

# Yeni Para Politikası: Çok Hedef, Çok Araç...

**Beklendiği gibi fiyat istikrarının kendiliğinden finansal istikrarı sağlayamaması ve kriz ile finansal istikrarsızlık sorununun ülke ekonomileri üzerinde yıkıcı etkiler yaratması uygulanan politikalarda değişikliğe neden olmuştur**

2008 yılında patlak veren küresel durgunluk, ekonomi yazınındaki pek çok ezberin sorgulanmasına neden oldu. Merkez bankacılığı ve para politikasının yürütülmesi konusunda yenilikçi tartışmaların dünya genelinde yaygın olduğu son beş yıl içerisinde, para politikası Türkiye'de de çok konuşulan bir konu oldu. Dünyada 'merkez bankacılığını ve makro ekonomik politikaları yeniden düşünmek' akımının ağırlık kazandığı bir dönemde olduğumuzu söylemek yanlış bir değerlendirme olmayacaktır. Bu dönemde yapılan tartışmalar merkez bankalarının kanıksanmış fiyat istikrarı perspektifinin dışına çıkarak örtük de olsa finansal istikrar amacı üzerine de yoğunlaşması gerektiği konusunda uzlaşa sağlanmıştır. Nitekim bu dönemde, dünya genelinde pek çok merkez

**Finansal istikrar, genel tanımıyla finansal sistemin dengelerini bozabilecek beklenmedik durumlara karşı ekonominin dayanıklılığı olarak ifade edilmektedir. Çeşitli nedenlerle bu piyasalar giderek karmaşık hale gelir**

bankasının katı enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesini daha esnek bir çerçeveye dönüştürdüğüne şahit olduk. Bazen örtük bazen açık olarak, azımsanmayacak sayıda merkez bankası, birden fazla görev tanımını benimsemeye başladı.

Küresel finansal kriz öncesi büyük oranda fiyat istikrarını sağlayan geleneksel para politikası üzerinde uzlaşa sağlanmıştır. Politika faizi de bu süreçte tek araç olarak kullanılmaktadır. Ancak beklendiği gibi fiyat istikrarının kendiliğinden finansal istikrarı sağlayamaması ve kriz ile finansal istikrarsızlık sorununun ülke ekonomileri üzerinde yıkıcı etkiler yaratması uygulanan politikalarda değişikliğe neden olmuştur. Gelişmiş ülke merkez bankaları deflasyonist baskıları kırmak ve durgunluğun önüne geçmek için miktar genişlemesi, kredi genişlemesi ve faiz taahhüdü gibi araçları tercih etmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler ise, genelde gelişmiş ülkelerin aldığı kararlar sonucu oluşan likidite bolluğu ve yaratılan sermaye akımlarının ülke ekonomilerine zarar vermemesi veya olası zararın en aza indirilmesinde faiz koridoru ile zorunlu karşılıkları kullanmıştır. Kısaca hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler farklı güdüler ile farklı araçlar kullanarak bu süreçte yer almıştır. Geleneksel olmayan para politikası uygulaması aslında normal dönemlerde kullanılan bazı araçların olağanüstü koşullara ve farklı amaçlara hizmet



**Prof. Dr. İlyas Şıklar**

Anadolu Üniversitesi  
İktisadi İdari Bilimler Fakültesi

etmek üzere düzenlenmesi şeklinde görülmektedir. Faiz koridorunun pasif yapıdan aktif hale gelmesi ve zorunlu karşılıkların yapısında vade farklılaştırılmasına gidilip sermaye akımlarına karşı kullanılması bu duruma örnek olarak verilebilir. Bazen de kredi genişlemesi, vade uzatımı gibi başlı başına yeni bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Merkez bankaları araç çeşitliliğine gidip geleneksel olmayan araçları kullanmaya başlarken, politika amaçlarını da fiyat istikrarının yanına finansal istikrarı da koyarak genişletmiştir.

## **Finansal İstikrar İçin Makro Tedbirler**

Finansal istikrar, genel tanımıyla finansal sistemin dengelerini bozabilecek beklenmedik durumlara karşı ekonominin dayanıklılığı olarak ifade edilmektedir. Küresel ölçekte son 30 yıllık dönemde finansal piyasaların serbestleşme süreci ve bütünleşmesi ile teknolojik gelişmeler, bu piyasaların giderek karmaşık hale gelmesine ve finan-



sal araçların çeşitliliğinin artmasına yol açmıştır. Bu süreçte finansal sistemde oluşabilecek risklerin ve kırılmalıkların önlenmesine yönelik düzenlemelerde, ağırlıklı olarak finansal kuruluşların mali bünyelerinin sağlamlığını gözetilen mikro ihtiyatı politikalar esas alınmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz ise, finansal sistemin bir bölümünde oluşabilecek aksaklıkların tüm sisteme yayılmasına neden olabilecek sistemik risklerin tespit edilmesinde, finansal sistemde oluşan kırılmalıkların kontrol altında tutulmasında ve dışsal şokların sisteme olan olumsuz etkilerinin azaltılmasında, geleneksel ekonomi politikalarının, finansal düzenlemelerin, mikro riskleri azaltıcı politikaların ve mevduat güvence sisteminden oluşan finansal güvenlik ağlarının yetersiz kaldığını göstermiştir. Bu çerçevede finansal istikrara verilen önem artmıştır. Finansal istikrarın sağlanabilmesi ve korunabilmesi için geleneksel politika araçlarının yanı sıra makro ihtiyatı tedbirlerin de gerektiği yönündeki görüşler belirginleşmiştir.

### Enflasyon Satın Alma Gücünü Etkiler

2008 Küresel Finansal krizi öncesinde para politikasına yüklenen görev fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Örneğin Türkiye’de Merkez Bankası Kanunu gereği “Merkez Bankasının

temel görevi fiyat istikrarını sağlamaktır, banka bu amaçla çalışmak kaydıyla ekonomik büyümeyi ve istihdamı arttırmaya dönük ekonomi politikalarına destek olur”

**Enflasyon, kişilerin ellerindeki para ile geçmişe göre daha az mal ve hizmet alabilmesine neden olmaktadır. Enflasyon tüketicilerin satın alma gücünü azaltmaktadır**

Fiyat istikrarını da çoğunlukla enflasyon kavramı ile değerlendiririz. Enflasyon, mal ve hizmet fiyatlarının genel seviyesinde yaşanan sürekli artış olarak tanımlanmaktadır. Enflasyon, sadece bir veya birkaç mal ve hizmetin değil, ortalama bir tüketicinin yıl içinde kullandığı tüm mal ve hizmetlerde meydana gelen fiyat değişikliğini kapsamaktadır. Başka bir ifadeyle, bir ülkede, enflasyon oranı artarken bazı mal ve hizmetlerin fiyatları düşebilmekte veya aynı şekilde enflasyon oranı düşerken bazı mal ve hizmetlerin fiyatlarında artış yaşanabilmekte-

dir. Ayrıca fiyatlarda yaşanan artışın enflasyon olarak tanımlanabilmesi için sadece belirli bir dönem için değil, sürekli olması gerekmektedir. Mal ve hizmet fiyatlarının yanı sıra, maaş ve ücretlerde de zaman içinde değişim yaşanmaktadır. Ancak maaş ve ücretlerdeki artışın mal ve hizmet fiyatlarındaki artıştan az olduğu durumlarda enflasyon, tüketicilerin satın alma gücünü azaltmaktadır. Kısaca enflasyon, kişilerin ellerindeki para ile geçmişe göre daha az mal ve hizmet alabilmesine neden olmaktadır. Genellikle bir önceki yılın aynı dönemine göre (yıllık) yüzde değişim olarak ifade edilen enflasyon, mal ve hizmet sepeti içinde bulunan öğelerin ortalama fiyatlarında bir yıl boyunca yaşanan değişime bakılarak hesaplanmaktadır. Mal ve hizmet sepeti, enflasyonun hesaplanabilmesi için belirli bir dönem boyunca fiyatları takip edilen mal ve hizmet kalemlerinin toplamına verilen isimdir. Sepette yer alan mal ve hizmetlerin ağırlıkları, hanehalkı bütçe anketine konu olan geniş bir hanehalkı örnekleminin yıl boyunca yaptığı harcamalar esas alınarak belirlenmektedir.

### Fiyat İstikrarı Göreci Merkez Bankalarıdır

Fiyat istikrarı insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Fiyat istikrarı, gelişmiş ülkeler için yüzde 1 ile yüzde 3 aralığındaki enflasyon oranı olarak ifade edilmektedir. Ekonomik ve sosyal istikrarın sağ-



lanabilmesi için olmazsa olmaz bir koşul olan fiyat istikrarı, sadece düşük enflasyon oranına ulaşmayı değil; o oranın sürdürülmesini de kapsamaktadır. Fiyat istikrarı, yüksek enflasyonunun yarattığı belirsizliğin ortadan kalkmasına yardımcı olarak sürdürülebilir ekonomik büyümeye ve ekonomik refaha katkıda bulunmaktadır. Ayrıca fiyat istikrarının olmadığı bir ekonomide geleceğe ilişkin belirsizlikler toplumdaki güven duygusunu aşındırmaktadır. Günümüzde modern merkez bankacılığı çerçevesinde fiyat istikrarı görevi, hükümetlerden bağımsız olarak örgütlenmiş merkez bankalarına verilmiştir. Finansal piyasalarda son dönemlerde ortaya çıkan gelişmeler, merkez bankalarının temel fonksiyonlarını etkilemiştir. Finansal piyasaların derinleşmesi, küreselleşme ve gelişen iletişim teknolojisine bağlı olarak bağımsız merkez bankalarına duyulan gereksinim artmış, şeffaf, açık ve hesap verebilir merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamakta başarılı olacakları genel olarak kabul görmüştür. Bunun yanı sıra, yukarıda da değinildiği gibi, son dönemde yaşanan finansal krizler nedeniyle, fiyat istikrarı hedefinin gerçekleştirilmesi doğrultusunda “finansal istikrar” konusu merkez bankalarının para politikası gündemlerinin üst sıralarında yerini almaya başlamış ve fiyat istikrarı ile finan-

sal istikrar hedeflerinin birbirlerinden ayrı düşünülmemeyeceği görüşü giderek yaygınlaşmıştır.

### **Sistemik Risk Finansal Sistemi Etkiler**

Ekonomi yazınında halen finansal istikrarın tanımlanması konusunda bir görüş birliği bulunmamaktadır. Finansal sistemdeki gelişmelerin tahmin edilmesinin oldukça güç olması, sistemin dinamik yapısı ve ülkeden ülkeye değişiklik göstermesi tanımlamayı zorlaştırmaktadır. Net bir tanım olmamakla birlikte finansal istikrar, finansal sistemin parçası olan ekonomik fonksiyonların (ödemme sistemi, risk dağıtımı, kaynakların etkin dağılımı) beklenmeyen bir durumda oluşabilecek şoklara karşı dayanıklılığını ve faaliyetlerini sağlıklı şekilde sürdürmesini ifade etmektedir. Finansal istikrar, gerek ülkeler boyutunda gerekse küresel boyutta finansal sisteme karşı sürdürülebilir bir güven olduğunun göstergesidir. Finansal istikrarın tanımlanabilmesi ve daha iyi anlaşılabilmesi için finansal istikrarsızlığın tanımlanmasının da önemli olduğu düşünülmektedir. Finansal istikrarsızlık genel olarak varlık fiyatlarında ani ve aşırı dalgalanmalar görülmesi, finansal kurumların sistemdeki işlevlerini yerine getirmesinde aksaklıklar yaşanması, ulusal veya uluslararası kredi sisteminin

**Günümüzde modern merkez bankacılığı çerçevesinde fiyat istikrarı görevi, hükümetlerden bağımsız olarak örgütlenmiş merkez bankalarına verilmiştir. Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamakta başarılı olacakları kabul görmüştür**

işleyişinin bozulması olarak tanımlanabilir. Finansal istikrarsızlığın kontrol edilemez düzeyde gerçekleşmesi, etkilerinin geniş bir çevre üzerinde görülmesi ve böyle bir durumda piyasaların işlevlerini yerine getirememesi finansal kriz olarak değerlendirilebilir. Özellikle günümüz küresel ekonomisinde finansal kurumlar ve firmalar arasında karşılıklı finansal bağların artması nedeniyle ekonominin belli bir kesiminde ortaya çıkabilecek sıkıntıların diğer kesimlere sıçrama riski sistemik risk kavramını ortaya çıkarmıştır. Genel kabule göre sistemik risk, finansal sistemin bir bölümünün işleyişinde oluşan aksaklıkların zincirleme şekilde sistemin tamamını veya büyük bir kısmını etkileyerek finansal hizmetleri sekteye uğratma olasılığıdır. Sistemik riskten bahsedebilmek için mutlaka yayılma etkisinin gözlenmesi gerekmektedir. Sistemik risk zaman içinde sistemde meydana gelen bozulmaların birikimi ile ortaya çıkabileceği gibi beklenmedik bir şekilde de ortaya çıkabilir. Son dönemde serbestleşmenin ve küreselleşmenin hız kazandığı finans piyasalarında, kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki sağlıksız işleyiş veya dışsal ve içsel şoklar risk nedeni olabilir. Reel ekonomi üzerinde önemli derecede olumsuz etkileri olan sistemik riskin temelinde yapısal finansal kırılmalıklar olduğu da düşünülmektedir.



### Para Politikasının 4 Aşaması

Türkiye’de de para politikası uygulamaları global gelişmelerden etkilenmiştir. 2008 global finansal krizi sonrası dönemde, bir diğer deyişle Lehman Brothers’ın iflasını izleyen dönemde Türkiye’deki para politikası uygulamaları dört aşama ile özetlenebilir.

- ◆ *Likidite desteği dönemi (Eylül 2008’den başlayarak)*
- ◆ *Çıkış stratejisi (Nisan 2010’dan başlayarak)*
- ◆ *Yeni politika oluşumu (Ekim 2011’den başlayarak)*
- ◆ *Faiz koridoru ve Likidite Yönetimi (Ekim 2011’den başlayarak)*

Yeni para politikası çerçevesi içerisinde TCMB’nin öncül adımlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

- ◆ *Finansal istikrarın yan görev tanımı olarak ön plana çıkartılması*
- ◆ *Kredi büyüme hızı üzerine bir sınır belirtilmesi*
- ◆ *Makro ihtiyati tedbirlerin uygulanması*
- ◆ *Zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler ile vade farklılaşması ve mevduat vadesinin uzatılmasının amaçlanması*
- ◆ *Faiz koridorunun aktif olarak kullanılması*

Görüldüğü gibi kriz öncesi dönemde sadece fiyat istikrarına yönelik para politikası artık “çok amaçlı- çok amaçlı” para politikasına dönüşmektedir. Bu yaklaşım ilk bakışta iyi bir fikir olmakla birlikte, olumlu sonuçlar ortaya çıkartabilmesi için bu iyi fikrin uygulamasının da iyi olması gerekmektedir. Çok amaçlılık bir ölçüde anlaşılabilirken, ortaya çıkan yeni araçların (aslında bunlar yeni de değildir) anlaşılması güçleşmeye başlamıştır. Ortaya birden fazla sayıda gösterge faiz çıkması, teknik terimlerin (rezerv opsiyon katsayısı, koridor üst/alt bandı gibi) anlaşılmasını gibi hususlar nedeniyle para politikası karmaşıklaşmış, bu da merkez bankasına duyulan güvenin sorgulanmasına neden olmuştur.

### Makro İhtiyati Politikaların Üç Hedefi

Sıralanan söz konusu “çok araç” içerisinde yer alan makro ihtiyati politikalara ilişkin çalışmalar aslında 1970’li yıllara dayanmaktadır. Bu dönemde makro ihtiyati politikalar, genel olarak bankacılık sisteminin makroekonomik konjonktüre uygun olarak denetimini ve gözetimini ifade etmektedir. 1980’li yıllardan itibaren ise söz konusu politikaların içerdiği kapsam genişlemiş ve finansal sistemin ve ödeme sisteminin bir bütün olarak güvenliğine ve sağlamlığına yönelik kullanılmaya başlanmıştır. 2000’li yıllardan itibaren finansal istikrarın sağlanması ve korunması hedefleri çerçevesinde makro ihtiyati politikaların finansal sistemin denetimi ve düzenlenmesine yönelik kullanımı giderek artmıştır. Makro ihtiyati tedbirler, sistemik riskin sınırlandırılması ve bu çerçevede sistemik finansal krizlerin engellenmesi amacıyla kullanılan önlemlerdir. Bu süreçte makro ihtiyati politikaların genel itibarıyla üç hedefi bulunmaktadır:

- ◆ *Sistemik şoklara karşı tampon oluşturarak şokların etkisini azaltmak, finans sistemini sistemik şoklardan korumak ve ekonomiye kredi akışının sürmesini sağlamak,*
- ◆ *Kredi ve varlık fiyatları arasındaki çevrimsel döngüyü azaltarak, yoğun kaldiraç kullanımını sınırlandırarak ve sürdürülebilir olmayan kaynaklardan fonlamayı kısarak zaman içinde oluşabilecek sistemik kırılma riskleri engellemek,*
- ◆ *Finans sisteminde birbirine bağımlılıktan ortaya çıkabilecek kırılma riskleri kontrol etmek ve iflas etmesine izin verilemeyecek kilit kurumları belirlemek.*

### Başlıca Önlemler Şöyle

Makro ihtiyati politikalar çerçevesinde uygulanan başlıca önlemler TC Merkez Bankası tarafından şu şekilde sıralanmaktadır:



- ◆ *Ekonomik döngülere ters biçimde işleyecek sermaye tamponları oluşturulması,*
- ◆ *Sektörel bazda sermaye gereklilikleri getirilmesi,*
- ◆ *Borç ve alacak hesaplarında vade ve döviz uyumsuzluğunu sınırlayıcı önlemler,*
- ◆ *Kredi/teminat ve borç/gelir oranlarına ilişkin üst sınır belirlenmesi,*
- ◆ *Geleneksel olarak para veya maliye politikaları kapsamında bulunan araçların kullanılması.*

### Yerli Para Birimi Değerlenir

TC Merkez Bankası (TCMB) makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla 2006 yılından itibaren uygulamakta olduğu açık enflasyon hedeflemesi

**Kriz öncesi dönemde sadece fiyat istikrarına yönelik para politikası artık “çok amaçlı- çok amaçlı” para politikasına dönüşmektedir. Bu iyi fikrin uygulamasının da iyi olması gerekmektedir**



rejiminin çerçevesini finansal istikrarı da içine alacak şekilde genişleterek yeni bir para politikası bileşimi uygulamaya başlamıştır. Anka bu dönüşümün gerekçesini şu şekilde açıklamaktadır: Sermaye akımlarındaki hareketler ve küresel likidite çevrimleri Türkiye gibi yükselen ekonomilerde yerli para biriminin hızlı değerlenmesine neden olmaktadır. Bu nedenle kur hareketlerinden olumlu etkilenen firma bilançoları bankaları aşırı hızlı kredi büyümesine yönlendirebilmektedir. Hızlı kredi büyümesi ve döviz kurunda gözlenen aşırı değerlenme ekonomide kaynak dağılımını bozmakta ve iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak makroekonomik istikrarı olumsuz etkilemektedir. İktisat yazını, hızlı kredi büyümesinin finansal krizleri öncüleyen önemli bir değişken olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde, döviz kurundaki aşırı değerlenme de dışa açık bir ekonomide başta bilanço kanalı olmak üzere birçok kanaldan sistemik riski artırmakta ve makroekonomik ve finansal istikrara zarar vermektedir. Ayrıca, kredilerdeki ani bir daralma veya yerli paradaki aşırı değer kaybı makroekonomik ve finansal istikrar açısından risk taşımaktadır. Dolayısıyla TCMB yeni geliştirdiği politika çerçevesi ile sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerini yumuşatmaya,

kredilerin makul oranlarda büyümesini ve döviz kurundaki gelişmelerin iktisadi temellerle uyumlu olmasını sağlamaya çalışmaktadır. Finansal istikrarın sağlanması, fiyat istikrarı ile birlikte sürdürülebilir büyüme ve refah için bir ön koşul olduğu gibi aynı zamanda parasal aktarım mekanizmasının daha etkin ve sağlıklı çalışmasına destek olması nedeniyle de temel amacı fiyat istikrarı olan merkez bankaları açısından özel bir öneme sahiptir. Bu nedenle TCMB, 1211 sayılı Kanun'un 4. Maddesi ile kendisine verilmiş olan görevden hareketle finansal istikrarı, destekleyici amaç olarak belirlemiştir. Yeni oluşturulan rejimde fiyat istikrarı ana amacı korunmakta olup, bu amaçla uyumlu olarak para politikası uygulanırken finansal istikrara ilişkin makro riskler de dikkate alınmaktadır. Bu doğrultuda:

- ◆ *TCMB politika faiz oranını hızla düşürmüştü,*
- ◆ *Bankalararası para piyasalarının kesintisiz ve etkin bir biçimde çalışmasına yönelik tedbirler alınmış,*
- ◆ *Destekleyici kamu maliyesi politikaları uygulanmaya başlanmış,*
- ◆ *Özel sektöre yönelik kredi desteği mekanizmaları oluşturulmuştur.*

### İç ve Dış Talep Arasındaki Makas Açıldı

Alınan önlemlerle Türkiye ekonomisi 2009 yılının ortalarından itibaren iç talebin öncülüğünde toparlanma sürecine girmiştir. Ancak ticaret ortaklarındaki ekonomik toparlanmanın daha yavaş olması nedeniyle iç ve dış talep arasındaki makas açılmıştır. Diğer yandan, 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları sonrasında artan kısa vadeli sermaye akımları Türk lirasının aşırı değerlenmesine yol açmış, yurt içi kredi kullanımını artırarak iç talepteki canlanmayı desteklemiştir. Söz konusu gelişmeler cari işlemler açığının artmasına sebep olurken, açığın finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek art-

ması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılma gücünü artırarak makroekonomik ve finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmiş ve alternatif politikaları gerekli kılmıştır. Para politikası çerçevesinde TCMB, biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla temel olarak iki amaç benimsemiştir. Bunlar; i) kısa vadeli sermaye girişlerindeki dalgalanmaları azaltmak ve ii) kredi genişlemesini yavaşlatmaktır. Fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilebilmesi amacıyla, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) 2010 yılı sonundan itibaren aktif para politikası araçları olarak kullanılmıştır. 2012 yılında ise sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın finansal istikrar üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

### TL Dolar Karşısında Değer Kaybetti

TCMB tarafından uygulanan yeni para politikası bileşiminin etkililiğine ilişkin çalışmalar, uygulanan önlemlerin sistemde biriken makro finansal dengesizlikleri azaltmakta başarılı olduğunu göstermiştir. 2011 yılı sonunda GSYİH'nin %9,6'sı olan cari işlemler açığı 2012 yılı sonunda %5,9'a gerilerken, 2012 yılında Türkiye ekonomisi net ihracat alt kaleminin öncülüğünde büyümeye devam etmiştir. Önceki 30 yıllık dönemde ekonomik kriz olmadan cari işlemler dengesinde bu büyüklükte bir düzeltme olmamıştır. Diğer yandan, Türk lirasında küresel kriz sonrası dönemde gözlenen değer kazanma eğiliminin tersine döndüğü görülmüştür. Önlemlerin uygulanmaya başladığı ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kazanmaya devam ettiği yaklaşık bir yıllık dönemde Türk lirası ABD doları karşısında %15 değer kaybetmiştir. Son olarak bir diğer endişe unsuru olan



rejiminin çerçevesini finansal istikrarı da içine alacak şekilde genişleterek yeni bir para politikası bileşimi uygulamaya başlamıştır. Anka bu dönüşümün gerekçesini şu şekilde açıklamaktadır: Sermaye akımlarındaki hareketler ve küresel likidite çevrimleri Türkiye gibi yükselen ekonomilerde yerli para biriminin hızlı değerlenmesine neden olmaktadır. Bu nedenle kur hareketlerinden olumlu etkilenen firma bilançoları bankaları aşırı hızlı kredi büyümesine yönlendirebilmektedir. Hızlı kredi büyümesi ve döviz kurunda gözlenen aşırı değerlenme ekonomide kaynak dağılımını bozmakta ve iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak makroekonomik istikrarı olumsuz etkilemektedir. İktisat yazını, hızlı kredi büyümesinin finansal krizleri öncüleyen önemli bir değişken olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde, döviz kurundaki aşırı değerlenme de dışa açık bir ekonomide başta bilanço kanalı olmak üzere birçok kanaldan sistemik riski artırmakta ve makroekonomik ve finansal istikrara zarar vermektedir. Ayrıca, kredilerdeki ani bir daralma veya yerli paradaki aşırı değer kaybı makroekonomik ve finansal istikrar açısından risk taşımaktadır. Dolayısıyla TCMB yeni geliştirdiği politika çerçevesi ile sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerini yumuşatmaya,

kredilerin makul oranlarda büyümesini ve döviz kurundaki gelişmelerin iktisadi temellerle uyumlu olmasını sağlamaya çalışmaktadır. Finansal istikrarın sağlanması, fiyat istikrarı ile birlikte sürdürülebilir büyüme ve refah için bir ön koşul olduğu gibi aynı zamanda parasal aktarım mekanizmasının daha etkin ve sağlıklı çalışmasına destek olması nedeniyle de temel amacı fiyat istikrarı olan merkez bankaları açısından özel bir öneme sahiptir. Bu nedenle TCMB, 1211 sayılı Kanun'un 4. Maddesi ile kendisine verilmiş olan görevden hareketle finansal istikrarı, destekleyici amaç olarak belirlemiştir. Yeni oluşturulan rejimde fiyat istikrarı ana amacı korunmakta olup, bu amaçla uyumlu olarak para politikası uygulanırken finansal istikrara ilişkin makro riskler de dikkate alınmaktadır. Bu doğrultuda:

- ◆ *TCMB politika faiz oranını hızla düşürmüştü,*
- ◆ *Bankalararası para piyasalarının kesintisiz ve etkin bir biçimde çalışmasına yönelik tedbirler alınmış,*
- ◆ *Destekleyici kamu maliyesi politikaları uygulanmaya başlanmış,*
- ◆ *Özel sektöre yönelik kredi desteği mekanizmaları oluşturulmuştur.*

### İç ve Dış Talep Arasındaki Makas Açıldı

Alınan önlemlerle Türkiye ekonomisi 2009 yılının ortalarından itibaren iç talebin öncülüğünde toparlanma sürecine girmiştir. Ancak ticaret ortaklarındaki ekonomik toparlanmanın daha yavaş olması nedeniyle iç ve dış talep arasındaki makas açılmıştır. Diğer yandan, 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları sonrasında artan kısa vadeli sermaye akımları Türk lirasının aşırı değerlenmesine yol açmış, yurt içi kredi kullanımını artırarak iç talepteki canlanmayı desteklemiştir. Söz konusu gelişmeler cari işlemler açığının artmasına sebep olurken, açığın finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek art-

ması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılma gücünü artırarak makroekonomik ve finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmiş ve alternatif politikaları gerekli kılmıştır. Para politikası çerçevesinde TCMB, biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla temel olarak iki amaç benimsemiştir. Bunlar; i) kısa vadeli sermaye girişlerindeki dalgalanmaları azaltmak ve ii) kredi genişlemesini yavaşlatmaktır. Fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilebilmesi amacıyla, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) 2010 yılı sonundan itibaren aktif para politikası araçları olarak kullanılmıştır. 2012 yılında ise sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın finansal istikrar üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

### TL Dolar Karşısında Değer Kaybetti

TCMB tarafından uygulanan yeni para politikası bileşiminin etkililiğine ilişkin çalışmalar, uygulanan önlemlerin sistemde biriken makro finansal dengesizlikleri azaltmakta başarılı olduğunu göstermiştir. 2011 yılı sonunda GSYİH'nin %9,6'sı olan cari işlemler açığı 2012 yılı sonunda %5,9'a gerilerken, 2012 yılında Türkiye ekonomisi net ihracat alt kaleminin öncülüğünde büyümeye devam etmiştir. Önceki 30 yıllık dönemde ekonomik kriz olmadan cari işlemler dengesinde bu büyüklükte bir düzeltme olmamıştır. Diğer yandan, Türk lirasında küresel kriz sonrası dönemde gözlenen değer kazanma eğiliminin tersine döndüğü görülmüştür. Önlemlerin uygulanmaya başladığı ve gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kazanmaya devam ettiği yaklaşık bir yıllık dönemde Türk lirası ABD doları karşısında %15 değer kaybetmiştir. Son olarak bir diğer endişe unsuru olan

### Finansal İstikrarın Makro Gösterimi



kredi genişleme hızı da 2010 yılı sonunda %30'un üzerinde iken 2012 yılı sonunda %18 seviyelerine gerilemiştir.

#### İlımlı Tablo Çiziyor

Türkiye ekonomisine ilişkin yakın dönem makroekonomik gelişmeler finansal istikrar açısından genel olarak ılımlı bir tablo çizmektedir. Küresel finansal piyasalarda önemli dalgalanmaların yaşandığı son altı aylık dönemde bankaların yurt dışından kaynak temininde sorunsuz devam ettikleri gözlenmiştir. Dış kaynak kullanımı azalmakla birlikte olumlu borçlanma maliyetleri ile borçlanma vadelerindeki uzama, bankaların yurt dışı kaynaklara erişimindeki olumlu seyre işaret etmektedir. Yurt dışı kaynaklarda uzun vadeli kullanımı teşvik eden makro ihtiyati politikalar, dış borçların vadesini uzatmak suretiyle, bankaların küresel piyasalardaki olumsuz gelişmelere karşı olan duyarlılığını azaltmaktadır. Bankalara tahsis edilen depo limitleri ile TCMB'de bulundurulmuş döviz ve altın varlıklarının toplamının sektörün kısa vadeli borçlarını fazlasıyla karşılaması, bankaların kısa vadede de yeterli likidite tamponlarına sahip olmasını sağlamaktadır. Bankaların sermaye yeterlilik oranlarında 2015 yılının son çeyreğinden itibaren iyileşme gözlenmiştir. Basel Komitesi tarafından koordine edilen Düzenleme Tutarlılığı Değerlendirme Programı (RCAP)

kapsamında da ülkemiz risk bazlı sermaye düzenlemeleri ve likidite düzenlemeleri açısından tam uyumlu bulunmuştur. Bu değerlendirmeler çerçevesinde, Türkiye'de finansal istikrara ilişkin gelişmelerin özeti "Finansal İstikrar Haritası" adı verilen aşağıdaki grafikte görülebilir. Şekle göre son altı aylık süreçte, küresel ekonomi, yurt içi piyasalar, ödemeler dengesi ve kamu kesimi gelişmelerinin finansal istikrar üzerinde belirleyici olduğu görülmektedir. Küresel ve yurt içi piyasalar ile birlikte ödemeler dengesi ve kamu kesimlerinin finansal istikrara olumlu yönde katkı yaptığı değerlendirilmektedir.

#### Oynaklık Endeksi Düşüş Eğiliminde

2016 yılının ikinci çeyreğinde, gelişmiş ülkelerin para politikalarına ilişkin beklentilerdeki değişimler ve İngiltere'nin AB'den çıkması kararı ile sonuçlanan Brexit referandumu küresel piyasalarda oynaklığa sebep olan belli başlı etmenler olmuştur. Gelişmiş ülkelerdeki politika faizlerinin uzunca bir müddet düşük seviyelerini devam ettireceği beklentisinin etkisiyle birlikte küresel oynaklık endeksleri yakın dönemde tekrar düşmüş ve gelişmiş ülkelerde uzun vadeli faizlerde ciddi bir gerileme eğilimi gözlenmiştir. Nitekim Temmuz ayında ABD 10 yıllık hazine tahvili getirisi tarihsel olarak düşük seviyelere gerileyerek 2012

yılı ortasındaki dip seviyesinin altına düşmüştür. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelerin piyasa faizleri gerileme eğilimine girmiştir. Buna ek olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelik döviz kuru oynaklık endeksi de düşüş eğilimindedir.

#### TCMB 17 Temmuzda Yeni Önlemleri Duyurdu

İkinci çeyrekte küresel belirsizliklerin Türkiye ekonomisi üzerinde de etkileri gözlenmekle beraber; Türkiye'ye ilişkin makroekonomik göstergelerin olumlu seyri, Ağustos 2015'te açıklanan yol haritası çerçevesinde uygulamaya konan yeni önlemler ve para politikasında sadeleşme süreci Türkiye'ye ilişkin belirsizlikleri ve risk algılamalarını sınırlamıştır. 2016 yılının ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonu öngörüler ile uyumlu gerçekleşmiş, çekirdek enflasyon eğilimi de hizmet fiyatları kaynaklı olarak iyileşmeye devam etmiştir. Söz konusu dönemde, cari işlemler açığındaki azalış sürmüştü, iktisadi faaliyet ılımlı ve istikrarlı büyüme eğilimini korumuştur. Bu dönemde TCMB enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici politika duruşunu ve para politikası çerçevesinde sadeleşme adımlarını devam ettirmiştir. Söz konusu politikaların etkisiyle ikinci çeyrekte risk primleri ve piyasa faizleri düşüş eğiliminde olmuş, enflasyon beklen-



tileri gerilemiş, Türk lirası reel olarak değer kazanmıştır. Temmuz ayı ortasında piyasalarda yurt içi gelişmeler kaynaklı dalgalanmalar risk primlerinin tekrar artmasına, piyasa faizlerinin yükselmesine ve Türk lirasının değer yitirmesine neden olmuştur. Söz konusu gelişmelerin finansal koşullar kanalı ile Türkiye'ye ilişkin makroekonomik görünümü de olumsuz etkilemesi olasılığına karşı TCMB, piyasaların etkin işleyişinin sürmesini temin etmek amacıyla 17 Temmuz tarihinde yeni önlemler duyurmuştur. Söz konusu önlemler, finansal sistemin ihtiyaç duyduğu likiditeye etkin bir şekilde ulaşmasına destek sağlamaktadır. TCMB piyasa derinliğini ve piyasadaki fiyat oluşumlarını yakından takip ederek; gerekli görülmesi halinde, finansal istikrarı korumaya yönelik ihtiyaç duyulacak tüm önlemleri alacaktır. Küresel risk iştahının olumlu seyri ve alınan tedbirler sayesinde yurt içi belirsizliklerin etkisinin geçici ve sınırlı olacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca tasarlanan yapısal reformların uygulamaya geçirilmesi büyüme potansiyelini önemli ölçüde artırarak Türkiye ekonomisine ilişkin risk algılamalarını olumlu yönde destekleyecektir.

### Olumsuz Etkiler Sınırlandırılmalı

Ekonomik temeller açısından değerlendirildiğinde, sıkı para politikası, cari dengede yaşanan iyileşme,

makro ihtiyati tedbirler ile kredi büyüme oranlarının makul düzeylerde seyretmesi ve kredi kompozisyonunun fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyici konumu ekonomik kırılma riskleri azaltan önemli gelişmeler olmuştur. Bu dönemde, mali disiplinin sürdürülmesi de ekonominin sağlamlığını artıran temel faktörler arasındadır. Yakın dönemde yurt içi ve yurt dışı gelişmelerin finansal piyasalar ve makroekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması önem taşımaktadır.

### Sonuç

Sonuç olarak, küresel ekonomide yaşanan derin resesyon dönemi, merkez bankalarının geleneksel politika uygulamalarının dışına çıkmalarını zorunlu kılmıştır. Gelişmiş ülkelerde ABD Merkez Bankası Nicel Gevşeme, Avrupa Merkez Bankası Tahvil Alım Programları ve Uzun Vadeli Refinansman Operasyonu, İngiltere Merkez Bankası Nicel Gevşeme ve Kredi İçin Fonlama Mekanizması ve Japonya Merkez Bankası Kapsamlı Parasal Gevşeme ve Nicel ve Nitel Gevşeme Programlarını uygulamaya koymuş ve Sözle Yönlendirme politikalarını da tamamlayıcı nitelikte kullanmışlardır. Türkiye ekonomisine bakıldığında, küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde iç ve dış talep büyümesindeki makasın hızlı şekilde açılması, kısa vadeli sermaye girişleri, bozulan cari denge ve hızlı seyreden kredi genişlemesinin yol

açtığı riskler farklı politika arayışlarını gündeme getirmiştir. Bu çerçevede, TCMB, makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla, zorunlu karşılık oranlarını içinde bulunulan ekonomi koşullarına uygun şekilde düzenleyerek, Rezerv Opsiyon Mekanizması gibi yeni araçlar geliştirerek ve birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını bir arada kullanarak yeni bir politika stratejisi uygulamıştır. Alınan sonuçlar uygulanan politika stratejisinin finansal istikrarın korunması hedefine katkıda bulunduğu işaret etmektedir.

#### Yararlanılan Kaynaklar

- Atılğan, M.H., "Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar", Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Vol.6, No.2, Haziran 2016, s.1-20.
- Aysan, A.F. ve Diğerleri, *Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No: 14/03, Ankara, 2014.
- Aysan, A.F. ve Diğerleri, *Macroprudential Policies as Buffer Against Volatile Cross-border Capital Flows*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No: 14/04, Ankara, 2014.
- Başçı, E. ve Kara, H., *Finansal İstikrar ve Para Politikası*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No: 11/8, Ankara, 2011.
- Ersoy, H. ve İşil, G., "Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri", *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* Yıl:15 Özel Sayı:29 Bahar 2016/1 s.349-374.
- Kara, H., *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No: 12/17, Ankara, 2012.
- TCMB, *Finansal İstikrar: Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri*, Ankara, 2015.
- TCMB, *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*, Ankara, 2013.
- TCMB, *Enflasyon Raporu 2016 - III*, Ankara, 2016.
- Ünüvar, B., *Bir Dönem Değerlendirmesi: Başkan Başçı, Doçent Başçı'yı Dinlemeliydi*, Vol.5, Sayı 4, *Türkiye Politika ve Araştırma Merkezi*, Londra, Nisan 2016, s.28-38