



TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

ÇALIŞMA TEBLİĞİ NO: 11/08

# Finansal İstikrar ve Para Politikası

Mayıs 2011

Erdem BAŞÇI  
Hakan KARA

© Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2011

Adres:  
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
İdare Merkezi  
Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü  
İstiklal Caddesi No: 10  
Ulus, 06100 Ankara, Türkiye

Telefon:  
+90 312 507 54 02

Faks:  
+90 312 507 57 33

Burada yer alan görüşler yazarlarına ait olup Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşlerini yansıtmamaktadır. Tebliğler hakem değerlendirmesi sürecinden geçmektedir. Hakemlik süreci Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü tarafından yönetilmektedir.

# Finansal İstikrar ve Para Politikası\*

Erdem Başçı\*\*

Hakan Kara\*\*

## Özet

Türkiye ekonomisi, küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde yakın tarihte yaşamadığı şekilde iç ve dış talepte hızlı bir ayrışmaya maruz kalmıştır. Kısa vadeli sermaye girişleri, bozulan cari denge ve hızlı seyreden kredi genişlemesinin yol açtığı riskler karşısında alternatif politika arayışları gündeme gelmiştir. Bu çerçevede, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla, birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını bir arada kullanarak yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya başlamıştır. Bu çalışma, TCMB tarafından uygulanan yeni para politikası bileşimini değerlendirmektedir. Çalışmada politika bileşiminin yapısı ile politika araçlarının nasıl ve hangi amaca yönelik olarak kullanıldığı açıklandıktan sonra iletişime dair hususlar ele alınmakta ve uygulanan politikanın ilk sonuçları tartışılmaktadır. Yeni para politikası stratejisinin etkilerini değerlendirmek için henüz erken olduğu düşünülse de, alınan ilk sonuçlar düşük politika faiz oranı, yüksek zorunlu karşılıklar ve geniş bir faiz koridorundan oluşan politika bileşiminin, özellikle yüksek cari açık veren ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik dengesizlikler üzerindeki etkisini hafifletmek için etkili bir strateji olabileceğine işaret etmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Para politikası, finansal istikrar, makro riskleri azaltıcı politikalar

**JEL Sınıflaması:** E44, E52, E58

---

\* Çalışmada yer alan görüşler yazarlara aittir ve kurumlarının resmi görüşü olarak değerlendirilemez. Değerli yorum ve önerilerinden dolayı Harun Alp, Koray Alper, Ali Çufadar, Eda Gülşen, Tuğrul Gürgür, Refet Gürkaynak ve Fatih Özatay'a, ayrıca TCMB'deki çalışma arkadaşlarımıza teşekkür ederiz.

\*\* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. E-posta: [erdem.basci@tcmb.gov.tr](mailto:erdem.basci@tcmb.gov.tr); [hakan.kara@tcmb.gov.tr](mailto:hakan.kara@tcmb.gov.tr).

## I. Giriş

2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin tüm dünyayı kapsayacak şekilde derinleşmesini takiben bütün ülkelerde ekonomi politikaları krizin tahribatını azaltmaya odaklanmıştır. Türkiye de bu doğrultuda hareket ederek para ve maliye politikalarını krizin olumsuz etkilerini sınırlayacak şekilde yönlendirmiştir. Bu çerçevede TCMB, likidite desteğini artırırken aynı zamanda hızlı ve önden yüklemeli faiz indirimleriyle finansal sistemin ve kredi piyasalarının işlerliğini korumayı amaçlamıştır. TCMB, 2008 yılının Kasım ayından itibaren yaklaşık bir yıllık süreçte politika faizlerini 1025 baz puan indirerek gelişmekte olan ülkeler arasında en erken faiz indirmeye başlayan ve toplamda en fazla faiz indiren merkez bankası olmuştur.

Alınan bu tedbirler, krizin en derin dönemlerinin atlatılmasının ardından Türkiye ekonomisinin güçlü bir toparlanma eğilimine girmesine önemli katkıda bulunmuştur.<sup>1</sup> Finansal sistemin sağlam yapısı ve hane halkı bilançosunun kriz döneminde zarar görmemiş olması toparlanma sürecini destekleyen temel unsurlar olmuş, Türkiye ekonomisi iç talep öncülüğünde bir canlanma sürecine girmiştir. İç talepteki hızlı büyüme ve Türk lirasının değerlenmesi ithalat artışını hızlandırmıştır. Öte yandan, kriz sonrası dönemde dış talep görece olarak daha zayıf bir seyir izlemiştir. Türkiye'nin ihracatının ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere yönelik olması ihracattaki toparlanmayı sınırlayan ana unsur olmuştur.<sup>2</sup> Bu gelişmelere bağlı olarak, ihracatın büyüme hızı ithalat artış oranının oldukça gerisinde kalmıştır (Grafik 1-a).

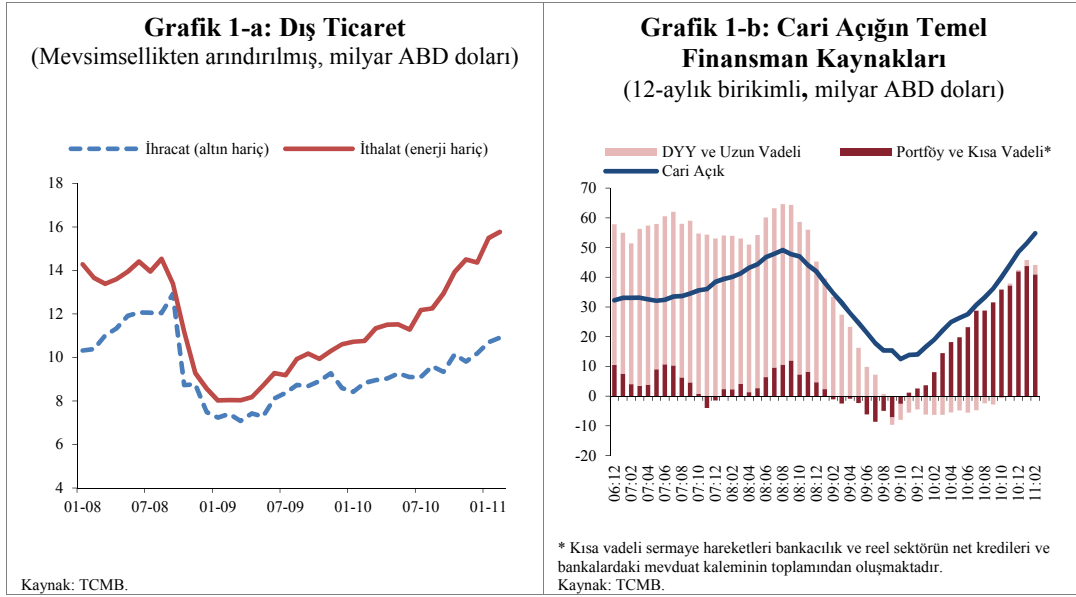
Kısa vadeli sermaye girişleri bir yandan krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırırken diğer yandan Türk lirasının değerlenmesine yol açarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirginleştirmiştir. Cari dengenin hızla bozulması ve finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek artması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını artırarak makroekonomik ve finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmiş ve alternatif bir politika yaklaşımını gerekli kılmıştır (Grafik 1-b). Bu çalışma, TCMB tarafından tasarlanan yeni para politikası bileşimini değerlendirmektedir. Bu kapsamda, öncelikle politika bileşimi tanıttıldıktan sonra politika araçlarının nasıl ve hangi amaca yönelik

---

<sup>1</sup> Alp ve Elekdağ (2011) kriz döneminde para politikasının iktisadi faaliyetteki toparlanmaya verdiği katkıyı Dinamik Stokastik Genel Denge Modeli yoluyla incelemektedir.

<sup>2</sup> Çınar ve diğerleri (2010).

olarak kullanıldığı açıklanmakta, iletişime dair hususlar ele alınmakta ve son bölümde uygulanan politikanın ilk sonuçları tartışılmaktadır.



## II. Para Politikasında Yeni Yaklaşım

2001 yılından itibaren örtük bir şekilde, 2006 yılından itibaren ise resmi olarak uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, para politikası fiyat istikrarına odaklı bir strateji izlemiştir. Bu doğrultuda, kısa vadeli faizler politika aracı olarak kullanılmıştır. Uygulanan strateji enflasyonla mücadeleye büyük katkıda bulunmuş, bu dönemde yaşanan küresel şoklara karşı esnek bir şekilde tepki verilebilmesini ve enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulabilmesini sağlamıştır.<sup>3</sup> Böylece, uzun yıllardan sonra enflasyon kalıcı olarak tek haneli seviyelere düşürülmüştür.

Küresel krizin bize öğrettiği önemli derslerden birisi de finansal istikrarın göz ardı edilmesinin orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını tehdit edebileceğidir. Nitekim, merkez bankalarının finansal sistemde biriken riskleri ve varlık fiyatlarındaki balonları tamamen göz ardı etmemesi gerektiği görüşü küresel platformlarda giderek yaygınlık kazanmaktadır. Ne var ki, merkez bankalarının tek bir araçla birden fazla değişkeni kontrol etmesi mümkün değildir. Fiyat istikrarını ve finansal istikrarı dengede tutacak faiz oranı her zaman aynı olmayabilmektedir. Örneğin, verimlilik artışlarıyla desteklenen hızlı büyüme dönemlerinde enflasyonun kontrol altında tutulabilmesi için düşük faiz oranları yeterli olabilmekte, ancak finansal risklerin birikmesini engelleyememektedir.

<sup>3</sup> Kara ve Orak (2008) Türkiye’de enflasyon hedeflemesi uygulamasının kapsamlı bir değerlendirmesini yapmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde ise fiyat istikrarı ve finansal istikrarın gerektirdiği faiz oranları arasındaki fark daha da yüksek olabilmektedir. Küresel büyüme dönemlerinde artan risk iştahı gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmakta, bilançolardaki vade ve kur uyumsuzluklarını artırmakta, reel kur değerlenmesi ve hızlı kredi genişlemesi yoluyla kaynak dağılımını bozarak finansal istikrara ilişkin risklerin birikmesine neden olabilmektedir. Böyle bir konjonktürde, sermaye girişlerinin yavaşlatılarak makro finansal dengesizliklerin azaltılması bakımından, kısa vadeli faizlerin düşük düzeylerde tutulması doğal bir politika seçeneği olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak, faiz oranlarının uzun süre düşük düzeylerde tutulması, hızla büyüyen iç talebi destekleyerek fiyat istikrarını tehdit edebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, dış dengeyi sağlayan faiz oranı iç dengeyi sağlayan faiz oranından belirgin ölçüde farklılaşabilmektedir. Dolayısıyla, fiyat istikrarını amaçlayan bir merkez bankasının aynı zamanda makro finansal riskleri gözetim politikaları uygulayabilmesi için, özellikle hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde, birden fazla politika aracının devreye sokulması gerekebilmektedir.

Bütün bu değerlendirmeler çerçevesinde TCMB, 2010 yılının ortalarından itibaren politika metinlerinde küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak ortaya çıkan makro finansal risklere giderek artan bir ağırlıkla değinmeye başlamıştır. İç ve dış talepteki hızlı ayrışmanın kısa vadeli sermaye girişleri ile birlikte finansal istikrara dair riskleri artırdığı belirtilmiş, bu durumun yol açtığı riskleri azaltmak için alternatif politika araçlarının bir arada kullanılması gerektiği vurgulanmıştır.

TCMB, biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla temel olarak iki ara hedef benimsemiştir: Kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak. Bu doğrultuda, fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilebilmesi amacıyla, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) aktif para politikası araçları olarak kullanılmasına karar verilmiştir.

### **III. Yeni Politika Bileşiminin Uygulanması**

Fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarın da gözetilmesi kapsamındaki ilk politika adımları, kriz döneminde alınan tedbirlerin normalleştirilmesi olarak da tanımlanabilecek olan “çıkış stratejisi”nin 2010 yılının Nisan ayında açıklanması ile atılmıştır. Bu kapsamda TCMB, kriz döneminde aldığı likidite tedbirlerini aşamalı olarak

geri çekmiş, zorunlu karşılık oranlarının da kademeli olarak kriz öncesi seviyelere getirileceğini açıklamıştır. 2010 yılının ortalarından itibaren ise makro finansal dengesizliklere yapılan vurgu giderek artırılmış, buna yönelik olarak alternatif politika araçlarının daha etkin bir şekilde kullanıma sokulabileceği açıkça ifade edilmiştir.<sup>4</sup>

Zorunlu karşılıkların politika aracı olarak etkinliğinin artırılması için öncelikle karşılıklara faiz ödenmesine son verilmiştir. Likidite yönetimi stratejisinin daha etkili olarak kullanılabilmesine yönelik olarak ise operasyonel çerçevede değişiklik yapılmıştır. Bir haftalık repo ihale faiz oranları politika faizi olarak belirlenirken, gecelik borç verme ve borç alma faizlerinden oluşan faiz koridoru sistemi korunmuştur.<sup>5</sup> Bu çerçeve, aşağıda daha ayrıntılı değinildiği üzere, gecelik piyasadaki faiz oynaklığının kontrollü bir şekilde dalgalanmasına ve dolayısıyla faiz koridorunun daha aktif bir politika aracı olarak kullanılmasına olanak tanımıştır.

2010 yılının son çeyreğine gelindiğinde güçlü sermaye girişleri ile birlikte cari dengedeki bozulma ve kredi genişlemesindeki hızlanma önlem alma gereğini artırmıştır. Mevcut konjonktürde hızlı kredi genişlemesine faiz artışıyla karşılık verilmesinin sermaye girişlerini besleyerek makro finansal dengesizlikleri daha da artıracığı düşüncesi, alternatif politika seçeneklerini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede TCMB, bir yandan kısa vadeli faizleri düşük tutarak sermaye girişlerini caydırmayı amaçlayan, diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi artış hızını yavaşlatmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur. Buna ek olarak, finansal sistemin yükümlülüklerinin uzatılması da destekleyici bir amaç olarak benimsenmiştir.

Politika bileşiminin ilk ayağı, kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerini caydırarak döviz kurunun iktisadi temellerden kopuk hareketlerini sınırlamayı ve küresel risk iştahındaki ani değişimlerin (sudden-stop) yol açabileceği makro finansal riskleri azaltmayı amaçlamaktadır. Bu amaca yönelik olarak gecelik borçlanma faizi 500 baz puan düşürülerek yüzde 1,50 oranına, politika faizi ise 75 baz puan indirilerek yüzde 6,25 oranına çekilmiştir (Grafik 2-a). Bunun yanı sıra gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark (faiz koridoru) daha da genişletilerek, para piyasasında kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın konjonktüre göre ayarlanmasına imkan tanıyan bir operasyonel çerçeve oluşturulmuştur. Böylece, kısa vadeli faizlerin ortalama getirisinin düşürülmesi ve

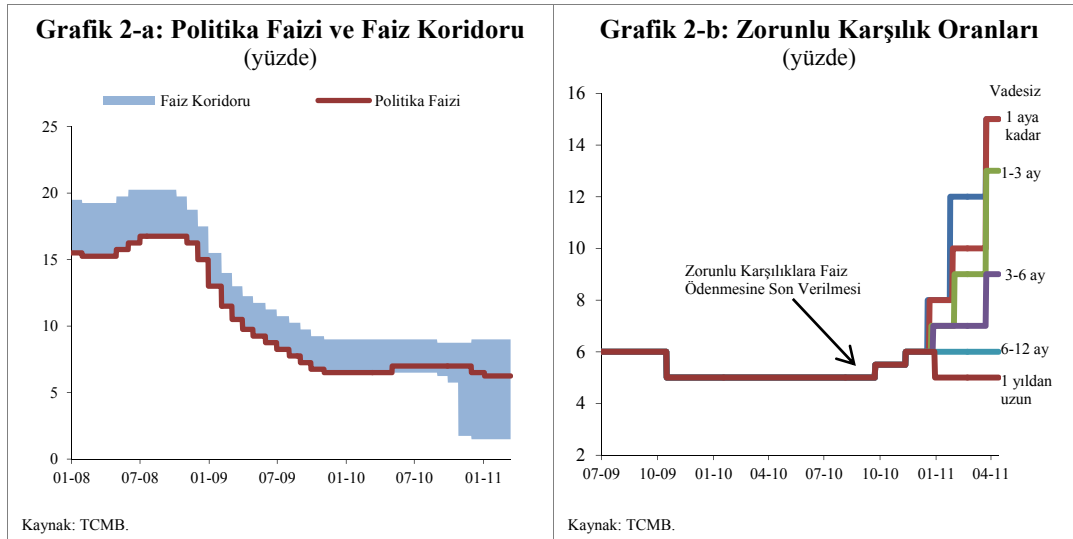
---

<sup>4</sup> “Önümüzdeki dönemde iç talep ile dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışmanın devam etmesi halinde, para politikası oluşturulurken zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi alternatif araçların daha etkin olarak kullanılması gerekecektir.” (TCMB, 2010a).

<sup>5</sup> Likidite yönetim stratejisinin teknik detayları için bakınız (TCMB, 2010b).

oyunaklığının artırılması yoluyla, spekülatif pozisyonların getiri/risk oranının azaltılarak kısa vadeli sermaye girişlerinin caydırılması amaçlanmıştır.

Makroekonomik ve finansal dengesizlikleri azaltmaya yönelik politikaların ikinci ayağı kredi genişlemesini sınırlamayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda, piyasadaki Türk lirası likiditesini ve kredi arzını kontrol etmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında kademeli artırımlara gidilmiştir. Bu amaca yönelik olarak zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş, karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması artırılmaya başlanmış ve zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir. Ayrıca, bankacılık sisteminin yükümlülük vadesinin uzatılarak finansal istikrarın güçlendirilmesi amacıyla, zorunlu karşılık oranlarının kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre farklılaştırılması yoluna gidilmiştir (Grafik 2-b).



Zorunlu karşılıklar krediler üzerinde temelde iki kanaldan etkili olmaktadır: (i) doğrudan maliyet kanalı, (ii) faiz riski ve likidite kanalı. Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler bankaların kaynak maliyetini doğrudan etkilediğinden, maliyet etkisini belirli varsayımlar altında basit bir yöntemle hesaplamak mümkündür. Türkiye gibi temel yükümlülüklerin mevduat olduğu görece olarak sade bir bankacılık sisteminde, zorunlu karşılık oranlarında yapılacak değişikliklerin bankalara maliyeti, mevduat faiz oranı ile zorunlu karşılık oranının çarpımı yoluyla kabaca elde edilebilmektedir.<sup>6</sup> Bu yaklaşım kullanılarak, TCMB'nin 2010 Eylül ayından itibaren zorunlu karşılık oranlarına faiz ödenmesine son vermesi ve Nisan 2011 itibarıyla zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasını yüzde 13,3 seviyesine çekmesi ile ortaya çıkan doğrudan maliyet etkisinin yaklaşık 100 baz

<sup>6</sup> Doğrudan maliyet kanalının etkili olabilmesi için zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi (veya fonlama maliyetine göre çok daha düşük faiz ödenmesi) gerekmektedir. Yukarıda da belirtildiği gibi, TCMB zorunlu karşılık oranlarının bir politika aracı olarak etkisini artırabilmek için 2010 yılı Eylül ayından itibaren zorunlu karşılıklara faiz ödememe kararı almıştır.



puana ulaştığı hesaplanabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, bankalar topladıkları her 100 liralık mevduat için 1 lira zorunlu karşılık maliyeti ödemektedir.<sup>7</sup>

Zorunlu karşılık oranındaki artışların faiz ve likidite riski üzerindeki etkisi ise temel olarak bankaların yükümlülüklerin yapısını değiştirmesinden kaynaklanmaktadır. Normal şartlarda, zorunlu karşılık uygulamasıyla çekilen likiditenin tamamının merkez bankası kaynaklarından karşılandığı varsayımı altında, zorunlu karşılık oranlarındaki artışın kredi davranışı üzerinde önemli bir etkisinin olmaması beklenebilir. Zira, enflasyon hedeflemesi gibi bir rejim altında, merkez bankaları önceden ilan etmiş olduğu bir politika faiz oranından likidite vermeyi taahhüt etmektedir. Ancak pratikte durum çok farklı olabilmektedir. Merkez bankası fonlaması bir haftalıkken mevduatın ortalama vadesi yaklaşık 50 gündür (Grafik 7-b). Bankalar, zorunlu karşılıkların artırılması yoluyla ortaya çıkan likidite açığının tamamını merkez bankasından borçlanarak sağlamaları durumunda, ortaya çıkan vade uyumsuzluğunun yol açtığı ilave faiz riskini üstlenmek durumunda kalacaktır. Bu durumda faiz riski kredi faizlerine yansıtılabileceği gibi kısa vadeli fonlara olan bağımlılığın azaltılması için yerli para cinsi krediler de kısılabilecektir. Her iki durum da kredilerin artış hızının yavaşlaması yönünde etki yapacaktır.

Politika faizinin gelecekte izleyeceği seyre dair belirsizliğin yüksek olması durumunda, bankaların kısa vadeli fonlamalarını artırmaları durumunda maruz kaldıkları faiz riski daha da belirgin hale gelebilecektir. Nitekim, TCMB'nin Kasım 2010 döneminden itibaren açık olarak uygulamaya başladığı politika bileşiminde kısa vadeli faizlerin tahmin edilebilirliği azaltılarak zorunlu karşılıkların faiz riski kanalının güçlendirilmesi de amaçlanmıştır. Ayrıca, TCMB'nin likiditeyi miktar ihalesi yoluyla yapması (sınırsız likidite sağlamaması) da faiz riskini kanalını güçlendiren bir diğer unsur olmuştur. Öte yandan, TCMB'nin yükümlülüklerin vadesine göre zorunlu karşılık oranlarını farklılaştırma yönündeki düzenlemeleri de, kısa vadeli fonlamanın mevduatla ikame derecesini azaltmak yoluyla, zorunlu karşılık uygulamasının faiz riski kanalını güçlendirebilecektir.

---

<sup>7</sup> Bankalar, artan bu maliyeti mevduat ve kredi faizlerine yansıtabilecekleri gibi, bankalar arası rekabetin derecesine bağlı olarak kar marjlarını daraltma yoluna da gidebileceklerdir. Alper ve Tiryaki (2011) zorunlu karşılıkların aktarım kanalları üzerine kapsamlı bir analiz sunmaktadır.

Sonuç olarak, TCMB'nin uyguladığı yeni politika stratejisi çerçevesinde; faiz koridorunun genişletilmesi, politika faizinin tahmin edilebilirlik derecesinin azaltılması ve zorunlu karşılıkların artırılarak vadelere göre farklılaştırılması şeklindeki düzenlemeler, kısa vadeli sermaye girişlerinin ve kredi genişlemesinin yavaşlatılmasına yönelik birbirini tamamlayan araçlar olarak tasarlanmıştır.

#### **IV. Para Politikasının İletişimi**

1990'lı yıllardan 2000'li yılların ortalarına kadar küresel ölçekte yaşanan makroekonomik istikrar ve bunun sonucu olarak iktisadi değişkenler arasında ortaya çıkan tahmin edilebilir ilişkiler, merkez bankacılığının son derece sade bir analitik çerçeveye oturtulmasına olanak tanımış, bu dönemde para politikasının “bilimi” üzerine büyük ölçüde uzlaş sağlanmıştır. Öyle ki, bu dönemde enflasyon hedeflemesi uygulayan hemen hemen bütün merkez bankalarının iletişim politikası basit bir Yeni Keynesçi model çerçevesinde izah edilebilmektedir.<sup>8</sup> Bu modeller, merkez bankasının davranışını genelde tek bir ana amaç (enflasyon) ve tek bir araç (kısa vadeli faiz) çerçevesinde ele aldığından, iletişim yönünden son derece açık ve sade bir çerçeve sunmaktadır. İktisadi birimlerin uzun yıllar boyunca tecrübe edilmiş ve etkileri gözlenmiş olan bu yaklaşımı kolayca anlayabilmeleri, para politikasının iletişimini oldukça basitleştiren bir unsur olmuştur.

Ne var ki, küresel kriz sonrasında para politikasına bakışın önemli ölçüde değiştiği görülmektedir. G-20 gibi uluslararası platformlarda merkez bankalarının finansal istikrar, kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarındaki gelişmeleri de dikkate alması gerektiği görüşü giderek yaygınlık kazanmakta; makro risk azaltıcı (macro-prudential) tedbirlerin sistematik bir yaklaşımla tasarlanmasına yönelik çalışmalar sürmektedir. Merkez bankalarının zaman zaman birden fazla aracı bir arada kullanmasını gerektirebilecek olan bu yeni yaklaşım, geçmişe göre daha karmaşık ve sebep-sonuç ilişkisinin doğrulanmasının daha güç olduğu bir çerçeve içermektedir. Bu nedenle, yeni politikalar uygulanırken en azından başlangıç aşamalarında iletişim güçlüklerinin yaşanması beklenebilecektir. Uygulanan politikalar güçlü bir teori ile ve/veya sağlam ampirik bulgularla desteklenene kadar da bu zorluklar yaşanmaya devam edebilecektir.

---

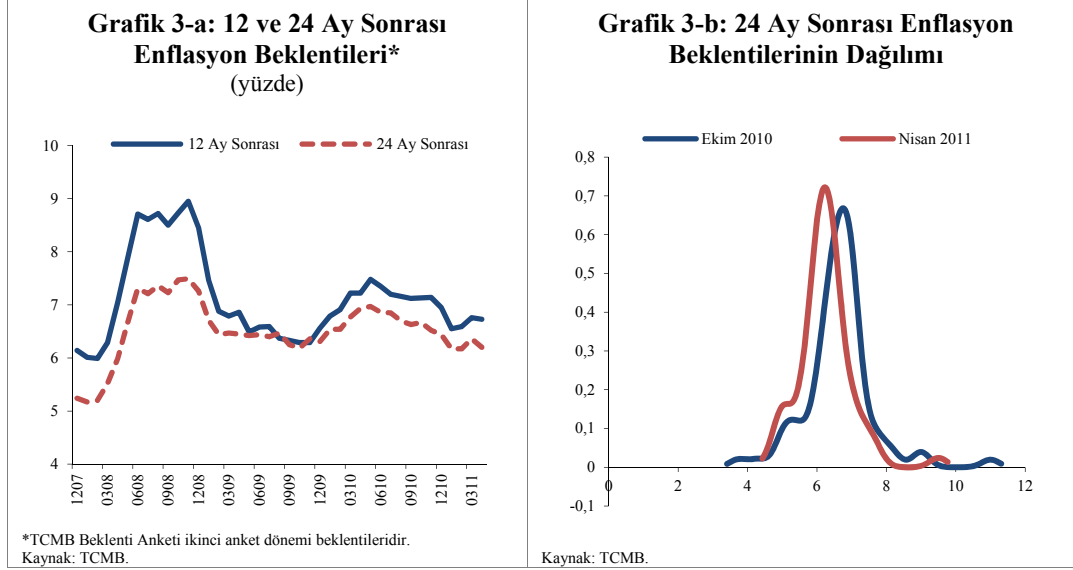
<sup>8</sup> Clarida, Gali ve Gertler (1999).

TCMB, küresel platformlarda yaygınlık kazanan yaklaşımlara paralel olarak, finansal istikrara verdiği ağırlığı artırırken araç kümesini de çeşitlendirme yoluna gitmiştir. Bu yeni çerçeve, başlangıç aşamasında para politikasının iletişimine dair bazı zorlukları da beraberinde getirmektedir: 2002 yılından itibaren uygulanan politika stratejisini gözlemlemiş ve buna alışmış olan iktisadi birimlerin, yeni politika yaklaşımını kavraması ve kabul etmesi zaman alabilecektir. TCMB'nin amaç fonksiyonunun zenginleştirilmiş olması da iletişim konusunda ek bir çaba gerektirmektedir. Finansal istikrarın gündeme getirilmesinin, enflasyon hedefinden ödün verilebileceği şeklinde algılanması riski bulunmaktadır. Buna ek olarak, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi alışılmışın dışındaki para politikası araçlarının aktarım kanalları konusunda henüz kabul görmüş kuramsal bir çerçeve bulunmaması da, bu araçların aktif olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisinin iletişimini güçleştirebilmektedir.

TCMB, bütün bu zorlukları aşmak için aktif bir iletişim politikası izlemiştir. Amaç fonksiyonundaki farklılaşmanın enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek için, enflasyona dair temkinli bir politika duruşu benimsenmiş, para politikasının sıkılaştırılması gerektiği ifade edilmiştir. Ayrıca TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarı olduğu her fırsatta vurgulanmış, bununla birlikte mevcut konjonktürde makro finansal dengesizliklerin göz ardı edilmesinin ilerleyen dönemlerde fiyat istikrarını da tehdit edebileceği hatırlatılmıştır. Bunun yanı sıra, aktarım mekanizmasına dair belirsizliklerin beklentileri bozmasını engellemek için, alınan tedbirlerin enflasyon üzerindeki etkisinin yakından takip edileceği ve gerekirse aynı yönde ilave tedbirler alınacağı vurgulanmıştır.<sup>9</sup> Böylelikle, Kasım ayından itibaren uygulanmaya başlanan yeni politika bileşiminin uyandırdığı bütün tereddütlere rağmen, ortalama enflasyon beklentilerinde bozulma olmamış (Grafik 3-a), orta vadeli beklentiler sınırlı ölçüde düşerken tahminler arasındaki uyum artmıştır (Grafik 3-b). Yeni politika bileşiminin uygulanmaya başlanmasının enflasyonun düşüş eğiliminde olduğu bir döneme denk gelmesi de enflasyon beklentilerinin bozulma riskini azaltmıştır.

---

<sup>9</sup> Nitekim bu yaklaşım doğrultusunda, 2011 Mart ayında finansal istikrarı pekiştirmenin yanı sıra petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerini engellemek amacıyla zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasında kayda değer bir artışa gidilmiştir.



TCMB, uygulanan para politikasının sınırları konusunda açık bir iletişim stratejisi izlemiştir. Zorunlu karşılıkların krediler ve iç talebi sınırlamaya yönelik araçlardan sadece bir tanesi olduğu belirtilmiş ve makro finansal risklerin azaltılması açısından diğer ilgili kurumların destekleyici tedbirlerinin de önemli olduğu vurgulanmıştır. Doğrudan kredi arzını kısımaya yönelik tedbirlerin, TCMB'nin uyguladığı politikaların etkililiğini ve verimliliğini artıracak ifade edilmiştir.<sup>10</sup> Diğer bir ifadeyle, uygulanan politika bileşiminin etkinliği açısından, diğer ilgili kurumlarca yapılabilecek (Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu'nun (BDDK) konut kredisi teminatını sınırlamaya yönelik aldığı tedbirler gibi) destekleyici düzenlemelerin ve mali disiplinin önemli olduğu hatırlatılmıştır.

Her ne kadar uygulanan para politikası bileşimi ilk planda oldukça karmaşık görünse de enflasyon hedeflemesinin ana ilkelerinden belirgin bir farklılık içermemektedir. Daha önce uygulanan politikaya göre temel fark, konjonktürün gereği olarak fiyat istikrarı temel amacının yanında finansal istikrarın da ağırlıklı olarak gözetilmesi ve bu nedenle politika faizi olan bir haftalık repo ihale faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılıklar ve etkin likidite yönetiminin destekleyici politika araçları olarak kullanılmasıdır. Tıpkı enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi, gelecek dönemde gerçekleşeceği tahmin edilen enflasyonun hedeften sapması para politikası kararlarında temel ölçüt olarak alınmakta, ancak bu süreçte makro finansal dengesizliklerin de gözetilebilmesi için faiz dışı araçlar da kullanıma sokulmaktadır. Böyle bir ortamda para politikasının duruşu, kısa vadeli faizlerin yanı sıra piyasadaki likidite durumu ve zorunlu karşılık oranları gibi parasal

<sup>10</sup> Bakınız (TCMB, 2011a).

koşulları belirleyen diğer değişkenlere de bağlı olmaktadır. Hangi politika aracının ne şekilde kullanılacağı ise finansal istikrarı ve fiyat istikrarını etkileyen unsurlar tarafından belirlenmektedir.

TCMB, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde enflasyon raporları aracılığıyla enflasyon tahminlerini kamuoyuyla paylaşırken, politika faizinin nasıl bir seyir izleyeceğine dair varsayımını da niteliksel olarak açıklamaktadır. 2006 döneminden itibaren uygulanan bu çerçevede, küresel krizin derinleştiği ve belirsizliğin had safhada olduğu Ekim 2008 dönemi hariç, kısa vadeli faizlere dair niteliksel bilgi enflasyon raporları aracılığıyla kamuoyuyla paylaşılmıştır. Yeni politika stratejisine geçildiğinde ise TCMB, faiz politikasına dair somut bir bilgi vermek yerine, para politikasının iletişimini politika bileşimi ve “parasal sıkılaştırma” kavramları üzerinden yapmıştır. Planlanan sıkılaştırmanın boyutuna dair daha somut bir perspektif vermek amacıyla kredilerin yıllık artış hızına dair rakamsal bir aralık telaffuz edilmiş, böylece herkesin kolaylıkla takip edebileceği, verisi güncel açıklanan bir değişken için ölçülebilir bir kriter ortaya koyulmuştur.<sup>11</sup> Ayrıca enflasyon raporlarında, küresel ekonomideki farklı gelişmelere göre politika araçlarının hangi bileşimde ve ne yönde kullanılabileceğine dair açıklayıcı bilgi verilmiştir.

Finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmak için kullanılan politikaların iletişimi, tanım gereği, sadece fiyat istikrarını gözeten alışlagelmiş para politikası uygulamalarına göre daha zordur. Zira finansal istikrar tabiri oldukça geniş bir değişken kümesini kapsayabilmektedir. Bunun yanı sıra, ölçüt olarak alınan finansal istikrar göstergeleri ülkelerin finansal sisteminin yapısına göre ülkeden ülkeye değişebileceği gibi, konjonktüre bağlı olarak farklı dönemlerde farklı göstergelerin ön plana çıkarılması da gerekebilmektedir. Son dönemde Türkiye özelinde bakıldığında, TCMB tarafından gündeme getirilen finansal istikrar kavramının mevcut küresel dengesizliklerin bir yansıması olduğu görülmektedir. Bollaşan kısa vadeli küresel likidite bir yandan yerli parayı değerlendirerek ithalat talebini uyarırken diğer yandan kredi arzının hızla artmasına neden olmuş, bu durum emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar ile birleştiğinde finansman kalitesi giderek düşen bir cari açık sorununu beraberinde getirmiştir. Bu gelişmenin küresel sermaye akımlarındaki olası ani hareketler karşısında makro ölçekte bir kırılganlığa sebep olduğunu değerlendiren TCMB, finansal istikrar vurgusunu yaparken

---

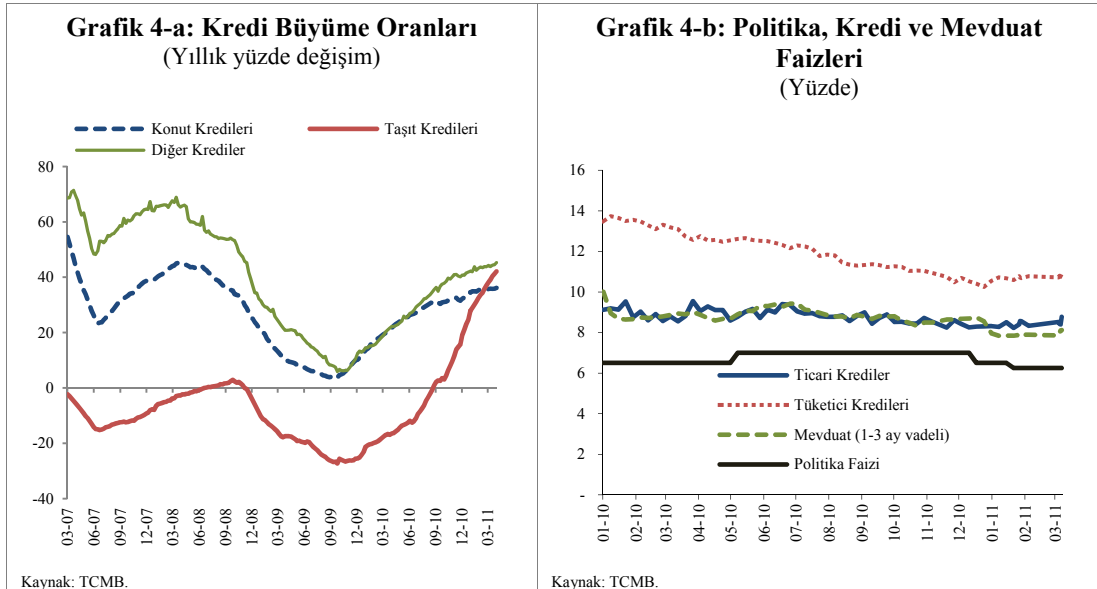
<sup>11</sup> Örneğin, Ocak 2011 Enflasyon Raporunda “2011 yılı içinde sınırlı bir parasal sıkılaştırma yapılarak kredi genişleme hızının yüzde 20-25 civarına düşürüldüğü” varsayılmıştır (TCMB, 2011b).

cari denge ve finansman kalitesi ile hızlı kredi genişlemesine odaklanmıştır. Diğer bir ifadeyle, yapılan finansal istikrar vurgusu makro bir perspektif içermekte ve döneme özgü tasarlanmış bir iletişim stratejisini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde konjonktüre bağlı olarak makro finansal risklerin farklı değişkenler aracılığıyla vurgulanması da mümkün olabilecektir.

## V. Yeni Politika Bileşiminin Kredi Kanalı ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkisi

Uygulanan politika bileşiminin ara amaçlarından birisi makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla kredilerin makul bir hızda büyümesini sağlamaktır. Alınan tedbirlerin krediler üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak görülmesi beklenmektedir. Nitekim yeni politika stratejisine geçişi takip eden dönemde (2011 yılının ilk aylarında) tüketici kredilerinde 2010 yılının son çeyreğinde başlayan ivmelenmenin durduğu, ancak kredilerin yıllık artış hızında belirgin bir yavaşlama olmadığı görülmektedir (Grafik 4-a). Öte yandan, kredi faiz oranları yatay bir seyir izlerken mevduat faizlerinin ilk tepkisi düşüş yönünde olmuştur (Grafik 4-b).

TCMB, Mart ayında zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasının yaklaşık 400 baz puan artırılarak ilave bir sıkılaştırma yapılmasına karar vermiştir. Yazının kaleme alındığı dönem itibarıyla bu karar henüz yürürlüğe koyulmamış olduğundan, aşağıda sadece Şubat ayına kadar alınan kararların etkileri incelenmekte, bununla birlikte Mart ayındaki güçlü sıkılaştırma göz önüne alınarak önümüzdeki döneme ilişkin çıkarımlarda bulunmaktadır.



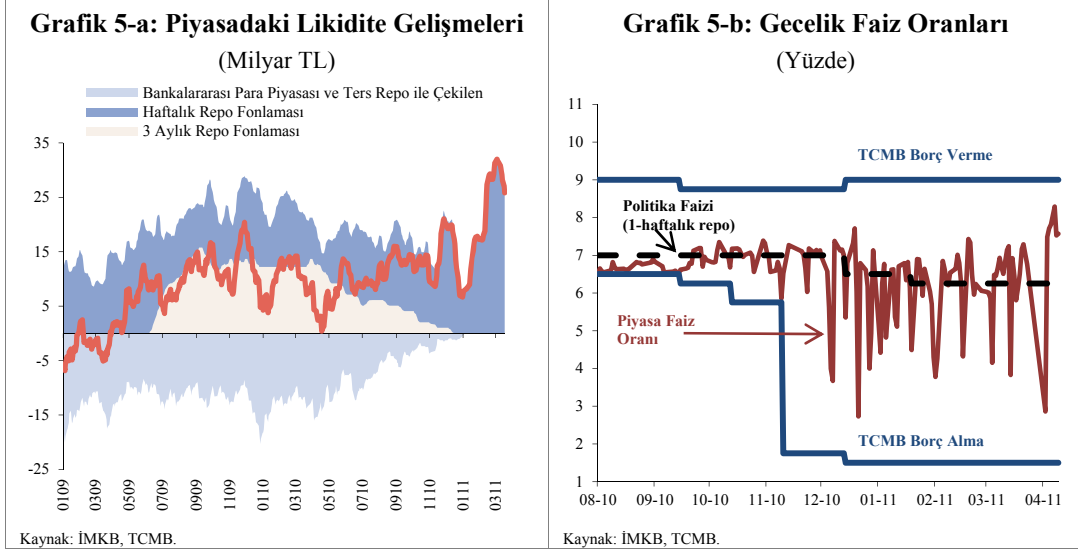
Bankaların alınan parasal tedbirlere uyum sağlayarak varlık dağılımlarını değiştirmeleri zaman almaktadır. Daha da önemlisi, uygulanan politikanın kredileri likidite kanalı üzerinden etkileme derecesinin doğrusal olmadığı, dolayısıyla belirli aşamadan sonra etkinin daha belirgin olarak ortaya çıkabileceği de hesaba katılmalıdır. Nitekim Mart ayındaki güçlü sıkılaştırma kararını takiben mevduat faizlerinde artış gözlenmesi, merkez bankası likiditesi ile mevduatın ikame edilebilirliğinin belirli bir eşikten sonra azalacağı görüşünü desteklemektedir (Grafik 4-b).

Piyasa göstergeleri, uygulanan politika paketinin kredi davranışını *likidite ve faiz riski* üzerinden etkilemesi için gerekli koşulların oluşmaya başladığına işaret etmektedir. Eylül 2010 döneminden Mart 2011 dönemine kadar yapılan zorunlu karşılık düzenlemeleri piyasadan 40 milyar Türk lirasına yakın likidite çekilmesi anlamına gelmektedir.<sup>12</sup> Bankalar, oluşan ek likidite açığını gidermek için ilk planda merkez bankası kaynaklarına başvurmuştur. Grafik 5-a'da görüldüğü gibi TCMB'nin açık piyasa işlemleri ile piyasaya sağladığı likidite son dönemde belirgin bir artış göstermiştir. Her ne kadar Grafikte henüz görülme de Mart ayında alınan kararın tesis dönemi başladığında TCMB'den fonlanan likiditenin daha da çarpıcı seviyelere ulaşması beklenmektedir. Artan kısa vadeli likidite fonlamanın faiz riski ve likidite kanalı üzerinden kredi davranışı üzerindeki etkisini güçlendirmek için TCMB, kısa vadeli faizlerde normal dönemlerin üzerinde bir oynaklığa izin vermiştir. Nitekim Kasım ayında TCMB borç verme faizinin keskin bir şekilde düşürülerek faiz koridorunun belirgin olarak açılmasının ardından gecelik piyasada oluşan faiz oynaklığının belirgin şekilde arttığı görülmektedir. (Grafik 5-b).

Bütün bu gelişmeler, mevduattan sağlanan kaynağın kısa vadeli fonlama ile ikame edilebilirliğini azaltma stratejisinin hayata geçirildiğini göstermektedir. Finansal kuruluşların artan likidite ihtiyacının ve kısa vadeli faizlerdeki yüksek oynaklığın, para piyasasından gecelik veya haftalık vadede yüklü miktarda borçlanmak durumunda kalan finansal araçların likidite yönetiminde daha temkinli olmalarını gerektireceği ve önümüzdeki dönemde kredi arzının kısılmasına neden olabileceği düşünülmektedir.

---

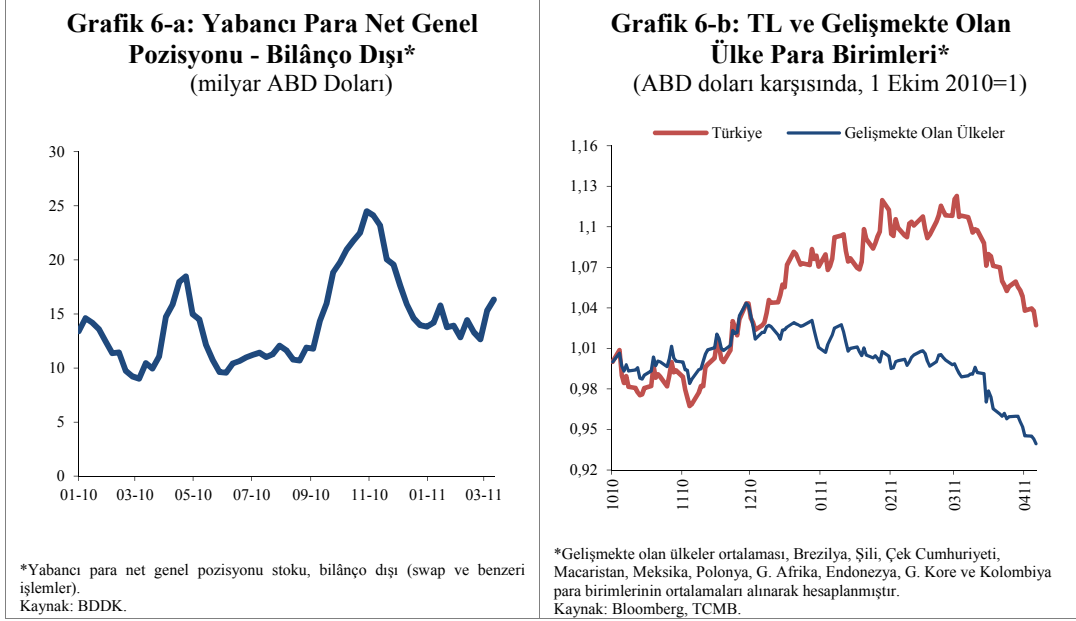
<sup>12</sup> Bu rakam firmalar ve hane halkına açılan toplam Türk lirası kredilerin yaklaşık yüzde 12'sine tekabül etmektedir.



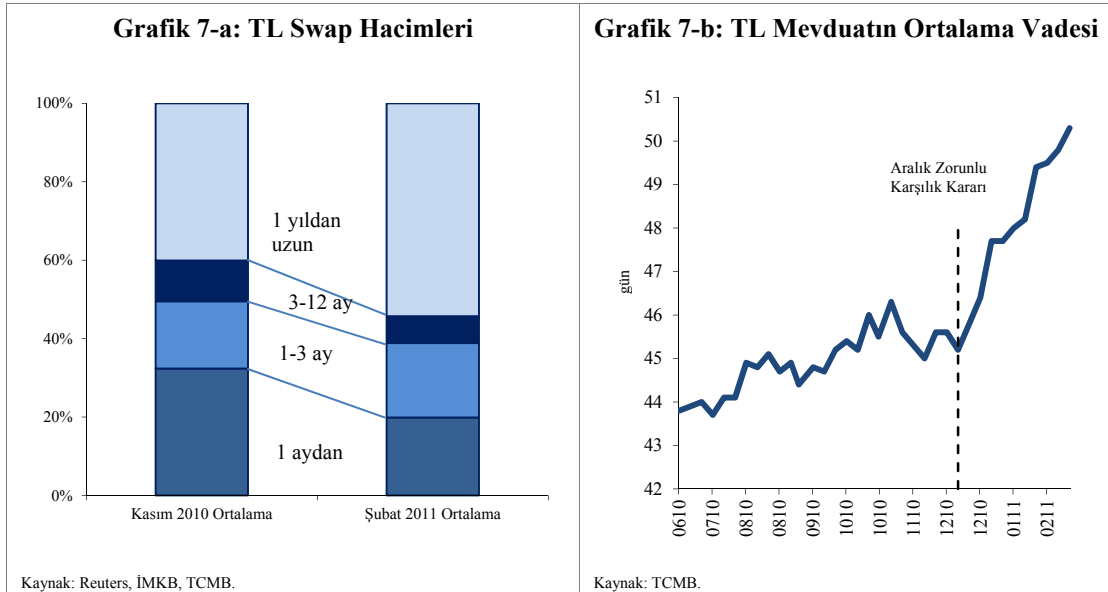
Yeni politika bileşiminin bir diğer amacı da döviz kurlarındaki iktisadi temellerden kopuk hareketlerin sınırlandırılmasıdır. Küresel likidite bolluğunun da etkisiyle hızlanan kısa vadeli sermaye girişlerinin yol açtığı döviz kuru hareketleri ekonomide kaynakların etkin dağılımını bozarak makroekonomik ve finansal dengesizlikleri artırma potansiyeli taşımaktadır. TCMB, kısa vadeli ve daha çok spekülasyon amaçlı sermaye girişlerini caydırmak için (i) öncelikle borçlanma faizini hızla düşürmüştür, (ii) gecelik borç alma ve borç verme faizi arasındaki farkı (faiz koridoru) belirgin olarak açarak para piyasasında faizlerin oynaklığının belirgin olarak artmasına izin vermiş, (iii) politika faizini (1 haftalık repo ihale faizi) 75 baz puan düşürmüştür. Bütün bu önlemler, kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerinin caydırılması konusunda etkili olmuştur. Grafik 6-a'dan da görüleceği gibi, politika bileşiminin uygulamaya başlamasını takiben kısa vadeli girişlerin önemli bir kaynağı olan para takası (swap) piyasasından yüklü miktarda çıkış olmuştur.<sup>13</sup> Nitekim, seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin ABD doları karşısındaki göreceli hareketi incelendiğinde bu dönemde Türk lirasının belirgin olarak ayrıştığı gözlenmektedir (Grafik 6-b).

<sup>13</sup> Net para takası hareketleri bankaların bilanço dışı açık pozisyonlarından izlenebilmektedir.



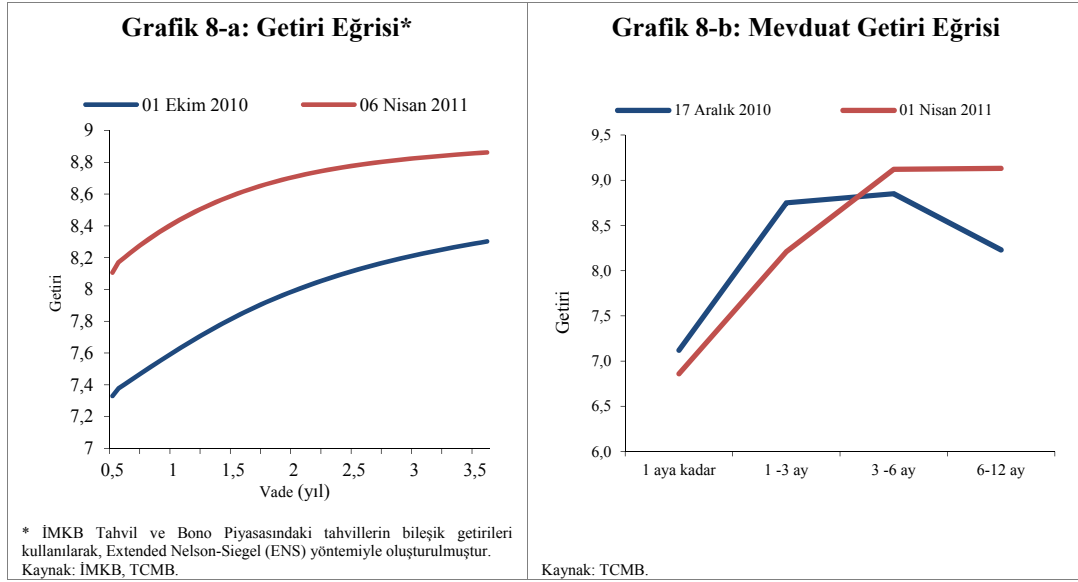


TCMB tarafından uygulanan politika paketinin diğer bir hedefi bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılmasıdır. Kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın artırılması stratejisi Türk lirası işlemlerde vadelerin uzamasına da katkıda bulunmuştur. Grafik 7’de de görüldüğü gibi politikanın uygulandığı dönemde net para takası işlemleri kısa vadelerde azalırken uzun vadelerde belirgin şekilde artmıştır. Bu durum, bankaların borç çevirme ve faiz riskini azaltan bir gelişme olmuştur. Ayrıca, mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranlarının vadelere göre farklılaştırılmasının ardından, amaçlandığı gibi mevduatın ortalama vadesinin de kademeli olarak uzamaya başladığı gözlenmektedir.



TCMB’nin uyguladığı politikaların parasal koşullar üzerindeki etkisini değerlendirmek için bakılacak en doğrudan gösterge piyasa faizlerinin getiri eğrisidir. Yeni politika

bileşiminin uygulanmaya başlandığı dönemde devlet iç borçlanma senetlerinin faizlerinin 50-100 baz puan civarında arttığı gözlenmektedir. Bu gözlem, alınan tedbirlerin net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca, uzun vadeli mevduat faizlerinde de yukarı yönlü belirgin bir hareket gözlenmiştir. Bu gelişme, zorunlu karşılıkların vadelere göre farklılaştırılmasının bir yansıması olup, bankacılık sisteminde yükümlülüklerin vadesinin uzatılması amacını desteklemektedir.

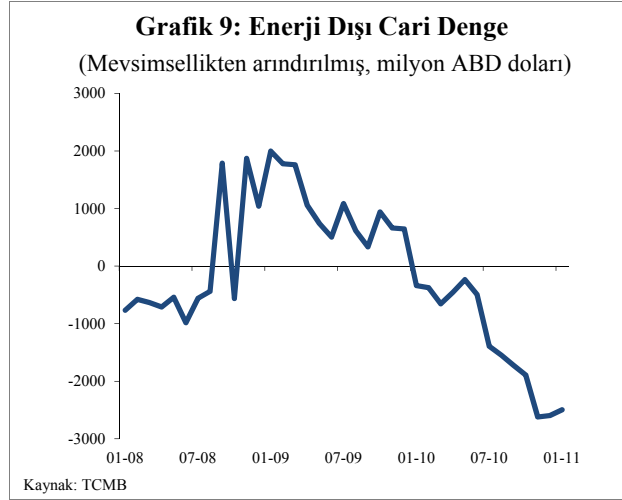


## VI. Uygulanan Para Politikasının Cari Denge Üzerindeki Etkisi

Kredilerdeki gelişmeler anlatılırken değinildiği gibi, TCMB'nin son dönemde uyguladığı politikanın makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin görülmesi zaman alacaktır. Ayrıca, makroekonomik verilerin açıklanması da gecikmeli olmaktadır. Dolayısıyla, uygulanan politikanın henüz çok yeni olduğu göz önüne alınarak bu çalışmada daha çok finansal göstergeler üzerine odaklanılmıştır. Bununla birlikte, büyük resmin tamamlanması açısından, yeni politika bileşiminin, makro finansal dengesizlikler kapsamında takip edilen ana göstergelerden biri olan iç ve dış talep ayrışmasını (ve buna bağlı olarak ortaya çıkan cari açığı) sınırlamakta etkili olup olmadığını yakından takip edilmesi önem taşımaktadır.

Grafik 1'de gösterilen cari denge serisi 12 aylık birikimli rakamları gösterdiğinden ve petrol fiyatlarındaki hızlı artışın etkisini arındırmadığından, yakın dönem ana eğilimi hakkında yeterince bilgilendirici değildir. Politika bileşiminin yansımalarının baz etkisinden arındırılarak daha sağlıklı takip edilmesi açısından, mevsimsellikten arındırılmış değerler aylık frekansta incelendiğinde, enerji dışı cari dengede sınırlı bir

iyileşme olduğu gözlenmektedir (Grafik 9). Ancak, bunun kalıcı bir eğilimi yansıtmıyorsa net bir görüş oluşturmak için henüz çok erken olduğu vurgulanmalıdır.



## VII. Sonuç ve Genel Değerlendirme

İçinde bulunduğumuz olağanüstü küresel konjonktür, merkez bankalarını, alışlagelmiş yaklaşımların dışına çıkarak alternatif politikalar tasarlamaya yöneltmektedir. Türkiye ekonomisi, küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde yakın tarihte yaşamadığı şekilde iç ve dış talepte hızlı bir ayrışmaya maruz kalmış; kısa vadeli sermaye girişleri, bozulan cari denge ve hızlı seyreden kredi genişlemesinin yol açtığı riskler karşısında alternatif politika arayışlarını gündeme getirmiştir. Bu çerçevede, TCMB, makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla, birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını bir arada kullanarak yeni bir politika stratejisi tasarlamıştır. Alınan ilk sonuçlar düşük politika faiz oranı, yüksek zorunlu karşılıklar ve geniş bir faiz koridorundan oluşan politika bileşiminin, özellikle yüksek cari açık veren ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik dengesizlikler üzerindeki etkisini hafifletmek için uygun bir strateji olduğuna işaret etmektedir.

Son olarak, uygulanan politikanın ülkeye ve döneme özgü olarak tasarlandığı, diğer gelişmekte olan ülkelere her durumda tavsiye edilebilecek bir formül olmadığı hatırlatılmalıdır. Kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı politikalar tasarlanırken finansal sistemin yapısı ve derinliği, sermaye hareketlerinin niteliği ve iktisadi konjonktürün durumu gibi temel hususların göz önüne alınması gerektiği vurgulanmalıdır.

## Kaynakça

- Alp, H. ve S. Elekdağ. 2010. The Role of Monetary Policy in an Emerging Economy During the Global Financial Crisis. TCMB Çalışma Tebliği (yayımlanma aşamasında).
- Alper, K. ve S. T. Tiryaki. 2011. Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri. TCMB Ekonomi Notları No. 11/08.
- Clarida, R., J. Gali ve M. Gertler. 1999. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. Journal of Economic Literature Vol. XXXVII (Aralık 1999), s. 1661–1707.
- Çınar, B. ,Ö. Erdoğan, T. Gürgür ve T. Polat. 2010. Küresel Kriz Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi. TCMB Ekonomi Notları No. 10/07.
- Kara, H. ve M. Orak. 2008. Enflasyon Hedeflemesi. Krizler, Para ve İktisatçılar, Ed. Ercan Kumcu, İstanbul: Remzi Kitabevi, Aralık 2008, 81-157.
- TCMB. 2010a. Enflasyon Raporu 2010.III. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Ankara (<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-temmuz2010.php>).
- TCMB. 2011a. Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti (2011 Mart). (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2011/DUY2011-15.php>).
- TCMB. 2011b. Enflasyon Raporu 2011.I. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Ankara (<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2011.php>).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Son Dönemde Yayınlanan Çalışma Tebliğleri  
Çalışma Tebliğlerinin tamamına Banka İnternet sitesinden (<http://www.tcmb.gov.tr>) ulaşılabilir.

Credit Market Imperfections and Business Cycle Asymmetries in Turkey  
(Hüseyin Günay, Mustafa Kılınç Working Paper No. 11/07, May 2011)

The Turkish Wage Curve: Evidence from the Household Labor Force Survey  
(Badi H. Baltagi, Yusuf Soner Başkaya, Timur Hülagü Working Paper No. 11/06, April 2011)

Increasing Share of Agriculture in Employment in the Time of Crisis: Puzzle or Not?  
(Gönül Şengül, Murat Üngör Working Paper No. 11/05, April 2011)

The Interaction Between Monetary and Fiscal Policies in Turkey: An Estimated New Keynesian DSGE Model  
(Cem Çebi Working Paper No. 11/04, January 2011)

Productivity and Wage Differentials between Private and Public Sector in the Developing Countries  
(Arzu Yavuz Working Paper No. 11/03, January 2011)

Cross-Country Growth Empirics and Model Uncertainty: An Overview  
(Bülent Ulaşan Working Paper No. 11/02, January 2011)

Augmented Neoclassical Growth Model: A Replication over the 1960-2000 Period  
(Bülent Ulaşan Working Paper No. 11/01, January 2011)

A New Core Inflation Indicator for Turkey  
(Necat Tekatlı Working Paper No. 10/19, October 2010)

A Bayesian Generalized Factor Model with Comparative Analysis  
(Necat Tekatlı Working Paper No. 10/18, October 2010)

Measuring the Impact of Monetary Policy on Asset Prices in Turkey  
(Murat Duran, Gülserim Özcan, Pınar Özlü, Deren Ünalnış Working Paper No. 10/17, September 2010)

The Trade Credit Channel of Monetary Policy Transmission: Evidence from Non-financial Firms in Turkey  
(Pınar Özlü, Cihan Yalçın Working Paper No. 10/16, September 2010)

Economic Uncertainty and Money Demand Stability in Turkey  
(K. Azim Özdemir, Mesut Saygılı Working Paper No. 10/15, August 2010)

Effects of Monetary Unions on Inequalities  
(Timur Hülagü, Devrim İkizler Working Paper No. 10/14, August 2010)

Understanding Sectoral Growth Cycles and the Impact of Monetary Policy in the Turkish Manufacturing Industry  
(Saygın Şahinöz, Evren Erdoğan Coşar Working Paper No. 10/13, July 2010)

Türkiye İçin Yeni Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri  
(Hülya Saygılı, Mesut Saygılı, Gökhan Yılmaz Çalışma Tebliğ No. 10/12, Temmuz 2010)

Türkiye’de Piyasa Göstergelerinden Para Politikası Beklentilerinin Ölçülmesi  
(Harun Alp, Hakan Kara, Gürsu Keleş, Refet Gürkaynak Musa Orak Çalışma Tebliğ No. 10/11, Haziran 2010)

Organization of Innovation and Capital Markets  
(Cüneyt Orman Working Paper No. 10/10, May 2010)