen bu kriz her ülkeye yeni deneyimler kazandırmıştır. Krizden çıkış amacıyla gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının izlediği parasal genişleme politikalarının risk iştahını arttırması ve küresel spekülative sermaye akımlarını güçlendirmesi nedeniyle kısa vadeli sermaye fonları gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmiştir. Artan yabancı sermaye girişi ile yerli para birimi değer kazanmakta ve enflasyon oranı düşmektedir. Yerli paranın değer kazanması ülkenin rekabetçi gücünü azaltarak ihracat oranlarının düşmesine yol açmaktadır. Yerli para biriminin değerlenmesi kredi faiz oranlarının düşmesine yol açmakta böylece daha az maliyetli olması nedeniyle kredilere olan talebin artarak bir kredi genişlemesine yol açmaktadır. Kredi faizlerinin düşmesi nedeniyle finansmanlarını borçlanma yoluyla sağlayan firmaların bilançoları daha kırılgan hale gelmektedir. Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan ülkemiz de bahsettiğimiz bu sorunlarla mücadele edebilme amacıyla kendine özgü yeni para politikası araçları inşa etmiştir. Faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar ile rezerv opsiyon mekanizması olarak ikiye ayırabileceğimiz bu yeni araçlar TCMB'nin ülkenin ihtiyaçları doğrultusunda geliştirdiği tamamen kendine özgü geleneksel olmayan para politikası araçlarıdır.

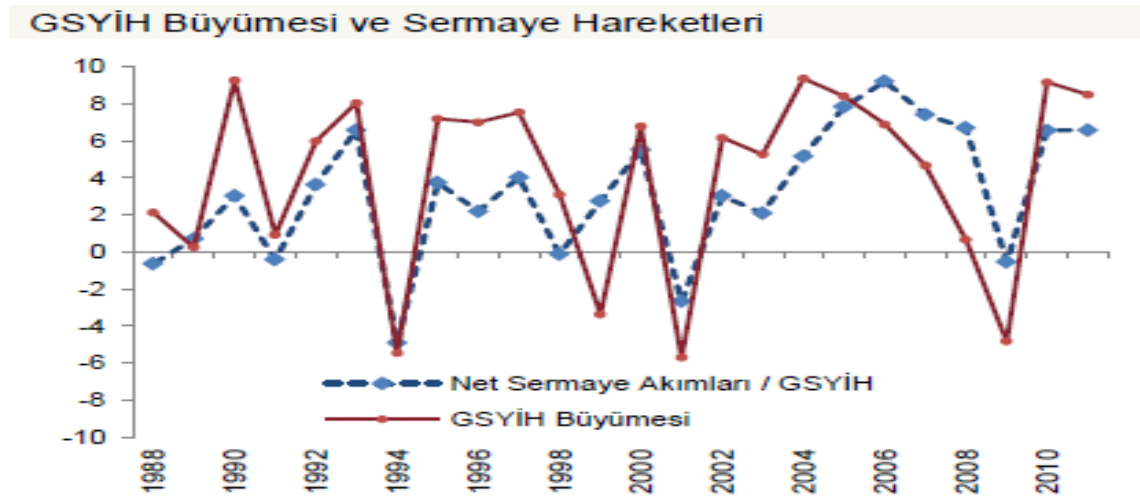
2. YENİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE ORTAYA ÇIKIŞ SÜRECİ

Finansal kriz ekonomistlerin görüşlerinde bazı köklü değişiklikler yapmalarına neden olmuştur. En temel değişiklik fiyat istikrarının sağlanması halinde finansal istikrarın da birlikte sağlanacağı görüşünün terk edilmesidir. Fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlayıcı tek ve en önemli koşul olduğu görüşü krizle birlikte merkez bankaları tarafından terk edilmiştir. İnsanların yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarında dikkate almayacakları kadar düşük bir enflasyon oranı olarak ifade edilen fiyat istikrarının (TCMB, 2006:3) uzun süreli sağlanması varlık fiyatlarında bir balon yaratarak varlıkların değerinin üzerinde fiyatlandırılmasına neden olabilmektedir. İşte tam da bu aşamada mortgage kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan zorluklar şeklinde ortaya çıkan küresel finansal kriz birbirinden ayrılmaz iki parça gibi görünen fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki uzun dönemli çelişkiyi

ortaya koymuştur (Özataç, 2012:5). Aynı anda hem fiyat hem de finansal istikrarı sağlamaya yönelik merkez bankalarının çok çeşitli ve karmaşık para politikası araçları kullanmaları gerekmiştir (Gertler ve Karadi, 2011:18). Bu yüzden ülkelerin para otoriteleri kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan sebeplerle yeni ve geleneksel olmayan (unconventional) para politikası araçları geliştirmeye başlamışlardır.

TCMB de bu doğrultuda 2010 yılı sonlarından itibaren çalışmalar yapmaya başlamıştır. TCMB'nin konjonktürel gelişmelere paralel olarak dizayn etmeye çalıştığı yeni politika araçlarının amacı cari işlemler açığı ve sermaye hareketleri oynaklığını kontrol altına almaktır. Cari açığın yüksek olması ve sermaye hareketlerindeki oynaklık ekonomiyi kırılgan hale getirmektedir. Makro ekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyümeyi sağlayabilmek için büyük ölçüde cari açığın (döngüsel kısmının) sınırlanması ve dış finansmanın dengeli seyretmesi önem taşımaktadır. Grafik 1'te de görüldüğü gibi 1994, 2001 ve 2008 krizlerinde iktisadi faaliyetlerdeki sert daralma hep sermaye akımlarındaki ani duruşla birlikte gerçekleşmiştir. Bu gözlem, finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjonktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını arttırmanın gerekliliğine işaret etmekte; aynı zamanda para politikasında daha esnek bir yaklaşımın önemini ortaya koymaktadır. İşte TCMB'nin uyguladığı yeni politika çerçevesinin de esas olarak bu kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir (Kara, 2012: 4).

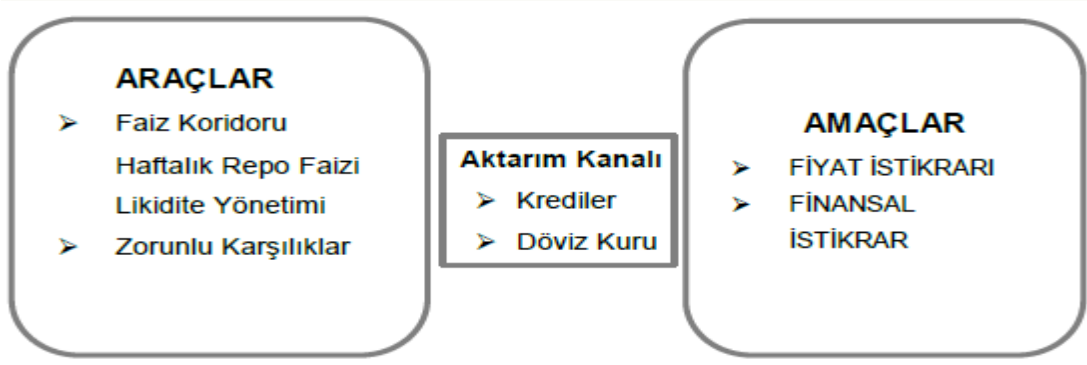
Grafik 1. GSYİH Büyümesi ve Sermaye Hareketleri



Kaynak: Kara, 2012:5

Yeni politika çerçevesinde TCMB'nin para politikasındaki nihai amacı olan fiyat istikrarı ve finansal istikrara ulaşabilme konusunda kullanacağı temel araçlar ve aktarım mekanizması Şekil 1'de görülmektedir. Yeni politikanın temel araçları (i) faiz koridoru, bir haftalık repo faizi ve likidite yönetim araçları (ii) zorunlu karşılıklardır. Krediler ve döviz kuru ise araçlar ile amaçlar arasında birer köprü görevi sunmaktadır.

Şekil 1. TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları



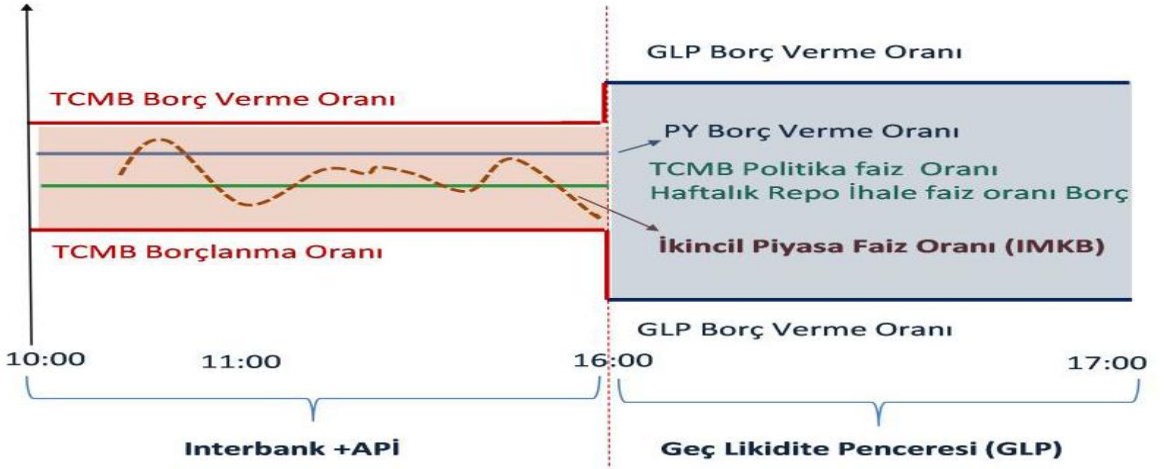
Kaynak: Kara, 2012:6

3. FAİZ KORİDORU

Ekonomideki belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve ekonomik dengeler üzerindeki olumsuz etkilerini yumuşatmayı amaçlayan “faiz koridoru” uygulaması TCMB'nin gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan aralık olarak tanımlanmaktadır (Vural, 2013:63)

Enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan ülkelerin en etkin para politikası aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. TCMB para piyasalarını bir hafta ve bir ay vadeli repo ihaleleri, gecelik repo imkânı ve geç likidite penceresi yoluyla fonlamaktadır. Likidite yönetimi çerçevesinde TCMB'nin temel fonlama aracı bankalara teminat karşılığında sağlanan bir hafta vadeli repo ihaleleridir. Normal günlerde piyasalara miktar ihale yöntemiyle fonlama yapılmaktadır. Miktar ihalesi kapsamında TCMB her gün saat 10:00'da ihale miktarını duyurmaktadır. Bankalar ihale miktarının %20'sini geçmeyecek şekilde tekliflerini iletmekte, ihale miktarının toplam teklif tutarının altında kalması durumunda ise her banka ihaleden kendi teklif tutarının toplam teklif tutarı oranında borçlanmaktadır. Bu ihalede faiz TCMB'nin politika faizi olarak ilan ettiği bir hafta vadeli repo faizidir. Diğer taraftan TCMB istisnai durumlarda geleneksel yöntemle bir hafta vadeli repo ihaleleri de yapabilmektedir. Geleneksel yöntemde faizler piyasa koşullarında belirlenmektedir. Ayrıca TCMB gerekli gördüğü durumlarda bankaların uzun dönem likidite öngörülerin iyileştirebilmek amacıyla daha uzun vadeli repo ihaleleriyle de fonlayabilmektedir.

Grafik 2. TCMB Para Politikası Faiz Koridoru Çalışma Prosedürü



Kaynak: Kara, 2012:8

TCMB, repo ihalelerinin yanı sıra piyasa yapıcısı ve diğer bankalara teminat dâhilinde gecelik repo imkânı ve geç likidite penceresinden fonlama imkânı da sunabilmektedir. Bu çerçevede, piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranından belirli limitler dâhilinde gecelik vadede fonlama yapılmaktadır. Ayrıca Bankalararası Para Piyasası'ndan tüm bankalar belirlenen limitler dâhilinde TCMB borç verme faiz oranından gecelik vadede borç alabilmektedir. Bunlara ek olarak bankalar geç likidite penceresinden limitsiz olarak teminatları dâhilinde borçlanabilmektedir (TCMB, 2012a: 90).

Hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde kısa vadeli faizler düşük tutularak makro ekonomik dengesizliklerin oluşmasına engel olunmaya çalışılır. Ancak faizlerin uzun süre düşük düzeylerde tutulması iç talebin artmasına ve fiyatlar üzerinde bir baskı yaratmasına neden olabilmektedir. Bundan dolayı merkez bankalarının faiz aracını kullanırken çok dikkatli olmaları gerekmektedir. TCMB piyasalara borç verdiği gibi likidite fazlası olan bankalardan borç da alabilmektedir. Faiz koridoru; TCMB'nin gecelik borç alma ve borç verme faizinin arasında kalan alan olarak tanımlanabilir. Politika faiz oranı ve faiz koridoru her ay Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gözden geçirilerek ilan edilmektedir. TCMB 2010 yılına kadar faiz koridorunu pasif bir biçimde kullanmıştır. Şöyle ki; bu zamana kadar faiz koridoru piyasa faizlerinin politika faizlerinden sapmasını engelleme amacıyla simetrik ve genelde değişmeyen dar bir bant şeklinde kullanılmıştır. Ancak TCMB'nin politika araçlarında çeşitlendirmeye gitmeye karar vermesiyle faiz koridoru aktif bir rol üstlenmiştir. TCMB'nin son dönemde kullandığı sistem ile eski yapı arasında temel olarak iki fark bulunmaktadır (Kara, 2012: 8);

1-) Geleneksel sistemde kısa vadeli ortalama fonlama faizi ile piyasada oluşması hedeflenen faiz arasında bir fark gözetilmemektedir. Yeni sistemde ise likidite operasyonlarıyla bu iki faiz

birbirinden ayrıştırılabilmektedir. Söz konusu farklılaşma, bazı dönemlerde TCMB'nin kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkilemesine olanak tanımaktadır.

2-) Geleneksel sistemde ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi aylık frekanslarda Para Politikası Kurulu toplantılarında gözden geçirilmektedir. Yeni çerçevede ise küresel risk iştahındaki oynaklıklara vakitli olarak tepki verebilmek amacıyla ortalama fonlama faizi (yine kurul üyelerinin onayı dâhilinde) gerek duyulduğunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir.

Faiz koridorunun tek araçlı para politikası uygulamasından farklı olarak temelde iki tane getirisi olmuştur:

1-) Kredi ve döviz kuru kanalının enflasyon ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda farklı yönlerde kullanılmasının mümkün olması.

2-) Merkez bankasının duruşunun günlük frekansta ayarlanabildiği esneklik elde edilmesi.

TCMB etkin bir likidite yönetimiyle piyasanın gün içerisindeki likidite ihtiyacının politika faizi ve diğer imkânlardan karşılanacak kısmına karar vererek gecelik faizlerin istediği seviyelerde oluşmasını sağlamaktadır. Bu çerçevede güçlü sermaye akımlarının olduğu zamanlarda faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek kısa vadeli spekülâtif hareketler engellenmekte ve ucuz likidite yoluyla sağlanan kredi büyümesi sınırlandırılmaktadır. Benzer şekilde küresel sermaye akımlarının yavaşladığı ve kur oynaklığının arttığı dönemlerde faiz koridoru yukarı yönde genişletilmektedir (TCMB, 2012a: 91).

Faiz koridoru politikasının kredi büyümesine etkisini şöyle açıklayabiliriz. TCMB politika faizinin koridor içinde dalgalı bir seyir izlemesine izin vermektedir. Bankalar açısından bu durum fonlama maliyetlerinin belirsizliği nedeniyle risk oluşturmaktadır (Binici, Erol, Kara, Özlü ve Ünalmiş, 2013.11). Bu risk karşısında bankaların kredi verme iştahı azalmakta ve faiz riskini sınırlandırmak isteyen bankaların kredi arzını daraltmalarına neden olmaktadır. Fonlama maliyetlerindeki belirsizlik nedeniyle bankalar daha kalıcı kaynak sağlama amacıyla mevduat faizlerini de arttırmaktadırlar. Kredi faizlerindeki artış mevduat faizlerindeki artıştan daha fazla olması nedeniyle de kredi – mevduat faiz farkı açılmaktadır. Kredi faizlerinin mevduat faizlerinden daha fazla artmasının sebebi de ticari kredilerin vadesinin daha uzun olması ve belirsizliğe karşı daha duyarlı olmasıdır.

Ülkemizdeki cari açık probleminin makro ekonomik riskler yaratmasını engellemek amacıyla kullanılan faiz koridoru sistemiyle kredilerin büyüme hızının yavaşlatılması ve döviz kurundaki aşırı değerlenme hareketlerinin engellenmesi amaçlanmıştır. Kredi büyümesinin ekonomik etkilerin iyi bir şekilde özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanım oranı (kredi stokundaki değişim / GSYİH) 2011 yılının ortalarından itibaren finansal istikrarla uyumlu düzeylere doğru gerilerken cari dengede ılımlı bir iyileşme gözlenmiştir. Her ne kadar 2011 yılının ikinci yarısında EURO Bölgesi borç stokunun derinleşmesi sonucu küresel risk iştahında gözlenen ani bozulma Türk Lirası'ndaki değer kaybının

arzu edilmeyen boyutlara ulaşmasına neden olsa da, 2011 yılının son çeyreğinden itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma ile döviz kurundaki aşırı değer kaybı giderilmiştir (TCMB, 2012c: 6).

Kredi büyümesinin yavaşlatılması ve Türk Lirası'ndaki aşırı değerlenmenin giderilmesi büyüme kompozisyonunun net ihracat lehine değişmesini sağlamıştır. 2011 yılının ikinci yarısından itibaren yurt içi nihai talep yatay bir seyir izlerken net ihracatın katkısındaki belirgin artış ile GSYİH büyümeye devam etmiştir. Böylelikle ekonomi dengelenme sürecine girmiş ve makro finansal riskler sınırlanmıştır (TCMB, 2012c:7).

TCMB 2012 yılının ilk yarısında enflasyonist riskleri göz önüne alarak sıkı likidite politikasını sürdürmüştür. Enflasyonun yılın ikinci yarısında kontrol altına alınmasıyla para politikası büyümeyi daha destekleyici hale getirilmiştir. 2012 yılının ikinci yarısından itibaren piyasaya verilen likidite arttırılarak kısa vadeli faizlerin koridorun alt sınırına yakın seyretmesi sağlanmıştır. Rezerv Opsiyon Mekanizması'nın destekleyici katkılarıyla Eylül 2012'den itibaren faiz koridorunun üst sınırı kademeli olarak indirilirken Aralık 2012'de sermaye akımlarının hızlanması karşısında politika faizini indirirken zorunlu karşılıklarda sıkılaştırıcı politika karması izlenmiştir. (TCMB, 2012c:8)

4. ZORUNLU KARŞILIKLAR ve REZERV OPSİYON MEKANİZMASI (ROM)

Bankalar topladıkları mevduatların belirli bir kısmını merkez bankalarında karşılık olarak tutmak zorundadırlar. Bankaların likidite ihtiyacını karşılamak, borçlarını ödeme yeteneği ve güvenilirliğini sağlama amacıyla uygulanan bu politikaya zorunlu karşılıklar politikası denir. Zorunlu karşılıklar politikasının para politikasında miktar ve likidite etkisi vardır. Zorunlu karşılık oranını arttırılıp azaltılmasıyla merkez bankası tarafından piyasada bulunan para miktarı azaltılıp arttırılabilir. Aynı zamanda zorunlu karşılıklar, fiyat istikrarının korunması ve finansal istikrarın sürdürülmesi açısından önemli bir araçtır (Glocker and Towbin, 2012:8). Piyasadaki para miktarı da bankaların kredi verme davranışlarını etkiler. Zorunlu karşılıklar temelde kredi arzını etkilemektedir. Yurtdışından sermaye akımlarının arttığı veya zorunlu karşılıkların düşük olduğu durumlarda kredi büyümesi hızlanmaktadır. Ters durumda yani sermaye akımlarının azalması veya zorunlu karşılıkların arttırılması durumundan kredi vermenin maliyeti artacağından kredi büyüme hızı yavaşlamaktadır. Sermaye akımlarının azaldığı durumlarda ekonomide ani bir duruş yaşanmasını önlemek amacıyla zorunlu karşılıklar bir sterilizasyon politikası olarak uygulanabilir.

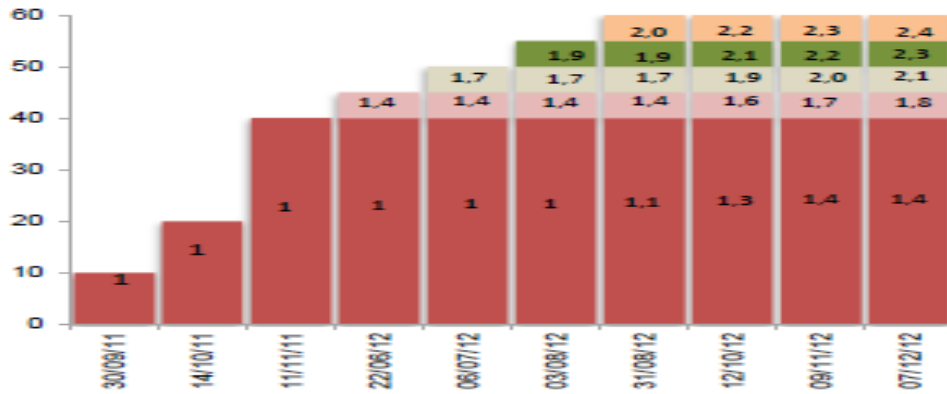
Zorunlu karşılıkların kredi vermede asıl etkisi likidite kanalıyla olmaktadır. TCMB zorunlu karşılık politikasıyla piyasadaki likiditeyi fonlama kanallarıyla ikame edebilmektedir. Bu durumda herhangi bir likidite etkisinden bahsedilemez. Ancak TCMB'nin yeni para politikası anlayışı olan faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi stratejileriyle bu fonlama imkânı sınırlandırılmaktadır. Bu da bankaların kredi verme isteğini azaltarak kredileri dağıtmada daha ihtiyatlı davranmalarına neden olmaktadır. Faiz koridoru politikasıyla etkileşim halinde olan zorunlu karşılıklar politikası oranının yüksek tutulmasıyla faiz koridoru politikasının etkinliğini de arttırılmaktadır.

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), bankaların Türk Lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine olanak tanıyan bir uygulamadır. Bu imkanın hangi ölçüde kullanılabilmesi rezerv opsiyon oranı ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyon Katsayıları (ROK) olarak tanımlanmıştır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012:2).

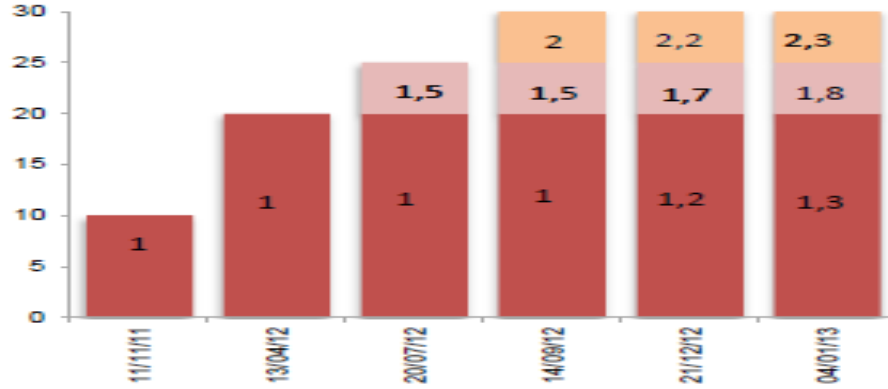
Rezerv Opsiyon Mekanizması, bankacılık sisteminin Türk Lirası ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makro ekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması ile altının ekonomiye kazandırılması amaçlarıyla kullanılmaya başlanmıştır (Oduncu, Akçelik ve Ermişoğlu,2013:2)

ROM yeni bir uygulama olduğundan aşamalı bir inşa stratejisi benimsenmiştir. Türk Lirası zorunlu karşılıkların döviz olarak tesis edilebilmesine Eylül 2011’de, altın olarak tesis edilebilmesine Ekim 2011’de imkân verilmiştir. Başlangıç aşamasında yüzde 10 olarak belirlenen söz konusu imkânlar, piyasa koşulları çerçevesinde kademeli olarak yükseltilmiş, son olarak Ağustos 2012’de döviz için yüzde 60, altın için yüzde 30 düzeyinde belirlenmiştir. Türk Lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tesisine ilişkin ROK muhtelif düzenlemeler ile ilk yüzde 40’lık ve izleyen yüzde 5’lik dilimler için 1,4 ve 2,4 oranında, altın olarak tutulabilmesine ilişkin ROK ise ilk yüzde 20’lik ve izleyen yüzde 5’lik dilimler için 1,3 ve 2,3 oranında artan bir şekilde belirlenmiştir (TCMB, 2012c: 12).

Grafik 3. TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK’lar

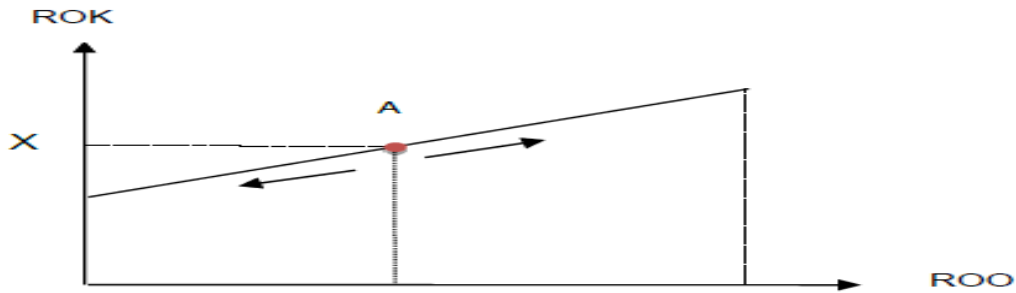


Kaynak: TCMB, 2012a

Grafik 4. TL Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar

Kaynak: TCMB, 2012a

ROM'un çalışma sistemi Grafik 5 ile ifade edilmiştir. Başlangıçta bankaların A noktasında bu imkânı kullandığını kabul edelim. Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemde yabancı para likiditesine ulaşmak kolay ve ucuz olacağından bankalar ROM'dan daha fazla yararlanacaktır. Şöyle ki sağlanan yabancı kaynakların bir kısmı zorunlu karşılıklar için kullanılabilir. Böylece kullanım A noktasından sağa doğru kayacaktır. Bu aşamada Türk Lirası üzerindeki değerlenme baskısı azalacak, yabancı kaynağın krediye dönüşme oranı azalacak ve özellikle yabancı para kredilerindeki oynaklık da azaltılabilecektir. Sermaye akımlarının yavaşladığı dönemlerde ise yabancı paranın maliyeti artacağından bankalar ihtiyaç duyacağı döviz likiditesini rezerv opsiyon kullanımını azaltarak karşılayabilecektir. Böylece kullanım A noktasından sola doğru kayacaktır. Bu durumda zorunlu karşılıkların daha büyük bir kısmı TL kaynaklarıyla tesis olacağından TL'ye olan talep artacak bu da TL'nin değerlenmesi yönünde bir baskı yaratacaktır. Rezerv Opsiyon Mekanizması'nın kullanımının azaltılması TL üzerindeki baskıyı hafifleteceğinden doğrudan piyasaya döviz satma yönündeki müdahaleden daha az TL ihtiyacı doğacaktır bu da aşırı değerlenmenin önüne geçecektir.

Grafik 5. Maliyet Değişimlerinde Rezerv Opsiyon Mekanizması'nın Kullanımı

Kaynak: Alper vd., 2012:4

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının piyasadaki para miktarını nasıl etkilediğini şu şekilde açıklayabiliriz. Bankalar merkez bankasında tutmak zorunda oldukları zorunlu karşılıkların %60'ını

döviz olarak tutabilmektedirler (Tablo 1).Örneğin 1 ay vadeli 91 TL mevduat alan bir banka bu paranın karşılığında TCMB'ye isterse $(91 \times 0,11 =)$ 10 TL ya da isterse bunun 4 TL'lik bölümünü TL kalan 6 TL'lik bölümünü USD veya Euro olarak yatırabilir. Banka USD üzerinden ROM uygulamasına girdiğinde 6 TL'nin bire bir USD olarak yatırılması esas kabul edilseydi dolar kuru 1,80 TL olduğunda merkez bankasına 3,33 USD yatırması gerekecekti. Oysa ROM uygulamasıyla – tabloda görüldüğü gibi – 5,50 USD yatırması gerekmektedir. Bu durumda 10 TL'lik karşılık $4 \text{ TL} + (5,50 \text{ USD} \times 1,80) = 13,90 \text{ TL}$ 'ye gelmektedir.

Tablo 1. ROM Uygulamasının Zorunlu Karşılık Miktarlarına Etkileri

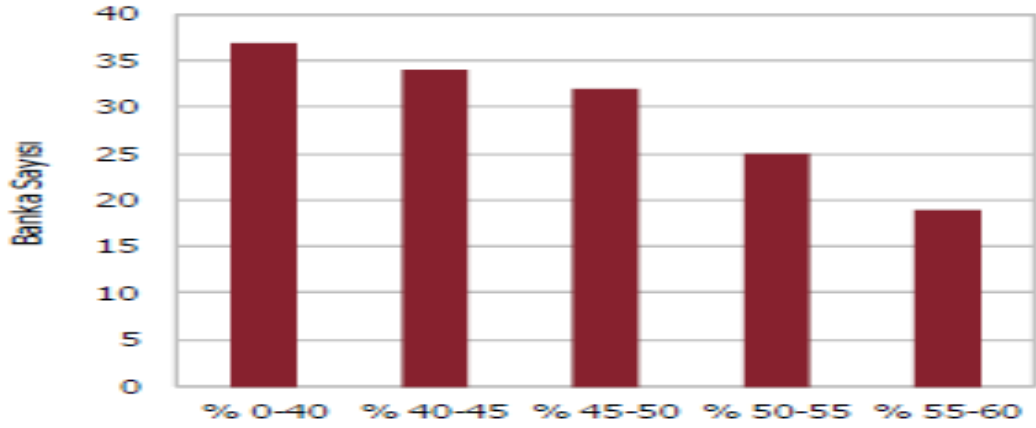
Döviz Tutma Opsiyonu	TL Karşılığı	ROK Oranı	USD Kuru	ROK'suz USD Karşılığı	ROK'lu TL Karşılığı	ROK'lu USD Karşılığı
%40	4	1,4	1,8	2,22	5,6	3,11
%5	0,5	1,8	1,8	0,28	0,9	0,5
%5	0,5	2,1	1,8	0,28	1,05	0,58
%5	0,5	2,3	1,8	0,28	1,15	0,64
%5	0,5	2,4	1,8	0,28	1,2	0,67
%60	6			3,33	9,9	5,5

Kaynak: [http:// www.mahfieğilmez.com/2012/11/karslklar-politikas-ve-rezerv-opsiyon.html](http://www.mahfieğilmez.com/2012/11/karslklar-politikas-ve-rezerv-opsiyon.html)
(14.01.2013)

ROM'un bankacılık kesimine sağlayacağı bir diğer avantaj ise kısa vadeli TL Swap işlemleri konusundadır. Bankalar kısa vadeli kur takası işlemleriyle Türk Lirası ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir. ROM sayesinde bu tür takas işlemlerine duyulan ihtiyaç azalmakta ve sermaye akımlarının oynaklığının azaltılarak, kısa vadeli sermaye akımlarının azalması sağlanabilmektedir. TL Swap işlemlerinin azalmasının yanında elde edilen yabancı kaynakların ROM için kullanılması yabancı para kredi büyümesini de sınırlandırmaktadır.

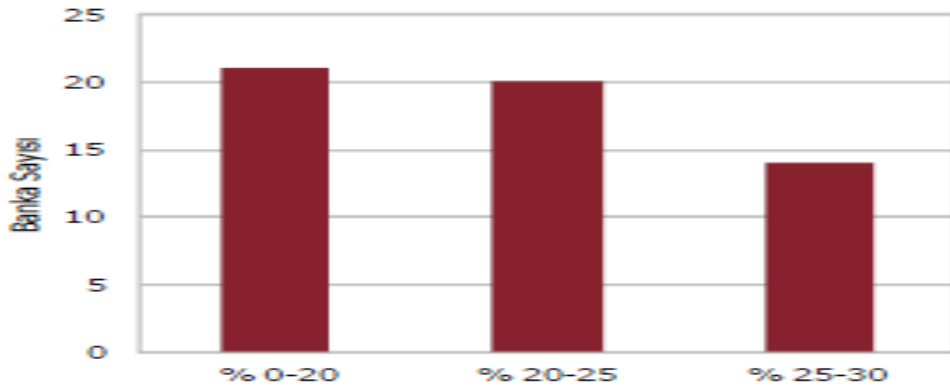
Rezerv Opsiyon Mekanizması'nın piyasada bir otomatik dengeleyici olarak yer alabilmesi ve amaçlanan hedeflere ulaşılabilmesi için öncelikle bu mekanizmanın bankalar tarafından kullanılması gerekmektedir. Bankaların bu mekanizmayı yüksek oranda ve istikrarlı bir şekilde kullandığı görülmektedir. Türk Lirası zorunlu karşılık yükümlülükleri için döviz tutma imkânından yararlanan 37 bankadan 12'si, 55 – 60'lık son yüzdalık dilimde imkânın tamamını kullanmaktadır. Türk Lirası zorunlu karşılık yükümlülükleri için altın tutma imkânından yararlanan 21 bankadan 7'si 25 – 30'luk son yüzdalık dilimde olup imkânın tamamını kullanmaktadır (TCMB, 2012b: 61).

Grafik 6. Bankaların Döviz Rezerv Opsiyonu Dilimleri Kullanımları (09.11.2012 itibariyle)



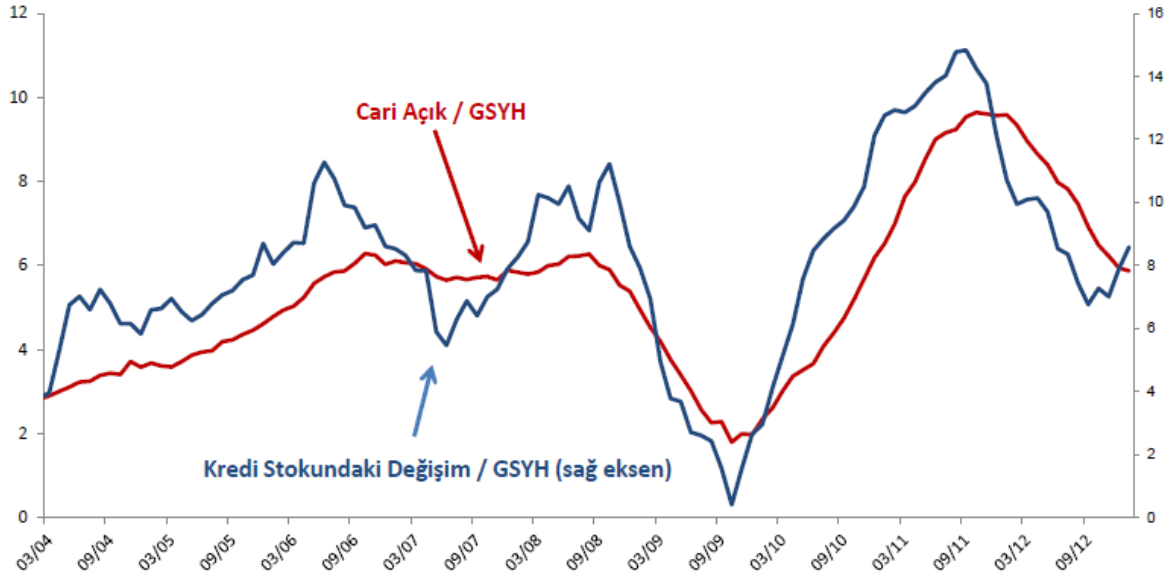
Kaynak: TCMB, 2012b:62

Grafik 7. Bankaların Altın Rezerv Opsiyonu Dilimleri Kullanımları (09.11.2012 itibariyle)



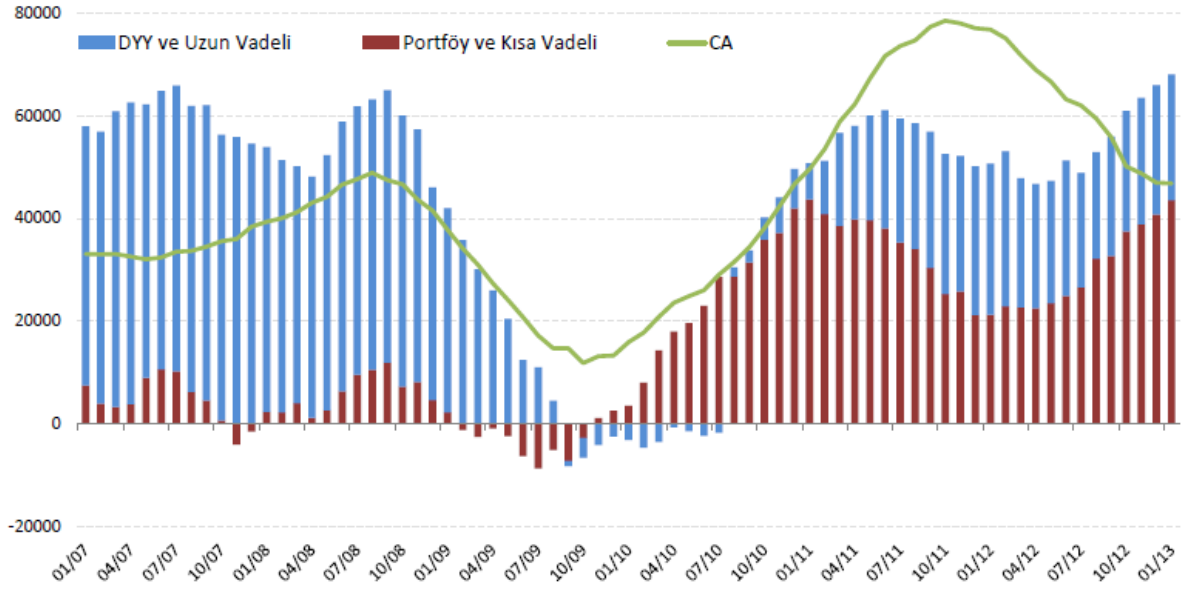
Kaynak: TCMB, 2012b:62

Ülkemiz ekonomisinde son yıllarda yaşanan gelişmeye paralel olarak – her gelişmekte olan ülkede olduğu gibi – cari açık önemli problem olarak ortaya çıkmıştır. Ülkenin ihraç ettiği daha fazlasını ithal ederek yurtdışına pozitif bir sermaye transferi sonucu ortaya çıkan cari açık probleminin çözümü açısından Rezerv Opsiyon Mekanizması önemli yer tutmaktadır. Krediler ve döviz kuru cari denge ve makro finansal riskler ile doğrudan etkileşim halinde olan değişkenlerdir (Kara, 2012: 14). Kredilerdeki artış tasarrufların azalmasına da neden olabileceğinden hem kredi genişlemesi hem de yerli paranın aşırı değerlenmesi birlikte cari dengeyi bozucu etkide bulunmaktadır. Bu açıdan bakıldığında kredi genişlemesi ve döviz kuru politikası üzerinden ithal mallara olan talebi sınırlandırıcı Rezerv Opsiyon Mekanizması cari dengeyi sağlayıcı bir mekanizma rolü üstlenmektedir. Grafik 8’den de açık bir şekilde görülebileceği gibi hem cari açıkta hem de kredi büyüme hızında 2011 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren ciddi düşüşler gözlenmektedir.

Grafik 8. Cari Açık ve Kredi Büyümesi (12 Aylık Kümülatif, Yüzde)

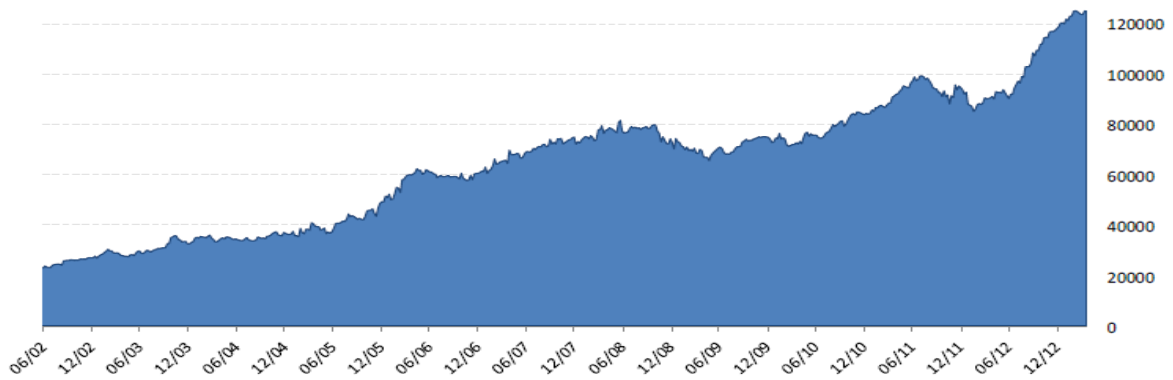
Kaynak: Başçı, (2013)

Grafik 9 incelendiğinde 2011 yılının ortalarından itibaren cari açığın kontrol altına alındığını ve finansmanında kayda değer bir iyileşme olduğunu görmekteyiz. Cari dengenin 2010 yılı sonlarından itibaren uygulanan politikalara iki çeyrek gecikmeyle yanıt vererek kademeli bir iyileşme eğilimi sergilediği gözlenmektedir (Kara, 2012: 20). Eylül 2011’de 78 milyar ABD Doları gibi en yüksek seviyesine ulaşan cari açığın Rezerv Opsiyon Mekanizması’nın devreye girmesiyle 2012’nin üçüncü çeyreği itibariyle Aralık 2012 Orta Vadeli Plan öngörüsüyle uyumlu hale geldiğini ve düşüş trendini 2012 sonuna kadar devam ettirdiğini görmekteyiz. Merkez bankasının 2013 yılında cari açıkta bir miktar yükselme ihtimali olduğu öngörüsüne paralel olarak Ocak 2013’de düşüş trendi yerini yatay trende bırakmıştır. Bir diğer iyileşme de cari açığın finansmanı konusundadır. 2010 yılı sonunda cari açığın hemen hemen tamamının kısa vadeli sermaye hareketleriyle finanse edildiğini görmekteyiz. 2012 yılında cari açığın finanse edilebilen kısmının büyük oranda dorudan yabancı yatırım ve uzun vadeli kredilerle finanse edildiğini görmekteyiz. Bir diğer önemli gelişme de Ekim 2012 itibariyle cari açığın finansmanı probleminin ortadan kalkması ve finanse edilemeyen kısmının kalmamasıdır. 2012 yılının son çeyreğinden itibaren kısa vadeli kaynakların tekrar yükseliş trendine girdiğini görmekle birlikte uzun vadeli yabancı kaynaklar ve doğrudan yabancı yatırımların da bu yükselmeye ayak uydurduğunu görmekteyiz.

Grafik 9. Cari Açık ve Temel Finansman Kaynakları (12 Aylık, Kümülatif, Milyon Dolar)

Kaynak: Başçı, (2013)

Rezerv Opsiyon Mekanizması TCMB'nin döviz rezervlerini de etkilemektedir. Ancak zorunlu karşılık olarak tutulan yabancı kaynaklar TCMB tarafından satın alınmadığı yani bankalara ait olduğu için net döviz rezervlerinde bir değişiklik olmazken brüt döviz rezervleri artmaktadır. 2011 yılı sonu itibariyle Türk Lirası zorunlu karşılıkları için döviz olarak tutulan miktar 10,3 milyar ABD Doları'ndan 21 Aralık 2012 tarihi itibariyle 27,2 milyar ABD Doları'na yükselmiştir. Böylelikle TCMB brüt rezervleri yaklaşık olarak 120,8 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır (TCMB, 2012c: 16).

Grafik 10. TCMB Döviz Rezervi (Altın Dâhil, Milyon Dolar)

Kaynak: Başçı, (2013)

TCMB'nin özellikle küresel finansal kriz sonrasında karşılaştığı yeni ekonomik durum karşısında bir çözüm aracı olarak geliştirdiği faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar politikası her ne kadar uygulamada bu zamana kadar başarılı olmuş gibi görünse de bu araçların bazı eksik yönleri vardır. Zorunlu karşılıklar politikasıyla krediler ve döviz kuru kanalı üzerinden finansal ve fiyat

istikrarı sağlanmaya çalışılmaktadır. Krediler ve döviz kurunun bu aşamada ön plana çıkması geleneksel enflasyon hedeflemesi politikasının en önemli aracı olan faizlerin ikinci plana itilmesine neden olmuştur. Ülkemizdeki enflasyon hedeflemesi politikasında kullanılan faiz aracı hem kamuoyu hem de finansal çevreler tarafından kabul görmüş ve içselleştirilmiş bir araç haline gelmişken bunun yerine krediler ve döviz kuruna yönelmesi bu zamana kadar faizin kabul görmesini sağlamaya yönelik uygulanan politikaların boşa gitmesine neden olmuştur. Ayrıca yeni araçların kamuoyu tarafından kabulü yine bir zaman gerektirdiğinden TCMB bunun için ekstra bir çaba göstermek zorunda kalmıştır.

TCMB'nin faiz koridoru politikası çerçevesinde faiz oranlarındaki ayarlamaları günlük frekansta ve daha esnek hale getirmesi faiz oranları üzerindeki belirsizliği arttırmıştır. Ayrıca faiz oranlarının Para Politikası Kurulu kararı olmaktan çıkıp koridor sınırları içerisinde bankalar tarafından belirlenir hale gelmesi TCMB'nin faizler üzerindeki etkisini kaybettiği izlenimini uyandırmaktadır. Faiz belirsizliğinin bir araç olarak kullanılması enflasyon hedeflemesi politikasının önemli önkoşullarından birisi olan şeffaflık koşuluyla çelişmektedir. Bu nedenle TCMB'nin bundan sonraki bütün operasyonlarını vakit geçirmeden kamuoyuyla paylaşarak muhtemel yanlış anlamaların önüne geçmesi zorunlu bir durum haline gelmiştir.

TCMB cari açığındaki yükseliş problemine karşı kredilerin daha makul bir oranda büyümesini sağlamak amacıyla bu yeni araçlar karmasına başvurmuştur. Ancak krediler yatırım ve tüketim kredileri olarak ikiye ayrılmaktadır. Tüketim kredileri adından da anlaşılacağı gibi tüketime yönelik olarak verilen ve cari açığı besleyen bir kaynak olmasına rağmen yatırım kredileri bunun aksi özellikler taşımaktadır. Yatırım kredileri üretim yapabilmek amacıyla gerekli olan sermaye mallarının tedariki amacıyla kullanılan daha uzun süreli ve daha geniş hacimli kredi türleridir. Bu kredilerin sonucu ileride ekonomiye üretim ve katma değer olarak geri dönmektedir. Ancak bu yeni politika karması anlayışıyla TCMB krediler üzerinde yatırım ve tüketim kredisi ayırımı yapmadan bütün kredilerin büyüme hızının yavaşlatılmasını benimsemiştir. Bu durum ileride ülkenin büyüme hızının daha da azalarak potansiyelinin altında kalmasına ve diğer makroekonomik sorunların (istihdam gibi) oluşmasına neden olabilecektir. Bu yüzden TCMB'nin krediler üzerindeki politikasında değişikliğe giderek kredilerin tüketim kredisi kısmının yavaşlatılmasına çalışmalı bunun yanında yatırım kredilerinin ise arttırılmasına çalışmalıdır.

TCMB'nin 2010 yılı sonundan itibaren kredi genişlemesi ve cari açık sorununa ağırlık vererek finansal istikrara yönelmesi fiyat istikrarının ikinci plana itildiği izlenimini vermektedir. Nitekim 2011 yılında %5 olan enflasyon hedefinin %10,5 gibi çok farklı bir oranda gerçekleşmesi TCMB'nin fiyat istikrarı üzerindeki hâkimiyetini kaybettiği izlenimini yaratmaktadır. Bu durumda TCMB'nin amaçlarıyla araçları arasında bir çelişki olduğu görülmektedir. TCMB enflasyon hedeflemesi politikasının başlangıç aşamasında politika amaçları arasında bir ihtilaf durumunda fiyat istikrarının tercih edileceğini açıkça ilan etmesine rağmen 2010 yılından sonraki uygulamaların bu ilanla çeliştiği

görülebilir. Enflasyon hedefindeki sapmanın yüksek oranda olması halkın politikaya olan güvenini sarsmakla birlikte hedef enflasyon oranına ulaşma hem daha uzun zaman almakta hem de ekstra bir çaba gerektirmektedir.

Küresel finansal kriz sonrası ülkemizin en büyük ihracat ortaklarından birisi olan Avrupa Birliği ülkelerindeki finansal sorunların çözümü uzun bir süreci gerektirmiştir. Buna bağlı olarak ihracat gelirlerinde yaşanan azalmayla birlikte ülkeye gelen döviz miktarında da azalma yaşanmıştır. Yaşanan bu azalmanın yanında yabancı sermayeyi kısıtlayıcı tedbirler de eklenince yabancı parayla borçlanmanın maliyeti artmakta ve özellikle bilançolarında yüksek miktarda yabancı para cinsinden borcu olan işletmelerin borçların ödemedede zorlanmalarına neden olabilecektir.

5. SONUÇ

Küreselleşme nedeniyle Dünya'daki hiçbir ülke yaşanan ekonomik, sosyal ve kültürel gelişmelerden kendini izole edememektedir. Ülkemiz ekonomisi de küresel krizin başlangıç anından itibaren sağlam makro ekonomik temellere oturmuş olmasına rağmen bu krizden kendine düşen payı almıştır. İşte krizin etkilerini en aza indirmek amacıyla uygulanan bu yeni politika karmasının geçmişi her ne kadar kısa sayılabilecek bir süreye dayansa da günümüzdeki sonuçları incelediğinde başarılı olduğunu görülmektedir. Özellikle ROM uygulamasının başlangıcından itibaren TL'volatilitisini azalttığı sonucu dikkat çekicidir. Bu uygulama TCMB'nın döviz rezerv yönetiminde de etkinlik yaratmıştır. Bu yolla sermaye akımlarındaki volatilitenin finansal istikrara dönük olumsuz etkileri de azaltılabilmektedir (Oduncu vd.,2013:16). Geleneksel olmayan politika araçlarının etkinliğinin değerlendirilebilmesi için daha uzun bir sürenin geçmesinin gerekliliğine rağmen TCMB'nın sorunun tespitinde ve politika karmasının uygulanmasında genelde başarılı olduğu ifade edilebilir. Krizin ikincil etkilerinin hala devam ediyor olması ve daha ne kadar devam edeceğinin kimse tarafından bilinmemesi bu politika karmasıyla bir süre daha devam edileceğini göstermektedir. Politika Karması uygulamasındaki başarının, bankacılık sektörünün likidite yönetiminde TCMB'nın etkinliğini arttıracığı unutulmamalıdır. Bu süreçte enflasyon hedeflemesi politikasının biraz daha geri planda kalmış olması ülkemizin gelişmiş ülkelerin sahip olduğu enflasyon oranlarına ulaşmasını geciktirmektedir. Bundan sonraki aşamalarda TCMB'nin enflasyon hedeflemesi yani fiyat istikrarı konusuna daha da ağırlık vererek krizi bir fırsata dönüştürmesi ekonomik birimlerin desteğiyle birlikte mümkün olabilecektir.

KAYNAKÇA

- Alper, K. , Kara, H. Ve Yörükoğlu, M. (2012) “Rezerv Opsiyon Mekanizması”, TCMB Ekonomi Notları, 2012-28.
- Başçı E. (2013) “ TCMB Ekonomik Görünüm”, 3 Nisan 2013, Mardin Sanayi ve Ticaret Odası, Mardin. http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2013/Basci_Mardin.pdf, (1.10.2013)

- Binici, M., Erol, H., Kara,H., Özlü,P. ve Ünalmiş,D. (2013) “Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?”, TCMB Ekonomi Notları, No:2013-20. <http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominotlari/2013/tr/EN1320.pdf> (11.10.2013)
- Eğilmez, M. (2012). www.mahfieğilmez.com/2012/11/karsliklar-politikas-ve-rezerv-opsiyon.html, (14.01.2013).
- Gertler, M., and Karadi, P. (2011) “A model of unconventional monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, (58): 17-34.
- Glocker,C. and Towbin, P.(2012) “Reserve Requirements for Price and Financial Stability:When Are They Effective?”, *International Journal of Central Banking*, 8(1):65-114.
- Kara, A. H. (2012) “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği. Tebliğ No: 12/17, Ankara.
- Oduncu, A., Akçelik, Y. ve Ermişoğlu, E. (2013) “Reserve Options Mechanism and FX Volatility”, Working Paper No.13/03, TCMB, Ankara.
- Özatay, F. (2012) “Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB”, TEPAV, http://www.tepav.org.tr/upload/files/13268900343.Para_Politikasinda_Yeni_Arayislar_ve_TCMB.pdf , (1.10.2013).
- TCMB (2006) “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, TCMB Yayınları, Ankara.
- TCMB (2012a) “Enflasyon Raporu-4”, TCMB Yayınları, Ankara.
- TCMB (2012b) “Finansal İstikrar Raporu”, TCMB Yayınları, Ankara.
- TCMB (2012c) “2013 Yılı Para ve Kur Politikası”, TCMB Yayınları, Ankara.
- Vural, U. (2013) “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.