

T.C.
İSTANBUL 29 MAYIS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
EKONOMİ ANABİLİM DALI

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ VE KÜRESEL KRİZ
SONRASI TCMB'NİN UYGULADIĞI MAKRO İHTİYATİ
POLİTİKA ARAÇLARI

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Mehmet ERİŞİK

Danışman:

Doç. Dr. Yaşar AKGÜN

İSTANBUL

2017

T. C.
İSTANBUL 29 MAYIS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
EKONOMİ ANABİLİM DALI

**2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ VE KÜRESEL KRİZ
SONRASI TCMB'NİN UYGULADIĞI MAKRO İHTİYATİ
POLİTİKA ARAÇLARI**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Mehmet ERİŞİK

Danışman:

Doç. Dr. Yaşar AKGÜN

İSTANBUL

2017

T. C.
İSTANBUL 29 MAYIS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Ekonomi Anabilim Dalı, Ekonomi ve Finans Bilim Dalı'nda 030215YL10 numaralı Mehmet Erişik'in hazırladığı “2008 Küresel Finansal Krizi ve Küresel Kriz sonrası TCMB'nin Uyguladığı Makro İhtiyati Politika Araçları” konulu yüksek lisans tezi ile ilgili tez savunma sınavı, 29 / 12 / 2017 günü (15:30 – 16:15) saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin başarılı olduğuna oy birliği ile karar verilmiştir.

Doç. Dr. Yaşar AKGÜN
İstanbul 29 Mayıs Üniversitesi

Yrd. Doç. Dr. Burhan GÖKLEMEZ
İstanbul 29 Mayıs Üniversitesi

(Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu Başkanı)

Yrd. Doç. Dr. Bilal BAĞIŞ
Bingöl Üniversitesi

BEYAN

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Mehmet Erişik

29 / 12 / 2017

ÖZ

2007 yılında ABD konut piyasasında subprime kredi borçlarının geri ödemelerinde başlayan sorunlar giderek büyümüş ve 2008 yılında finansal krize dönüşmüştür. Finansal kriz, reel sektöre sirayet ederek bir üretim krizine dönüşmüş, gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ülkelere de sirayet ederek küresel bir boyut kazanmıştır. 2008 küresel finansal krizi, merkez bankalarına finansal sistemde biriken riskleri görmesi ve varlık fiyatlarındaki aşırı artışları göz önünde tutması gerektiğini öğretmiştir. İktisadi hayatın düzgün işleme için finansal istikrar vazgeçilmez unsur olup, finansal sistemde ortaya çıkacak herhangi bir istikrarsızlık reel ekonomiye yansıtacak ve dolayısıyla ekonominin genelinde önemli problemleri beraberinde getirecektir. Ülkeler kriz ekonomisinin yönetiminde ve istikrar politikalarının uygulanmasında konjonktürün gidişatına bağlı olarak farklı politika araçları ve farklı parasal aktarım kanalları merkez bankaları tarafından kullanılmıştır. Bu çalışmada, küresel kriz öncesinde, kriz sürecinde ve sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından izlenen para politikası ve politika araçları kapsamlı olarak incelenmiştir. TCMB, 14 Nisan 2010 tarihinde açıkladığı krizden çıkış stratejisi çerçevesinde faiz koridoru ve zorunlu karşılıkların oldukça aktif olarak kullanıldığı bir para politikası tasarlayarak, rezerv opsiyonu mekanizması gibi yeni enstrümanları para politikası uygulaması olarak hayata geçirmiştir. Krizin 2008 yılında çıkmasına karşın, kriz öncesi Türkiye ekonomisi olumlu ekonomik göstergelere sahip olduğundan krizin olumsuz etkisi ülkemizde 2009 yılında hissedilmiştir. TCMB 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetken yeni bir para politikası çerçevesi uygulamaya koymuş ve Türkiye 2010 yılından itibaren küresel krizin etkilerinden sıyrılarak kalkınma sürecini yeniden başlatmıştır. Krizden çıkış sürecinde Türk bankacılık sektörünün fonlama kaynaklarına düşük maliyetle ulaşması, tüketici kredilerinde hızlı bir büyümeyi beraberinde getirmiştir. Tüketici kredilerindeki hızlı artış tasarrufları olumsuz etkilemiş ve cari açığın artmasına sebep olmuştur. TCMB, faiz koridoru uygulaması ve zorunlu karşılıklar kanalıyla bankaların fonlama maliyetlerini yukarı çekmiş ve hızlı kredi genişlemesini kontrol altına alarak cari açığı önlemeye çalışmıştır.

Anahtar Kelimeler: Merkez Bankacılığı, 2008 Küresel Finansal Krizi, TCMB Makro İhtiyati Politikalar

ABSTRACT

The problems that began in the repayment of subprime loan debts in the US housing market in 2007 grew steadily and turned into financial frustrations in 2008. The financial crisis has become a production crisis, spreading to the real sector and gaining a global dimension by spreading to developed countries from developed economies. The 2008 global financial crisis has taught central banks to see risks accumulating in the financial system and to keep in mind the extreme increases in asset prices. Financial stability is an indispensable element for the proper functioning of the economic life, and any instability that will arise in the financial system will be reflected in the real economy and therefore will bring significant problems throughout the economy. Depending on the course of the conjuncture in countries under the management of crisis economies and in the implementation of stabilization policies, different policy instruments and different monetary transmission channels have been used by central banks.

In this study, the monetary policy and policy instruments followed by the Central Bank of the Republic of Turkey (CBT) before and after the global crisis, the crisis period and afterwards have been extensively examined. The CBRT has devised a monetary policy in which the interest rate corridor and the required reserves are actively used in the framework of the exit strategy from the crisis announced on April 14, 2010, and the new instruments such as the reserve option mechanism have passed through as monetary policy applications. Despite the outbreak of the crisis in 2008, pre-crisis Turkish economy has positive economic indicators and the negative impact of the crisis was felt in our country in 2009. Since the end of 2010, the CBRT has put into effect a new monetary policy framework that takes macro financial risks into consideration. From 2010 onwards, Turkey has resumed its development process by avoiding the effects of the crisis. The fact that the Turkish banking sector has access to funding resources at low cost during the exit from the crisis has brought about a rapid growth in consumer loans. The rapid increase in consumer loans negatively impacted savings and caused the current deficit to increase. The CBRT has raised the funding costs of banks with the implementation of interest rate corridors and required reserves channels and has tried to prevent the current account deficit by controlling rapid credit expansion.

Key Words: Central Banking, 2008 Global Financial Crisis, CBRT Macro Prudential Policies

ÖNSÖZ

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder.

Dünyadaki küreselleşmenin etkisiyle ekonomik ve finansal krizler hızla yayılma iştahı göstermekte ve her ülke krizden az yada çok etkilenmektedir. Merkez bankaları da küresel ekonomik kriz neticesinde farklı para politikaları araçlarıyla piyasalara müdahale araçlarını çeşitlendirmiştir. Bu çeşitlendirme ile merkez bankaları hem piyasalara etki yönlerini genişletmiş, aynı zamanda da ani ve beklenmedik ekonomik gelişmelere karşı müdahale süresini hızlandırmıştır. Çalışmada TCMB'nin gelişen küresel ekonomik gelişmeler ve kriz neticesinde fiyat istikrarı hedefine ek olarak finansal istikrarı da eklemesinden sonra uyguladığı para politikaları ve makro ihtiyati tedbirlerinin daha iyi anlaşılması amaçlanmıştır.

Burada öncelikle, çalışmalarım esnasında gösterdiği ilgi ve teşvikleriyle bana daima destek olan saygıdeğer danışman hocam Doç. Dr. Yaşar AKGÜN'e ve özellikle bu konunun seçilmesine vesile olan ve tezin oluşumunda hiçbir desteğini esirgemeyen hocam sayın Yrd. Doç. Dr. Burhan GÖKLEMEZ'e çok teşekkür ederim. Ayrıca Yüksek Lisans Eğitimim ve sonrası tez çalışmam boyunca maddî ve manevî desteklerini esirgemeyen ve bana anlayış gösteren kıymetli eşime ve sevgili oğullarıma teşekkürü bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI.....	ii
BEYAN	iii
ÖZ.....	iv
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR.....	ix
TABLOLAR.....	x
GRAFİKLER.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ

1.1. 2008 Küresel Finansal	2
1.2. 2007 Subprime Kredi Krizinin Küresel Finansal Krize Dönüşmesi	6
1.3. 2008 Küresel Finansal Krizin Sebepleri	9
1.3.1. Küreselleşme	9
1.3.2. Uygulanan Gevşek Para Politikaları ve Likidite Bolluğu	12
1.3.3. Yüksek Riskli Kredilerde Menkul Kıymetleştirme	14
1.3.4. Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi	16
1.3.5. Şeffaflık	16
1.3.6. Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar	17
1.4. Ülkelerin Uluslararası Finansal Kriz Karşısında Aldıkları Politika Önlemleri	17
1.5. 2008 Küresel Finansal Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri	19
1.6. 2008 Küresel Finansal Krizinde Ülkemizde Maliye Politikası Uygulamaları	20
1.7. 2008 Küresel Finansal Krizinde Türkiye’de BDDK Uygulamaları	27

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ ÖNCESİ VE KRİZ SÜRECİNDE TCMB PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

2.1. 2008 Küresel Finansal Krizi Öncesi TCMB’nin Para Politikası Uygulamaları	29
2.2. Fiyat İstikrarı	37
2.3. Finansal İstikrar	40
2.4. Para Politikası	41
2.5. Para Politikası Araçları	42
2.6. Para Politikası Stratejisi Olarak TCMB’nin Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları	42
2.7. 2008 Küresel Finansal Krizi Boyunca TCMB’nin Para Politikası Uygulamaları	53
2.8. 2008 Küresel Finansal Krizinden TCMB Çıkış Stratejisi	55

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ SONRASI DEĞİŞEN MERKEZ BANKACILIĞI VE TCMB’NİN MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARI

3.1. Değişen Merkez Bankacılığında Genel Çerçeve	58
3.2. Küresel Finansal Kriz Sonrası TCMB Para Politikası Çerçevesi	60
3.3. Makro İhtiyati Politikalar	62
3.3.1. Makro İhtiyati Politikaların Amaçları	64
3.3.2. Makro İhtiyati Politikaların Araçları	65
3.3.3. Makro İhtiyati Politikaların Kapsamı	68
3.3.4. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Uygulaması	70
3.4. 2008 Küresel Finansal Kriz Sonrası TCMB’nin Uyguladığı Makro İhtiyati Politika Araçları	72

3.4.1. Faiz Koridoru	73
3.4.1.1. Faiz Koridoru Sistemine Geçiş Süreci	75
3.4.1.2. Faiz Koridorunun Etki Kanalları	76
3.4.1.2.1. Kredi Kanalı	77
3.4.1.2.2. Döviz Kuru Kanalı	78
3.4.1.3. Optimal Faiz Koridoru Genişliğinin Belirlenmesi	79
3.4.1.4. TCMB'nin Faiz Koridoru Uygulamaları	81
3.4.2. Zorunlu Karşılıklar	89
3.4.2.1. Zorunlu Karşılığa Tabi Yükümlülüklerin Kapsamı	90
3.4.2.2. Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri ve Kullanım Amacı	91
3.4.2.3. Türkiye'de Zorunlu Karşılık Uygulaması	93
3.4.3. Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)	106
3.4.3.1. Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının İşleyişi	107
3.4.3.2. TCMB ROM Uygulaması	110
SONUÇ	120
KAYNAKLAR	123
ÖZGEÇMİŞ	126

KISALTMALAR

Kısaltma	Bibliyografik Bilgi
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AMB	Avrupa Merkez Bankası
APİ	Açık Piyasa İşlemleri
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BPP	Bankalararası Para Piyasası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
EURO	Currency of European Union (Avrupa Birliği Para Birimi)
FED	Federal Reserv Bank
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
GSYİH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	Katma Değer Vergisi
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PPK	Para Politikası Kurulu
ROK	Rezerv Opsiyonu Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
ROO	Rezerv Opsiyonu Oranı
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SRDG	Sistemik Risk Değerlendirme Grubu
TC	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
USD	United States Dollars (\$) Birleşik Devletler Doları
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
YP	Yabancı para
%	Yüzde

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1 : Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluş İflasları 2008-2009.....	7
Tablo 2 : Seçilmiş borsaların Aralık 2007-2008 dönemi değer kayıpları (ulusal paralar cinsinden).....	8
Tablo 3 : Kurtarma Paketlerinin Maliyetleri (Şubat 2009)	18
Tablo 4 : Türkiye’de Kriz Sürecinde Temel Ekonomik Göstergeler	23
Tablo 5 : Krize Karşı Alınan Mali Önlemler	23
Tablo 6 : Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	29
Tablo 7 : Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	30
Tablo 8 : Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	32
Tablo 9 : Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	33
Tablo 10: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	35
Tablo 11: TCMB Faiz Kararları (Gecelik, Yüzde)	35
Tablo 12: 2006 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Politikası, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri	36
Tablo 13: 2008 Yılında Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Faiz Kararları	37
Tablo 14: Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim).....	44
Tablo 15: Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)	45
Tablo 16: Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)	46
Tablo 17: TCMB’nin Krizden Çıkış Stratejisi Doğrultusunda Uyguladığı Para Politikası	56
Tablo 18: TCMB Yaklaşımı	60
Tablo 19: Makro İhtiyati ve Mikro İhtiyati Yaklaşımların Karşılaştırılması	64
Tablo 20: Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar (Yüzde)	95
Tablo 21: TL Zorunlu Karşılık Oranlarının Gelişimi (Yüzde)	96
Tablo 22: Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranlarının Gelişimi (Yüzde)	96

GRAFİK LİSTESİ

	Sayfa No.
Grafik 1 : 2005 Senesi İhalelerinde Ortalama Borçlanma Vadesi ve Bileşik Faiz Oranı	34
Grafik 2 : Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu (Yüzde Değişim)	46
Grafik 3 : Petrol Fiyatlarının TÜFE Üzerindeki Doğrudan ve Dolaylı Etkileri (Yıllık Yüzde Değişim) ...	47
Grafik 4 : Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu	48
Grafik 5 : Hedefle Uyumlu Patika ve Yıllık TÜFE Enflasyonu (Yıllık Yüzde Değişim)	49
Grafik 6 : Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	51
Grafik 7 : Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı	52
Grafik 8 : Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı (Yüzde, Eylül 2008)	52
Grafik 9 : TCMB Politika Bileşiminin Seyri TCMB Faiz Oranları (Yüzde)	83
Grafik 10: 16.07.2012 ile 08.02.2013 Tarihleri Arası Ortalama Günlük Basit Faiz Oranı	84
Grafik 11: TCMB Gecelik Gerçekleşen Basit Faiz Oranı, Günlük: 01.01.2010 – 18.06.2012	84
Grafik 12 : Para Politikası Araçlarının Seyri (%)	85
Grafik 13 : TCMB Faiz Koridoru	86
Grafik 14 : Politika ve Kısa Vadeli Faiz Oranları	87
Grafik 15 : Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)	97
Grafik 16: Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde).....	98
Grafik 17 : Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)	99
Grafik 18 : Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)	100
Grafik 19 : Vade Gruplarına Göre Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)	101
Grafik 20: Mevduat Dışı Yabancı Para Yükümlülüklerinin Vade Dağılımı (Yüzde)	101
Grafik 21 : Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)	102
Grafik 22: Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)	102
Grafik 23 : Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)	104
Grafik 24 : Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)	104
Grafik 25 : Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar	111
Grafik 26 : Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar	112
Grafik 27: Döviz Altın Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK) (2012 yıl sonu itibari ile)	113
Grafik 28 : Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar	114
Grafik 29 : Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar	114
Grafik 30 : Döviz Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar	115
Grafik 31 : Altın Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar	116
Grafik 32 : Döviz Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar	117
Grafik 33 : Altın Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar	117
Grafik 34 : Döviz Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar.....	118
Grafik 35 : Altın Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar	119

GİRİŞ

2008 küresel finansal krizi para politikası literatüründe çok sayıda yenilik getirmiştir. Daha önceki krizlerden farklı olarak türev piyasalarda ortaya çıkması, Dünya'nın en büyük ekonomisini etkisi altına alması ve domino etkisi oluşturarak hem finansal hem de reel kesimi etkilemesi bu krizin en belirgin özellikleridir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri farklı derecelerde etkileyen bu kriz sayesinde her ülkeye yeni deneyimler kazandırmıştır. Krizden çıkış amacıyla gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının izlediği parasal genişleme politikalarının risk iştahını arttırması ve küresel sermaye akımlarını güçlendirmesi sebebiyle kısa vadeli sermaye fonları gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmiştir. Yabancı sermaye hareketleri girdikleri ülkede yerli para biriminin değer kazanmasına sebep olmakta, yerli paranın değer kazanması ülkenin rekabetçi gücünü azaltarak ihracat oranlarının düşmesine yol açmakta ve sonuçta ülkenin cari açığı artmaktadır. Yerli para biriminin değerlenmesi kredi faiz oranlarının düşmesine, kredilerin daha az maliyetli olmasına ve kredi genişlemesine yol açmaktadır. Kredi faizlerinin düşmesi sebebiyle finansmanlarını borçlanma yoluyla sağlayan firmaların bilançoları daha kırılgan hale gelmekte, daha kolay borçlanabilen hane halkının borç yükü artmaktadır. Gelişmekte olan ekonomiye sahip ülkemiz de bahsettiğimiz bu meselelerle mücadele edebilme amacıyla kendine özgü yeni para politikası araçları geliştirmiştir. Faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar ile rezerv opsiyon mekanizması olarak ayırabileceğimiz bu yeni araçlar TCMB'nin ülkenin ihtiyaçları doğrultusunda geliştirdiği geleneksel olmayan para politikası araçlarıdır.

Çalışma üç ana başlık altında toplanmıştır. Buna göre; çalışmanın giriş bölümünü takip eden birinci bölümünde 2008 küresel finansal krizi, ikinci bölümde 2008 küresel finansal krizi öncesi ve sürecinde TCMB para politikası uygulamaları ele alınmıştır. Üçüncü ve son bölümde ise, 2008 küresel finansal krizi sonrası değişen merkez bankacılığı ve TCMB'nin makro ihtiyati politikaları incelenmiştir. Bu çalışmanın amacı TCMB'nin 2010 yılı sonlarından itibaren uygulamaya başladığı yeni para politikası karmasının ortaya çıkış süreci, teorik alt yapısı, uygulama aşamasında yaşanan gelişmeler ve sonuçlarının incelenmesidir.

BİRİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ

1.1. 2008 Küresel Finansal Krizi

2007 yılında Amerika Birleşik Devletleri konut piyasasında ortaya çıkan, kısa sürede önce tüm ABD finansal sistemini ve sonra da diğer ülke ekonomilerini olumsuz etkileyen ve dünya finans tarihinin en büyük krizlerinden biri olarak kabul edilen 2008 Küresel Finansal Krizi, küresel boyutta etkileri sebebiyle şimdiye kadar karşılaşılmış büyük ekonomik krizlerin başında gelmektedir. 2007 yılının ikinci yarısından itibaren tesirlerini göstermeye başlayan küresel finansal krize sebep olan en önemli olay, Amerika Birleşik Devletleri'nde patlak veren subprime¹ kredi krizidir.

Subprime kredilerin rizikosunun yüksek olmasından ötürü bu kredilere uygulanan faiz oranı diğer kredilere uygulanan faiz oranından yüksektir. ABD'deki hane halkının ev finansmanı için ipotekli kredileri kullanmaya hevesli olmaları ve uygulanan düşük faiz oranları subprime kredi hacmini artırmıştır. 2001 yılında yaklaşık 180 milyar dolarlık subprime ipotekli konut kredisi kullandırılmış ve kullandırılan ipotekli kredi toplamının yaklaşık %7'sini subprime ipotekli konut kredisi oluşturmuştur. Bu oran 2006 yılında %20'lere kadar çıkmıştır. 2006 sonunda kullanılan subprime ipotekli konut kredisi tutarı altıyüz milyar dolara çıkmıştır. 2001 yılında 154 bin adet ev subprime ipotekli konut kredisi ile alınmışken, bu sayı 2006 yılında 753 bin adet olarak gerçekleşmiştir. 2001-2006 yılları arasında yaklaşık 5 milyon konut subprime ipotekli konut kredileri ile finanse edilerek satın alınmıştır².

¹ Subprime kredi; kredi geçmişi temiz olmayan, daha önceki kredilerinde ödeme zorluğu çekmiş yada ödememe riski olan kişilere normalden daha yüksek faizle verilen krediler

² Dwight M. Jaffee, "The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned", The World Bank, Washington. s.10-11, (2008).

ABD’de riskli subprime ipotekli konut kredilerinin hacmi artarken, bu yüksek riskli kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi 1990’lı yıllarda başlamış ve düzenli olarak artmıştır. Önceden, menkul kıymetleştirmeler yalnızca daha önce belgelenmiş olan kredi sınıflarına uygulanmıştır. Bir subprime kredi geçmişinin bulunmaması yatırımcılara açıklanacak bilgileri sınırlandırmış ve derecelendirme kuruluşlarının görevini karmaşıklştırmıştır. Yatırımcılar, diğer menkul kıymetlerin mevcut getirilerinden daha yüksek getiri sağlayan subprime ipotekli kredilerin menkul kıymetleştirilmelerini tercih ederek yatırım yapmışlardır. Menşe kullanıcılar, sigortacılar, varlık yöneticileri, kredi derecelendirme kuruluşları ve yatırımcılar yeterli bilgi edinemediler veya bilgi edinmede başarısız oldular. Ayrıca yatırımcılar kredi derecelendirmesine aşırı derecede güveniyorlardı. Menkul kıymetleştirme sürecinde zincirleme risk aktarımı yaşanıyordu. Bu risk aktarımı ipotek komisyoncuları ile başlayan bir sıralamada, sonra borç verenlere, daha sonra menkul kıymetleştiricilere ve yatırımcı portföylerinde risk olarak sona eriyordu³.

Subprime ipotekli konut kredilerinden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi sonucunda ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymet tutarları;

YILLAR	2001	2002	2003	2004	2005	2006
MİLYAR \$	87,10	122,70	195,00	362,63	465,00	448,60

2001 yılında kullanılmış olan subprime konut kredisi tutarının % 46’sı kadar menkul kıymetleştirilme yapılmışken, bu oran kredi tutarındaki gibi artarak 2006 yılında % 75’e ulaşmıştır⁴.

Artan konut fiyatları yanında hane halkı gelirleri aynı oranda artmamış, ekonomide şişkinlik oluşmuştu. ABD ekonomisini rahatlatmak ve enflasyon artışını düşürmek için 2004’te FED’in faiz oranlarını yükseltmesi krize giden yolun başlangıç noktası olmuştur. FED 2004-2006 yılları arasında faiz oranlarını 17 defa artırmıştır.

³ Jaffe, “*Subprime Mortgage Crisis*”, s.24-25.

⁴ Adam B. Ashcraft – Til Schuermann, “Understanding The Securitization Of Subprime Mortgage Credit”, *Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports*, No. 318. s.2, (2008).

2004 yılında %1 olan faiz oranları 2006 yılında %5,25'e kadar çıkmıştır. FED'in faiz artırımları kredi maliyetlerini yükselttiği için kredi kullanımı düşmüş ve emlak sektöründe durgunlaşma yaşanmıştır. Emlak sektöründeki durgunlaşma konut fiyatlarını ve kira gelirlerini aşağıya çekmiştir. Bu düşüşten sonra alınan kredilerin geri ödemeleri gecikmeye ve ilk kez kredi kullanan alt gelir grubu borçlarını ödemekte zorlanmaya başladılar⁵. 2007 yılının başlarından itibaren ise kredi borçları ödenmemeye başlamıştır. Geri ödenemeyen subprime kredi sayısı 2007 yılı başından itibaren istikrarlı bir şekilde artarak, toplam subprime kredi sayısına oranı % 16'ya ulaştı, bu oran Ekim 2007'de % 19 oranında artmıştır. Ocak 2008 sonlarına kadar subprime konut kredilerinin %24'ü hacize konu olmuştur. Bu oran subprime olmayan ipotekli krediler için %3,7'ye ve tüm ipotekli krediler için de %7,3'e yükselmiştir. 2007 yılı boyunca yaklaşık 1,3 milyon ABD konut mülkleri haciz edilmiştir. Hacz edilen konut sayısı 2006 yılına göre %79 artmıştır⁶.

Subprime kredi kullananlar borçlarını geri ödeyememeye başlayınca subprime kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilerek türev ürünlere dönüştürülmesi neticesinde ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlerin değerleri düşmüştür. Ağırlıklı olarak bu ipoteye dayalı menkul kıymetlerin teminat gösterilmesiyle oluşturulan ve yatırımcılara ihraç edilen teminatlý borç senetlerinin de değerleri düşmeye başlamış ve teminatlý borç senedi piyasasında likidite azalmıştır. Hızlı düşüş sebebi ile yatırımcılar ellerindeki teminatlý borç senetlerini alış değerlerinden %60-%80 daha düşük fiyatlara satmak zorunda kalmışlardır. Finansal piyasalardaki güvensizliğin artması ve istikrarsızlık bankaların birbirlerine borç vermelerini durdurmuş ve tüm kredi piyasası daralmıştır. 2007 yılının 3. çeyreğinden itibaren teminatlý borç senedi ve devlet garantisi taşımayan ipoteye dayalı menkul kıymet ihracı tamamen kesilmiştir⁷.

2007 yılında basit bir “kredi krizi” olarak başlayan subprime kredi krizi hızla tüm ABD finansal sistemini etkilemeye başlamış ve kısa bir süre sonra finansal krize

⁵ Hüseyin Ali Kutlu ve Savaş Demirci, “Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış Ve Mevcut Durum”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (2011):124

⁶ Jacques Sapir, “Global Finance In Crisis”, *Real-World Economics Review*, No.46, (2008):90

⁷ Kutlu ve diğer., “Küresel”, s.124-125.

dönüşmüştür. Finansal değere sahip menkullerin nakde çevrilebilirliği her geçen gün daha fazla zorlaşmıştır. Her yatırımcının büyük olasılıkla en başta tercih edeceği, risksiz fakat yüksek kazançlı yatırım isteği ABD’li bireysel yatırımcılar tarafından da tercih edildi. Kolay kredi fırsatından yararlanan bireysel yatırımcılar, kontrolsüz genişleyen piyasanın ilk kurbanlarından oldular. Bu süreçte sisteme duyulan güven azalırken, piyasa kırılğanlığı da arttı. Kriz ilk önce yatırım bankalarını ve taahhütlerini yerine getiremeyen aktörler sebebiyle yüksek yükümlülük altına giren sigorta şirketlerini vurmuştur. ABD’de en büyük 2. ipotekli kredi kuruluşu New Century Financial Corporation’ın 12.03.2007 tarihinde iflas isteminde bulunması krizin üstündeki perdeyi kaldırmıştır. Haziran 2008 itibariyle ABD’deki 12 büyük finans kuruluşunun zararları toplamı 153,6 milyar dolara ulaşmıştır⁸.

Temmuz 2008’de ABD TMSF’si (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), Indymac bankasına el koymuştur. New Century Financial Corporation’ın iflasının ardından, Indymac’ın iflası ülke tarihinin en büyük 2. iflası olarak kayıtlara geçmiştir. Konut kredilerinde ikincil piyasanın gelişmesi için oluşturulan Freddie Mac ve Fannie Mae’in hisse senetlerinin %70’lere varan oranlarda düşmesi krizi derinleştirmiştir. 4 milyondan fazla ABD’linin mortgage kredi taksitlerini ödeyememesi bu iki kuruluşun finansal açıdan batma noktasına gelmesine neden olmuştur. Fannie Mae ve Freddie Mac, ABD’deki tüm konut kredilerinin neredeyse yarısına denk düşen 5,3 trilyon dolar konut kredisi borcunu elinde tutuyor ya da garanti ediyordu. 08.09.2008 tarihinde hükümet bu iki kuruluşa el koymuştur. 2008 yılı Eylül ayında mali kriz ABD’de hızını artırmaya başlamıştır. 158 yıllık büyük yatırım bankası Lehman Brothers 15.09.2008 tarihinde iflas etmiştir. Lehman Brothers’ın iflas etmesiyle 2007 yılı Ağustos ayından 2008 yılı Eylül ayına kadar ABD’de batan banka sayısı 13’e çıkmıştır. Banka iflasları 2008 yılında hızlanmış ve sadece 2008 yılında 11 banka iflas etmiştir. Yine Eylül 2008’de Merrill Lynch 44 milyar dolara Bank of Amerika tarafından satın alınarak batmaktan kurtarılmış ve dev sigorta şirketi AIG için FED 85 milyar dolarlık kredi açmıştır.

⁸ Kutlu ve diğer., “Küresel”, s.125.

FED ve ABD Hükümeti krizin etkilerini azaltmak için birtakım önlemler almıştır. FED tarafından Eylül 2007-Mart 2008 tarihleri arasında faiz oranları 7 defa düşürülmüş, Eylül 2007’de % 5,25 olan faiz oranları Ekim 2008’de %1’e indirilmiştir.

ABD Merkez Bankası 600 milyar dolarlık ipotek finansmanı kredilerine dayalı menkul kıymet alacağını ve 200 milyar dolar büyüklüğünde tüketici borçlarına dayalı menkul kıymet alma imkânı sunacağını açıklamış, yine Mart ayında Bear Stearns’ın JP Morgan’a acil satışı için 30 milyar dolar kredi vermiş, Eylül ayında en büyük iki yatırım bankası olan Goldman Sachs ve Morgan Stanley’yi desteklemek için bu iki bankanın statülerini değiştirmiştir. ABD Hükümeti ise Ocak 2008’de ülkede tüketimi ve yatırımı artırmak amacıyla 100 milyar doları hane halklarına ve 50 milyar doları şirketlere verilmek üzere 150 milyar dolarlık ekonomik destek paketini kabul etmiştir. 2008 yılı Ekim ayında da finansal sektöre destek sağlamak amacıyla 850 milyar dolarlık programı uygulama kararı almıştır. Tüm bu desteklerle beraber ABD’nin mali krize müdahale etmek için ayırdığı kaynak Ekim 2008 itibariyle 2 trilyon doları bulmuştur⁹.

Gerekli inceleme ve araştırma yapılmadan verilen konut kredileri, türev araçları kullanarak aşırı menkul kıymetleştirme, saydamlık eksikliği, derecelendirme kuruluşlarının yetersizlikleri, kredi borçlularının ve yatırımcıların ilgili riskleri ölçememeleri sorunları, türev araçların giderek karmaşıklaşması sebebiyle sistemde taşınan riskin hesaplanmasının zorlaşması ve düzenleyici ve denetleyici kuruluşların doğru zamanda müdahalede bulunamaması sonucunda ABD’de ortaya çıkan subprime kredi krizi zamanla küresel bir finansal krize dönüşmüştür¹⁰.

1.2. 2007 Subprime Kredi Krizinin Küresel Finansal Krize Dönüşmesi

ABD finansal sisteminin yanında Avrupa’nın büyük finansal kuruluşlarının ve tüm dünyadan yatırımcıların yüksek hacimli teminatlı borç senedi piyasasında yer almaları

⁹ Kutlu ve diğer., “Küresel”, s.126.

¹⁰ Kutlu ve diğer., “Küresel”, s.128.

krizi diğer ülkelere taşımıştır. İlk önce ABD konut piyasasında görülen kriz, kısa sürede tüm ülke ekonomilerini birçok yönden etkilemeye başlamış, ilk etapta Kuzey Amerika, Avrupa, Avustralya ve Asya'daki yatırımcılar etkilenmiş, diğer ülkelerde dolaşan sıcak paraların ve yabancı yatırımların bir anda çekilmesi ile kriz küresel finansal krize dönüşmüştür. Krizin finansal kuruluşlara faturası ağır olduğu gibi birçok ülkenin ekonomisi küçülmüş ve ciddi ekonomik ve toplumsal sorunlar ortaya çıkmıştır¹¹.

Tablo 1: Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluş İflasları 2008-2009

7 Şubat- İngiltere	Northern Rock ulusallaştırıldı.	88 milyar sterlin
14 Mart-ABD	Bear Stearns FED sübvansiyonundan sonra ticari bir banka tarafından alındı.	29 milyar dolar
7 Eylül- ABD	Freddie Mac ve Fannie Mae ulusallaştırıldı.	200 milyar dolar
15 Eylül- ABD	Lehman Brothers iflas etmiştir.	
17 Eylül -ABD	AIG ulusallaştırıldı.	87 milyar dolar
18 Eylül- İngiltere	Lloyd TSB HBOS'u satın aldı.	12 milyar pound
29 Eylül-Benelüks	Fortis kurtarıldı.	16 milyar dolar
29 Eylül-ABD	Citibank Washoiva'ı aldı.	12 milyar dolar
29 Eylül-Almanya	Hypo Gayrimenkul kurtarıldı.	71 milyar dolar
29 Eylül- İtalya	Glitnir kurtarıldı.	850 milyon dolar
29 Eylül- İngiltere	Bradford&Bingley kurtarıldı.	32,5 milyar dolar
30 Eylül- Belçika	Dexia kurtarıldı.	9,2 milyar dolar
30 Eylül- İrlanda	İrlanda bankaları kurtarıldı.	572 milyar dolar
7 Ekim- İtalya	Lansbanki ulusallaştırıldı.	
9 Ekim- İtalya	Kaupthing ulusallaştırıldı	864 milyon dolar
12 Ekim- İngiltere	HBOS, Royal Bank of Scotland, Llyods TSB ve Barclays kurtarıldı.	60,5 milyar dolar
16 Ekim- İsviçre	UBS kurtarıldı.	59,2 milyar dolar
19 Ekim- Hollanda	ING sermaye yardımı aldı.	10 milyar euro
20 Ekim- Fransa	Fransa hükümeti 6 büyük bankaya kredi açmıştır.	10,5 milyar euro
27 Ekim- Belçika	KGB	3,5 milyar euro
4 Kasım- Avusturya	Kommunalkredit ulusallaştırılmıştır. Constantine Privatbank ulusallaştırıldı ve 5 Avusturya bankasına 1 euro karşılığı satıldı	
11 Kasım- Kazakistan	Hükümet 4 büyük bankaya sermaye enjekte etmiştir.	3,7 milyar dolar
24 Kasım- ABD	Citigroup sermaye desteği almıştır.	40 milyar dolar
22 Aralık- İrlanda	Anglo Irish Bankası ulusallaştırılmıştır. 3 büyük bankasına fon aktarılmıştır.	7,68 milyar dolar

Kaynak: Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi, Sayı 68, (2009): 87

¹¹ Kutlu ve diğer., "Küresel", s.128.

Krizin küresel boyutunu ülke borsalarındaki değer kayıpları da ortaya koymuştur.

Tablo 2: Seçilmiş borsaların Aralık 2007-2008 dönemi değer kayıpları (ulusal paralar cinsinden)

Ulusal Borsa	Değer Kaybı
Meksika	% 24,2
Brezilya	% 41,2
Japonya (Nikkei)	% 42,2
Almanya (DAX)	% 40,4
İrlanda	% 66,2
Macaristan (BUX)	% 53,3
Çin (Shanghai)	% 65,4

Kaynak: BDDK, 2009a: 6

2007 yılı içinde üretilen mal ve hizmetin 14 trilyon dolarlık kısmı 300 milyonu aşan nüfusu ile ABD’de üretilmiştir. Dünya ekonomisinin yaklaşık %21’ini oluşturan ABD’de 2007 bütçesinin büyüklüğü 2 trilyon 731 milyar dolar olmuştur. ABD yine tek başına dünya ithalatının yaklaşık %16’sını karşılamaktadır. Dünya ekonomisinde ağırlığı bu kadar büyük olan bir ülkede yaşanan krizin küresel piyasaları ve ülke ekonomilerini etkilemesi kaçınılmazdır. 2000-2007 yılları arasında ABD’de özel tüketimin %44 artması küresel ekonomik büyümeye katkı sunarken, 2007 yılında ABD’de tüketimin kısılmaya başlaması ve finansal kriz ile birlikte küresel ekonominin durgunluğa girmesine sebep olmuştur. Finansal kriz 2007 yılının ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülkelerde başlamış ve 2008 yılında gelişmekte olan ülkeleri de etkisi altına almaya başlamıştır. 2008’in ikinci çeyreğinden itibaren gelişmiş ülke ekonomilerinde negatif büyüme oranları sıkça görülmeye başlamış ve 2008’de gelişmekte olan 116 ülkenin 94’ünde ise ekonomik büyüme yavaşlamıştır. Bu dönemde uluslararası düzeyde yatırımlar azalmış, küresel ticaret daralmış ve kredi piyasası küçülmüştür¹².

¹² Kutlu ve diğer., “Küresel”, s.129.

2008 küresel finansal krizi etkisini üç özellikle sergilemiştir. Çin ile Hindistan ve diğer birkaç ülke dışında hem yaygınlığı küresel boyuta varmış, hem etkilenen her ülkede işsizlik oranı artmış ve GSYİH düşüşü yüksek seviyede olmuştur. Krizin bir boyutunu Liberalleşme (serbestleşme); başta finans kesimi olmak üzere kamu denetimli piyasaları reddeden, her türlü sermaye, mal ve hizmet hareketlerini serbest bırakan ve küreselleştiren politikalar oluşturmuştur. Bir diğer etken, dünyada miktarı ve değeri değişebilen dünya ana rezerv parası doların istikrarsızlığı olmuştur. Bir üçüncüsü ise, ABD finans kesiminin türev araçları yoluyla ve her türlü ulusal/uluslararası denetimden uzak, likidite oluşturabilme gücüdür. Dördüncüsü, küreselleşmenin gelir dağılımını bütün ülkelerde en üst gelir dilimi lehine değiştirmiş olmasıdır.

1.3. 2008 Küresel Finansal Krizin Sebepleri

1.3.1. Küreselleşme

Global krizin dünya ölçeğindeki arka zeminine baktığımızda, karşımıza çıkan temel faktörlerden birisi, küreselleşme olgusudur. Çok eski tarihlere kadar geri götürülebilen küreselleşme, son 25 yılda büyük bir ivme kazanmıştır. Bunun iki ana sebebinden bahsedilebilir: Birincisi, bilişim teknolojisindeki baş döndürücü ilerlemeler, diğeri ise, gelişmekte olan ülkelerin mal ve finans piyasalarında gerçekleştirdikleri yasal serbestleşmedir.

Küreselleşme olumlu anlamda; karşılıklı mal ve hizmet ticareti, teknik bilginin değiş tokuş edilmesi, yurtdışında fabrika ve şirket kurmak veya satın almak, hisse senedi, bono gibi finansal varlıklara sınır ötesi yatırım yapmak şeklinde değerlendirilmektedir. Küreselleşme, teknolojik gelişim ve kapitalizmin vardığı maksimum noktada doğal bir sonuç olarak görülmektedir. Yeni enformasyon teknolojilerinin ortaya çıkışı, finans pazarının küreselleşmesine katkı yapmış, küresel finans piyasalarının gelişmesi ve çokuluslu şirketlerin büyümesi, ulusal ekonomiler

üzerinde egemenlik kurmalarını sağlamıştır. Küreselleşme olumsuz anlamda; kapitalizmin uzantısı ve müdahalesi olarak görülmektedir. Dünyada yaşanan çok yönlü değişim ve dönüşüm, yönetimleri meşru ve yapılabılır kılan koşulları aşındırmakta ve yeni arayışların ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Küreselleşme; ekonomik, siyasal ve kültürel olarak üç boyutlu açılımı olan bir kavramdır. Ekonomik boyutu; ülkeler arası sermaye akışının sağlanmasıyla, iletişim ve taşımacılıktaki gelişmeler içinde üreticilerin rekabet edebileceği bir dünya pazarının gelişmesine yol açmıştır. Küreselleşmenin en belirleyici özelliğini, dünya ekonomik faaliyetlerinde görülen değişim ve çok uluslu şirketler oluşturmaktadır. Önceki pazardan çok daha bütünleşmiş yeni bir global pazar oluşmuştur. Dünyada birkaç ülkede üretim ve pazarlama olanaklarına, dünya çapında dağıtım kanallarına ve küresel girişimlere sahip çok uluslu ya da ulus aşırı şirketler ortaya çıkmıştır. Ekonomik küreselleşmenin belirtileri; teknolojik gelişmelerin hızla yayılması, azalan üretim ve hizmet maliyeti masrafları, artan ulaşım ve lojistik hızı, bilgi ve iletişimin hızlı yayılımı, mal ve hizmetlerin serbest dolaşımı önündeki engellerin kalkması, uluslararası bütünleşmiş ekonomik işbirliği olarak sıralanabilir. Ekonomi üretimden ziyade artan oranda hizmet sektörüne bağlı hale gelmiştir. Bilgi, eğlence, iletişim, elektronik ve finans ekonomisi içeren hizmetler, e-hizmet noktasına ulaşarak ekonomideki en önemli sektör haline gelmektedir.

1980'lerde ivme kazanan ve 1990'larda hızlanan küreselleşmeye paralel olarak uluslararası piyasaların malileşmesi krizin temelinde yatan asıl sebeptir. Bu süreçte ekonominin (üretimin) yerini finans, devletlerin yerini çokuluslu şirketler ve bankalar almış, milli devlet kavramı sorgulanır hale gelmiştir. Aşırı kar hırsı piyasa oyuncularını sürekli yeni türev araçlar icat etmeye, kuralların ve düzenlemelerin etrafından dolaşarak aşırı riskler almaya sevk etmiştir. Dünyada likidite bolluğunun yaşandığı 2000'li yıllarda türev araçlara dayalı olarak "paradan para kazanma" süreci yaygınlaşmış, ancak bu süreçte aşırı risk alma eğilimi artmıştır. Dünya ekonomisinin toplam üretimi yaklaşık 60 trilyon dolar iken, türev ürünlerin miktarının 120 trilyon dolar civarında olduğu tahmin edilmektedir. Bu veriler üretmeden, menkul kıymetleştirme yoluyla ve türev araçlar aracılığıyla para kazanmanın ve aşırı risk almanın geldiği boyutu açıkça göstermektedir. Kapitalizmde de kâr güdüsü önceliklidir, ancak orada kâr üretim üzerinden gerçekleşir. Kapitalizmin kuralları da çiğnenmiştir. Küresel sistemdeki

malileşmeye paralel olarak artan kuralsızlık ve finansal piyasalardaki denetim yetersizliği ise, üretmeden aşırı kâr elde etmeye imkân sağlamıştır. Piyasalardaki tersine gidiş sonucunda aşırı kâr amacıyla alınan aşırı risklerin gerçekleşmesiyle birlikte kriz kaçınılmaz hale gelmiştir. Kısacası; kuralsızlık, düzenleme ve denetim eksikliği, risk yönetimindeki yetersizliklerle de birleşince böyle bir kriz kaçınılmaz hale gelmiştir¹³.

Bilgi ve iletişim teknolojileri doğrudan ve hızlı iletişim bağları kurarak, ekonomik uzaklıkları azaltmakta, iş dünyasının faaliyetlerinin koordinasyonu için gereken zamandan tasarruf sağlayarak, değişim maliyetlerini düşürmektedir. Gümrük uygulamalarına ilişkin elektronik raporlama, elektronik fon transferleri ve dokümantasyon uygulamaları sayesinde uluslararası alandaki birçok teknik engelin kaldırılması mümkün olmaktadır. Bilgi ve iletişim teknolojileri dünya ekonomisinin entegrasyonu anlamına gelen küreselleşme lehine çalışan güçlü bir faktördür. Bilgi çağında küreselleşme, uluslararası alanda, mal ve hizmetlerin, bilginin, sermayenin ve insanların giderek daha akışkan hale gelmesiyle ekonomik, teknolojik, sosyal, politik ve kültürel etkileşimin daha yoğun biçimde gerçekleştiği bir süreç şeklinde yaşanmaktadır.

Ekonomik globalleşmenin 3 unsuru çok önemlidir. Bunlar; a) uluslararası ticaret, b) uluslararası üretim ve c) uluslararası boyuttaki sermaye akımlarıdır. Günümüzde çok uluslu şirketlerce üretim fırsatları esas alınarak üretim maliyetlerinin en düşük olduğu ülkelerde üretim gerçekleştirilmektedir. Burada yaptıkları/yaptırdıkları üretimlerini rahatça dünyaya satabilmeleri için üretilen bu mal ve hizmetin ticareti önündeki engellerin ve gümrük duvarlarının kaldırılması ile ticari serbestleşme sağlanmıştır. Finansal küreselleşme ile gelişmiş ve azgelişmiş ülkelerde, uluslararası nitelikteki finansal işlemlerin tüm finansal işlemler içerisindeki payı artmaktadır. Az gelişmiş ülkelerde ise, bu süreç daha çok sıcak paraya aşırı bağımlılık, spekülasyon yatırımları ve mali krizler şeklinde yaşanmaktadır. Bu sürecin katkısı olarak; finansal araçların çeşitlenmesi, yeni finansal kurumların oluşturulması, tasarruf eğiliminin artması ve yabancı sermaye girişinin kolaylaşması gibi olumlu etkilerinden söz edilebilir.

¹³Mehmet Günal, “Küresel Mali Krizin Nedenleri”, (Ekim 2011), s.2, Çevrimiçi, <http://mehmetgunal.com.tr/makale/2023>, Erişim 25.09.2017

Finansal serbestleşme sonrası ekonomide sıcak para payının yüksek düzeye ulaşması sonucu, para ve kur politikalarının spekülâtif sermaye hareketlerine tabi olmasıyla birlikte, hükümetlerin iktisat politikalarını toplumsal ve ekonomik amaçlara göre kullanabilmeleri fiilen olanaksız hale gelmiştir. Kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve finans piyasalarında aşırı serbestleşme dövizî yaygın bir tasarruf aracı haline dönüştürmekte ve dövizin bir süre sonra ödeme ve değişim aracı olarak kullanılmasıyla birlikte milli para bütün fonksiyonlarını yitirebilmektedir. Milli paranın fonksiyonlarını yitirmesine yol açan bu yüksek döviz talebi, bugün birçok ülkede merkez bankalarının etkin politikalar uygulamasını zorlaştırmaktadır. Yüksek faiz ve düşük kur politikasının sürdürülebilmesi, bir süre sonra kur değişikliği beklentisini de arttıracığından, borsadan ve piyasadan büyük çaplı bir sermaye kaçıışı tehlikesi her an yaşanabilmektedir. Cari açıklardaki büyümenin sürdürülebilir sınırları aşması ve rezerv artışlarının son bulması ile birlikte, önce sıcak para yön değiştirmekte, arkasından dış bankaların ve finans kuruluşlarının kredileri kısıması sonucu, mali kriz kaçınılmaz olmaktadır.

1.3.2. Uygulanan Gevşek Para Politikaları ve Likidite Bolluğu

ABD’de 2000’li yılların başlarından itibaren faiz oranlarının oldukça düşük seviyelerde seyretmesi özellikle dar gelir grubundaki kişiler için kredileri cazip kılmıştır. ABD başkanı George W. Bush’un 2004 yılında yeniden başkan seçilmesi ile birlikte, subprime (alt gelir) grubunun konut edinebilmesi için vergi avantajları ve devlet destekleri gibi birtakım kolaylıklar getirilmiştir. Finans kuruluşlarının özensiz konut kredileri vermesinde, 2000’den 2006’ya giderek artan küresel likiditenin de etkisi büyük olmuştur. Bu dönemde, reel sektörün kâr oranlarının düşme eğiliminde olması ve hazine tahvillerinin düşük getirisi sebebiyle ABD konut piyasası uluslararası sermayenin başlıca yatırım alanını oluşturmuştur. Konut piyasasına yönelik artan fon akışları konut kredisi maliyetlerini azaltmıştır. Ellerindeki yüksek likidite sayesinde, finans kuruluşları işi ve geliri olmayanlara bile kredi vermiştir. Kredilerdeki artışlar konuta olan talebi artırmış ve sonuçta konut fiyatlarının artmasına yol açmıştır. Finansal piyasadaki fon

arzı artışı piyasada uygulanan bazı standartların gevşetilmesine yol açmış ve yüksek riskli olarak adlandırılan subprime kredilerin hızla yaygınlaşmasına sebep olmuştur. Subprime grubuna açılan kredilere çoğunlukla ilk 2 yılı sabit faiz ödemeli, geri kalan yıllarda ise piyasa faiz oranlarına endeksli değişken faiz uygulanmaktaydı. 2004 yılından 2006 yılına kadar geçen dönemde ABD faiz oranlarının %1,5'lardan %5'e doğru hareketlenmesi, kredi kullanan subprime grubunu etkilememiştir. Ancak, 2006 yılı sonlarından itibaren alınan kredilere uygulanan faiz yapısı sabitten değişkene dönmüş ve kişilerin gelirleri de aynı dönem içerisinde aynı oranda artmamış ve artan kredi maliyetlerinden dolayı kredi geri ödemelerinde zorluklar ortaya çıkmıştır¹⁴.

Konut kredisi geri ödemelerinde problemler başlayınca banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştır. Bankaların bu konutları piyasaya arz etmesi konut fiyatlarında düşüşe yol açmış, halen kredisini ödemekte olan bazı konut kredisi kullanıcılarının ellerindeki evlerin değeri kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır. Bu durumdaki kişiler de evlerinin anahtarlarını zarflara koyup bankalara göndererek kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Kredi krizini finansal krize dönüştüren olgu; kredi geri ödemelerinin bankalar tarafından diğer mali kuruluşlara satılması ve bu evleri teminat olarak alan sermaye piyasası araçlarının yaygınlığıdır. Bu sebeple zararlar domino taşları gibi bir mali kuruluştan diğerine sirayet ederek büyümüş ve mali sistemin temel taşları niteliğindeki kuruluşların iflasına yol açmıştır.

2000 yılında internet ve teknoloji balonunun patlamasıyla ABD hükümeti ve ABD Merkez Bankası FED, ekonomiyi durgunluktan kurtarmak üzere para ve bütçe politikalarını hızla gevşeterek finansal piyasalara ve ekonomiye likidite sağlamıştır. Uygulanan gevşek makro politikalar sonucu oluşan düşük faiz oranları ve likidite bolluğu sayesinde sermaye, getirisi daha yüksek olan gayrimenkul sektörüne yönelmiş ve aşırı talep konut fiyatlarını hızla artırmıştır. ABD'de ortalama konut fiyatları 1997-2006 yılları arasında %171 artış göstermiştir. FED'in enflasyonist etkileri sınırlamak amacıyla politika faiz oranlarını artırmaya başlaması ve 2006 yılında faiz oranlarının

¹⁴ Esfender Korkmaz, "Küresel Kriz, Türkiye'ye Etkileri ve Çözüm Önerileri", (8 Kasım 2010), s.7, Çevrimiçi, <http://www.esfenderkorkmaz.com/arastirma-yazilari/kuresel-kriz-turkiye-ye-etkileri-ve-cozum-onerileri.html>, Erişim 06.06.2017

%5,25'e yükselmesi ile konut piyasasında durgunluk başlamıştır. 2006 yılının ikinci yarısından itibaren de konut fiyatları düşüşe geçmiş ve buna karşın artan faiz oranları sonucu konut kredilerinde geri ödeme sorunları baş göstermiş ve kriz tetiklenmiştir¹⁵.

1.3.3. Yüksek Riskli Kredilerde Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme; Menkul kıymetleştirmeyi kısaca nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesi olarak tanımlayabiliriz. ABD'de likiditenin bol olduğu dönemde (2000-2006) menkul kıymetleştirme sayesinde bireyler normalden fazla kredi kullanmışlardır. Risk paylaşımı, yüksek getiri iştahı, bankaların yasal sermaye yükümlülüklerini yerine getirmelerinde kolaylık sağlanması, risk taşımadan ya da daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan bankaların yeni kredileri finanse etmelerinin sağlanması menkul kıymetleştirmeyi özendirilen hususlardır. Menkul kıymetleştirmenin krizin sebeplerinden birisi olarak değerlendirilmesinin ana sebebi bu sayede riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasının kolaylaşmasıdır. Örneğin mortgage kredisi veren bir banka kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek kısmen veya tamamen bir yatırım bankasına veya bir mortgage kuruluşuna satmaktadır. Bu mekanizme kriz durumunda mali sistemi kırılan bir hale getirmektedir. Şöyle ki banka tarafından yapılan menkul kıymetleştirme sayesinde kredi ödemelerindeki aksama hem krediyi veren banka hem de menkul kıymeti satın alan diğer finansal kuruluşlar için zarar anlamına gelmektedir. Nitekim, FED Eski Başkanı Greenspan krizin sadece kredilerden kaynaklanmadığını asıl nedenin bu kredilerin paketlenerek tekrar satışı olduğunu ifade etmiştir¹⁶.

¹⁵ Selcen Şahin, "Para Politikalarının Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği" (Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011), s.4.

¹⁶ Doğan Alantar, "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme" *Türkiye Finans Yöneticileri Vakfı, Maliye Finans Yazıları*, Sayı 81, (Ekim 2008): 3

2000'li yıllarda özel finans sektörünün egemenliğine giren menkulleştirme piyasası finansal yeniliklerin de gelişimini beraberinde getirmiş ve böylece bankalar, riskli kredileri paketleyip yatırımcılara pazarlamayı kolaylaştıracak yeni finansal araçlar üretmişlerdir. Teminatlı Borç Yükümlülükleri, çeşitli borçlanma araçlarının (ticari krediler, şirket tahvilleri, ipoteye dayalı menkul kıymetler, varlığa dayalı menkul kıymetler vb.) risk derecelerine göre sınıflandırılmasıyla oluşturulan bir teminat havuzunun menkul kıymetleştirilmesi sonucunda ortaya çıkan bir finansal enstrümandır. ABD'de likiditenin bol olduğu dönemde (2000-2006) menkul kıymetleştirme sayesinde bireyler normalden fazla kredi kullanmışlardır. Kredi riskinin transferine olanak sağlayarak risk paylaşılması, bankaların ve finans kesiminin yüksek getiri beklentileri, bankaların yasal sermaye yükümlülüklerini yerine getirmelerinde kolaylık sağlaması, risk taşımadan ya da daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan bankaların yeni kredileri finanse etmelerinin sağlanması menkul kıymetleştirmeyi özendiren hususlar olmuştur.

Menkul kıymetleştirme ile kreditor banka veya finans kurumu, bilançosundaki riski, sermayesinin yetersizliğinden dolayı taşımak istemez ve bu kredileri teminat göstererek, bu kredilerin tahsilatı ile sağlanacak nakit akımlarıyla ödenmek üzere, aracı bir uzman kuruluş vasıtasıyla tahvil benzeri bir menkul kıymet çıkarır. Böylece, finansal riskini bu aracı kuruma devreder, ayrıca da devirden dolayı gelir elde eder. Menkul kıymetleştirmenin krizin sebeplerinden birisi olarak görülmesinin sebebi bu sayede riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasının kolaylaşmasıdır. Bu mekanizma kriz durumunda mali sistemi kırılğan bir hale getirmekte, banka tarafından yapılan menkul kıymetleştirme sayesinde kredi ödemelerindeki aksama hem krediyi veren banka hem de menkul kıymeti satın alan diğer finansal kuruluşlar için zarar anlamına gelmektedir.

ABD'deki konut kredilerinin küresel krize dönüşmesine yol açan asıl olay, bu kötü krediler karşılığında menkul kıymet çıkarılması oldu. Bankaların ve kredi veren kurumların verdikleri konut kredilerini menkul kıymetleştirmesi ile vermiş oldukları kredilerden dolayı mahrum kaldıkları nakit varlıklarını (likiditeyi) geri aldılar ve bunu birincil piyasada tekrar kredi olarak tüketicilere kullandırdılar. Ayrıca bu işlemlerden cazip oranlı komisyon geliri elde ettiler. İşte, bu avantajlarından dolayı bankalar ve aracı kurumlar menkul kıymetleştirmeye aşırı ağırlık verdiler ve kredi kalitesini tamamen göz ardı ettiler. Menkul kıymetleştirme risklerin hatalı ölçülmesine, daha da

kötüsü hiç ölçülemez hâle gelmesine yol açtı. Denetleyici konumundaki kurumların ihmalleri de eklenince, sağlıksız konut kredileri anormal boyutlara tırmandı.

1.3.4. Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi

Kredi veren kuruluşlar, teminatlı alacakların bir arada toparlanıp, ikincil piyasalarda tekrar satılabilmesine olanak sağlayan finansal araçlar geliştirmişler ve bu karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkânı bulmuşlardır. Bu menkul kıymetler, daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiş ve yüksek talep görmüştür. Serbest fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kâr elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişler, ancak ABD'de finansal sistem göstergeleri beklenenin tersine gelişince bu fonların varlıklarında ciddi kayıplar olmuştur. Fon büyüklüklerindeki büyük kayıplar sonrası gelen fon satış talepleri likidite sorununu beraberinde getirmiş, büyük bankalar riskli müşterilerine borç vermeyi durdurmuş, likidite krizi oluşmuş ve merkez bankaları piyasaya para enjekte etmeye başlamıştır.

1.3.5. Şeffaflık

Gelişmiş ülkelerde ve özellikle ABD'de neredeyse birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç oluşturulmuş, oluşturulan bu kurum ve araçlar birbiri ile irtibatlı ve girift ilişkilere sahiptir. Sıradan yatırımcılar için her gün değişen, yenileşen ve farklılaşan finansal araçları takip etmek mümkün olmamaktadır. Bu krizde banka ve brokerlerin ne çeşit varlıklara sahip oldukları, bu varlıkların değerinin ne olduğu yeterince şeffaf olarak belirlenmemiş, kredi derecelendirme kuruluşlarının beyanlarına itibar edilmiştir. Bu problemler, türev diye adlandırılacak kompleks ticari sözleşmelere sahip firmaların iflasları sonucu ortaya çıkan riskin hesaplanması ve analiz edilmesini zorlaştırmıştır.

1.3.6. Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının menkul kıymetlere verdikleri notlar birçok yatırımcının yatırım kararlarını etkilemekte olup özellikle son dönemlerde gelişen yeni finansal araçların karmaşık yapısı yatırımcıları bu kuruluşların verdikleri notlara bağımlı kılmıştır. Bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili notlar veren derecelendirme kuruluşları bu firmalar tarafından finanse edilmiştir. Durum böyle olunca derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapma kabiliyetleri azalmış ve güvenilirliklerini kaybetmişlerdir. Kredi derecelendirme kuruluşları firmaların finansal problemlerini her zaman tespit edememişler ve bazen de sorunu kısmen veya çok gecikmeli olarak görebilmişlerdir. Son finansal kriz öncesinde de derecelendirme kuruluşları çok etkin çalışmamış, ancak finansal kriz başladıktan sonra kredi notları düşürülmüştür.

Kredi derecelendirme kuruluşları art arda konut kredilerine dayalı tahvillerin notunu indirirken paralarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcı sayısındaki artışla birlikte bu ürünleri nakde çevirmek de zorlaşmış, aynı kredi derecelendirme kurumlarının, bu tahvillere yakın tarihlerde olumlu notlar verirken, bir anda not indirimlerine gitmesi sistemin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve değerini kaybetmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcılara açıkladığı modellerin doğruluğu ve ihtiyaca uygunluğu, bankalardan kredilerin dönüşüne ilişkin alınan bilgilerin açıklanmaması bu kuruluşların görevini gerektiği gibi yapmadıklarının göstergesidir. Düzenleyici denetleyici kuruluşların başında gelen FED değişen risk ortamına karşı önlem almakta gecikmiş, konut piyasasındaki sıkıntıların ekonominin geri kalanına ve finansal sisteme yayılacağını öngörememiştir. Pratikte ise tam tersi olmuş, konut piyasasında başlayan sorunlar tüm finansal sistemi ve reel ekonomiyi etkisi altına alarak finansal krize dönüşmüştür.

1.4. Ülkelerin Uluslararası Finansal Kriz Karşısında Aldıkları Politika Önlemleri

Küresel kriz sebebiyle piyasalarda oluşan likidite darlığı ve sermaye eksikliğine karşı önlem olarak bankaların mevduat garantileri artırılmış, açığa satış yasaklanmış ya da sınırlandırılmıştır. Alınan bu önlemler yetersiz kalarak finansal piyasaların iyileşmesini ve piyasalara olan güvenin yeniden tesis edilmesini sağlamamıştır. Bu yetersizlik üzerine ülkelerin bankaları arası borç alıp vermelerinin başlamasına ve bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesine yönelik önlemler alınmaya başlanmıştır. ABD önlem paketlerini açıklamış ve uygulamaya geçerek sorunlu ipotekli konut kredisine ilişkin aktiflerin satın alınması yoluna gitmiş ve bir kaç hafta sonrada bankalara sermaye ilavesi yapılmıştır. ABD'yi İngiltere takip ederek bankalara sermaye ilaveleri ve bankaların likiditeye erişimlerini kolaylaştırmaya yönelik önlemleri açıklamıştır. Devamında Euro bölgesi ve birçok Avrupa ülkesinde benzer önlemler açıklanmıştır.

Tablo 3: Kurtarma Paketlerinin Maliyetleri (Şubat 2009)

	Sermaye Enieksivonu	Garantiler	Toplam Önlem Paketi	GSYİH'in Yüzdesi
ABD	250 milyar dolar		700 milyar dolar+787 milyar dolar	10,1
Almanya	70 milyar euro	412 milyar euro	492 milyar euro	19,8
Fransa	40 milyar euro	320 milyar euro	360 milyar euro	19,0
İtalya			40 milyar euro	2,6
İngiltere	50 milyar euro	250 bin sterlin	400 milyar sterlin	28,6
Avusturya	15 milyar euro	85 milyar euro	100 milyar euro+26 milyar dolar	36,9
Danimarka			35 milyar danimarka kronu+18 milyar dolar	2,1
Yunanistan		15 milyar euro	28 milyar euro	11,2
İrlanda		450 milyar euro	450 milyar dolar	235,7
Macaristan	3 milyar dolar		3 milyar dolar	2,2
Kore		100 milyar dolar	100 milyar dolar	10,3
Hollanda		200 milyar euro	200 milyar euro	26,5
Portekiz		20 milyar euro	20 milyar euro	6,1
İsveç	200 milyar dolar +6 milyar dolar	200 milyar dolar	206 milyar dolar	50,5
İspanya	30 milyar euro + 50 milyar euro	100 milyar euro	150 milyar euro	14,3
Japonya			632 milyar dolar	14,1
Norveç			57,4 milyar dolar	23,2
Brezilya			13 milyar dolar	1,0
Rusya		50 milyar dolar	86 milyar dolar	6,6
Çin			586 milyar dolar	18,2
Arjantin			3,7 milyar dolar	1,4

Kaynak: Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, (2009): 89

1.5. 2008 Küresel Finansal Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri

Gelişmiş ülkelerdeki piyasalarda ortaya çıkan küresel finansal kriz, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren derinleşerek küresel finans sisteminin tamamını etkisi altına aldığı süreçte Türkiye’de finansal sistem içerisinde türevsel ürünler çok gelişmiş değildi. Türkiye’de bankacılık sektöründe gerekli reformlar 2001 krizinden sonra yapılmış, finansal verileri yeterli ve güçlü olmayan bankalar bu süreçte tasfiye edilmiş ve düzene sokulmuştu. Neticede bütün yapılan iyileştirme çalışmaları meyvesini vermiş ve bankacılık sektörünün 2008 krizine hazırlıklı yakalanmasına imkân sağlamıştır. Gerçekten de BDDK’nın sıkı bir şekilde bankaları gözetimi, bankaların sermaye yeterliliklerinde bir eksiklik olmaması, döviz varlıklarıyla döviz yükümlülükleri arasında bir denge olması ve ABD’dekinin aksine Türkiye’de konut ipotegine dayalı tahvil/bono ihracının yapılmaması olumlu birer yapısal özellik olarak karşımıza çıkmıştır. Bankaların kendi aralarındaki kredi akışını kesmemeleri ve bir anlamda likiditeyi devam ettirmeleri, birey, şirket ya da başka bir finans kuruluşuna kullandırdıkları kredilerini paniğe kapılarak hemen geri çağırılmaları, mudilerin mevduatlarını çekmek için bankalara hücum etmemeleri ve bu anlamda piyasaya olan güvenlerini örtülü olarak açıklamaları da Türkiye’nin hanesine artı bir değer olarak geçmiştir. Ayrıca bu dönemde, kredi notu en düşük gelişmekte olan ülkeler arasında yer almasına rağmen Türkiye’nin risk primindeki bozulma sınırlı olmuştur.

Küresel ekonomide yaşanan küçülme sebebiyle 2008 küresel finansal krizi ülkemizi öncelikli olarak dış ticaret kanalından etkilemiştir. Türkiye’nin ihracatında en önemli dış ticaret ortağı olan Euro bölgesinde yaşanan durgunluk yurtdışı talebi ve ihracatımızı azaltarak dış ticaretimizi olumsuz etkilemiştir. Yaşanan küresel ekonomik gelişmelerin bir sonucu olarak iç ve dış talepte meydana gelen sert daralma dış finansman koşullarını da zorlaştırmıştır. Ülkemizdeki küçük ve orta ölçekli firmaların borçlarının genel olarak ağırlığının Türk Lirası cinsinden olması kur riskini sınırlamıştır. Yabancı para cinsinden borçlar daha çok büyük ölçekli ve ihracata yönelik üretim yapan firmalarda yoğunlaşmıştır. Bu durum TCMB’nin elini güçlendirmiştir.

En temel makroekonomik göstergeler olan büyüme, işsizlik ve enflasyon rakamlarına bakıldığında Türkiye ekonomisinin krizden olumsuz etkilendiği ortadadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler tarafından krize yönelik olarak alınan tüm tedbirlere rağmen, küresel finans krizinin sebep olduğu güven kaybı ekonomik aktiviteyi küresel ölçekte yavaşlatarak büyüme oranlarının belirgin bir şekilde azalmasına sebep olmuştur. Ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlamanın derinleşmesiyle birlikte işgücü istihdamında bozulma ve kötüleşme ile birlikte işsizlik oranlarında sert artışlar görülmüştür. İşgücü piyasasında meydana gelen tüm olumsuzluklar ekonomi genelinde toplam ücret gelirleri üzerinde de aşağı yönlü bir baskı oluşturmuştur. Ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve işgücü piyasasında ortaya çıkan olumsuzluklar yurtiçi talebin düşmesine ve sonuçta enflasyon oranlarında da hızlı bir gerileme süreci yaşanmasına sebep olmuştur.

Gelişmiş ülkelerde başlayan küresel finansal kriz, 2008 yılı Ekim ayından itibaren dış ticaret ve sermaye hareketleri vasıtasıyla dünya ile bütünleşmiş olan Türkiye ekonomisini de etkilemiştir. 2001 krizinden itibaren yüksek oranlarda büyüme kaydeden Türkiye ekonomisi, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren daralma sürecine girmiştir. Küresel finansal krizin etkisiyle iç ve dış talepteki gerileme ve finansman imkânlarının daralması ülkemizde ekonomik aktivitenin yavaşlaması ile sonuçlanmıştır. Krizin derinleştiği 2008 yılının son çeyreği ve 2009 yılının ilk ve ikinci çeyreğinde Türkiye ekonomisi sabit fiyatlarla sırasıyla %7, %14,5, %7,7 oranlarında küçülmüştür¹⁷.

1.6. 2008 Küresel Finansal Krizinde Ülkemizde Maliye Politikası Uygulamaları

2001 krizi sonrasında yaşananlardan ders çıkartılarak alınan mali disiplin politikaları ve tedbirleri sonucunda Türkiye ekonomisinin mali kesiminin küresel mali krize karşı koyma gücü artmıştır. Türkiye'nin krizden doğrudan etkilenen ülkelerle olan ticari ve finansal bağları münasebetiyle ekonominin reel kesimi krize karşı aynı gücü

¹⁷ Şahin, "Para", s.48

gösterememiş, ekonomi iç ve dış talepte yaşanan problemlerden etkilenmiş ve üretim, ihracat, işsizlik gibi veriler bu sebeple olumsuz etkilenmiştir. Krizin çevrelediği bir dünya ekonomisinde güven ortamı bozulmuş, kaygılar artmış, yaşanan belirsizlikler artmış, artan risk algısı ve kredi olanaklarındaki daralmayla birlikte mali kriz ekonomik faaliyetlerde düşüşe sebep olmuştur. Türkiye’de kamu otoriteleri krizi en az hasarla atlatabilmek için ilk olarak para politikası ağırlıklı bir seyir izlemiştir. Ancak uygulanan para politikası tedbirleri ekonominin canlanması noktasında yetersiz kalmış, bu durumda ekonomik canlanmayı sağlayabilecek maliye politikası tedbirlerinin alınması elzem olmuştur. Kamu otoritelerinin yaşanan krizi aşabilmek için devreye koyduğu politikaların neredeyse tamamı maliye politikası araçları olan kamu gelir ve harcama politikalarına dayanmıştır. Yaşanan ekonomik krizin olumsuz etkilerini azaltmak ve ekonomik canlanma için çözüm üretebilmek için merkez bankası tarafından yapılan faiz indirimi ve likiditeyi canlandırıcı politikalara ilave hükümet vergi politikalarını da devreye koymuştur. Bu doğrultuda seçilmiş sektörlerde ekonomik aktiviteyi artırmak için Katma Değer Vergisi (KDV) ve Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) indirimlerine gidilmiştir. Ayrıca istihdamı ve yatırımı artırmak için bölgeler ve sektörler bazında uygulanmak üzere Türkiye’yi dört bölgeye ayıran teşvik paketi hazırlanmıştır.

Türkiye’de 1999 ve 2001 yılı krizlerinin ardından hükümetin malî disipline sadık kalmış olması, bankacılık ve finansal sistemin 2001 kriz döneminden farklı olarak ciddi boyutta açık pozisyonunun bulunmaması ve bankaların sermaye yapılarının güçlü olması gibi temel etkenler ülkemize krizden çıkış için güçlü bir pozisyon sağlamıştır. Türkiye’deki faaliyet gösteren bankaların yabancı bankalara ait menkul kıymetleri ve türev araçlarını satın almaları kanunen mümkün olmadığından dolayı ülkemiz Avrupa ve Japonya finans çevrelerinin karşılaştığı ve ABD’deki finans sektöründe kıymetli kâğıtların düşmesinden kaynaklanan bir sorunla karşı karşıya gelmemiştir. Türkiye’nin krizden doğrudan etkilenen ülkelerle olan ticari ve finansal bağları sebebiyle o ülkelerde ortaya çıkan talep daralması, krizin ülkemiz ekonomisi üzerindeki olumsuz etkisini artırmış, gerek dış gerekse iç talepteki daralmaya bağlı olarak Türkiye’de büyüme ve istihdam oranı düşmüş, ekonominin sürükleyici sektörü olan imalat sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranı gerilemiştir. Bu durumda ülkemiz, krizin etkilerinin giderilmesi ve ekonomik istikrarın yeniden sağlanması amacıyla reel sektöre yönelik geçmişte

pek rastlanmayan maliye politikaları uygulamıştır. Türkiye kriz süresince uyguladığı maliye politikası önlemleri ile bir yandan piyasada ortaya çıkan güven bunalımını ve belirsizliği ortadan kaldırmayı amaçlarken diğer yandan özel sektörün yatırım ve hane halkı tüketim harcamalarında yaşanan daralmanın sebep olduğu aşırı talep daralmasını telafi etmeyi amaçlamıştır.

Krizin yoğunlaştığı 2009 yılında reel ekonomideki daralmanın sebebi tüketicilerin ve yatırımcıların gelecek kaygısından dolayı özel tüketim ve yatırım harcamalarındaki gerilemelerdir. Hükümet özel kesim harcamalarındaki düşüşü öngörebilmiş, kayıpları en aza indirmek ve milli gelirdeki düşüşü engellemek için kamu harcamalarında artışa gitmiş ve böylece krizin etkilerini gidermeyi amaçlamıştır. İç talebin canlandırılması amacıyla bazı ürünlerde ÖTV ve KDV oranları geçici bir şekilde düşürülerek firmaların ellerinde biriken stokların eritilmesi sağlanmış, yatırım ortamını iyileştirmek için yeni yatırım teşvikleri getirilmiştir. İlave istihdam artışı sağlamak ve işçi çıkarmaları önleme amaçlı prim destek sistemi oluşturulmuştur. Ayrıca, dış piyasalarda rekabeti sağlayacak AR-GE destekleri, fuar destekleri, yurtdışı tanıtım destekleri verilmiş, KOBİ'lere ve ihracatçı firmalara uygun kredi ve garanti destekleri sağlanmıştır. Mart 2009'da 14802 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile uygulamaya konulan ÖTV ve KDV indirimleri ile tüketici kredilerinde yapılan indirim gibi uygulamaların, tüketici talebinin uyarılmasında yüksek etkiye sahip olduğu söylenebilir. Şubat 2009'da indirimli kurumlar vergisi uygulaması ile gelir vergisi stopajı ve sigorta primi işveren hissesi desteği ise reel sektörün üretim ve yatırımlarını teşvik etmiş, işsizliğin artması önlenerek ilave istihdam artışı sağlanmıştır.

Türkiye'de kriz sürecinde gerçekleşen temel ekonomik göstergelere bakıldığında 2008 yılının krizin başlangıç yılı olduğu, 2009 yılının krizin ülke ekonomisi üzerindeki etkisini en fazla gösterdiği yıl olduğu ve 2010 yılının ise krizin etkilerinin atlatılmaya başlandığı yıl olduğu görülmektedir.

Tablo 4 : Türkiye’de Kriz Sürecinde Temel Ekonomik Göstergeler

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Milli Gelir (Büyüme Oranı)						
Reel GSYİH	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.2
Özel Tüketim	5.5	-0.3	-2.3	6.7	7.7	-0.6
Yatırımlar	3.1	-6.2	-19.0	30.5	18.0	-2.7
Kamu Maliyesi (GSYİH'ya						
Gelirler	22.6	22.1	22.6	23.1	22.9	23.4
Harcamalar	24.2	23.9	28.2	26.8	24.2	25.5
Bütçe dengesi	-1.6	-1.8	-5.6	-3.7	-1.3	-2.1
Merkezi yönetim toplam borç	39.6	40.0	46.3	43.1	40.0	37.6
Kamu Kesimi Borçlanma	0	2	5	2	0	1
Diğer Göstergeler						
Cari işlemler dengesi/GSYİH	-5.9	-5.7	-2.3	-6.4	-10.0	-6.1
Kapasite Kullanım Oranı (%)	80.2	76.7	65.3	72.6	75.4	74.2
İşsizlik Oranları (%)	10.3	11.0	14.0	11.9	9.8	9.2

Kaynak: Merkez Bankası (2012); TÜİK (2013)

Tablo 5 : Krize Karşı Alınan Mali Önlemler

Tedbir	Uygulama	Açıklama
Vergisel Tedbirler	Varlık Barışı	Yurtdışındaki varlıkları yurtiçine getirmek amacıyla vergi indirimleri ve muafiyetleri içermektedir.
	ÖTV İndirimi (15.06.2009’a kadar)	Motorlu taşıtlardan alınan ÖTV’de geçici indirimde gidilmiştir. Beyaz eşyada % 6,7’den % 0’a, indirilmiştir.
	KDV indirimi (30.09.2009’a kadar)	Mobilya ve bilgisayarda KDV oranı %18 yerine %8 uygulanmıştır. 150m ² üzerindeki konut satışında KDV % 18’den %8’e indirilmiştir.
	Hisse Senedi Kazancı	Yerli yatırımcılara uygulanan %10’luk stopaj sıfıra indirilmiştir.
	Vergi Borcu Tecili	Vergi borçları 18 ay süreyle %3 faizle taksitlendirilmiştir.
	Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu	Gerçek kişilere kullanılan kredilerdeki (KKDF) kesintisi oranı %15’ten %10’a indirilmiştir.
	Özel İletişim Vergisi	ÖİV %15’ten %5’e indirilmiştir.
	KOBİ Birleşmeleri	31.12.2009 tarihine kadar birleşen KOBİ’ler kanunda belirlenen şartları sağlamaları kaydıyla, kurumlar vergisi muafiyeti ve %75’e kadar indirimli kurumlar vergisi uygulanmasından faydalanabileceklerdir.

İstihdam Tedbirleri	Kısa Çalışma Ödeneği	Ödenek miktarı %50 oranında artırılarak, yararlanma süresi 3 aydan 6 aya çıkarılmıştır.
	Genç ve Kadın İstihdam	Genç ve kadın istihdam teşvikinin süresi uzatılmıştır.
	İşsizlik Ödeneği	Ödenek %11 oranında artırılmıştır.
	Çalışma Programları	Program kapsamında 120 bin işsize doğrudan istihdam olanağı
	Mesleki Eğitim Faaliyetleri	200 bin kişinin eğitileceği program kapsamında işgücünün mesleki becerisinin geliştirilmesi süresince kişi başı 15 TL
	Girişimcilik ve Eğitim Danışmanlığı	İşsizlere girişimcilik konusunda verilen eğitimle KOSGEB kriterleri çerçevesinde sunulacak projelere KOSGEB tarafından 4000 TL tutarında hibe verilecektir.
Stajyer İşbaşı Eğitim Destekleri	İş tecrübesi olmayan Meslek Lisesi, dengi ve üstü eğitim kurumu mezunu stajyerlere eğitim süresi boyunca günlük 15 TL ödeme	
	İlave İstihdam Teşviki	İlave istihdam sağlayan yatırımcılara prim desteği sağlanması
Yatırım Teşvikleri	5084 sayılı yasa	Yatırım ve istihdamın teşvikine ilişkin yasa ile yatırımcılara gelir vergisi, sigorta primi ve enerji desteği teşvikleri sağlanmıştır.
	Bölgesel Gelişmişlik Desteği	Bölgelere göre kurumlar/gelir vergisi indirimi, SSK işveren primi desteği, faiz desteği, yeri tahsisi, KDV istisnası ve gümrük vergisi muafiyeti
	AR-GE Desteği	Yüksek teknoloji ve sermaye gerektiren AR-GE ve teknoloji kapasitesini artıran 12 sektörde büyük proje yatırımları desteklenmiştir.
	Tekstil, deri vb. Sektör Teşviki	İstihdam miktarı ve kurulacak bölgenin türüne göre yatırımcılara indirimli kurumlar vergisi ve SSK işveren primi desteği sağlanacak
Üretici ve İhracatçı Destekleri	KOBİ desteği	Sıfır veya düşük faizli kredi desteği ve Kredi Garanti Desteği Uygulaması kapsamında KOBİ'lere verilen kredilerin %65'ine kefalet sağlanmıştır.
	İhracat Teşviki	İhracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiştir
	Tarım Teşvikleri	Düşük faizle kullanılan kredi vadeleri uzatılmıştır.
	Eximbank	Hazine toplam garanti ve ikraz limiti 4 milyar dolara

AR-GE Destekleri	Vergi İndirimi	Ar-Ge personelinin yararlandığı vergi indirimi desteği yeniden düzenlenerek, desteğin 5 yıl boyunca doğrudan firmalara verilmesi.
	Gelir Vergisi İndirimi	Ar-Ge ve destek personelinin gelir vergisinin belli oranda indirilmesi.

Kaynak: Resmi Gazete’de yayınlanan (5811, 5834, 5838, 5891, 5904, 5917) sayılı kanunlar ve Resmi Gazete’de yayınlanan (2008/14272, 2008/14489, 2009/14580, 2009/14593, 2009/15199, 2009/14802, 2009/14803, 2009/14804, 2009/14812, 2009/14813, 2009/14881, 2009/15081, 2009/15082, 2009/15199, 2009/15197, 2009/1) sayılı Bakanlar Kurulu Kararları.

Hükümetin küresel krize karşı aldığı önlemlerin tamamına yakını maliye politikası araçları olan gelirler ve harcamalar politikası dayanaklı olup hükümeti bu önlemleri almaya iten sebep ise kapasite kullanım oranındaki önemli düşüş ve işsizlik oranındaki artıştır. Ekonomik kalkınmanın hızlandırılması, işsizliğin önlenmesi ve istihdamın artırılması, bölgelerarası gelişmişlik düzeyi farkının en aza indirilmesi ve teknolojik ve bilimsel gelişme olgusunun öne çıkartılarak sektör bazlı yatırımların teşvik edilmesi amacıyla 5838 sayılı “Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkındaki Kanun” ile teşvik belgesine bağlanan yatırımlardan elde edilen kazançlar için indirimli kurumlar vergisi oranı uygulaması getirilmiştir.

Krizin etkilerini azaltmak amacıyla bazı harcama kalemlerinde ilave artışlar yapılmış ve özellikle kamu yatırımlarına ayrılan kaynakların yüksek öncelikli ekonomik ve sosyal altyapı yatırımlarına yönlendirilmesi benimsenmiştir. Bu amaçla, ekonomide fiziki ve sosyal altyapı yatırımlarının yenilenmesini ve genişletilmesini sağlamak amacıyla kamu yatırım projelerine ağırlık verilmiştir. Ayrıca ekonominin krizden çıkışını kolaylaştırmak ve sürdürülebilir bir büyüme yapısını yeniden tesis etmek için özel sektör yatırımlarını, ihracatı ve istihdamı artırmaya yönelik politikaların uygulanması kararlaştırılmıştır.

Mali krizin Türkiye’ye yansımaları sebebiyle işini kaybedenlerin durumlarının kötüleşmesini önlemek, sosyal adaleti sağlayabilmek ve ekonomik talebi canlı tutmak amacıyla 2008 ve 2009 yıllarında kısa çalışma ödeneği için yapılan başvurularla sınırlı olmak üzere, 5838 sayılı Kanun ile 4447 sayılı İşsizlik Sigortası Kanunu’na

geçici bir madde eklenerek kısa çalışma ödeneğinin süresi ve miktarı arttırılmıştır. Kısa çalışma ödeneğinden yararlanma süresi 3 aydan 6 aya çıkarılmış, ödeme miktarı da %50 arttırılmış ve yapılan ödemelerin işsizlik ödeneği süresinden mahsup edilmesi uygulamasına son verilmiştir. Yine sağlık hizmeti sunucularına yapılan kamu ödemelerinin hızlandırılması kararı alınmış ve geçici süreli yeni iş alanları oluşturulmuştur. Kriz tedbirleri kamu maliyesi üzerinde ek maliyetler getirmekle birlikte, söz konusu maliyetlere katlanmanın temelinde ekonomik canlanmayı gerçekleştirmenin yattığı, bu sebeple alınan önlemlerin yerinde olduğu düşünülmektedir.

2008 Küresel krizi döneminde uygulanan maliye politikalarını kısaca özetlersek;

- TC Maliye Bakanlığı reel sektöre vergi ödeme kolaylığı getirdi. Yeni yapılandırmaya göre 1 Eylül 2008 tarihinden önce tahakkuk etmiş olan vergi borçlarının ödenmesine Aralık 2008 itibariyle başlanması ve 18 taksitle bölünmesi hükme bağlanmıştır.
- Çıkarılan yasayla, gerçek ve tüzel kişilerin 1 Ekim 2008 tarihi itibariyle sahip olup yurt dışında buldukları para, döviz, altın, hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymetlerin Türkiye'ye getirilmesi halinde bunlardan yüzde 2 oranında bir vergi alınarak kayda girmesi sağlanmaktadır. Aynı şekilde gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin yurtiçinde bulunan ancak 1 Ekim 2008 tarihine kadar defter ve envanter kayıtlarına işlenmeyen taşınır ve taşınmazlarının kayda alınması da yüzde 5'lik bir vergi ödenmek suretiyle mümkün olacaktır. Taşınır ve taşınmaz malların Türkiye'ye getirilmesi ya da yurtiçindekilerin kayda alınması, yasa gereğince 3 ay süreyle uygulanacak, bu varlıklara tarh edilen vergiler de tarhiyatın yapıldığı ayı izleyen ayın sonuna kadar ödenebilecektir.
- Sicil affına ilişkin Kanun 28 Ocak 2009 Tarihli ve 27124 Sayılı Resmî Gazete yayımlanarak yürürlüğe girmiş, yasayla gerçek ve tüzel kişilerin, karşılıksız çek, protesto edilmiş senet, kredi kartı ve diğer kredi borçlarına ilişkin kayıtları, borçların yasanın yürürlük tarihinden önce veya yürürlüğe girdiği tarihten itibaren 6 ay içinde ödenmesi veya yeniden yapılandırılması halinde, borcun tamamının ödenmesini müteakiben Merkez Bankası'nda tutulan kayıtlardan silinmesi öngörülmektedir.

• Hükümetin kriz ortamında şirketleri, çalışanları ve emeklilere yönelik uygulamaları içeren yasa hazırladı. Yasayla; İşsizlik Fonu üzerinden uygulanan "kısa çalışma ödeneği"nde süre 3 aydan 6 aya çıktı, ödeme miktarı da yüzde 50 artırıldı. Emeklilerin aylıklarının hiçbir şekilde haciz edilememesi hükmü yasallaşmış oldu. 49 ile dönük uygulanan teşviklerin süresi 1 yıl uzadı¹⁸.

1.7. 2008 Küresel Finansal Krizinde Türkiye’de BDDK Uygulamaları

Küresel finansal kriz döneminde makro ihtiyati tedbirleri devreye sokan TCMB’ye ek BDDK’da bankacılık sektörüne yönelik olarak bankaların 2008 kârlarını dağıtırmayarak bünyelerinde tutmalarını istemiş ve faizlerdeki son artışların bankaların bilançoları bozmaması için düzenleme yapmış, ayrıca aldığı diğer tedbirlerle destek olmuştur. BDDK, aldığı kararlarla ihtiyaç kredileri için ayrılan karşılıklara ve sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerde değişiklikler yapmış, bankaların ayırması gereken genel karşılık oranlarını ve bankaların sermaye yeterliliği hesaplamasında kullandığı tüketici kredileri ve kredi kartları risk ağırlıkları oranlarını artırmıştır.

BDDK tarafından Bankalarca Kredilerin ve Diğer Alacakların Niteliklerinin Belirlenmesi ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul Ve Esaslar Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına İlişkin Yönetmelik yayınlanmıştır. Yeni düzenleme ile birlikte, hali hazırda sorunsuz görünen kredilerin de beklenmeden, yeniden yapılandırılabilmesine imkân tanınmıştır.

BDDK tarafından 17 Aralık 2010 tarihinde yapılan değişiklikle asgari ödeme oranları, yeni tahsis edilen kredi kartlarında yüzde 20’den yüzde 40’a çıkarılırken, mevcut kredi kartlarında kredi kartının limitine bağlı olarak üç yıllık döneme yayılacak bir şekilde yeniden dizayn edilmiştir. Söz konusu Yönetmelik’te 08.10.2013 tarihinde yapılan değişiklikle kredi kartlarında asgari ödeme oranında artışlar yapılmıştır. Bu uygulama kredi kartı kullanıcılarının ödemesi gereken asgari tutarı artıracığından,

¹⁸ Pelin Ataman Erdönmez, “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, (2009): 96-97

dönem sonu borcundan ödenmeyen kısmın azalması, borç ödeme alışkanlıklarını değiştirerek ödeme oranlarının yükseltilmesi ve nihayetinde hane halkı borçluluk seviyesinin aşağı çekilmesi amaçlanmıştır¹⁹.

Banka Kartları ve Kredi Kartları Hakkında Yönetmelik'te 17.12.2010 tarihinde yapılan ancak 17.06.2011 tarihinde yürürlüğe giren değişiklikle bir takvim yılı içinde en fazla 3 defa kredi kartı borcunun yarısına kadar olan tutar ödeniyorsa bu kartlardan nakit çekilemeyeceği karara bağlanmıştır. Yapılan düzenlemelerle borcunu ödeyemeyen kredi kartı kullanıcıları için kredi arzının kısıtlanması hedeflenmiş ve başarılı olunmuştur. Literatürde kredi/gelir oranı olarak bilinen kredi kartı limit sınırlaması, kredi arzını sınırlayarak kredi hacmini azaltmayı, hane halkının geliriyle orantılı borçlanmasının sağlanması ve borcun ödenmeme riskinin azaltılmasını amaçlamaktadır²⁰.

¹⁹ TCMB, “*Finansal İstikrar Raporu*”, Sayı: 19, (2014), s.52.

²⁰ TCMB, “*Finansal İstikrar Raporu*”, Sayı: 19, (2014), s.53.

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ ÖNCESİ VE KRİZ SÜRECİNDE TCMB PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

2.1. 2008 Küresel Finansal Krizi Öncesi TCMB'nin Para Politikası Uygulamaları

2001 senesi Şubat ayında finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler 2000 senesi başından beri uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı istikrar programının devam ettirilmesini olanaksız kılmıştır. 22.02.2001 tarihinde serbest kur rejimini benimseyen TCMB'nin önceliği, ödemeler sistemine işlerlik kazandırarak finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olmuştur. Kriz sonrası uygulanan programın temel amaçlarından birisini, bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılması oluşturmuştur. 2001 senesinde dalgalı kur rejimi ile uyumlu para politikası uygulaması sonucunda IMF ile yapılan 18. Stand-by Anlaşması (2000-2002) ile belirlenen performans kriterleri ve gösterge niteliğindeki hedeflere ulaşılmış, sadece 30 Haziran itibarı ile para tabanı için gösterge niteliğindeki tavan değeri aşılmıştır. 2001 senesi Mayıs-Aralık döneminde kısa vadeli faiz oranları, likidite kontrolü ve fiyat istikrarına yönelik olarak Merkez Bankası tarafından kullanılan en önemli para politikası aracı olarak öne çıkmıştır.

Tablo 6: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)			Net Uluslararası Rezerv Değişimi (Milyon Dolar)			
	Hedef ⁽¹⁾	Hedef ⁽²⁾	Ger. ⁽³⁾	Hedef ⁽¹⁾	Hedef ⁽²⁾	Ger.	Hedef ⁽¹⁾	Hedef ⁽⁴⁾	Ger.
30 Nisan 2001	-	-	5.850	-	-	6.739	-	-	
31 Mayıs 2001	5.900	-	5.815	9.750	-	7.942	-1.500	-	-837
30 Haziran 2001	6.050	-	6.247	13.250	-	12.943	-2.900	-	-3.059
31 Ağustos 2001	6.300	7.175	6.748	15.850	17.250	16.437	-2.000	-2.500	-1.370
31 Ekim 2001	6.800	7.550	7.140	19.500	21.150	17.933	-2.600	-3.250	-304
31 Aralık 2001	7.300	7.750	7.642	21.000	22.400	19.493	-600	-3.546 ⁽⁵⁾	-1.730

Kaynak: TCMB.

- (1) Mayıs 2001 tarihli niyet mektubu, (2) Temmuz 2001 tarihli niyet mektubu, (3) Gerçekleşme, (4) Bir önceki limite göre kullanılmayan miktar veya cari dönemdeki limit değerinin yüzde 25'i kadar (hangi değer daha küçük ise) arttırılmıştır. (5) Eylül-Ekim döneminde kullanılmayan miktarın tamamı Kasım-Aralık dönemine aktarılmıştır.

Merkez Bankası para tabanı için dönemler itibarıyla, enflasyon hedefi ile tutarlı büyüklükler belirlenmesine ek olarak, 2002 senesinde gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası stratejisi izlemiştir. 2002 senesi ilk 4 ayında IMF tarafından ek kaynak aktarımları ile desteklenen ekonomik program başarılı bir biçimde uygulanmış ve uygulanan programa güven artmıştır. Güven unsuru iç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin umutları artırmıştır. Bu dönemde, Türk lirası % 8 civarında değerlenmiştir. TCMB gecelik faiz oranlarını 01-04/2002 döneminde gecelik borçlanma faiz oranını % 59'dan % 48'e, borç verme faiz oranı ise % 62'den % 55'e düşürmüştür. Akabinde 8.ay başında gecelik borçlanma faiz oranını % 48'den % 46'ya, borç verme faiz oranı % 55'ten % 53'e düşürmüştür. 11.11.2002 tarihinde gecelik borçlanma faiz oranı % 44'e, borç verme faiz oranı ise % 51'e düşürülmüştür. 2002 yılı para programı çerçevesinde Merkez Bankası bilanço büyüklüklerinden performans kriteri olarak belirlenen Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervler ile gösterge niteliğinde belirlenen Net İç Varlıklar'a ilişkin hedeflere ulaşılmıştır (Tablo 7)²¹.

Tablo 7: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Değişimi (Milyon Dolar)	
	Hedef ⁽¹⁾	Ger.	Hedef ⁽¹⁾	Ger.	Hedef ⁽¹⁾	Ger.
28 Şubat 2002 ⁽²⁾	8.250 ^(P)	7.823	26.100 ^(G)	24.318	-6.500 ^(P)	-4.907
30 Nisan 2002	8.900 ^(P)	8.680	27.700 ^(G)	25.197	-7.200 ^(P)	-4.926
30 Haziran 2002	9.089 ^{(P)(3)}	9.009	28.739 ^(G)	26.374	-7.800 ^(P)	-5.755
30 Eylül 2002	10.600 ^(P)	10.104	31.139 ^(G)	28.551	-8.500 ^(P)	-5.889
31 Aralık 2002	10.850 ^(P)	10.720	33.139 ^(G)	28.603	-9.700 ^(P)	-4.614

Kaynak: TCMB.

²¹ TCMB, "2002 Yıllık Rapor" (2003), s.75-77.

²(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(2) 28.02 2002 tarihli performans kriteri, bayram tatilinin nakit talebi üzerindeki geçici etkisini hesaba katmak amacıyla, 11-12 Şubat ve 11-12 Mart 2002 tarihlerinin dört iş günü ortalaması üzerinden hesaplanmıştır.

(3) Pamukbank, TMSF'ye devredilmesi nedeniyle TCMB nezdinde tesis etmesi gereken 161 trilyon Türk liralık zorunlu karşılık yükümlülüğünden muaf tutulmuştur. Bu nedenle, Para Tabanı için 18 Ocak 2002 tarihli Niyet Mektubu'nda Haziran sonu için belirlenen 9.250 trilyon Türk lirası üst sınır, 9.089 Türk lirası olarak; Net İç Varlıklar için Haziran sonu için belirlenen 28.900 trilyon Türk liralık üst sınır 28.739 trilyon Türk lirası olarak düzeltilmiştir.

(P): Performans kriteri, (G): Gösterge değer.

Merkez Bankası'nın Şubat 2001 krizi sonrası kamu bankaları ve TMSF bünyesindeki bankaların kısa vadeli akışkanlık gereksinimlerinin karşılanması amacıyla söz konusu bankalardan satın aldığı DİBS mukabilinde piyasada önemli miktarda fazla likidite oluşmuştur. Söz konusu yapısal likidite fazlası 2002 senesi boyunca devam etmiş ve 2002 senesi sonu itibarıyla 9,6 katrilyon Türk lirası düzeyinde gerçekleşmiştir. Merkez Bankası'nın likidite yönetimi fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek kaydıyla finansal istikrarı da gözeterek şekilde düzenlenmiş ve piyasadaki fazla likidite, Bankalararası Para Piyasası (BPP)'ndeki Türk lirası depo işlemleri ve APİ çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda gerçekleştirilen ters repo işlemleri ile çekilmiştir.

2002 senesi içerisinde sadece üç defa döviz piyasalarına müdahale yapılmış; 11 Temmuz ile 24 Aralık tarihlerinde satım yönünde, 2 Aralık tarihinde ise alım yönünde gerçekleşmiştir²².

²² TCMB, "2002 Yıllık Rapor" (2003), s.77-78.

Merkez Bankası, 2003 senesinde temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını gelecek dönem enflasyonunu belirleyen unsurları göz önünde bulundurarak belirlemeye devam etmiştir. Bu çerçevede, döviz kurlarında ve petrol fiyatlarında Irak savaşından sonra gözlenen düşmeye bağlı olarak maliyet yönlü enflasyonist baskının ortadan kalkması, ekonomik programda öngörülen yapısal reformlarla ilgili kararların ve bütçe disiplinine ilişkin önlemlerin alınacağına dair kararlılık ve bunlara bağlı olarak güven ortamının oluşmasıyla birlikte enflasyon beklentilerinin olumluya dönmesi sonucunda Merkez Bankası Nisan ayından itibaren Haziran, Temmuz, Ağustos, Eylül ve Ekim aylarında altı kez faiz indiriminde bulunmuştur. Sonuç olarak, Nisan ayı başında % 44 seviyesinde bulunan gecelik borçlanma faiz oranı, Ekim ayında % 26 seviyesine düşürülmüştür. TCMB, finansal piyasalardaki istikrarı sağlamlaştırmaya yönelik, 2003 senesi başında Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) ödünç işlemleri piyasasını faaliyete geçirmiştir. Merkez Bankası, bankacılık sisteminin aracılık maliyetlerinin azaltılması yolu ile finansal piyasaların etkin çalışmasına ve derinleşmesine katkıda bulunmak maksadıyla Türk lirası zorunlu karılıklara uygulanan faiz oranının, bankacılık sistemindeki mevduatların ağırlıklı ortalama basit faiz oranlarının % 75’i ile 80’i aralığında olması öngörülmüştür.

2003 senesi boyunca fiyat istikrarı sağlanması doğrultusunda, 2003 senesi için belirlenen tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır (Tablo 8)²³.

Tablo 8: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Değişimi (Milyon Dolar)	
	Hedef ⁽¹⁾	Ger.	Hedef ⁽¹⁾	Ger.	Hedef ⁽¹⁾	Ger.
30 Nisan 2003	12.800 ^(P)	11.883	32.800 ^(G)	30.951	-6.500 ^(P)	-5.996
30 Haziran 2003	13.200 ^(P)	13.039	34.100 ^(G)	29.395	-7.000 ^(P)	-3.865
30 Eylül 2003	14.100 ^(P)	13.877	33.800 ^(G)	22.968	-6.000 ^(P)	1.504
31 Aralık 2003	14.900 ^(P)	14.657	28.400 ^(G)	25.997	-2.000 ^(P)	-536

Kaynak: TCMB.

²³ TCMB, “2003 Yıllık Rapor” (2004), s.75-77.

(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(2) Alt sınır. (P): Performans Kriteri, (G): Gösterge değer.

Esas gayesi fiyat istikrarını temin etmek olan TCMB, dalgalı kur rejimi dahilinde, 2004 senesinde de bir sonraki yıl enflasyonuna odaklanan bir para politikası izlemiştir. Bu gayeye ulaşmak için, kısa vadeli faiz oranları temel para politikası vasıtası olarak kullanılmıştır. Makroekonomik programın uygulanmasında gösterilen kararlılık, belirsizlikleri ve risk primini azaltarak faiz oranlarının düşmesine vesile olmuştur. Faiz oranlarındaki düşüşle beraber, mali piyasalardaki istikrar sürecinde Türk parasının yabancı para birimleri karşısında değerlendirilmesi, yatırımlar için uygun bir ortam meydana getirmiştir. Oluşan uygun ortam, yatırımcı güveninin artmasına vesile olmuş ve özel firmaların makine-teçhizat yatırımlarını gerçekleştirmelerine imkân sağlamıştır. Piyasadaki fazla nakit Bankalararası Para Piyasası (BPP) Türk lirası depo işlemleri ve APİ çerçevesinde, İMKB Repo-Ters Repo Pazarında gerçekleştirilen ters repo işlemleriyle çekilmeye devam olunmuştur. Türk parası nakit düzeyindeki gerilemeye bağlı olarak, Ekim 2004'ten itibaren Türk parası depo alım ihalelerine son verilmiştir. Netice olarak, 2004 senesi boyunca, günlük çekilen fazla likidite miktarı 0,6 katrilyon Türk parasıyla 11,6 katrilyon Türk parası arasında değişmiştir²⁴.

Tablo 9: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon Dolar)	
	Hedef ¹	Gerçekleşme	Hedef ¹	Gerçekleşme	Hedef ²	Gerçekleşme
31 Mart 2004	16.100 ^(P)	16.948	29.600 ^(G)	27.321	-2.000 ^(P)	748
30 Nisan 2004	17.500 ^(P)	17.508	31.600 ^(G)	26.076	-2.000 ^(P)	1.791
31 Ağustos 2004	20.500 ^(P)	19.301	34.600 ^(G)	28.015	-2.000 ^(P)	1.629
31 Aralık 2004	20.900 ^(P)	19.190	35.000 ^(G)	30.121	-2.000 ^(P)	229

Kaynak: TCMB.

(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biriyle sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

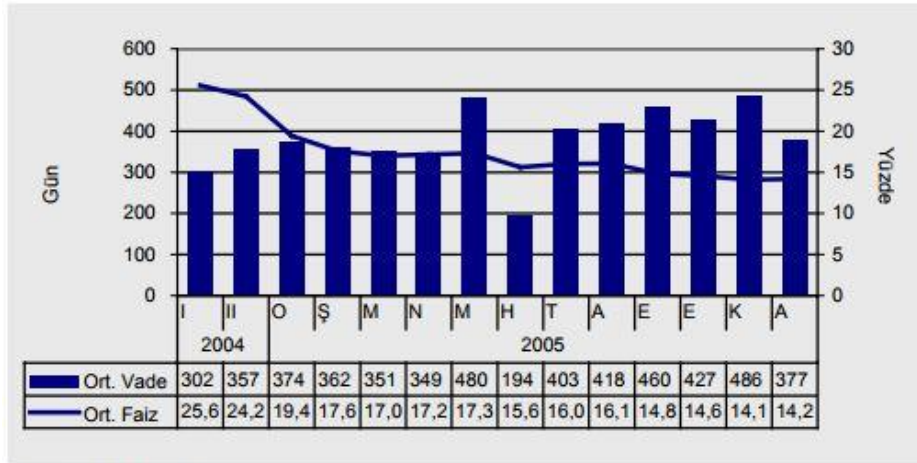
(2) Alt sınır.

(P): Performans Kriteri, (G):Gösterge Değer.

²⁴ TCMB, “2004 Yıllık Rapor” (2005), s.75-77.

2005 senesinde siyasi istikrarla birlikte yürütülen para ve maliye politikalarının oluşturduğu iyimser hava ile birlikte faiz oranları 2004 senesi sonuna göre 8,9 puan gerilemiştir. 2005/Şubat ayında % 17,6 seviyesine olan bileşik iç borç ihale faizi, 2005/12 ayında % 14,2 seviyesine gerilemiştir. (Grafik 1)²⁵.

Grafik 1: 2005 Senesi İhalelerinde Ortalama Borçlanma Vadesi ve Bileşik Faiz Oranı



Kaynak: HM, TCMB.

(1) YTL cinsi iskontolu ihaleleri kapsamaktadır.

2005 senesi başında, Türk parasından 6 sıfır atılarak yeniden itibar kazanması sağlanmıştır. Bu büyük hamle fiyat istikrarına önemli katkı sağlamış ve piyasalara güven gelmiştir. Ayrıca, finansal kesimin kırılabilirliği azalarak ekonomiye olan güven artmıştır. TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak 2006 senesi başında geçileceğini açıklamış ve 2005 senesini geçiş dönemi olarak ilân etmiştir. 2005 senesinde uygulanacak para ve kur politikasına göre dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir.

2005 senesi için Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezerv üzerine performans niteliğinde, Net İç Varlıklar üzerine ise gösterge niteliğinde hedefler belirlenmiş ve belirlenen hedeflerin tümü 2005 senesi sonu itibari ile tutturulmuştur (Tablo 10)²⁶.

²⁵ TCMB, “2005 Yıllık Rapor” (2006), s.39-40.

²⁶TCMB, “2005 Yıllık Rapor” (2006), s.73-75.

Tablo 10: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Para Tabanı Üst Limit (Milyon YTL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Milyon YTL)		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon ABD doları)	
	Hedef ⁽¹⁾	Gerçekleşme	Hedef ⁽¹⁾	Gerçekleşme	Hedef ⁽²⁾	Gerçekleşme
31 Mayıs 2005	23.600 ^(P)	22.976	37.700 ^(G)	31.315	2.000 ^(P)	5.835
30 Haziran 2005	23.600 ^(P)	22.598	37.700 ^(G)	23.987	2.000 ^(P)	10.455
30 Eylül 2005	24.700 ^(P)	26.835	37.800 ^(G)	23.700	2.800 ^(P)	13.169
31 Aralık 2005	29.200 ^(P)	28.756	25.500 ^(G)	12.587	14.000 ^(P)	22.393

Kaynak: TCMB.

(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin herbiri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(2) Alt sınır.

(P): Performans kriteri; (G): Gösterge niteliğinde hedef.

Temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları sene içinde dokuz kez düşürülerek fiyat istikrarı temel hedefine katkı sağlanmıştır. 2005/01 ayında % 17 olan TCMB gecelik borçlanma faiz oranı 9.12.2005 tarihinde % 13,5 seviyesine indirilmiştir (Tablo 11)²⁷.

Tablo 11: TCMB Faiz Kararları (Gecelik, Yüzde)

	Borçlanma	Borç verme
11 Ocak 2005	17,00	21,00
9 Şubat 2005	16,50	20,50
9 Mart 2005	15,50	19,50
11 Nisan 2005	15,00	19,00
10 Mayıs 2005	14,50	18,50
9 Haziran 2005	14,25	18,25
11 Ekim 2005	14,00	18,00
9 Kasım 2005	13,75	17,75
9 Aralık 2005	13,50	17,50

Kaynak: TCMB.

TCMB, para politikası stratejisi olarak 2006 senesinde açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Bu rejim, merkez bankasının şeffaflık, hesap verebilirlik ve öngörülebilirlik alanlarında önemli adımlar atmasına vesile olmuştur. Hesap verebilirlik mekanizmasına esas teşkil etmesi açısından 2006 senesi için, sene sonu hedefi ile uyumlu 3'er aylık enflasyon patikası, her 2 yönde 2'şer puanlık 'belirsizlik aralığı' ile birlikte açıklanmıştır (Tablo 12).

²⁷ TCMB, "2005 Yıllık Rapor" (2006), s.75

Tablo 12: 2006 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Politikası, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri

	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
Belirsizlik aralığı üst sınırı	9,4	8,5	7,8	7
Hedefle uyumlu patika	7,4	6,5	5,8	5
Belirsizlik aralığı alt sınırı	5,4	4,5	3,8	3
Gerçekleşmeler	8,16	10,12	10,55	9,65

Kaynak: TCMB.

TCMB dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına 2006 senesinde de devam etmiştir. Döviz kurları döviz piyasasındaki arz ve talep koşulları ile belirlenirken, TCMB'nın herhangi bir döviz kuru hedefi ve taahhüdü olmamıştır. Ancak TCMB kurlarda görülen aşırı volatilité üzerine, 1 defa döviz alım ve 3 defa döviz satım yönünde doğrudan müdahalede bulunmuştur.

2007 senesi orta vadeli para politikası stratejisi çerçevesinde, fiyat istikrarı temel hedef olarak alınmış ve geçen yıl uygulanmaya başlanan açık enflasyon hedeflemesi rejimine bu yılda devam edilmiştir. 2007 senesi 2.yarisında ithalatın ihracattan miktar olarak daha hızlı büyümesi neticesinde net ihracatın büyümeye katkısı negatif olmuştur. Para politikası uygulamaları açısından getirilen yenilik, enflasyon tahminlerinin, 2007 senesinden itibaren, 2 yıllık bir vadeyi kapsayacak şekilde verilmeye başlanmasıdır. Bundan maksat, ekonomik birimlerin önlerini daha iyi görebilmelerine katkıda bulunmaktır.

TCMB dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına 2008 senesinde oynaklık müdahaleleri ve yabancı para rezervini yükseltme amaçlı döviz alım ihalelerini içeren çerçeveyi koruyarak devam etmiştir. TCMB döviz alım ihale koşullarına göre; 2008 yılında günlük 30 milyon USD ihale ve 60 milyon USD opsiyon olmak üzere maksimum 90 milyon USD olarak belirlenmiştir. Bu oranlar döviz piyasasında volatilitenin artması sebebiyle 10.03.2008 tarihinde yarıya düşürülmüştür. Global finansal piyasalardaki çalkantılar ve Türk bankalarının döviz likidite durumlarını güçlendirmek amacıyla yönelik olarak 16.10.2008 tarihinde döviz alım ihalelerine ara

verilmiştir. Ayrıca döviz piyasasındaki spekülâtif hareketlerin önüne geçmek ve balon fiyat oluşumunu önlemek için 24-30 Ekim tarihleri arasında döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya likidite temin edilmiştir. 2008 sene sonu itibari ile TCMB döviz rezervi yaklaşık 71 milyar ABD doları seviyesinde olmuştur. Küresel krizin bütün ekonomileri etkilemesi karşısında TCMB 2008 yılı boyunca para politikasında temkinli ve sıkı bir duruş sergilemiştir. TCMB, finansal gelişmeleri göz önünde bulundurarak, politika faiz oranlarında indirim ve yükseltme gitmiştir (Tablo 13)²⁸.

Tablo 13: 2008 Yılında Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Faiz Kararları

PPK Toplantı Tarihleri	Faiz Kararı	Faiz Oranı
17 Ocak 2008	-0,25	15,50
14 Şubat 2008	-0,25	15,25
19 Mart 2008	Değişiklik Yapılmadı	15,25
17 Nisan 2008	Değişiklik Yapılmadı	15,25
15 Mayıs 2008	+0,50	15,75
16 Haziran 2008	+0,50	16,25
17 Temmuz 2008	+0,50	16,75
14 Ağustos 2008	Değişiklik Yapılmadı	16,75
18 Eylül 2008	Değişiklik Yapılmadı	16,75
22 Ekim 2008	Değişiklik Yapılmadı	16,75
19 Kasım 2008	-0,50	16,25
18 Aralık 2008	-1,25	15,00

Kaynak: TCMB.

2.2. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, ekonomik birimlerin yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder. Fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrar sağlanabilmesinin olmazsa olmaz bir koşuludur. Günümüzde yıllık bazda yüzde 1 ile yüzde 3 enflasyona sahip olan ülkeler, fiyat istikrarına sahip ülkeler olarak kabul görmektedir. Merkez Bankası Kanunu'nda "Banka,

²⁸ TCMB, "2008 Yıllık Rapor" (2009), s.45-46.

fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla hükûmetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler" ifadesi yer almaktadır.

Ülkemizin geçmiş yıllarda içinde bulunduğu durum ve diğer ülkelerin tecrübelerinde net bir şekilde görülmektedir ki, fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrar sağlanabilmesinin olmazsa olmaz bir koşuludur. Fiyat istikrarının neden bu derece önemli olduğunun anlaşılması için, fiyat istikrarının sağlanamaması durumunda karşılaşılan problemlerin ortaya konulması faydalı olacaktır;

a. Fiyat istikrarı sağlanamadığı ortamlarda, ekonomide karar alan tüm birimler, yatırım ve tüketim kararlarını alırken görece fiyat değişimlerini kolaylıkla ayırt edememektedirler. Gelecekleri ile ilgili sağlıklı karar verebilmek için gerekli ve yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar. Ayrıca, uygulanan politikalara güvensizlik yaratmakta ve hükümetlerin kapsamlı ve uzun soluklu ekonomik programlar uygulayamamasına yol açmaktadır.

b. Enflasyon, piyasadaki oyuncuların geleceği öngörememeleri ve gerekli bilgiye sahip olamamaları sebebiyle finansal piyasaların verimli finansal aracılık yapma yeteneklerini azaltmakta, eldeki değerleri eritmektedir. Ayrıca, uluslararası piyasalarda ekonominin rekabet gücünü azaltmakta ve sermaye piyasalarına erişimini kısıtlamaktadır.

c. Yüksek ve sürekli enflasyon yaşanan ortamlarda yatırımcılar, özellikle uzun vadeli yatırımlarının getiri oranlarında ek olarak enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle risk primi talep etmektedirler. Oluşan bu maliyet unsuru sonucu olarak, yüksek risk primi içeren reel faiz oranları yüksek seyretmektedir.

d. Yüksek enflasyon, bireylerin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok geçmişe endeksleme alışkanlıklarının ortaya çıkmasına yol açmakta, işgücü piyasalarının etkin çalışmasını engellediği gibi gelir dağılımını da bozmakta ve enflasyonun atalet kazanmasına neden olmaktadır.

Fiyat istikrarının faydalarına değinecek olursak;

-Fiyat istikrarı daha yüksek yaşam standartlarına kavuşma hedefine destek sağlar. Enflasyonun ve deflasyonun ülke ekonomisine getirdiği önemli maliyetler vardır. Fiyat istikrarı bu maliyetlerin oluşmasını engeller. Fiyat istikrarı olduğu ortamda yüksek istihdam oranına ulaşılır. Fiyat istikrarı yüksek ekonomik refah seviyelerine ulaşılmasına katkı sağlar.

- Fiyat istikrarı, fiyatlar genel düzeyindeki gelişmeler hakkındaki belirsizliğin azaltılmasını ve görelî fiyatların şeffaflığının artırılmasını sağlar. Fiyat istikrarı, kişilerin, malların fiyatlarında başka malların fiyatlarına kıyasla meydana gelen değışikliklerin (görelî fiyatlar) sebeplerini anlamalarını kolaylaştırır. Fiyatlar istikrarlı bir seyir izliyorsa, firmalar ve tüketiciler somut bilgilerle daha iyi tüketim ve yatırım kararları alabilirler.

- Fiyat İstikrarı, faiz oranlarındaki enflasyon riski primlerini azaltır. Kredi veren tarafların, fiyatların gelecekte istikrarını koruyacağından emin olmaları durumunda, nominal varlıkları daha uzun bir süreyle elde tutmakla bağlantılı enflasyon risklerini dengelemek için bir ekstra getiri talep etmezler.

- Fiyat istikrarı, gereksiz riskten korunma faaliyetlerini önler. Fiyat istikrarının güvenli bir şekilde sürdürülmesi, ekonomik birimlerin, kendilerini enflasyona veya deflasyona karşı korumak için başka alanlar yerine kaynakların verimli ve üretken alanlarda kullanılmasına katkı sağlar.

- Fiyat istikrarı, vergi sistemleri ve sosyal güvenlik sistemlerinin negatif etkilerini azaltır. Son yıllarda ülkemizde vergi ve sosyal güvenlik maliyetleri enflasyon rakamları üzerinde artışlar göstermektedir. Bu maliyetler enflasyonun en az %1,5-2 oranında artışına sebep olmaktadır.

- Fiyat istikrarı, elde nakit tutmanın faydalarını artırır. Fiyatlar genel düzeyi yükseldiğinde, mevcutlarında nakit bulunduran yatırımcıların reel bakiye paralarında, sanki paralarının bir kısmı vergilendirilmiş gibi düşüş yaşanır. Dolayısıyla, beklenen enflasyon oranı ne kadar yüksekse hane halkının nakit tutma talebi o kadar düşük olacaktır.

- Fiyat istikrarı, servetin ve gelirin ihtiyari dağılımını önler. Sosyal barışa, sosyal adalete ve sosyoekonomik dengenin sağlanmasına katkı sağlar. Toplumda, enflasyon ve deflasyon dönemlerinde en büyük zararı toplumun en yoksul grupları görür.

- Fiyat istikrarı, finansal istikrara katkı sağlar. Fiyat istikrarı sağlıklı bir ekonomik işleyişi beraberinde getirir. Bu ortamda ödemeler düzenlidir. Kredi geri ödemelerinde ve piyasa cari ödemelerinde başlayan bir aksama finansal istikrarın sarsılmasına sebep olur.

- Merkez bankaları fiyat istikrarını koruyarak daha geniş ekonomik hedeflere katkıda bulunur. Bu sonuç, enflasyonun daha düşük seyrettiği ekonomilerin uzun vadede ortalama olarak reel bazda daha hızlı büyüdüklerini gösteren ekonomik bulgularla da desteklenmektedir.

2.3. Finansal İstikrar

Parasal istikrar, bir ekonomide fiyatlar genel düzeyindeki istikrarı ifade etmekte, enflasyonun yok ya da yok sayılabilecek seviyede düşük olmasıdır. Finansal istikrar ise finansal sistemi oluşturan piyasaların ve kurumların düzgün bir şekilde işlemesini ifade eder. Bu iki istikrar kavramı birbiri ile ilişkilidir ve ekonomideki fiyatlar genel seviyesindeki istikrarsızlıklar ile finansal sistemdeki bozulmalara sebep olan güçler arasında önemli ortak unsurlar vardır.

TCMB finansal istikrarı, dolayısıyla güçlü ve etkin işleyen bir finansal sistemin varlığını, temel amacı olan fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik vazgeçilmez bir unsur olarak değerlendirmektedir. Finansal piyasalarda gözetim ve denetimden sorumlu diğer kurumlar yer almaktadır.

Bir iktisadi yapıda finansal istikrar, finansal sistemin iç yapısına ve sistematik risk unsurlarına bağlıdır. Finansal piyasalardaki sistematik risk, ani ve beklenmedik gelişmelerin temel alınan makroekonomik göstergeler üzerindeki olumsuz etkileri ve bu etkilere bağlı olarak finansal sistemdeki oluşan güvensizliktir. Bir ekonomi için finansal

istikrar; piyasaların, yapıların ve kurumların finansal aracılık ve genel finansal sunum hizmetlerinde aksama olmadan, oluşabilecek şoklara karşı koyabilme yeteneğidir. Finansal istikrarsızlık ise finansal aracı kurumlara olan güvendedeki ani kayıp, finansal aracı kurumlardan kaçış, eldeki finansal varlıkların değerinin çok altında zararına satılması, finansal mekanizmadaki kurumların bilançolarında meydana gelen bozulmalar ve finansal kurumlar arasındaki risklerin yayılması sebebiyle finans piyasasındaki kırılganlığın artmasıdır. Finansal istikrarın sağlanması ve istikrar devamlılığının korunması için finansal sistemde kırılganlık oluşturan unsurların erken teşhis edilmesi elzemdir. Bunun için finansal istikrar değerlendirmesi yapılarak potansiyel risk ve kırılganlık kaynakları tanımlanarak ve analiz edilerek istikrarsızlığı önleyici, istikrarsızlık olduğu anda ilk etapta frenleme yapacak acil, kısa ve orta vadede ise iyileştirici tedbirlerin neler olduğu belirlenmelidir.

2.4. Para Politikası

Bir ülkede ekonomik amaçları ve belirlenen hedefleri gerçekleştirmek için, ekonomide para ile ilgili olarak alınan tüm tedbir ve düzenlemeler para politikası olarak adlandırılmaktadır. Para politikaları genişletici para politikaları ve daraltıcı para politikaları olmak üzere iki başlık altında ele alınır. Genişletici para politikaları, dolaşımdaki toplam para miktarını arttırmaya yönelik düzenlemeleri, daraltıcı para politikaları ise dolaşımdaki toplam para miktarını azaltmaya yönelik düzenlemeleri kapsar. Para politikası, makroekonomik hedeflere ulaşılması amacıyla, para arzının para otoritesi görevi yürüten merkez bankası tarafından kontrol altında tutulması anlamına gelmektedir. Para politikaları Merkez Bankaları tarafından yürütülmektedir. Bundan dolayı Merkez Bankası, banknot ihracını gerçekleştiren, hükümetin para ve kredi politikasını yürüten, aynı zamanda belirlenen hedefler doğrultusunda devletin iktisadi ve mali danışmanlığını yapan bağımsız bir kurumdur.

Para politikası, merkez bankalarının asıl hedeflerine ulaşmaya çalışırken paranın miktarını, maliyetini ve beklentileri etkileyerek gerçekleştirdiği stratejilere denir²⁹.

2.5. Para Politikası Araçları

Para politikası araçları, parasal ve finansal hedeflere ulaşmak için merkez bankalarının kullandığı direkt ve dolaylı araçları kapsamaktadır. Merkez bankaları bu araçları kullanarak parasal tabanı değiştirerek, para arzı ve faiz oranlarını diğer belirlenen makroekonomik hedefler doğrultusunda değiştirmeye çalışır. Merkez bankaları para politikası araçlarıyla doğrudan ekonomideki fiyatları ve miktarları etkileyebilmekte ve hem de dolaylı yoldan piyasada oluşan arz ve talep koşullarını değiştirerek fiyat ve miktarları etkileme yoluna gitmektedir. Doğrudan uygulanan para politikası araçları müdahale amaçlıdır. Dolaylı uygulanan para politikası araçları ise piyasayı etkilemek üzerine kurulmuştur.

2.6. Para Politikası Stratejisi Olarak TCMB'nin Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları

Merkez bankalarınca uygulanan bütün para politikası stratejilerinin temel amacı, enflasyonu düşürmek ve kontrol altına almak ve nihayetinde fiyat istikrarını kalıcı hale getirmektir. Merkez bankalarınca uygulanan gerek döviz kuru hedeflemesi stratejisi gerekse parasal hedefleme stratejisi, istenilen sonuçları sağlayamamıştır. Bu stratejilerin en önemli eksikliği, para politikasının güvenilirliğini sağlamlaştıracak kurumsal alt yapının oluşturulması konusunda yetersiz kalmalarıdır.

²⁹ İlker Parasız, *Merkez Bankacılığı ve Para Politikası*, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2011, s. 180.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, fiyat istikrarına ulaşmak amacıyla sayısal bir enflasyon hedefinin tutturulmasının kesin ve öncelikli bir amaç olarak kabul edildiği bir para politikası stratejisidir.

Türkiye’de 2000 yılında uygulanmaya başlanan “Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı”, 2001 yılının Şubat ayında ülke tarihinin en derin ekonomik krizi ile son bulmuştur. Bu dönemde TCMB döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmış ve Türkiye’nin uzun yıllar boyu kronikleşmiş olan enflasyon sorununu çözmek amacıyla enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya karar vermiştir. Ancak, kriz sonrasında ekonomik yaşamda hüküm süren belirsizlik ortamı sebebiyle başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması için gerekli ön koşulların büyük bir bölümü sağlanmadığından, enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçilmesine karar verilmiş ve öncelikli olarak “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” olarak adlandırılan bir ara rejim uygulamaya koyulmuştur. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimini, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimini resmi olarak ilan etmeksizin sayısal enflasyon hedeflerini açıklaması ve bu hedeflere ulaşmak için merkez bankasının politika araçlarını kullanması olarak tanımlayabiliriz. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, parasal büyüklükler gibi ara hedefler de merkez bankasınca kullanılabilir.

2000 senesinde enflasyonla mücadelede geçmiş yıllara nispeten önemli başarı sağlanmıştır. 2001 yılı Şubat ayı sonunda meydana gelen gelişmeler sonucu mevcut kur sisteminin terkedilmesi ve Türk parasının yüksek oranda değer kaybetmesinin ardından enflasyon yeniden yükseliş eğilimine girmiştir. 2001 yılı sonu enflasyon oranları TÜFE’de % 68,5, TEFE’de ise % 88,6 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 14)³⁰.

³⁰ TCMB, “2001 Yıllık Rapor” (2002), s.64.

Tablo 14: Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)

	ARALIK-ARALIK			
	1998	1999	2000	2001
TEFE	54,3	62,9	32,7	88,6
TEFE (Kamu)	35,6	117,7	24,7	99,7
TEFE (Özel)	60,1	48,4	35,7	84,6
TEFE (Tarım Dışı)	47,8	76,9	30,4	96,3
TÜFE	69,7	68,8	39,0	68,5
TÜFE (Dış Tic. Konu Olan)	62,9	55,3	34,6	78,1
TÜFE (Dış Tic.Konu Olmayan)	78,6	85,1	43,4	59,4
TÜFE (Mallar)	61,6	61,3	34,6	80,9
TÜFE (Hizmetler)	89,0	83,9	47,0	48,2
TÜFE (Kamu Kont. Olan Fiyatlar)	53,8	94,2	32,9	92,0
TÜFE (Kamu Kont. Olmayan Fiyatlar)	74,0	62,6	40,7	62,1
TÜFE (Day. Tüketim Malları)	64,8	57,4	38,9	67,8
TÜFE (Gıda Dışı)	73,9	74,7	41,3	64,3
TÜFE (Konut Dışı)	63,9	60,9	35,7	72,9
İhracat Fiyat Endeksi	-3,5	-8,9	-1,0	-5,0
İthalat Fiyat Endeksi	-6,2	3,1	0,2	-5,8

Kaynak: DİE.

2002 sene sonu enflasyon oranları TÜFE % 29,7, TEFE ise % 30,8 oranında gerçekleşmiştir. Bu gerçekleştirmeler, TÜFE için son 20 yılın, TEFE için ise son 16 yılın en düşük rakamlarıdır. Merkez bankasının uygulanan makroekonomik politikalar ve yapılan reformlar programının inandırıcılığını artırmış, enflasyon beklentilerini düşürerek enflasyonla mücadeledeki kazanımda belirleyici olmuştur³¹.

Enflasyonla mücadelede 2002 yılında elde edilen kazanımlar 2003 yılında da artarak devam etmiştir. 2003 yılı enflasyon oranları TÜFE % 18,4 ve TEFE % 13,9 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılında hedeflenen enflasyon oranında başarılı olunmuştur³².

TCMB, 2004 senesinde de örtük enflasyon hedeflemesine devam etmiştir. TCMB'nin enflasyona ilişkin risklerin azaldığı öngörüsüne bağlı olarak faiz indiriminde bulunması, piyasa faiz oranlarının gerilemesine sebep olmuştur. 2004 yılında yıl sonu

³¹ TCMB, "2002 Yıllık Rapor" (2003), s.62

³² TCMB, "2003 Yıllık Rapor" (2004), s.64

enflasyon hedefine ulaşılmıştır. 2004 yılı enflasyon oranları TÜFE % 9,32 ve TEFE % 13,84 olarak gerçekleşmiştir³³.

Tablo 15: Enflasyon (Yıllık Yüzde Değişim)

	2001	2002	2003	2004
TEFE	88,6	30,8	13,9	13,8
TEFE (Kamu)	99,7	32,4	11,4	19,5
TEFE (Özel)	84,6	30,3	14,9	11,7
TEFE (Tarım Dışı)	96,3	29,6	12,1	13,8
TÜFE	68,5	29,7	18,4	9,3
TÜFE (Dış Ticarete Konu Olan)	78,1	30,1	14,5	5,3
TÜFE (Dış Ticarete Konu Olmayan)	59,4	29,4	22,5	13,3
TÜFE (Mallar)	80,9	29,7	15,5	6,1
TÜFE (Hizmetler)	48,2	29,8	24,0	15,3
TÜFE (Kamu Kontrolünde Olan Fiyatlar)	92,0	31,3	17,6	11,7
TÜFE (Kamu Kontrolünde Olmayan Fiyatlar)	62,1	29,2	18,6	8,5
TÜFE (Dayanıklı Tüketim Malları)	65,6	45,0	6,4	-3,2
TÜFE (Gıda Dışı)	65,6	31,5	17,9	10,4
TÜFE (Konut Dışı)	72,9	30,1	18,2	7,0
İhracat Fiyat Endeksi	-5,0	4,9	13,1	16,3
İthalât Fiyat Endeksi	-5,8	9,6	6,0	16,0

Kaynak: DİE.

(1) Yıl sonu itibarıyla.

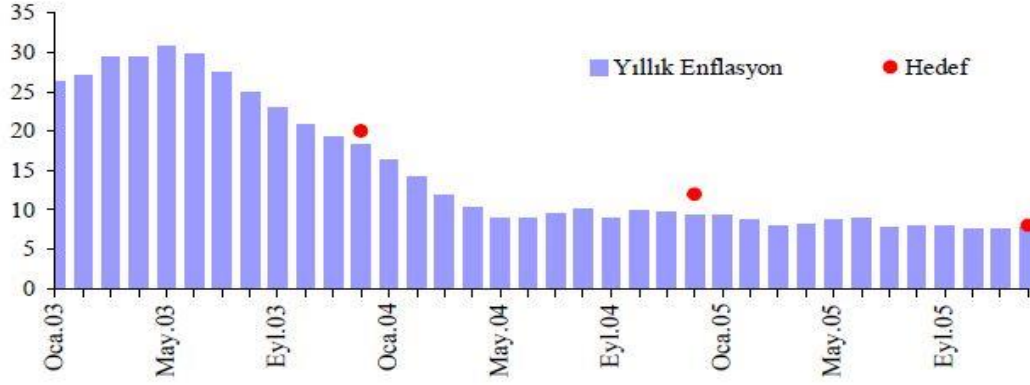
Enflasyondaki düşüş eğilimi, 2005 yılında da devam etmiş ve üst üste dördüncü kez enflasyon oranı yılsonu hedefinin altında gerçekleşmiştir. 2005 senesi Aralık ayında, TÜFE enflasyonu % 7,72'ye gerileyerek, yıl sonu için hedeflenen % 8'lik enflasyon oranının altında kalmıştır. ÜFE yıllık fiyat artışı ise, % 2,66 oranında gerçekleşmiştir. TÜİK tarafından 2005 yılında yayımlanmaya başlanan Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri, 2005 yılı boyunca çekirdek enflasyon eğilimini ölçmek için kullanılmıştır.

2005 senesinin son çeyreğinde, Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri yıllık bazda düşüş eğilimini devam ettirmiş ve tüketici enflasyonunun ana eğiliminin aşağı yönlü olduğunu göstermiştir³⁴.

³³ TCMB, "2004 Yıllık Rapor" (2005), s.63-64.

³⁴ TCMB, "2005 Yıllık Rapor" (2006), s.59-60.

Grafik 2: Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu (Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Tablo 16 : Enflasyon (1) (Yıllık Yüzde Değişim)

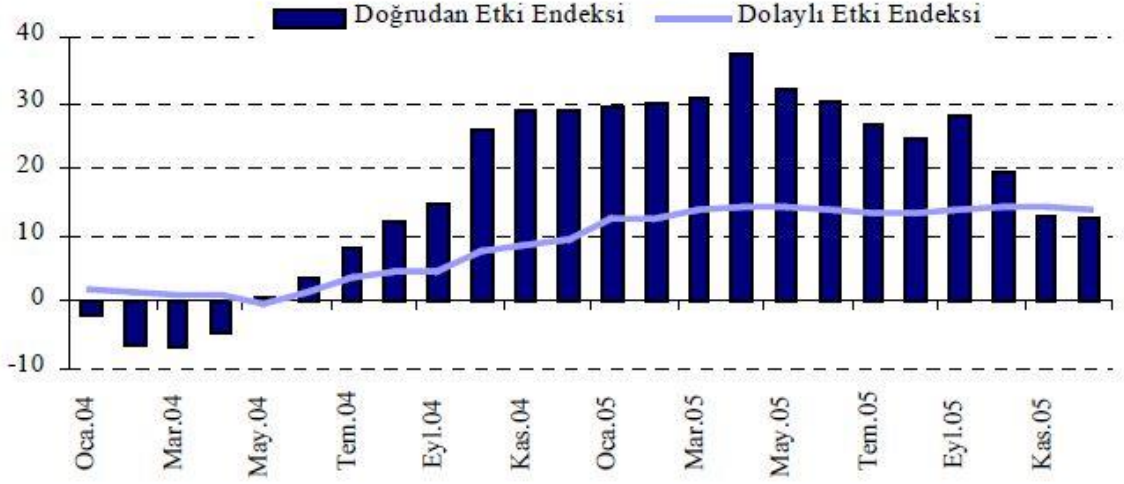
	2004	2005
ÜFE	15,35	2,66
ÜFE-Sanayi (Tarım Dışı)	14,94	2,57
TÜFE	9,35	7,72
TÜFE (Mallar)	7,74	6,21
Dayanıksız Mallar	6,61	7,07
Yarı Dayanıklı Mallar	10,81	4,85
Dayanıklı Mallar	3,03	6,91
TÜFE (Hizmetler)	13,89	12,68
Kira	20,49	20,48
Lokanta ve Oteller	14,42	14,98
Ulaştırma Hizmetleri	9,80	17,97
Diğer Hizmetler	12,60	6,92

Kaynak: TÜİK, TCMB.

(1) Yıl sonu itibarıyla, 2003=100 temel yıllık endeks.

2005 yılında TÜFE enflasyonunu tetikleyen önemli unsur ithal hammadde fiyatları olmuştur. Yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde petrol fiyatlarının artışı TÜFE'yi belirgin biçimde etkilemiş ve yılın son çeyreğinde bu etki zayıflamıştır. Petrol ve petrol ürünlerini doğrudan girdi olarak kullanan konut ve ulaştırma gibi sektörlerde fiyat artışı yurtiçi enflasyona direkt etki ederken, petrole dolaylı olarak bağlı sektörlerde kısmi etkileme gerçekleşmiştir.

**Grafik 3: Petrol Fiyatlarının TÜFE Üzerindeki Doğrudan ve Dolaylı Etkileri
(Yıllık Yüzde Değişim)**



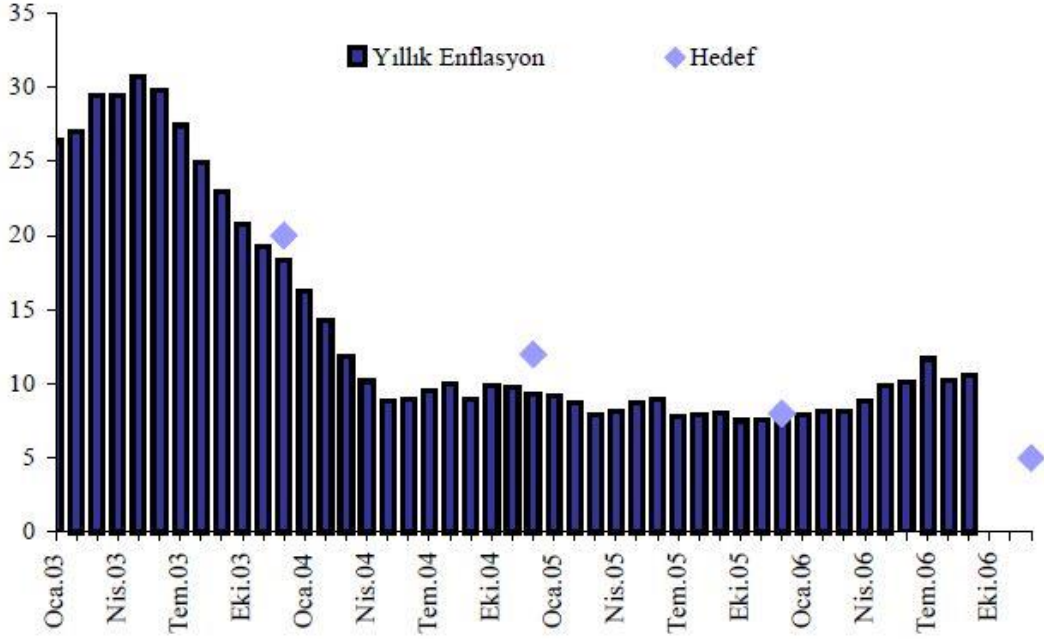
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Para Politikası Kurulunun karar alma sürecindeki rolü giderek güçlendirilerek resmi enflasyon hedeflemesine yumuşak bir geçiş yapılması amaçlanmış, geçiş yılı olan 2005 yılında Türk Lirası'ndan altı sıfır atılarak, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminin kazanımlarının kalıcılığına duyulan güven gösterilmiş ve böylece para politikasının kamuoyu nezdindeki itibarının artmasına katkıda bulunulmuştur. Tüm bu uygulamalar para politikasının kamuoyu ile iletişimini güçlendirerek enflasyon beklentilerini kontrol etme gücünü ve merkez bankasına olan güveni artırmıştır.

Açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilen 2006 yılında, enflasyon tahminleri, bir buçuk yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde merkez bankasınca kamuoyuna açıklanmıştır. 2007 yılından itibaren, Merkez Bankası da, tahminlerin iki yıl için verilmesini kararlaştırmış, bu yenilikle beraber ekonomik birimlerin önlerini daha iyi görebilmelerine katkıda bulunulması amaçlanmıştır.

2006 senesinin 3.çeyreği sonunda tüketici fiyatlarındaki enflasyon oranı % 10,55 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 4).

Grafik 4 : Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu



Kaynak: TÜİK.

2007 yılında para politikasının temel iletişim aracı yılda 4 kez yayınlanan Enflasyon Raporları olmuştur. Ocak/2007, Nisan/2007, Temmuz/2007 ve Ekim/2007 olmak üzere 4 kez Enflasyon Raporu yayımlanmıştır. 2007 senesi enflasyon oranları, Merkez Bankasının öngörülerıyla yüksek ölçüde uyumlu bir seyir izlemiştir. Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı, toplamda 175 baz puan düşerek % 17,50 seviyesinden % 15,75 seviyesine gerilemiş bulunmaktadır.

TÜFE 2007 yılı 3.çeyreğinde % 7,12'ye gerilemiştir. 3.çeyrekte tüketici fiyatları % 0,31 ile 2003 bazlı endekste ki en düşük çeyreklik artışı göstermiştir. Gıda fiyatlarının geçmiş yılların üzerinde artmaya devam etmesine rağmen güçlü parasal sıkılaştırmanın özellikle hizmet ve dayanıklı tüketim malları fiyatları üzerindeki etkileriyle enflasyondaki düşüş eğilimi devam etmiş ve üçüncü çeyrek itibarıyla yıllık enflasyon belirsizlik aralığının içinde kalmıştır (Grafik 5)³⁵.

³⁵ TCMB, "Enflasyon Raporu" 2007-IV s.21.

Grafik 5: Hedefle Uyumlu Patika ve Yıllık TÜFE Enflasyonu (Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK.

2006 Haziran ayındaki parasal sıkılaştırma, 2007 senesinin 2.yarisından itibaren ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisini göstermeye başlamış ve ekonomi yavaşlamış, politika faizlerindeki değişikliğin toplam talep ve özellikle ticarete konu olmayan malların enflasyonu üzerinde etkili olduğu teyit edilmiştir. Enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalması beklenti yönetimini daha da önemli hale getirmiş, 2007 senesinin ortalarından itibaren enflasyonun yükselişe geçmesi aktif bir iletişim politikası izlenmesini gerekli kılmıştır. Merkez Bankası'nın bu dönemde ortaya çıkan enflasyonist şoklara karşı izlediği iletişim stratejisi iki aşamada özetlenebilir:

Birinci aşama: Temel Enflasyon Göstergelerine Vurgu

Arz şoklarının belirginleşmeye başladığı 2007 senesinden itibaren Merkez Bankası enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon göstergelerine sıkça atıfta bulunmuş, ortalama enflasyondaki yükselişe rağmen çekirdek enflasyon göstergeleri

üzerinde bir baskı görülmediği ifade edilmiştir. Finansal kriz 2007 yılının ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülkelerde başlamış olmakla beraber, 2008 yılında gelişmekte olan ülkeleri de etkisi altına almaya başlamış, bunlara ilave olarak yurt içi siyasi belirsizlikler de eklenince Türk lirasında belirgin bir değer kaybı gözlenmiş ve enflasyon beklentilerini kontrol etmek daha da zorlaşmıştır. Bu doğrultuda Merkez Bankası iletişim stratejisinde ikinci aşamaya geçmiştir.

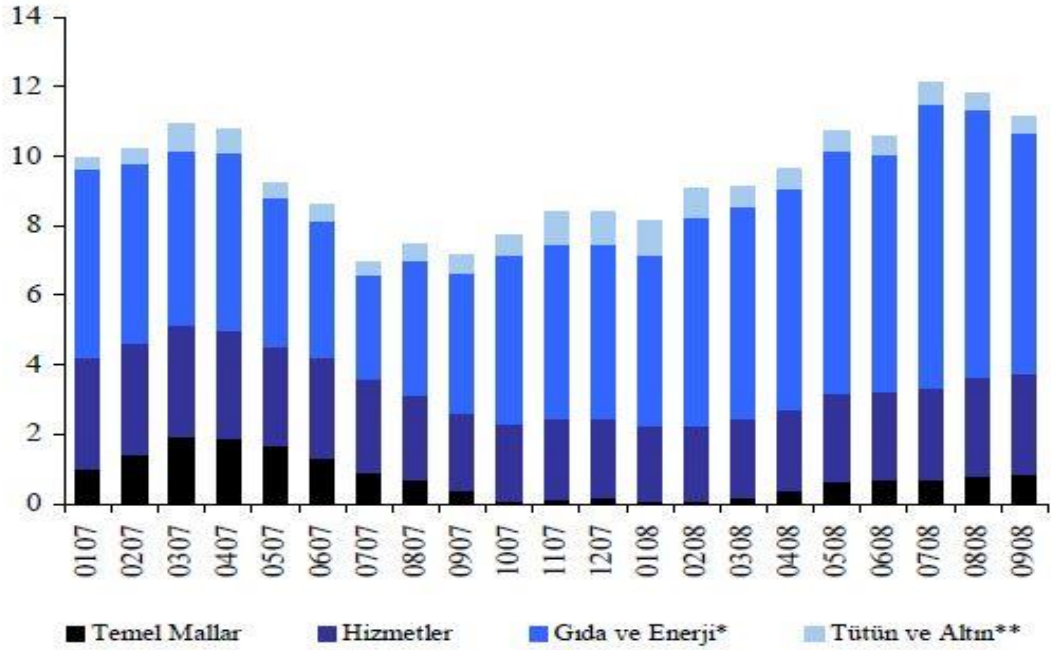
İkinci aşama: Hedef Değişikliği

Enflasyon hedeflerinin 2 sene üst üste belirgin olarak aşılması ve 3.senede de aşılmasının beklenmesi neticesinde TCMB enflasyon hedeflerini 2009-2011 yılları için sırasıyla yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 olarak belirlemiş, iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri daha gerçekçi enflasyon oranları belirlenerek, enflasyon beklentilerinin kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Merkez Bankası hedefleri değiştirmenin enflasyon beklentilerini kısa vadede bozma potansiyelini göz önünde bulundurarak hedef değişikliğini parasal sıkılaştırmayla birlikte uygulamıştır. Hedef değişikliğinin duyurulduğu dönemde orta vadeli enflasyon beklentilerinde bir miktar bozulma olmuş ancak sonrasında siyasi belirsizliğin azalması ve parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle enflasyon beklentileri tekrar kontrol altına alınmıştır.

2008 yılının 3.çeyreğinde, gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar enflasyonun temel belirleyicisi olmuştur. Eylül ayında küresel finans piyasalarındaki problemlerin derinleşmesiyle enerji ve diğer emtia fiyatları belirgin bir düşüş eğilimine girmiş, ancak gecikmeli etkiler enflasyonu yüksek seviyelerde tutmaya devam etmiştir. Eylül ayı itibarıyla yüzde 11,1 düzeyinde gerçekleşen yıllık enflasyonun yaklaşık 7 puanı gıda ve enerji fiyatlarının doğrudan etkilerinden kaynaklanmıştır(Grafik 6)³⁶.

³⁶ TCMB, “Enflasyon Raporu” 2008-IV s.1.

Grafik 6: Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı



*Gıda ve Enerji: Gıda ve alkolsüz içecekler ile enerji.

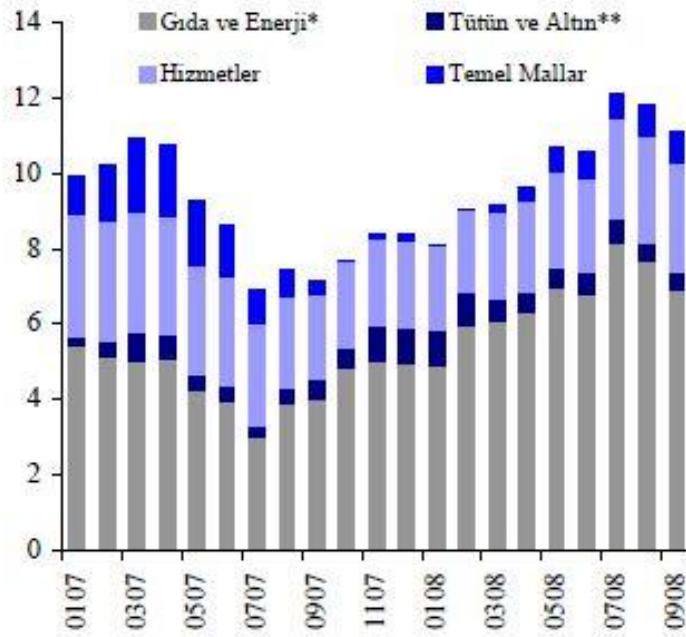
** Tütün ve Altın: Alkolsüz içecekler ve tütün ürünleri ile altın.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

2008 sene sonu itibarıyla senelik enflasyon % 11,13 olmuştur. Senenin 3.çeyreğinde tüketici fiyatları % 0,78 ile önceki sene ortalamalarına kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır. 2008 3.çeyreğinde gıda fiyatlarında belirgin bir yavaşlama olmuş, enerji fiyatlarındaki artışlar sürmüştür. Hizmet fiyatları ise gıda ve enerji fiyatlarındaki birikimli artışların yansımaları ile yükselmiştir. Gıda, enerji, tütün ürünleri ve altın fiyatlarının senelik enflasyona etkileri Temmuz ayında en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra son iki ayda kademeli olarak gerilemiştir. Hizmetler ve temel mal fiyatlarının yıllık enflasyona katkısı yükselerek olmuştur. (Grafik 7-8)³⁷.

³⁷ TCMB, “Enflasyon Raporu” 2008-IV s.23.

Grafik 7: Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı

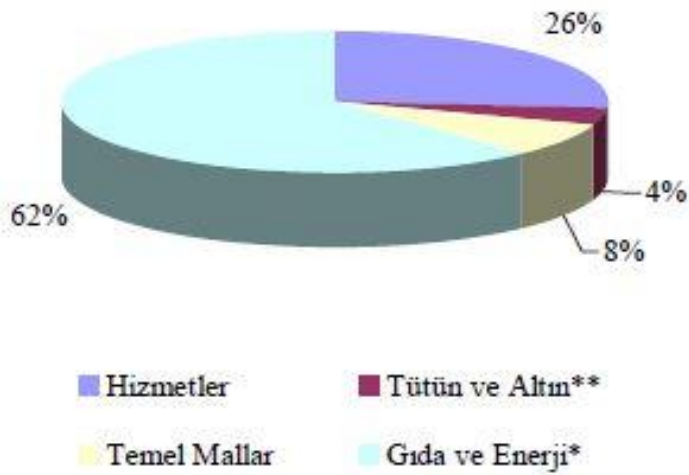


* Gıda ve Enerji: Gıda ve alkolsüz içecekler ile enerji.

** Tütün ve Altın: Alkolsüz içecekler ve tütün ürünleri ile altın.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 8: Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı (Yüzde, Eylül 2008)



2.7. 2008 Küresel Finansal Krizi Boyunca TCMB'nin Para Politikası Uygulamaları

2008 yılı 9.ayından itibaren, global finans piyasalarında ortaya çıkan dalgalanma, Türkiye ekonomisini de etkilemiş, yabancı sermaye çıkışındaki artışa paralel olarak, Türk Lirasının değerinde büyük bir düşüş yaşanmıştır. Türk lirasının değerindeki düşmeye rağmen, küresel emtia ve gıda fiyatlarındaki artışın hızlı bir şekilde tersine dönmesi, 2008 yılı sonuna doğru enflasyon rakamlarının olumlu seyretmesine sebep olmuştur.

Para politikası stratejisi çerçevesinde 2006 yılının başında uygulanmaya başlanan açık enflasyon hedeflemesi rejimine 2009 yılında da devam edilmiş ve enflasyon rakamlarındaki olumlu durum 2009 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Küresel ekonomik faaliyetlerdeki daralmayla birlikte, milletlerarası emtia fiyatlarındaki düşme ve mali teşvik kapsamında uygulanan vergi indirimlerinin etkisiyle yılın ilk yarısında enflasyonda belirgin bir düşüş gözlenmiştir. 2009 yılı sonuna doğru, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükselmelerin etkisiyle bir artış görülse de, enflasyon 2009 yılı sonunda yüzde 6,53 düzeyi ile yüzde 7,5 olan hedefin altında, ancak belirsizlik aralığının içinde gerçekleşmiştir³⁸.

2009 yılının son çeyreğine ilişkin göstergeler ekonomik faaliyette yavaş fakat istikrarlı bir toparlanma eğilimine işaret etmekte, küresel toparlanma hızında halen ılımlı bir düzeye işaret eden orta vadeli görünüm de ekonomik faaliyette yavaş ve kademeli toparlanma öngörüsünü desteklemektedir. TCMB, krizin etkisini hissettirdiği 2008 Eylül ayından itibaren temel politika aracı olan politika faizinde indirim gitmeye başlamıştır. Yıl sonuna gelindiğinde politika faiz oranlarında toplam 850 baz puan indirim gerçekleştirilmiştir.

³⁸ TCMB “Yıllık Rapor 2009”, (2010), s.25

Gelişmiş ülke merkez bankaları, riskli hisse senetlerinin alınması veya doğrudan kurtarma paketleri sunulması gibi kantitatif genişlemelerle likidite artırımına giderek, piyasaların içinde bulunduğu durgunluktan çıkmasına çalışmıştır. 2009 yılı sonundan itibaren, nispeten olumlu seyreden ekonomik koşullar 2010 yılının başlarında iyileşerek devam etmiştir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının uygulamakta olduğu kantitatif genişleme politikası sonucu küresel likidite bollaşmış; bu durum gelişmekte olan ülkelerin görece olarak yüksek seyreden faiz oranları ve olumlu büyüme performansları ile birleştiğinde, bu ülkelere yönelen yabancı sermaye akımlarının artmasına yol açmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler hızlanan yabancı sermaye akımları karşısında, merkez bankası para politikası duruşlarını sıkılaştırmış, ancak bunu faiz oranlarında artışa gitmekten ziyade, zorunlu karşılık oranları, rezerv biriktirme, sermaye kontrolleri gibi faiz dışı araçların aktif olarak kullanılması yoluyla gerçekleştirmişlerdir. Türkiye’de 2010 yılında, ekonomik olarak olumlu seyreden hava, kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen not artırımları, siyasi istikrar ve hükümetin mali disipline dair gösterdiği olumlu performans gibi Türkiye ekonomisine özgü olumlu koşullar ile birleşince, gelişmekte olan ülkelere akan yabancı sermayenin Türkiye’de daha belirgin hissedilmesine sebep olmuştur. Özellikle 2010 Şubat ayından itibaren, yabancı sermaye girişinde büyük bir artış olmuş, bu artış 2009 yılında başlayan kredi hacmindeki artışı daha da hızlandırmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak ekonomik göstergelerdeki olumlu seyrin de devam etmesi, TCMB’de, 2008 Eylül ayından itibaren küresel finansal krize karşı uygulamaya konulan para politikası hamlelerine son verilmesi kanaatinin oluşmasına sebep olmuş ve bu amaçla, 14 Nisan 2010 tarihinde açıklanan Merkez Bankası çıkış stratejisinde, finansal kriz sürecinde uygulanan para politikasının normalleşmesi süreci açıklanmaktadır.

2.8. 2008 Küresel Finansal Krizinden TCMB Çıkış Stratejisi

2010 yılının başından itibaren, gelişmekte olan ülkelere ait ekonomik göstergelerde yaşanan toparlanma, bu ülkeler açısından krizden çıkış stratejilerinin oluşturulması gerekliliğini ortaya çıkarmış, TCMB de bu doğrultuda, 14 Nisan 2010 tarihinde yayımladığı çıkış stratejisinin temel amacını, küresel kriz sırasında alınan önlemleri geri alma ve para politikalarını normalleştirme operasyonları şeklinde özetlemiş ve kamuoyu bilgisine sunmuştur. Bununla birlikte, bu süreçte kriz yönetimi kapsamında devreye sokulan para politikası tedbirlerinin geri alınacağı vurgulanarak, bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de çıkış stratejisinin temkinli, zamana yayılan ve finansal istikrarı gözetilen bir nitelikte gerçekleşeceği ifade edilmiştir.

Çıkış stratejisi, TCMB'nin kriz yönetimi kapsamında devreye soktuğu para politikası tedbirlerini geri alacağı, gelecek dönemler için ise para politikasına dair bazı yeni adımların atıldığı belge olarak da ifade edilebilir. Bu doğrultuda TCMB'ye daha geniş bir politika esnekliği yaratacak şekilde zorunlu karşılık oranı aracı da daha aktif olarak kullanılmaya başlanmış ve faiz koridoru aracı kullanılmaya başlanmıştır.

Çıkış stratejisinin yayımlandığı 2010 yılı Nisan ayından para politikasının genel amacının değiştiği 2011 yılı ortalarına kadar uygulanan para politikası Tablo 17'de özetlenmiştir. Tablodan 2010 yılında, TCMB'nin fiyat istikrarı dışında odaklandığı temel hedeflerin; iç ve dış talepte ortaya çıkan ayrışmanın azaltılması ile bunun finansmanında kullanılan yabancı sermayenin vadesinin uzatılması, likidite bolluğu nedeniyle yüksek boyutlarda olan kredi artışının sınırlandırılması ve döviz piyasasında yaşanması muhtemel oynaklığın azaltılması olduğu görülmektedir.

Tablo 17 : TCMB'nin Krizden Çıkış Stratejisi Doğrultusunda Uyguladığı Para Politikası

Tarih	Kullanılan Politika Aracı	Politikanın Amacı
Nisan, Temmuz, Eylül 2010	Yabancı para zorunlu karşılık oranı toplamda 2 puan artırılarak %11'e yükselmiştir.	Kredi piyasalarındaki genişlemeyi sınırlamak
Ekim 2010	Esnek bir döviz alım ihale yöntemi benimsenerek döviz alımları kolaylaştırılmıştır. 2010 yılında toplam 14.1 milyar ABD doları piyasadan alınmıştır.	Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin daha istikrarlı hale getirilmesi ve TCMB rezerv birikiminin beslenmesi
	Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmış ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır.	Bankacılık sisteminde, yükümlülüklerin vadesinin uzatılması ve yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi
Ekim 2010	TCMB Döviz Depo Piyasasındaki aracılık işlemlerine son vermiştir. Bununla birlikte, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alacakları döviz depo işlemlerinin vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilmiştir.	Döviz piyasası likiditesini sınırlamak
Eylül, Kasım 2010	Türk lirası zorunlu karşılık oranları % 6'ya yükseltilmiştir. Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir.	Kredi genişlemesini sınırlamak
Kasım 2010	Politika faiz oranı indirilerek, gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki koridor genişletilmiştir.	Sermaye girişlerinin vadesinin uzatılması
	Politika faiz oranı %7'den %6,25'e düşürülmüştür.	Yabancı sermaye girişinin yurtiçi göstergelerle dengeli sevetmesini sağlamak

Aralık 2010- Ocak 2011	Gecelik faiz oranlarının politika faiz oranlarından daha düşük düzeyde oluşmasına izin verilerek aşağı yönlü oynaklık sağlamak amacıyla gecelik borçlanma faiz oranı düşürülerek faiz koridoru genişletilmiştir.	Kısa vadeli yabancı sermaye girişini sınırlamak
Ocak, Mart, Nisan 2011	Zorunlu karşılık oranları kademeli olarak artırılmıştır.	Enflasyon üzerinde beliren yukarı yönlü riskleri sınırlamak
Nisan 2011	Yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilmiş, Türk lirası kısa vadeli zorunlu karşılık oranları sınırlı oranda artırılmıştır.	Ülkeye giriş yapan kısa vadeli yabancı sermayenin vadesinin uzatılması

Kaynak: TCMB, “Yıllık Rapor” 2011 (2012)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ SONRASI DEĞİŞEN MERKEZ BANKACILIĞI VE TCMB’NİN UYGULADIĞI MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA ARAÇLARI

3.1. Değişen Merkez Bankacılığında Genel Çerçeve

2008 küresel finansal krizi, finansal sistem kaynaklı olması sebebiyle merkez bankalarının amaç önceliklerini ve bakış açılarını değiştirmiş, merkez bankalarınca yeni bir politika çerçevesinin oluşturulması gerekliliğini zorunlu kılmıştır. Kriz sonrası ortaya çıkan yeni konjonktür merkez bankalarının alternatif politikası aramalarına sebep olmuştur. Kriz öncesi son yirmi yıl içinde merkez bankalarının temel amacı enflasyonu kontrol altında tutmak için fiyat istikrarı olmuştur. Merkez Bankaları bu amacı faiz oranları aracılığıyla elde etmeye çalışmışlar ve politika faiz oranını sadece gelecekteki kısa vadeli faiz oranı beklentilerini etkilemek için kullanmışlardır. Küresel kriz finansal istikrarın da en az fiyat istikrarı kadar önemli olduğunu öğretmiştir. Kriz sonrasında Merkez Bankaları finansal istikrar üzerinde öncekinden daha çok odaklanma eğiliminde olmuşlardır. Finansal istikrar hedefini, fiyat istikrarı, çıktı ve döviz kuru istikrarı hedeflerine ek olarak bir diğer hedef olarak göz önünde tutmaya başladılar. Merkez bankalarınca uygulanan para politikaları ile finansal piyasaları düzenleyici politikaların bir araya getirilmesi ile para politikalarının zayıf yönleri kapatılacak ve aynı zamanda enflasyonla mücadelede çıktıda meydana gelecek sapmalar da azaltılacaktır.

Küresel kriz öncesi merkez bankacılığında makro ekonomik istikrar için fiyat istikrarı yeterli görülmekte ve finansal istikrarı sağlarken Merkez Bankalarının rolü tam belli değildi. Mikro ihtiyatı perspektif çerçevesinde bireysel bankaların sermaye gereklilikleri gibi mikro ihtiyat araçlarının kullanımının kontrolü ve bunların denetlenmesi ile tüm finansal sistemin sağlıklı işleyeceği düşünülmekteydi. Her ülke

kendi merkez bankasının katkısı ile ülke ekonomisinde istikrarı sağladığı takdirde, küresel ekonomik istikrar da sağlanmış olacağı düşünülmekteydi.

Kriz sonrasında para politikası uygulamalarında alternatif yaklaşımlar önem kazanmaya başlamış ve tüm dünyada makro finansal risklerin azaltılması hususunda merkez bankalarının rolü giderek önemli hale gelmiştir. Varlık fiyatları, kredi artışları ve parasal toplamlar finansal istikrarsızlıkların göstergeleridir. 2008 küresel finansal krizi sırasında ve sonrasında, Merkez Bankalarının aşırı kredi genişlemesine ve varlık fiyat artışlarına müdahale etmesi gerektiği anlaşılmıştır. Merkez Bankaları küresel finansal sistemin çöküşünü önlemek için finansal piyasalara müdahale ettiler. Bazı gelişmiş ülkelerde Merkez Bankaları fiyatlardan miktarlara kaymaya sebep olan politikalara odaklandılar. Bu politikalar, sıfır faiz oranına yaklaşılmasına sebep olan geleneksel olmayan parasal gevşeme politikasının yanında uygulandı. Makro-ihtiyat politikaları geleneksel olmayan önlemler olarak ilk gelişmiş ekonomilerce başlatıldı. Bankaların döviz rezervleri çok yükselmiş ve bu durum bankacılık sisteminin likiditesini ve banka kredisini etkilemişti. Varlıklar ve yükümlülükler arasında bir uyumsuzluk vardı. Çünkü yabancı para varlıklarının karşılığı olarak Merkez Bankası yerel para yükümlülüklerinin ölçüğü bankacılık sisteminin hacmine göre büyüktü. Birçok yükselen piyasada Merkez Bankalarınca zorunlu karşılıklar artırılarak bu nötralize edildi.

Makro-ihtiyat önlemlerinin geliştirilmesi ve yapılandırılması güvenilir analitik ve tahmin becerilerini gerektirmektedir. Merkez Bankaları, ekonominin tümü ve belirli piyasa bölümleri ile ilgili sahip oldukları geniş ve sağlam bilgileriyle önemli bir rol oynamaktadır. Merkez Bankalarının bilgi avantajı, makro-ihtiyat politikası ve para politikası arasındaki etkileşimden dolayı makro-ihtiyat önlemlerini şekillendirmede önemlidir. Merkez Bankaları ve düzenleyici otoriteler arasında yakın işbirliği ve etkin bilgi paylaşımı makroekonomik politika ve bireysel finansal kurumların düzenlenmesi arasında bir ilişki oluşturmak için çok önemlidir. 2008 küresel finansal krizinden sonra ulusal denetimciler ve Merkez Bankaları arasında roller ve sorumluluklar değişti ve yeniden tanımlandı. Kriz, Merkez Bankalarına ihtiyati düzenleme, karar verme, denetim ve makro ihtiyati risk uyarılarında daha fazla rol vererek Merkez Bankalarının rolünü güçlendirdi.

3.2. Küresel Finansal Kriz Sonrası TCMB Para Politikası Çerçevesi

2008 yılının son çeyreğinde küresel finansal krizin olumsuz etkilerinin küresel ekonomiyi etkileyecek ölçüde artması neticesinde tüm ülkeler uyguladıkları ekonomi politikaları ile krizin yıkıcı yansımalarını azaltmayı hedeflemiştir. Benzer şekilde Türkiye’de de para ve maliye politikaları krizin olumsuz etkilerini gidermek üzere uygulamalarda bulunmuştur. Bu amaçla TCMB, piyasalara sağladığı likidite desteğini artırmış, hızlı ve öngörülebilir yüksek şekilde faiz indiriminde bulunmuş, finansal sistemin, ekonomik aktivitenin devamlılığı için gerekli olan kredi piyasalarının çalışmasını planlamıştır. TCMB krizin etkilerini hafifletmek amacıyla; politika faiz oranını düşürmüştür ve bankalar arası para piyasalarının kesintisiz ve etkin bir biçimde çalışmasına yönelik tedbirler almıştır.

Tablo 18 : TCMB Yaklaşımı

	ESKİ YAKLAŞIM	YENİ YAKLAŞIM
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
ARAÇLAR	Politika Faizi	Yapısal Araçlar Konjunktürel araçlar (Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru)

Kaynak:TCMB, 2012

Tabloya bakıldığında TCMB’nin eski ve yeni para politikası uygulamaları çerçevesindeki amaçlarını ve bu amaçlara ulaşmak için kullandığı araçları görmekteyiz. 2006 yılından itibaren uygulanan standart enflasyon hedeflemesi rejimine kıyasla amaçlar ve araçlar bağlamında önemli ölçüde değişim ve gelişim vardır. Yeni oluşturulan para politikası rejiminde fiyat istikrarı ana amaç olarak esas alınmış, bu

amaçla uyumlu bir şekilde finansal istikrarın korunması da hedeflenmiştir. Finansal istikrarın gözetilmeye başlanmasıyla birlikte para politikası hem yapısal hem de konjonktürel olarak birden fazla aracın kullanılmasını gerekli kılmıştır.

Bu dönemde merkez bankasınca uygulanan para politikasının temel amaçlarından biri hem kısa vadeli sıcak para hareketlerini kontrol altında tutmak ve hem de hızlı kredi genişlemesinin önünü alarak ekonominin en önemli yapısal problemlerinden olan cari açığı önlemeye çalışmak olmuştur. Merkez bankasının uyguladığı genişleyici politikalar ve faizlerin düşük tutulması finans sektörüne fonlama kaynaklarına düşük maliyetle ulaşma imkânı sağlamış ve bankaların özellikle tüketici kredilerinin büyümesi hız kazanmıştır. Genişletici para politikası ve kredi faiz oranlarının uygun olması, ithal tüketimini artırmış ve cari açığın artmasına sebep olmuştur. Bu sebeple Merkez Bankası, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar kanalıyla bankaların kredi fonlama maliyetlerini yukarı çekerek bu döngüyü kırmaya çalışmıştır.

Uygulanan para politikasında faiz koridoruna önemli bir rol yüklenmiştir. Yeni politika bileşimiyle iç ve dış gelişmelere göre farklı evrelerde duruma uygun bir para politikası duruşu ortaya konulmuş ve uygulanan para politikasıyla cari açık ve kredi büyümesi konusunda tatmin edici sonuçlara ulaşılmıştır. Yine bu süreçte Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz cinsinden tutulmasına olanak tanınmıştır.

Politika faiz oranı ve faiz koridoru her ay Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gözden geçirilerek ilan edilir. TCMB 2010 yılına kadar faiz koridorunu piyasa faizlerinin politika faizlerinden sapmasını engelleme amacıyla simetrik ve genelde değişmeyen dar bir bant şeklinde kullanmış, sonrasında TCMB'nin politika araçlarında çeşitlendirmeye gitmeye karar vermesiyle faiz koridoru aktif bir rol üstlenmiştir.

3.3. Makro İhtiyati Politikalar

2008 yılında yaşanan ve gelişmiş ülkelerden başlayarak tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal kriz finansal sistemde sorunlar yaşanmasına, finansal aracılık faaliyetlerinin büyük oranda kesintiye uğramasına ve reel ekonomide yıkıcı sonuçların ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Bu büyük riskleri ortadan kaldıracak ve böylelikle finansal sistemde yaşanan olumsuzlukların ekonominin tümünü etkilemesinin önüne geçecek politikalar üretilmesine yönelik çalışmalara ağırlık verilmiştir. Krizin temel sebeplerinin finans piyasasının ve sektördeki kuruluşların denetimsiz yapısı ve kural dışı uygulamalar olduğu anlaşılmıştır. Bu bağlamda 2008 küresel finansal krizin ortaya koyduğu üç temel sonuç, yeni politika arayışlarına yol açmıştır.

1) Finans sektöründe yaşanan krizlerin ekonomik aktivite üzerinde tahmin edilenden çok daha fazla etkisi bulunmaktadır. Küresel kriz öncesinde çoğu ekonomi otoritesinin politika analizi ve tahminleri için kullandığı modellerde göz önünde bulundurmadığı finans piyasaları ve finansal işlemlerin, ekonominin işleyişinde temel bir rol oynadığı kriz ile birlikte ispatlanmıştır.

2) Finansal krizlerin ekonomik ve sosyal maliyetleri çok yüksektir. Küresel finansal krizin sebep olduğu negatif ekonomik büyüme ile önemli ölçüde üretim kaybına yol açmış ayrıca beraberinde ek maliyetler de getirmiştir. Buna göre finansal krizin ardından ekonomide (i) çok düşük büyüme oranları gerçekleşmiş, (ii) kriz sebebiyle kamu bütçesinde ciddi bozulmalar yaşanmış ve (iii) merkez bankalarının kriz süresince uyguladıkları para politikalarından çıkış süreçlerinde ekonomiyi yönlendirme kabiliyetlerinin olumsuz etkilenmesi olasılığı ortaya çıkmıştır.

3) Fiyat istikrarı finansal istikrarı garanti altına almamaktadır. Kriz öncesinde para politikası uygulamalarındaki genel kabul gören görüş, fiyat istikrarının sağlanmasının ve çıktı açığının kontrol altına alınmasının finansal istikrarı otomatik olarak sağlayacağı şeklinde idi. Küresel finansal kriz ile birlikte fiyat istikrarının aşırı risk alımını önleyemediği ve finansal istikrarı sağlamada tek başına yetersiz kaldığı görülmüştür. Küresel finansal krizin yıkıcı etkileri, finansal sistemin tümüne yönelik

kriz gelmeden kriz gelecekmiş gibi alınması gereken önlem ve düzenlemelerin hayata geçirilmesinin önünü açmıştır. Söz konusu önlemler ve düzenlemeler bütününe makro ihtiyati politikalar denilmektedir.

Makro ihtiyati politikalar deyimi, finansal sistemde (bankalar, sigorta şirketleri, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri ve diğerleri) ortaya çıkabilecek riskleri denetlemek ve bu riskleri düşürmek hedefini güden önlemler bütününe tanımlamak için kullanılıyor. Bu politikaları uygulamaktan güdülen maksat ise finansal problemler sebebiyle ortaya çıkabilecek sistemik riskin finansal sistem ve reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaktır.

Sistemik Risk: Finansal sistemde yaşanan problemler sebebiyle, finansal aracılık faaliyetlerinin büyük oranda kesintiye uğraması ve reel ekonomide yıkıcı sonuçların ortaya çıkması riskidir³⁹.

Küresel bazda finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek dalgalanmalara karşı finansal sistemin direncini artırmak ve krizlerle mücadele etmek için tercih edilen politikalarından biri de ihtiyati politikalar. İhtiyati politikalar mikro ihtiyati ve makro ihtiyati politikalar olarak kendi içerisinde ikiye ayrılır. Mikro ihtiyati politikalar her bir finansal kuruma ait özel riskleri sınırlandırarak, kurumların finansal risklere karşı direncini ve mücadele etme yeteneğini artırmayı amaçlar. Makro ihtiyati politikalar ise, finansal sistemi bir bütün olarak algılamakta ve ortaya çıkabilecek sistematik riskleri sınırlandırarak, finansal sistemin krizlere karşı direncini artırmayı ve krizlerle mücadele etmeyi amaçlamaktadır. Makro ihtiyati politikalar geleneksel politikalara bir alternatif olarak değil, finansal sistemde ortaya çıkabilecek riskleri denetlemek ve düşürmek amacını güden ve tampon oluşturan tamamlayıcı bir politika olarak düşünülmüştür.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde makro ihtiyati politikalara ihtiyaç duyulmasının asıl sebebi kurumlar arasındaki stratejik etkileşim ve karşılıklı bağımlılıktan kaynaklanan dışsallıklardır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri küresel kriz döneminde konjunktür karşıtı sermaye zorunlulukları, kredi kayıp karşılık

³⁹ TCMB, “Bülten”, Sayı:35, (2014), s. 2.

oranları, belirli sektörler için kredi büyümelerine getirilen sınırlamalar, zamanla değişen kredi teminat oranı ve borç gelir oranı limitleri, zorunlu karşılık oranları, yabancı para birimi cinsinden borçlanmaya getirilen sınırlamalar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi makro ihtiyati araçları kullanmışlardır.

Tablo 19: Makro İhtiyati ve Mikro İhtiyati Yaklaşımların Karşılaştırılması

	Makro İhtiyati	Mikro İhtiyati
Ara hedefler	Sistem çapındaki finansal tehlikeleri sınırlamak	Bireysel kurumların finansal sıkıntılarını azaltmak
Nihai hedefler	Çıktı maliyetlerinden kaçınmak	Yatırımcıları ve tasarruf sahiplerini korumak
Riski tanımlama	Risk, kolektif davranışlara bağlı olarak meydana gelmektedir ve içseldir.	Risk, bireysel kurumların farklı davranışları sonucu meydana gelmektedir ve dışsaldır.
Kurumlar arasındaki bağlantılar ve ortak risklere maruz kalma	Önemli	Önemsiz
İhtiyati kontrollerin kalibrasyonu	Sistem çapındaki risk açısından; yukarıdan aşağı	Bireysel kurumların riskleri açısından; aşağıdan yukarı

Kaynak: BORIO, Claudio; (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", BIS Working Papers, No. 128.

3.3.1. Makro İhtiyati Politikaların Amaçları

Küresel finansal kriz sonrasında, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan parasal genişleme politikaları ile krizden çıkış sürecinde aşırı artan küresel likidite geliştirmekte olan ülkelerin piyasalarına olan sermaye akışını artırdı. Yoğun sıcak para girişleri, bankaların sendikasyon kredilerine rahat ulaşmaları sonucu ülkede kredi hacimleri yükseldi. Gerçekleşen enflasyon oranları, 2000'lerin ortaları itibarıyla ciddi sorun olmaktan çıkmıştı. Merkez Bankalarına göre finansal istikrarı tehdit eden en önemli unsur hızlı hareket eden sıcak para, kısa vadeli yabancı sermaye dolaşımıydı. Bu süreç, fiyat istikrarının makroekonomik istikrarın sürdürülmesi için yeterli olmadığı ve finansal istikrarın yurt içi ve yurt dışı finansal piyasaların verimli bir şekilde işlemesi için bir ön koşul olduğunu ve finansal istikrarın sağlanması gerektiği sonucunu ortaya koymuştur. Gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finansal kriz sürecinde izlediği

genişletici para politikaları diğer ülke ekonomilerini etkilediği gibi Türkiye ekonomisini de etkilemiş, artan sermaye girişleri kredi büyümesinin hızlanmasına, Türk lirasının değerlenmesine ve cari işlemler dengesinin bozulmasına sebep olmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, finansal gelişmişlik ve kurumsal altyapı düzeyi gibi unsurları dikkate alarak, ülkeye giren kısa vadeli yabancı kaynakları kontrol etmek için makro ihtiyati politikaları uygulamaya başlamışlardır.

Makro ihtiyati politikalar ile amaçlanan, finansal problemler sebebiyle ortaya çıkabilecek sistemik riskin finansal sistem ve ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaktır. Bu temel amaç doğrultusunda makro ihtiyati politikaların üç hedefi bulunmaktadır.

1) Finansal problemler sebebiyle ortaya çıkabilecek sistemik şoklara karşı tampon oluşturarak şokların etkisini azaltmak, finans sistemini sistemik şoklardan korumak ve reel ekonomiye kredi akışının sürmesini sağlamak,

2) Kullanılan kredi ve oluşan varlık değerleri arasındaki dengenin doğru kurulmasını sağlamak, yoğun kaldıraç kullanımını sınırlamak ve sürdürülebilir olmayan kaynaklardan fonlamayı kısma yoluyla zaman içinde oluşabilecek sistemik kırılmalıkları engellemek,

3) Finans sisteminde bir kurumdan diğerine sıçrayabilecek finansal problemleri ve bunların oluşturabileceği kırılmalıkları kontrol etmek ve iflas etmesine izin verilemeyecek kilit kuruluşları belirlemek.

3.3.2. Makro İhtiyati Politikaların Araçları

Merkez bankalarının uygulayacağı makro ihtiyati para politikaları, ülkelerin kurumsal yapısı, finansal yapısı ve parasal aktarım mekanizmasına bağlı olarak farklılaşabilmektedir. Makro ihtiyati politikalar birden fazla değişkeni kapsadığından dolayı kullanılan araçların sayısı da bu değişken sayısı kadar olması bir zorunluluk olmakta ve bu uygulamaların gerçekleştirilmesi için yeni bir para politikası yaklaşımı

gerekmektedir. Bu açıdan TCMB finansal istikrar için “kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara yol açacağı düşünülen sermaye giriş çıkışları” değişkenleri üzerine odaklanmaktadır. TCMB, küresel kriz sürecinde ve sonrasında fiyat istikrarı hedefinin krizi aşmak için yeterli olmayacağını görmüş, amaç fonksiyonunu genişletmiş ve makro ihtiyati para politikası araçlarını kullanmaya başlamıştır.

TCMB, özellikle cari açığın milli gelire oranının yüksek olması sebebiyle dış risklere duyarlı olan Türkiye ekonomisinin küresel dengesizliklere karşı kırılganlığını azaltmak için 2010 yılının sonlarından itibaren, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı kapsayacak şekilde aşamalı olarak yeni bir para politikası yaklaşımı geliştirmiştir. Yeni para politikası yaklaşımında, enflasyon hedeflemesi rejiminde temel araç olarak kullanılan politika faiz oranına ilave olarak, finansal istikrara katkı sağlamak için yeni politika araçlarının kullanımını gerekli hale gelmiş ve bu doğrultuda TCMB, faiz koridoru ile Türk lirası ve yabancı para cinsinden likidite yönetimine ilişkin birtakım araçlar geliştirmiştir.

Makro ihtiyati politika araçları temel olarak ikiye ayrılmaktadır.

1) Tanımlama ve İzleme Araçları: İlk gruptaki araçlar sistemik riskleri izlemeyi, bu riskleri ve risklerin kaynaklarını tanımlamayı ve yapılması gereken öncelikleri belirlemeyi amaçlamaktadır. Bu tip araçlar çözümsel araç seti olarak tanımlanmaktadır.

Çözümsel araç seti sistemde oluşabilecek risklerin zaman içinde birikmesini önleme ve ortaya çıkan bir riskin o an için etkisini ve sistemin geneline yayılma boyutunu ortaya koyarak doğru politika kararları ve risk önlemleri alınmasına yardımcı olmaktadır. Bu kapsamda kullanılan başlıca ölçüm yaklaşımları aşağıdadır:

- **Temel dengesizlik göstergeleri:** Makroekonomik veri derlemeleri veya bilanço kalemleri göstergeleri kullanılmaktadır. Bankacılık sektöründeki kredi/Gayrisafi Yurtiçi Hasıla oranı, likidite düzeyi, vade uyumsuzluğu ve kur riski başlıca temel dengesizlik ölçüm göstergeleridir.

- **Piyasa koşulları göstergeleri:** Finans piyasalarında sistemi etkileyebilecek gelişmelere ve göstergelere odaklanmaktadır. Finansal varlıkların ve menkul kıymetlerin alış ve satış fiyatı arasındaki karlılık iştahını gösteren getiriler arası farklar ve risk primleri piyasa koşulları göstergeleri arasında sayılmaktadır.

- **Sistemdeki risk konsantrasyonu göstergeleri:** Sistemik riskin etkisini ve sistemin geneline yayılmasını önleme boyutu kapsamında bulaşıcılık kanallarına ilişkin göstergelerdir. Bu göstergeler finansal kuruluşlar, ekonomik birimler, sektörler, piyasalar, ülkeler arasındaki iç içe geçmişlik ve riske maruz olma derecelerini gösterir.

- **Makro stres testleri:** Stres testleri gerçekleşmesi muhtemel olumsuz durum veya olayların banka organizasyonu üzerindeki potansiyel etkisinin ileriye dönük bir değerlendirmeye tabi tutulmasını sağlayan uygulamalar bütünü ifade eder. Piyasa dinamiklerini risk senaryoları karşısında gözlemek ve finansal sistemdeki problemler ile reel ekonomi arasındaki etkileşimi ölçmek amacıyla gerçekleştirilen ve finansal sistemi bir bütün olarak ele alan testlerdir. Etkin bir stres testi programının tesisi; bankanın kendine özgü olumsuz gelişmelerden kaynaklanabilecek hem de stres altındaki ekonomik ve finansal ortamda ortaya çıkabilecek risklerini ve kırılma noktalarını tanımlaması ve ölçmesini sağlar. Stres testinin, daha tanımlaması yapılmamış veya gereken önem verilmemiş risk yoğunlaşmalarını, karşılıklı etkileşimleri ve bunların stres zamanlarında banka mali bünyesine olası etkilerini ortaya çıkarmaya yardımcı olması gerekir.

- **Bütünleşik izleme sistemleri:** Yukarıda sayılan ölçüm yaklaşımlarının birleştirilmesi ve birbirleri ile olan irtibatlarından elde edilen ölçüm yaklaşımıdır.

2) Operasyonel Araçlar: İkinci grup ise sistemik risklerin önlenmesinde kullanılan araçları kapsar ve bu kapsamda en sık başvurulan makro ihtiyati politika araçları şunlardır:

- Ekonomik döngülere ters biçimde hareket edecek sermaye giriş ve çıkışlarına karşı sermaye tamponları oluşturulması,

- Sektörel bazda firmaların ve finansal kuruluşların sermaye yeterlilik oranlarının belirlenmesi,

- Borç ve alacak hesaplarında yer alan tutarların vade ve para birimi uyumsuzluğunu sınırlayıcı önlemler alınması,
- Kredi/teminat, ortaklara borçlanma ve borç/gelir oranlarına ilişkin üst sınır belirlenmesi,
- Kur artışı riskine karşılık yabancı para borçlanmasına yönelik sınırlamalar uygulanması,
- Geleneksel para politikaları veya maliye politikaları araçlarının bu amaçla kullanılması.

Ülkenin ekonomik gelişmişlik düzeyi, ekonomik yapının gücü, ekonomi yönetimi geleneği ile karşılaşılan şok ve risklerin özellikleri gibi unsurların makro ihtiyati politika tercihlerinde temel rol oynadığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde likidite riskinin ön plana çıktığı ve bu sebeple likiditeye ilişkin önlemlere ağırlık verildiği dikkat çekmektedir. Sabit veya yönetilen kur rejimlerine sahip ülkelerde döviz kuru rejiminin faiz politikasının esnekliğini sınırlaması bu ülkelerde makro ihtiyati politikaların daha sık kullanılmasına yol açmakta ve sabit kurun yabancı para cinsinden borçlanmayı özendirme sebebiyle kredi genişlemesini kontrol altına almaya yönelik önlemlerin ön planda yer aldığı görülmektedir.

3.3.3. Makro İhtiyati Politikaların Kapsamı

Makro ihtiyati politikalar finansal sistemi bütün olarak ele alarak finansal sistemin istikrarını sağlamayı amaçlarken, mikro ihtiyati politikalar birey ve şirketlerin finansal dayanıklılığını sağlamayı amaçlamaktadır. Bu bağlamda mikro ihtiyati politikaların temel olarak dışsal riskleri dikkate aldığı, ancak sistemin bütünü ile bağ kurmadığı ve tüketicilerin korunmasını amaçladığı görülmektedir. Bununla birlikte makro ihtiyati ve mikro ihtiyati politikaların iç içe geçtiği, birbirlerini tetikleyerek etkileşimde buldukları alanlar bulunmaktadır:

- Mikro ihtiyati politikalar banka, şirket ve bireylerin sağlamlığını tesis ederken, makro ihtiyati politikalar finansal sistemin bir bütün olarak güvenliğini amaçlamakta olup, bireylerin ve şirketlerin finansal sağlığının kaybolduğu bir ortamda finansal sistemin bütün olarak sağlıklı ve istikrarlı kalabilmesini sağlamak mümkün görünmemektedir. Bu bağlamda her iki politikanın da sonuç itibarıyla aynı amaca hizmet ettiği, alınan önlemlerin makro olduğu kadar mikro ihtiyati önlem niteliğinde olduğu da görülmektedir.

- Mikro ihtiyati politikaları yürütenler, şirketler, bireyler ve bankalar için karar alırken dışsal unsurlardan kaynaklanan riskleri değerlendirmek zorunda olup, yapılan sistem analizleri makro ihtiyati politikaların da temel öğelerinden biridir.

- Finansal sistemin yoğunlaştırılmış hale gelmesi, bazı şirket veya bankaların finansal pozisyonlarının sistemin tümünü daha güçlü bir şekilde etkilemesine yol açmakta, bu doğrultuda bir veya birkaç şirket/banka için yürütülen mikro ihtiyati politikaların sistemin tümü üzerinde etkisi olmaktadır.

Öte yandan makro ihtiyati politikalar yapıları gereği para ve maliye politikaları alanları ile etkileşim içindedir. Sistemik riskleri azaltmaya yönelik ortaya konan düzenleme ve önlemlerin makroekonomi üzerinde etki göstermesi, başta para politikası olmak üzere düzenleyici ve denetleyici kurumlar ve otoriteler tarafından geliştirilen politikalarda değişikliğe neden olabilmektedir. Mesela bankaların aldıkları riskler göz önünde bulundurularak sermaye yeterliliklerinin artırılması, toplam talebi etkileyerek ekonomide yavaşlamaya yol açmakta, böylelikle para ve maliye politikalarını değişime zorlayabilmektedir. Benzer biçimde kamu iktisat/maliye politikaları da finansal sektöre doğrudan etki edip, piyasada oluşturduğu daraltma/genişletme etkisi ile makro ihtiyati politikaların çerçevesinde değişikliklere yol açabilmektedir.

Politika alanlarının iç içe geçmiş ve birbirini etkileme düzeyinin bu denli yüksek olması, makro ihtiyati politika çerçevesini oluşturulurken ülke şartlarının dikkate alınmasını ve bu bağlamda diğer politikalarla koordinasyonun sağlanmasını gerektirmektedir. Makro ihtiyati politikalara ilişkin kurumsal yapılanma çalışmalarında düzenleyici-denetleyici kurumlardan oluşan komitelerin kurulması en sık başvurulan yöntemlerden biridir. Yapılan bu çalışmalarda merkez bankalarının, bağımsızlık, son

kredi merci olma, ödeme sistemlerinden sorumlu olma gibi özellikleri ve para politikası ve finansal piyasalar ile reel ekonomi arasındaki ilişkiler gibi farklı alanlarda bilgi birikimine sahip olmaları sebebiyle ön plana çıktığı görülmektedir.

3.3.4. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Uygulaması

Türkiye’de finansal krizleri önleyebilmek ve istikrarı sürdürebilmek amacıyla makro ihtiyati politika uygulamaları önem kazanmaya başlamıştır. Uygulayıcı kurumlar ve işlevlerinden kısaca bahsederek;

Kurumsal Altyapı: TCMB, finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirler almaktan sorumlu iken, BDDK finansal istikrar açısından en önemli düzenleyici ve denetleyici kurumlardan biri olarak görevini ifa etmektedir. TMSF, tasarruf mevduatını sigorta etmekten ve BDDK tarafından faaliyet izni kaldırılan bankaların bütün yönetim ve denetimini devralarak iflas ve tasfiye işlemlerini gerçekleştirmekten; SPK, sermaye piyasalarının verimli, hızlı, adil ve etkin çalışmasına yönelik düzenleme ve denetimlerden; Hazine Müsteşarlığı ise sigorta ve bireysel emeklilik şirketlerinin işleyişlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumludur.

Bu kurumlara ilave olarak, sistemik riskin belirlenmesi ve makro ihtiyati politikaların uygulanmasına yönelik çeşitli komiteler oluşturulmuştur:

Sistemik Risk Değerlendirme Grubu (SRDG), BDDK (sekreteryası), Hazine Müsteşarlığı, SPK, TMSF ve TCMB tarafından 30 Ekim 2012 tarihinde yürürlüğe konulan Finansal İstikrar Komitesi Sistemik Risk Değerlendirme Grubu Protokolü ile kurulmuştur. Grup, sistemik riske sebep olabilecek durumları önceden tespit etmek ve gerekli tedbirleri almak, taraflar arasında eş güdümü, organizasyon, iş birliği ve bilgi paylaşımını sağlamak amacıyla kurulmuştur.

Finansal Sektör Komisyonu, BDDK (sekreteryası), TCMB, Maliye Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı, SPK, TMSF, Rekabet Kurulu, Kalkınma Bakanlığı, İstanbul Altın Borsası, Menkul Kıymetler Borsaları, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları ile kuruluş

birlikleri temsilcilerinden oluşmaktadır. Komisyon, finansal piyasalardaki güven ve istikrar ile gelişmeyi temin etmek üzere bilgi alışverişi, kurumlar arası iş birliği ve eş güdümü sağlamak, ortak politika önerilerinde bulunmak ve finans sektörünün geleceğini ilgilendiren konulara ilişkin görüş bildirmekle görevlidir.

Finansal İstikrar Komitesi, Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanın başkanlığında, Hazine Müsteşarı ile TCMB, BDDK, SPK ve TMSF Başkanlarından oluşmakta olup başlıca görevleri sistemik riskin izlenmesi ve önlenmesi ile sistemik risk yönetimine ilişkin eş güdümün sağlanmasıdır. Buna göre **Komite**;

- finansal sistemin bütününe yayılabilecek sistemik riskleri belirlemek, izlemek ve bu tür risklerin azaltılması için gerekli tedbir ve politika önerilerini tespit etmek,
- ilgili birimlere sistemik risklerle ilgili uyarılar yapmak, uyarı ve politika önerileri ile ilgili uygulamaları takip etmek ve ilgili kurumlar tarafından hazırlanacak sistemik risk yönetim planlarını değerlendirmek,
- sistemik risk yönetimine ilişkin eş güdümü sağlamak, görev alanı ile ilgili olarak, kamu kurum ve kuruluşlarından her türlü veri ve bilgiyi toplamak, politikaların ve uygulamaların kurumlar arası koordinasyonunu sağlamak,
- mevzuatla yetki verilen diğer konularda karar almak ile yükümlüdür.

Merkez bankası para politikası aracı olarak makro-ihtiyati tedbirler, aşırı hızlı kredi büyümesini engellemek için birçok gelişmekte olan ülke merkez bankaları tarafından aktif olarak kullanılmaktadır. Türkiye de bu politika araçlarının etkin kullanımı ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun aldığı ilave tedbirler sayesinde 2010 yılı sonu itibarıyla %35'e çıkan kredi büyüme hızını 2011 yılında %25'e düşürmüş ve 2012 yılı sonunda ise kredi büyüme hızının %14 civarında gerçekleşeceği öngörülmektedir⁴⁰.

⁴⁰ Erdem Başçı, “Zorunlu Karşılıklar ve Diğer Makro-İhtiyati Tedbirler: Gelişmekte olan Ülkeler Deneyimleri”, *TCMB*, (2012): 3-4

3.4. 2008 Küresel Finansal Kriz Sonrası TCMB'nin Uyguladığı Makro İhtiyati Politika Araçları

2010 yılı sonrasında sermaye akımlarının çekim merkezlerinden biri olan Türkiye'ye yönelen sermaye akımları, Türk lirasının (TL) değerlenmesine ve kredilerde artışa yol açarak cari dengede bozulmayı beraberinde getirmiştir. TCMB, kısa vadeli sermaye akımları ve kredi oranlarındaki aşırı büyümelere karşı krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebilmek ve makro finansal riskleri sınırlandırabilmek amacı ile, eski politika çerçevesinde kullanılan politika faizinin yanı sıra faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve 2011 yılı sonlarında uygulamaya konulan rezerv opsiyon mekanizması gibi birbirini tamamlayıcı araçları bir arada kullanmaya başlayarak birden fazla amaca aynı anda ulaşmayı hedeflemiştir.

Ülkemizde finansal istikrarın korunmasına yönelik yapılan düzenleme ve politika uygulamalarını nitelikleri itibarıyla üç temel başlık altında sıralayacak olursak;

1. Orta ve uzun vadede istikrarlı ekonomik büyümenin finansmanının temini için gerekli olan sermaye yeterliliğini sağlamak için sağlıklı ve güvenilir kaynak olan yurt içi tasarrufları artırmak.

2. Finansal sistemde ortaya çıkabilecek şoklara karşı sistemin dayanıklılığını artıracak yapısal düzenlemeleri hayata geçirmek.

3. Ülkenin finansal istikrarını tehdit edebilecek küresel ölçekteki gelişmelerin etkisini azaltmaya yönelik gerekli para politikasını ve makro ihtiyati politikaları uygulamak.

Makro finansal riskleri gözetken esnek para politikası yaklaşımı ile TCMB yapısal ve döngüsel araç çeşitliliğine gitmiştir. TCMB tarafından yapısal araçlardan olan vadeye dayalı zorunlu karşılık uygulaması, bankacılık sektörünün varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu azaltmak için kullanılmıştır. Ayrıca rezerv opsiyonu mekanizması kısa vadeli sermaye akımlarına karşı otomatik dengeleyici işlevi görmektedir. Kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması ise

bankaların borçlanma düzeylerini sınırlandırmayı amaçlamaktadır. Politika faizi, faiz koridoru, TL ve yabancı para likidite yönetimi ise döngüsellikten kaynaklanan riskleri sınırlamak için kullanılan politika araçlarıdır.

3.4.1. Faiz Koridoru

Ekonomideki belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve ekonominin geneli üzerindeki olumsuz etkilerinin yumuşatılmasının amaçlandığı “Faiz Koridoru”, TCMB'nin gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan aralık olarak tanımlanmaktadır. Borç verme faiz oranı, bir bankanın geçici likidite sıkışıklığına düşmesi halinde merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranını ifade ederken, borç alma faiz oranı ise bir bankanın faiz getirisi sağlamak için sahip olduğu likidite fazlasını merkez bankasına mevduat şeklinde yatırması durumunda almayı kabul ettiği faiz oranını ifade etmektedir. Söz konusu yapının bir gereği olarak piyasa faizleri faiz koridorunun içinde oluşmaktadır⁴¹.

Faiz koridoru, merkez bankalarının gecelik borç verme faiz oranı ve borç alma faiz oranı arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Faiz koridoru sistemi incelendiğinde sistemde üçlü faiz sistemi yer almaktadır. Bunlar; borç verme faiz oranı, borç alma faiz oranı ve politika faiz oranıdır.

Faiz koridorunun tavan ve tabanı arasında değişik oranlar belirlemek mümkün olup, merkez bankaları borç verme faiz oranını, borç alma faiz oranından yüksek tutarak faiz koridorunu pozitif olarak belirlemektedir. Faiz koridoru uygulamasının tabanı ve tavanı arasındaki aralık, kredi ve mevduat faizlerinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Ekonomik daralma dönemlerinde, bankaların kredi arzındaki azalışına bağlı olarak faiz koridoru genişlemektedir. Tam tersi ekonomik genişleme

⁴¹ Umut Vural, “ Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, (Uzman Yeterlilik Tezi, TCMB, 2013), s. 63.

dönemlerinde ise, bankaların kredi arzındaki artışa bağlı olarak faiz koridoru daralmaktadır. Dolayısıyla, ekonomik genişleme ile faiz koridoru genişliği arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Fon fazlası olan bankaların, fon ihtiyacı olan bankalara, merkez bankası tarafından belirlenen borç alma faiz oranının altındaki bir seviyeden borç vermesi rasyonel olmayıp, fon fazlası olanlar bunun yerine merkez bankasına borç vermektedir. Benzer şekilde, fon ihtiyacı olan bankalar da, merkez bankası tarafından belirlenen borç verme faiz oranının üzerindeki bir seviyeden başka bankadan borç alması anlamlı olmayıp bunun yerine, merkez bankasına başvurarak koridorun üst sınırından borçlanmaktadır. Dolayısıyla, faiz koridoru sisteminde piyasa faizi merkez bankası tarafından belirlenen koridorun içinde oluşmakta ve bunu sağlayan olgu, merkez bankasının üst sınırdan borç verip, alt sınırdan ise borç almasıdır.

Faiz koridoru sistemiyle, para politikasında yapılacak değişiklik herhangi bir açık piyasa işlemi kullanılmadan sadece faiz koridorunda değişiklik yapılarak piyasaya müdahale edilebilmektedir. Merkez bankaları doğrudan politika faizine müdahale etmek yerine faiz koridorunu daraltıp genişleterek piyasalarda döviz kurlarını ve kredi kanalını kontrol altında tutmaya gayret göstermektedir. Merkez bankasının fon piyasasındaki değişikliklerle ilgili tahminleri ne kadar doğru ve tutarlı olursa, piyasa faizinin politika faizinden sapma eğilimi o ölçüde az olacaktır. Dolayısıyla, meydana gelecek bu sapmaların para politikası üzerindeki etkisi, şokların büyüklüğü ve sürekliliğinin yanı sıra, faiz koridoru sisteminin eksiksiz uygulanmasına bağlıdır.

Geleneksel faiz koridoru sisteminde merkez bankaları para politikasını tek bir politika faizi üzerinden yürütmektedir. Bankaların kısa vadeli fonlama maliyeti bu faize yakın gerçekleşmektedir. Merkez bankasının etki alanında bulunan kısa vadeli faizlerdeki değişimler bankaların likidite maliyetini etkilemekte olup bankalar bu maliyeti ne ölçüde kredi ve mevduat faizlerine yansıttığı konusu para politikasının toplam talep üzerindeki etkisinde belirleyici olabilmektedir. Türkiye gibi finansal aracılığın ağırlıklı olarak bankalar tarafından temin edildiği gelişmekte olan ülkelerde söz konusu ilişki parasal aktarım mekanizmasında önemli rol oynayabilmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılının sonlarından itibaren finansal oynaklığa zamanında tepki verebilmek amacıyla birden fazla para politikası aracının birlikte kullanıldığı bir para politikası stratejisi uygulamakta ve bu sistemde,

ilan edilen resmi politika faizleri ile bankaların fiili olarak maruz kaldıkları kısa vadeli faizler bir politika tercihi olarak birbirinden farklılaşabilmektedir. Bu sebeple, bankaların kredi ve mevduat faizlerini belirlerken hangi kısa vadeli faizi esas aldığı konusu gerek para politikası uygulamasının ve gerekse parasal aktarım mekanizmasının anlaşılması bakımından önemlidir.

3.4.1.1. Faiz Koridoru Sistemine Geçiş Süreci

Finansal istikrarın sağlanması hususunda önemli bir işlevi olan kısa vadeli faiz oranlarını esas alan faiz koridoru uygulaması, yeni bir politika aracı olarak birçok ülke merkez bankası tarafından kullanılmaya başlanmıştır. Faiz koridoru uygulamasının ortaya çıkmasında rol oynayan bir diğer etken ise, geleneksel para politikası araçlarının etkinliğini zaman içinde kaybetmiş olmasıdır. Bu bağlamda, faiz koridoru uygulaması merkez bankalarının istikrar sağlama politikalarına cevap vermekte yetersiz kalan geleneksel para politikası araçlarının yerini almış ve merkez bankalarına yeni bir perspektif kazandırmıştır.

Türkiye’de faiz koridoru sistemi Kasım 2010 tarihinden itibaren TCMB’nin bir para politikası aracı olarak uygulamaya alınmıştır. Faiz koridoru sisteminin ilk uygulanmaya başlandığı ülkelere bakılacak olursa, politika faiz oranının koridorun merkezi olarak alındığı görülmekte, bu ülke merkez bankalarının gecelik borç verme faiz oranını koridorun tavanı, borç alma faiz oranını ise koridorun tabanı olarak belirledikleri ve politika faiz oranı etrafında simetrik fakat oldukça dar bir yayılma izledikleri görülmüştür. Başka bir ifadeyle merkez bankaları faiz koridorunu piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek için kullanmaktadır.

Her ülkenin uygulamasında faiz koridorunun tavanı ve tabanı arasında değişen oranlar uygulanmakta, faiz koridorunun tabanı ve tavanı arasındaki aralık, aslında o ülkedeki kredi ve mevduat faiz farkının da bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Ekonominin daralma dönemlerinde bankalar sıkı bir kredi arz politikası izlediklerinden dolayı bankaların kredi arzı azalmakta ve bu durum faiz koridorundaki aralığın da fazla olduğunu göstermektedir. Ekonominin genişleme dönemlerinde ise kredi ve mevduat

faiz oranı arasındaki fark daralmaktadır. Ülkelerin farklı koridor sistemlerini tercih etmelerinin sebebi olarak finansal sistemlerindeki gelişmelerin para politikalarını etkileme biçimleri gösterilmekte ve finansal sistemin dinamik yapısının koridor sisteminin çerçevesini şekillendirdiği görülmektedir.

Aynı anda hem fiyat hem de finansal istikrarı sağlamaya yönelik merkez bankalarının daha kapsamlı para politikası araçları kullanmaları gerekmiş, bu yüzden ülkelerin para otoriteleri kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan sebeplerle yeni para politikası araçları geliştirmeye başlamışlardır. TCMB'nin 2010 yılı sonlarından itibaren konjonktürel gelişmelere paralel olarak dizayn etmeye çalıştığı yeni politika araçlarının amacı cari işlemler açığı ve sermaye hareketleri oynaklığını kontrol altına almak olmuştur. TCMB'nin yeni para politikasındaki nihai amacı olan fiyat istikrarı ve finansal istikrara ulaşabilme konusunda kullanacağı temel araçlar; faiz koridoru, bir haftalık repo faizi, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklardır. Krediler ve döviz kuru ise araçlar ile amaçlar arasında aktarım kanalı görevi görmektedir.

3.4.1.2. Faiz Koridorunun Etki Kanalları

Kısa vadeli faiz oranlarının müdahale için tek araç olarak belirlendiği geleneksel para politikası uygulamalarında, yalnızca fiyat istikrarına odaklanıldığından kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileme amacı güdülmemektedir. Merkez bankaları enflasyon hedeflemesi politikası doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarını arttırmakta, politika faizinde meydana gelen artış, bir taraftan kredi genişlemesini frenlerken diğer taraftan yerli paranın değerlenmesine sebep olmaktadır. Dolayısıyla, her iki kanal da aynı zaman içerisinde enflasyon oranını düşürücü nitelikte işlemektedir.

Faiz koridoru uygulamasında ise, fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrar da hedeflenmekte, bu hedef için kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileme gereksinimi ortaya çıkmaktadır. Politika faizleri ve faiz koridoru genişliği, faiz koridoru uygulamasının etki kanallarında önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca, faiz koridoru sisteminin merkez bankalarının para politikası uygulamalarında sağladığı kolaylıklar,

merkez bankalarının hareket kabiliyetini de arttırmaktadır. Faiz koridoru uygulamasının başlıca etki kanalları; kredi kanalı ve döviz kuru kanalı olarak incelenebilmektedir.

3.4.1.2.1. Kredi Kanalı

Geleneksel enflasyon hedeflemesinde politika faizi olarak kısa vadeli faizler kullanılmakta, kısa vadeli faizlerin bugünkü seviyesi ve gelecek dönemde izleyeceği seyir, piyasada oluşan getiri eğrisini şekillendirerek parasal duruşu belirlemekte ve bankalar da bu parasal duruşu göz önüne alarak kredi faizlerini ve koşullarını ayarlamaktadır. Para politikasının yeni çerçevesinde de kredi kanalı benzer şekilde işlemekte ve ülkemizde piyasaya çeşitli kanallardan sağlanan kısa vadeli fonların ortalama maliyeti TCMB tarafından bir kontrol değişkeni olarak kullanılmaktadır. TCMB, portföyündeki çoklu araç kümesini kullanarak, yine getiri eğrisini etkilemektedir. Ancak TCMB geleneksel enflasyon hedeflemesinden farklı olarak, piyasaya doğrudan yaptığı fonlamanın günlük olarak ortalama maliyetini ayarlayarak likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetlerini yüksek frekansta etkileyebilmektedir. Uygulanan çerçevede TCMB, fonlama faizine dair belirsizliği de bir politika aracı olarak kullanabilmekte, burada belirsizliğin derecesi faiz koridorunun genişliğine ve kısa vadeli faizin önceden tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Kredilerde arzu edilenden daha çok bir hızlanma veya yavaşlama gözlemlendiğinde TCMB fonlama miktarı ve maliyeti konusundaki belirsizliği artırarak veya azaltarak özellikle likidite açığı olan kurumlar için kredi arzında bir sıkılaşmaya veya rahatlamaya imkân sağlamaktadır. TCMB, net borç verici konumda olduğu bir piyasada, kredi faizleri ve kredi büyümesi üzerinde güçlü bir etkide bulunabilmektedir.

Sermaye akımlarının yoğunlaştığı dönemlerde faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek kısa vadeli spekülasyon hareketleri engellenebilmekte ve ucuz likidite sebebiyle ortaya çıkan kredi genişlemesi baskılanabilmekte, küresel sermaye hareketlerinin azaldığı ve kur oynaklığının arttığı dönemlerde faiz koridoru yukarı doğru genişletilmektedir. Politika faizinin koridor içerisinde dalgalı bir seyir izlemesine

imkân verilmesi, fonlama maliyetlerinde belirsizliğe sebep olmakta, bu belirsizlik seviyesi, faiz koridorunun genişliği ve kısa vadeli faizlerin öngörülebilirliğiyle orantılı olarak gerçekleşmektedir. Fonlama maliyetlerindeki belirsizlik bankalar açısından bir risk oluşturmakta, faiz riskindeki artış, maliyet ve likidite yoluyla bankaların kredi verme iştahını azaltmakta ve faiz riskini sınırlamak isteyen bankaların kredi arzını daraltmalarına sebep olmaktadır. Fonlama maliyetlerindeki belirsizlik, mevduat faizlerini yükseltmeye teşvik etmekte ve bu durumda kredi faizindeki artış mevduat faizindeki artışı aşacağından, kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark büyümektedir. Kredi faizlerindeki artışın, mevduat faizindeki artıştan fazla olmasının sebebi bankaların kâr iştahı ve kredilerin vadesinin daha uzun olması sebebiyle belirsizliğe karşı daha duyarlı olmasıdır. Kredi kanalı, merkez bankalarının fonlama miktar ve maliyetlerindeki belirsizlik seviyesini tayin ederek bankaların kredi arzını etkilemesine imkân sağlamaktadır.

3.4.1.2.2. Döviz Kuru Kanalı

Merkez bankaları küreselleşmenin getirdiği aktif ve değişken finansal koşullar karşısında faiz koridoru uygulaması aracılığıyla faiz oranlarını etkileyebilmekte ve böylelikle döviz kuru oynaklığının azaltılmasına ve makro finansal risklerin sınırlandırılmasına yardımcı olabilmektedir. Faiz koridorunun yukarı doğru genişletilmesi döviz kurunu düşürürken, koridorun aşağı doğru genişletilmesi ise döviz kurunu yükseltmekte ve faiz koridoru uygulaması döviz kuru kanalı aracılığıyla ülkelerin ithalât ve ihracat eğilimlerini de etkileyebilmektedir. Dış ticaret dengesi, ödemeler dengesinin önemli bir kalemini oluşturduğundan, döviz kuru kanalı gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı cari açık probleminin çözümünde önem kazanmaktadır.

Sermaye akımlarının yoğun ve güçlü olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek faiz oynaklığı artırılırken, sermaye akımlarının zayıf olduğu dönemlerde koridor yukarı yönlü genişletilerek döviz kuru oynaklığı azaltılabilmekte, her iki yönde de sermaye akımlarının tersine çalışan bir sistem kurgulanmaktadır. 2010

yılının sonlarından itibaren faiz koridoru aşağı doğru genişletilmiş, bu genişletme ile kısa vadeli faiz oynaklığında keskin bir artış gözlenmiş ve o dönemde sermaye akımları yavaşlamıştır. Ekim 2010 döneminden itibaren ise koridor yukarı yönlü genişletilmiş ve döviz kuru oynaklığında belirgin bir düşüş olmuştur. TCMB, yeni politika çerçevesine geçilen 2011 yılından itibaren vadesi bir yıla kadar olan sermaye akımlarının sınırlandırılması ve yabancı paranın aşırı değerlenmesinin önüne geçilmesini hedeflemiştir. Merkez bankasınca alınan tedbirler ile Türk lirası üzerindeki aşırı değerlenme baskısının giderilmesi yönünde bir gelişme sağlanmıştır.

2014 yılı Ocak ayında Para Politikası Kurulu yaşanan ekonomik gelişmelerden dolayı iki kez toplanmış ve 28 Ocak 2014 tarihli Kurul Kararı'nda iç ve dış piyasalarda risk algılamasını olumsuz etkileyen gelişmelerden söz edilerek bu süreçte Türk Lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk priminde kayda değer bir artış gözlemlendiği ifade edilmiştir. Merkez Bankası bu gelişmelerin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak ve fiyat istikrarını sağlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermiştir. Bu doğrultuda, bir hafta vadeli repo faiz oranı % 4,5'ten % 10'a yükseltilmiş ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikası uygulanacağı ifade edilmiştir⁴².

3.4.1.3. Optimal Faiz Koridoru Genişliğinin Belirlenmesi

Gecelik faiz oranı dengesi ile bankalar arası piyasa hacimleri arasındaki değişim, faiz koridorunun genişliğine bağlı olarak belirlenmektedir. Bankalar arası borçlanmanın maliyetinin olması, bankalar arası ortalama fon alışverişi hacminin hem bu işlem maliyetlerine hem de faiz koridorunun genişliğine bağlı olmasına sebep olmaktadır. Faiz koridorunun taban ve tavanı eşit olduğunda, bankalar arasında fon alışverişi olmayacaktır.

⁴² TCMB, "28 Ocak 2014 tarihli Para Politikası Kurulu Kararı", (2014): 1

Bankalar arası borçlanma devir hızı, bankalar arası şokların başlangıç miktarına, gün sonundaki toplam şokların oynaklığına, faiz koridorunun genişliğine ve işlem maliyetlerinin seviyesine bağlıdır. Bankalar arası borçlanma devir hızı, tüm piyasa işlemlerinin rekabetçi takas faiz oranı üzerinden aynı anda gerçekleşeceği varsayımı ile, bankaların günlük likidite yönetimi sürecinde belirlenmekte ve faiz koridoru genişliğinin bu süreçte önemli bir rol oynadığı ifade edilmektedir. Bankalar arası borçlanma devir hızının bir diğer etkisi, merkez bankası bilançosunun büyüklüğüyle ilgili olup merkez bankası bilançoları, faiz koridoru genişliğindeki artış ve likidite şoklarındaki dengeye bağlı olarak küçülebilmektedir. Kriz dönemlerinde bankalar arası gerçekleşen şokların oynaklığının yükselmesi, bankalar arası piyasa işlemlerini daha maliyetli hale getirmekte ve merkez bankası bilançolarını büyütmektedir. Birçok gelişmiş ülke merkez bankası 2008 küresel finansal krizinin ardından artan kısa vadeli faiz oranı oynaklığını azaltmak amacıyla faiz koridorunu daraltmıştır.

Teminat tutmanın fırsat maliyetinin pozitif olması durumunda optimal yaklaşım, merkez bankalarının borç verme faiz oranının, borç alma faiz oranından yüksek olması, yani pozitif faiz koridoru uygulamasıdır. Optimal faiz koridoru genişliği; ekonomik yaşamın doğasına, tüketici tercihlerine ve üretim teknolojisine bağlı olarak değişebilmektedir. Bu koşullar altında, politika uygulayıcısı konumundaki merkez bankalarının önünde ‘bant genişliğini sabit tutarken faiz koridorunu değiştirme’ veya ‘faiz oranı bandının genişliğini değiştirme’ seçenekleri bulunmaktadır. Merkez bankasının mevduat faiz oranı sabit tutularak borçlanma faiz oranının arttırılması, faiz oranı bandının genişliğinin değiştirilmesine misal olarak gösterilebilir.

Optimal faiz koridoru, teminat getiri oranının azaldığı ölçüde sağlanabilecek, teminat fırsat maliyetinin sıfır olduğu noktada mevduat ve kredi faiz oranları eşit olarak belirlenecek ve optimal genişlik ayarlanmış olacaktır. Para piyasasındaki kısa vadeli satış sınırlamaları bankalar açısından bağlayıcı değilse ve teminat tutmanın fırsat maliyeti düşükse gecelik borçlanma oranı, faiz koridorunun orta noktasını oluşturma eğiliminde olacak ve gecelik borçlanma oranının dalgalanma eğilimi de oldukça azalacaktır.

3.4.1.4. TCMB'nin Faiz Koridoru Uygulamaları

TCMB uygulayacağı yeni para politikası çerçevesinde faiz koridorunu, bir haftalık repo faizini, likidite yönetim araçlarını ve zorunlu karşılıkları politika araçları olarak benimsemiştir. TCMB para politikasını uygularken piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek için kullandığı faiz koridoru ile nakit gereksinimi olan bankalara günlük veya haftalık likidite sağlama olanağı olduğu gibi, fon fazlası olan bankalardan da gecelik vadede borç alabilmektedir. Ayrıca 18 Mayıs 2010 tarihli “Para Politikası Kurulu Kararı” ile teknik faiz ayarlamasına gidilerek faiz koridorunun arasında kalan 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı politika faiz oranı olarak kabul edilmiştir.

TCMB, para piyasası aracılığıyla, para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonomideki likiditenin etkin bir şekilde düzenlenmesini sağlamak amacıyla taraf olarak açık piyasa işlemleri yapmaktadır. TCMB tarafından gerçekleştirilen bankalar arası para piyasası işlemlerinin katılımcıları sadece bankalar olup tüm borç alma ve verme işlemleri teminat karşılığında yapılmakta ve TCMB bu piyasada likiditenin son kaynağı fonksiyonunu yerine getirmektedir. TCMB belirlediği kısa vadeli faiz oranları üzerinden işlem yapmaktadır. Söz konusu yöntemlerin operasyonel çerçevesi şu şekilde oluşturulmuştur:

a. Gecelik Borç Alma/Verme: TCMB, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'nda tam iş günlerinde 10:00–12:00 ve 13:00–16:00 saatleri arasında, yarım iş günlerinde ise 10:00–12:00 saatleri arasında gecelik vadede borçlanma ve borç verme faiz oranlarını ilan etmekte, borç alma faiz oranı ‘taban’ olarak, borç verme faiz oranı ise ‘tavan’ olarak ifade edilmekte ve gecelik faiz oranları her zaman söz konusu tavan ve taban oranlar arasında gerçekleşmektedir. Ayrıca bankalar gereksinim duymaları halinde limitleri ile sınırlı olmak üzere teminatları karşılığında TCMB borç verme faiz oranından borçlanabilmekte, likidite fazlalığı oluşması halinde ise limitsiz olarak TCMB borçlanma faiz oranından TCMB'ye Türk Lirası borç verebilmektedirler.

b. Geç Likidite Penceresi İşlemleri: Bankalar, tam iş günlerinde 16:00–17:00 saatleri arasında, yarım iş günlerinde 12:00–12:30 saatleri arasında, zorunlu karşılıkların oluşturulma zamanının son iş gününde ise tam iş günü olduğunda 16:00–17:15 saatleri arasında, yarım iş günü olduğunda 12:00–12:45 saatleri arasında TCMB'den teminat

karşılığı olarak limitsiz olarak borçlanabilmekte ya da TCMB'ye borç verebilmektedirler.

c. 1 Hafta Vadeli Repo İhaleleri (Politika Faizi): Bir hafta vadeli repo ihaleleri, merkez bankası para politikası kurulu tarafından tespit edilen faiz oranından miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilmektedir. Bir hafta vadeli repo ihaleleri tam iş günlerinde saat 11.00'de, yarım iş günlerinde ise saat 10.30'da gerçekleştirilmekte ve sonuçları en geç otuz dakika içinde veri dağıtım firmaları aracılığıyla ilan edilmektedir.

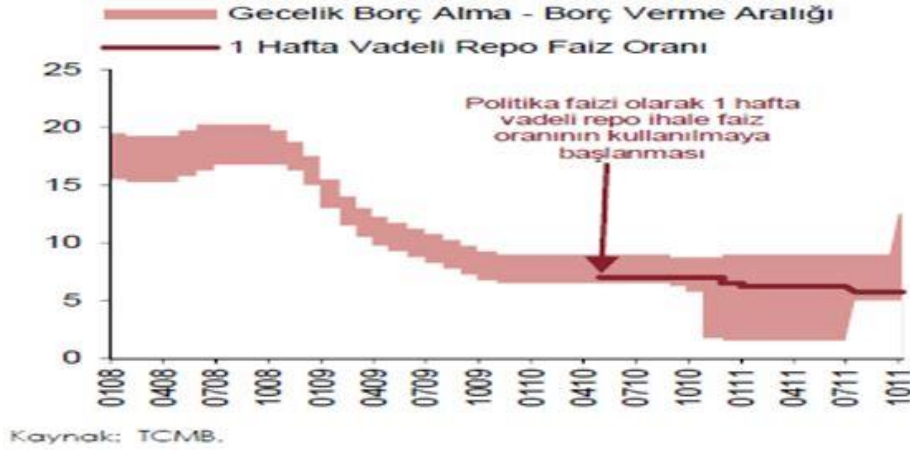
Normal günlerde piyasalara miktar ihale yöntemiyle TCMB tarafından fonlama Yapılmakta, TCMB her gün saat 10:00'da ihale miktarını "Miktar İhalesi" kapsamında gerçekleştirmektedir. Miktar ihalesinde TCMB'nin politika faizi olarak ilan ettiği bir hafta vadeli repo ihale faizi uygulanmakta, ihale katılımcısı 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. Diğer taraftan TCMB istisnai durumlarda geleneksel yöntemle bir hafta vadeli repo ihaleleri de yapabilmekte, yapılan geleneksel yöntemde faizler piyasa koşullarında belirlenmektedir. Ayrıca TCMB gerekli gördüğü durumlarda bankaların uzun dönem likidite öngörülerini iyileştirebilmek ve finansal sistemin sağlıklı işleyişini sürdürebilmesi amacıyla daha uzun vadeli repo ihaleleriyle de bankaları fonlayabilmektedir.

Saat 16:00 ve 17:00 arası yapılacak geç likidite penceresi işlemlerinde faiz koridoru gün içi işlemlere göre biraz daha genişletilmekte, TCMB tarafından ilan edilen gecelik borçlanma oranının daha altında "Geç Likidite Penceresi Borçlanma Oranı" ve gecelik borç verme faiz oranının daha üstünde "Geç Likidite Penceresi Borç Verme Oranı" belirlenmektedir.

TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren asimetrik faiz koridorunu aktif bir politika aracı olarak kullanmaya başlamış ve böylece günlük ve haftalık olarak para pozisyonuna "ince ayar" yapılabilir hale gelmiştir. TCMB'nin politika faizi ile borç alma faizi birbirine eşit durumdayken, 20.05.2010 tarihinden sonra merkez bankasının haftalık vadede bankalara borç verme faizi politika faizi olmuştur. TCMB kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmak maksadıyla ve 2010 yılının sonuna doğru Türk parasının aşırı değerlenmesi ile finansal istikrarı tehdit eder hale gelmiş olmasından dolayı faiz koridorunu aşağı yönlü genişletmiştir. Aynı zamanda kredi hacminde gözlenen yüksek

artışın önüne geçilmesi ve sınırlanması amacıyla zorunlu karşılıklar da kademeli olarak artırılmıştır.

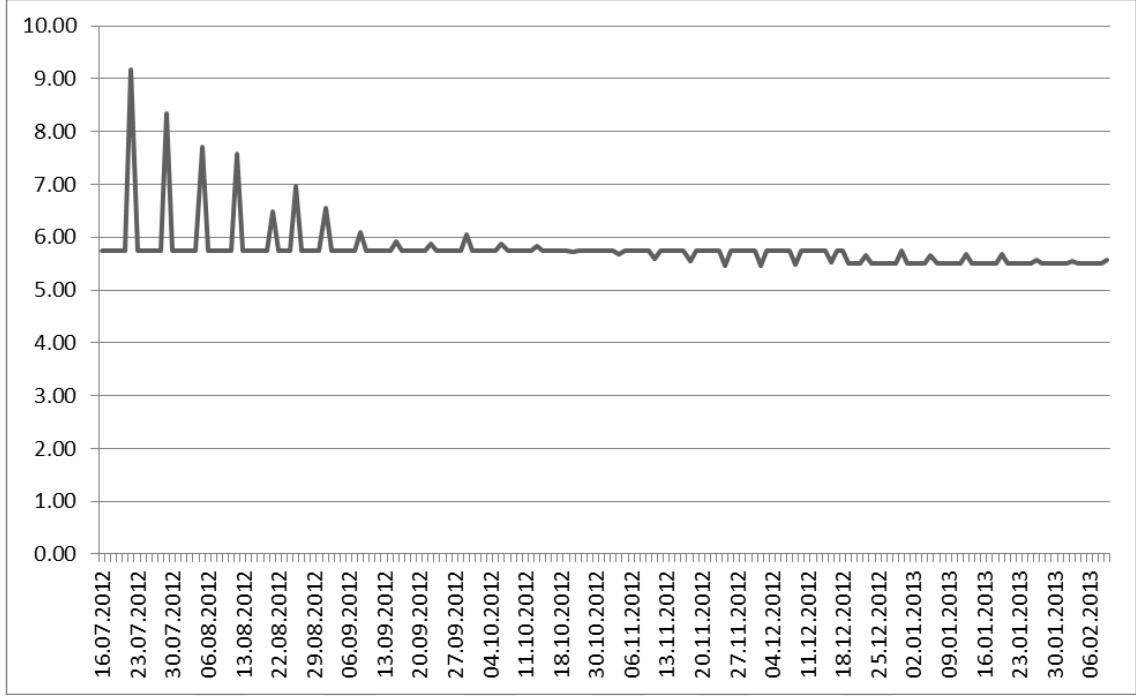
Grafik 9: TCMB Politika Bileşiminin Seyri TCMB Faiz Oranları (Yüzde)



29.11.2011 tarihinden sonra TCMB günlük olarak değişen ve koridorda dalgalanan bir politika faizini kullanmaya başlamıştır. 2011 yılının sonlarından itibaren TCMB'nin faiz koridoru üzerindeki stratejisi değiştirilmiştir. Faiz koridorunun üst sınırını oluşturan TCMB gecelik borç verme faizi daha aktif olarak kullanılmış ve TCMB faiz koridorunun üst sınırını 2011 yılı Ekim ayında yükseltmiştir. TCMB bu dönemde ara ara likiditeyi sıkılaştırmıştır. TCMB, Kasım 2010 ile Ağustos 2011 arasında faiz koridorunu yoğun sermaye girişlerini takiben aşağı yönlü gevşetmiştir. Ağustos 2011 ile Ekim 2011 yılları arasında Euro krizi ve artan belirsizlik ekonominin geneline hakim olmaya başlamıştır. Sermaye girişleri azalmış ve TCMB faiz koridorunu daraltarak kısa vadeli faizlerin oynaklığını azaltmıştır. TCMB belirsizliği azaltarak sermaye hareketlerindeki çıkışı önlemeye çalışmıştır.

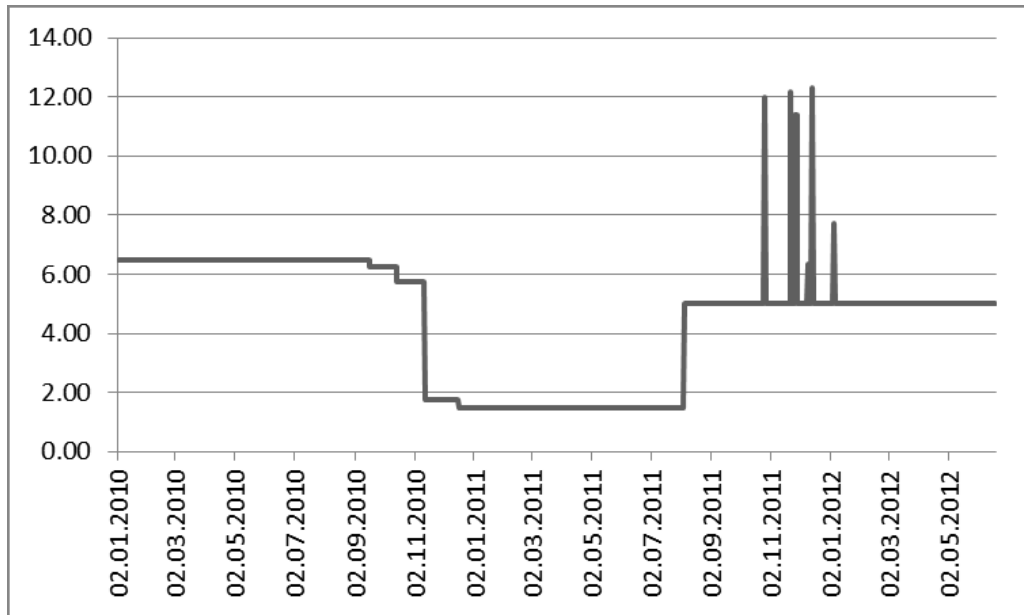
Merkez Bankası 2011 Ağustos sonrasında net biçimde koridor sistemi içinde belirsiz bir faiz politikası izlemiştir. Örneğin 27 Nisan 2012 itibariyle merkez bankası politika faiz oranını %5,5'te tutmuş ancak borç verme faiz oranını ise %11'in üzerinde gerçekleştirmiştir (Grafik 10 ve 11).

Grafik 10: 16.07.2012 ile 08.02.2013 Tarihleri Arası Ortalama Günlük Basit Faiz Oranı



Kaynak: TCMB, Açık Piyasa İşlemleri İhale İle Gerçekleştirilen Repo İşlemleri

Grafik 11: TCMB Gecelik Gerçekleşen Basit Faiz Oranı, Günlük: 01.01.2010 – 18.06.2012

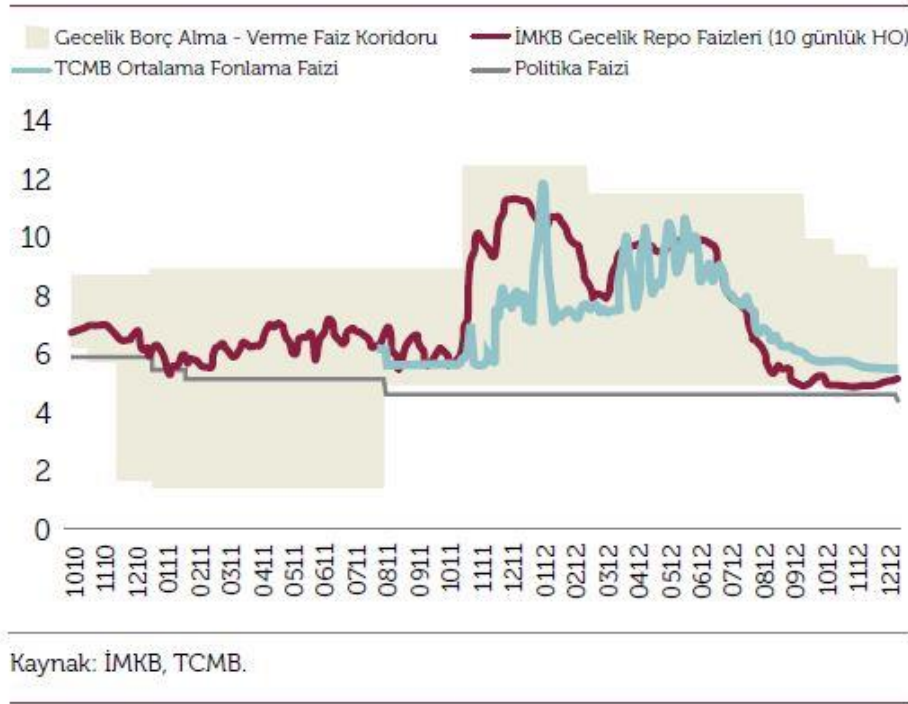


Kaynak: TCMB Gecelik Gerçekleşen Basit Faiz Oranı, Ağırlıklı Ortalama

2010 yılı sonrası faiz oranı belirgin biçimde daha da düşmüştür. Ancak faiz oranının dalgalanması artmıştır. TCMB faiz koridoru içinde faiz oranındaki dalgalanmayı bir para politikası aracı olarak kullanmıştır. 04.01.2010 ile 11.01.2013 Tarihleri Arasında Ortalama Basit Faiz oranı yüzde 6.60'dır. Minimum faiz oranı 5.45 ve maksimum faiz oranı ise 12.01 olarak gerçekleşmiştir.

Mayıs 2012 itibariyle politika faiz oranı % 5,75 civarında seyretmiştir. TCMB faiz oranı belirsizliğini yeni ve agresif bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. 2012 yılında kredi büyümesinin finansal istikrarla uyumlu olarak makul seviyelere inmesinde faiz koridoru ve likidite politikasının aktif olarak kullanılması önemli bir rol oynamıştır.

Grafik 12: Para Politikası Araçlarının Seyri (%)

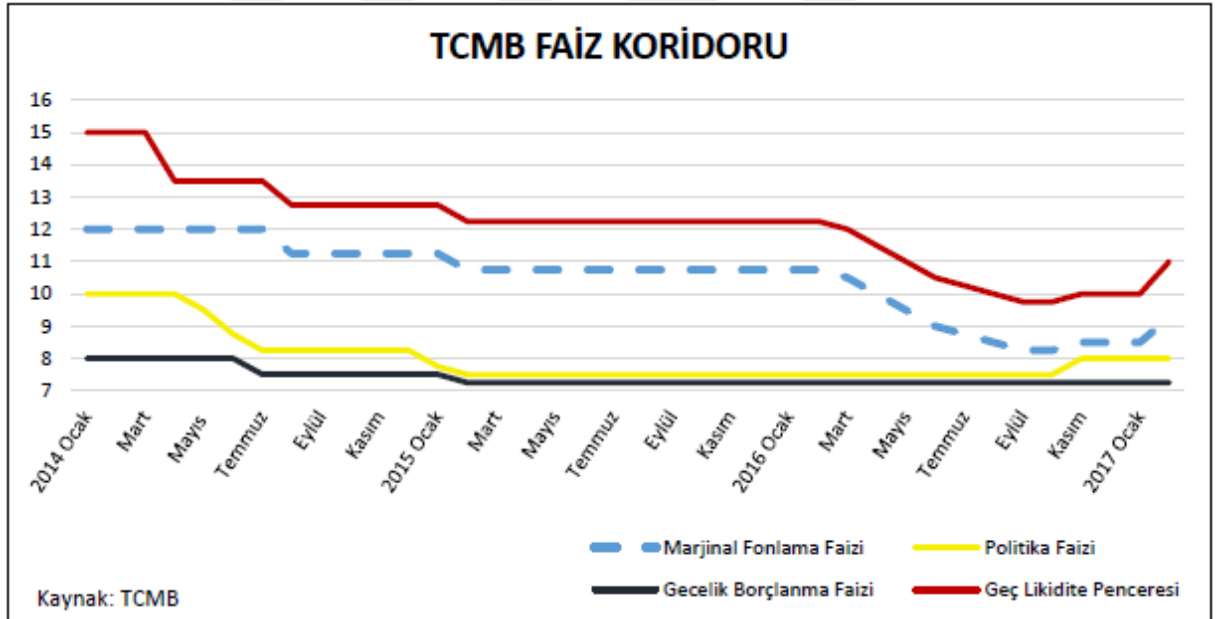


2013 yılı Mayıs ayı sonrası Türk Lirası'nda yaşanan belirgin değer kaybı enflasyonu ve enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemiş, hedefin üzerinde seyreden enflasyon göstergelerinin fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla ek parasal sıkılaştırma uygulanmış ve TCMB makro finansal

riskleri gözeterek temkinli bir para politikası uygulamıştır. Uygulanan ek parasal sıkılaştırmanın etkinliğini artırmak amacıyla gecelik borç verme faiz oranı artırılarak faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmiş ve etkin likidite yönetimi ile kısa vadeli faizlerin koridorun üst sınırına yakın gerçekleşmesi sağlanmıştır.

2014 yılında Türk lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk priminde kayda değer bir artış gözlenmiştir. Merkez Bankası bu gelişmenin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz etkisini kırmak ve fiyat istikrarını sağlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermiştir. Bu doğrultuda, TCMB bir hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 4,5'ten yüzde 10'a çıkarmıştır. Bu dönemde enflasyon görünümünü orta vadeli hedeflerle uyumlu hale getirmek amacıyla likidite duruşu sıkılaştırılarak gecelik faiz oranlarının faiz koridoru üst bandı olan yüzde 12'ye yakın seviyelerde oluşması sağlanmıştır.

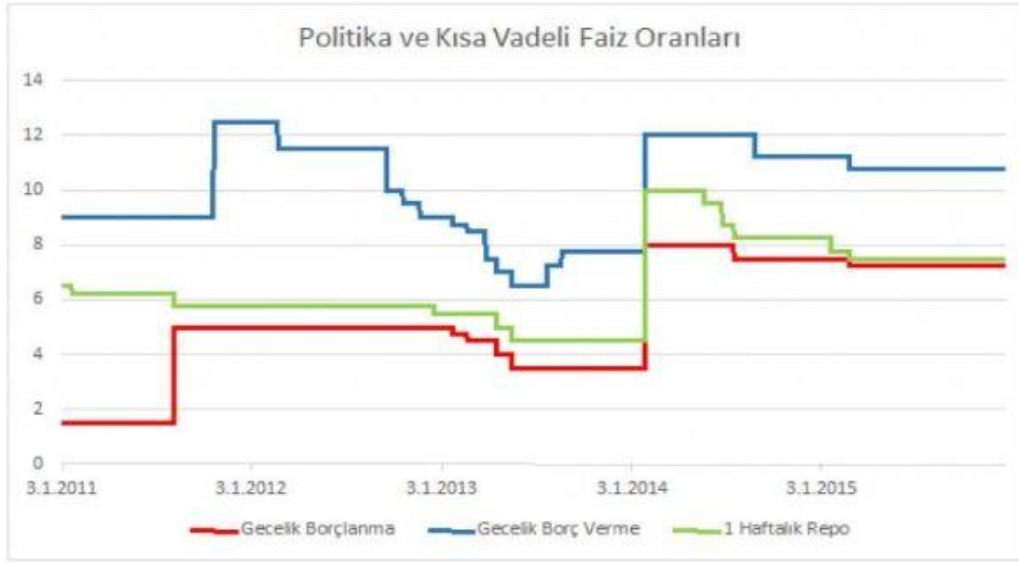
Grafik 13: TCMB Faiz Koridoru



Geniş bir faiz koridoru TCMB'nin uygulayacağı politikalar çerçevesinde hareket alanını rahatlatarak ince ayar yapmasına ve fonlama maliyetlerini daha rahat şekillendirebilmesine imkân sağlayacaktır. TCMB faiz koridorunu genişleterek bankaların borçlanma isteğini azaltmaktadır.

Türkiye’de faiz koridoru içerisinde yer alan politika faizi aktif olarak kullanılmaya başlandığı Mayıs 2010’dan beri 13 kez, koridorun taban ve tavanı ise 21 kez değiştirilmiştir. Değişen finansal koşullar karşısında TCMB de faiz oranlarını değiştirmekte ve bu şekilde döviz kuru ve kredilerdeki aşırı oynaklığın azaltılması, kısa vadeli sermaye hareketliliğindeki değişkenliğin ve makro finansal risklerin sınırlandırılması amaçlanmaktadır. Faiz kararları TCMB’nin nihai hedeflerine ulaşmasında önemli bir basamak olup faiz oranlarında yaşanan değişikliklere bağlı olarak, piyasa faiz oranlarının para politikası davranışlarına vereceği tepkiler bireylerin yatırım ve tüketim kararlarını, dolayısıyla ülkedeki enflasyon ve üretim düzeylerini etkilemektedir.

Grafik 14: Politika ve Kısa Vadeli Faiz Oranları



Merkez bankasının geleneksel faiz politikası uygulamasından farklı olarak, kısa vadeli faizlerin aylık frekansta değil günlük ve haftalık frekanslarda ayarlanabilmesi faiz koridoruna esnek bir politika aracı olma özelliği kazandırmış ve bu sayede merkez bankası küresel piyasalarda oluşan ani değişimlere anında tepki verilebilmektedir. TCMB borç alma ve borç verme faiz oranları üzerinde değişikliğe giderek para arzını kontrol etmeyi amaçlamaktadır. Bankalar gecelik likidite ihtiyaçlarını TCMB’den borçlanarak karşılarlar ve bu borçlanma karşılığı faiz öderler. Likidite fazlası olan bankalar ise ellerindeki fazla paraları TCMB’ye borç olarak verebilirler ve bu borç verme karşılığı faiz geliri elde ederler. Gecelik para piyasası faizleri bu koridor

içerisinde belirlenir, koridorun alt sınırını TCMB borç alma (borçlanma) ve üst sınırını ise borç verme faizi belirler. Ayrıca, koridorun alt sınırını oluşturan TCMB borç alma faizi “taban faiz” yada “alt bant”, koridorun üst sınırını oluşturan TCMB borç verme faizi ise “üst bant” yada “tavan faizi” olarak adlandırılmaktadır. TCMB uyguladığı faizlerin alt ve üst bandını değiştirebilir. Merkez bankası borç verme faizlerinin düşürülmesine “faiz koridorunun daralması” denilir. Faiz koridorunun daralması bankaların borçlanma maliyetini düşürür ve dolayısıyla banka kredi maliyetleri düşeceğinden kredi hacmi artar. Ayrıca ülkeye sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde faiz koridorunun aşağı yönlü genişletilmesi kısa vadeli sermaye akımlarını caydırır. Faiz koridorunun genişletilmesi kredi hacmini azaltır, tüketimi kısar ve hane halkı borçlanmasını frenler. Ayrıca ülkeden hızlı sermaye çıkışlarının gözlendiği dönemlerde koridorun yukarı yönlü genişletilmesi ve TCMB’nin piyasanın ihtiyaç duyduğundan daha az fonlama yapması döviz kurunda oluşacak dalgalanmanın şiddetini azaltır. TCMB geniş bir faiz koridoru ile fonlama miktarı ve maliyetine yönelik belirsizliği artırarak kredi arzında daralmayı sağlayabileceği gibi, dar bir faiz koridoru ile söz konusu belirsizliği azaltarak kredi arzında genişleme ve rahatlama da sağlayabilmektedir.

Avrupa Merkez Bankası (AMB) tarafından 1998 yılında uygulanmaya başlayan faiz koridoru, finansal krizin çözümüne katkı sunacak bir sistem olarak görülmüş ve birçok ülke merkez bankası tarafından küresel kriz boyunca ve ardından etkin bir para politikası aracı olarak uygulanagelmiştir. Kanada, İngiltere ve Japonya merkez bankaları ile AMB, faiz koridorunu 2008 Küresel Krizi’nden önce kullanmaya başlamışlar, krizle birlikte taban sistemi uygulamasına geçtikleri görülmüştür. TCMB ise faiz koridoru sistemini 2008 Krizi sonrasında uygulamaya koymuştur. TCMB ve diğer merkez bankaları politika faiz oranlarını koridorun merkezine yakın tutmaya yönelik bir politika izlemişlerdir. TCMB’nin son dönemde politika faiz oranını koridor tabanına yakın bir seviyede belirlemeye çalıştığı görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde faiz koridoru sistemi uygulanmaya devam ederken gelişmiş ülkelerde ise faiz koridoru uygulaması terk edilmeye başlanmıştır. Bunun sebebi ise gelişmiş ülkelerin negatif faiz uygulamasına geçmesinden dolayıdır. Gelişmiş ülkelerde tüketim harcamalarının ve sermaye yatırımlarına bağımlılığın düşük olması,

ülke büyümelerini kendi iç tüketim harcamalarıyla destekleme düşünceleri negatif faiz uygulamasını ön plana çıkarmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranlarının dünya ortalamasının üzerinde olması ve cari açık problemleri nedeniyle, faiz koridoru uygulaması bu ülkeler için hali hazırda geçerliliğini korumaktadır. Faiz koridoru sistemi bu ülke gruplarının tüketim harcamalarını dengeleyebilmektedir. Ayrıca faiz koridoru uygulaması, merkez bankalarına birçok açıdan avantaj sağlamaktadır. Gelişmekte olan ülke merkez bankaları faiz koridoru uygulamasıyla birlikte, geleneksel para politikalarına nispetle piyasalara daha hızlı ve etkin bir şekilde müdahalede bulunabilmekte, ani ve beklenmedik ekonomik şoklar karşısında esnek davranabilme kabiliyeti gelişerek diğer ekonomik değişkenlerin bu şoklardan etkilenmesinin önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Kredi ve döviz kuru kanalıyla döviz kuru oynaklığı ve sermaye hareketleri kontrol altında tutulabilmekte, ödemeler dengesi aracılığıyla makroekonomik dengeler, belirlenen hedefler doğrultusunda ayarlanabilmektedir. Bu açıdan, ekonomik istikrarın bozulması ve krize doğru yol alan süreçler içerisinde faiz koridoru uygulamasının etkinliği daha fazla hissedilebilmektedir. Günümüzde de bu yeni para politikası aracının aynı hedefe yönelik diğer para politikası araçlarıyla eşgüdümlü bir şekilde uygulanması, merkez bankası politikalarının etkinliğini arttıracaktır.

3.4.2. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılık, zorunlu karşılık oranı ya da münzam karşılık; mevduat kabul eden bankalar topladıkları bu mevduatların merkez bankası tarafından belirlenen oran kadarki kısmını Merkez Bankası'nda bulundurmakla yükümlüdür. Bu ayrılan tutara zorunlu karşılık denir. Kısaca; bankaların topladıkları mevduatlar karşılığında TCMB nezdinde bulundurmaları gereken mevduat oranı olarak tanımlayabiliriz. Merkez bankası nezdinde bulunan zorunlu karşılık tutarlarına faiz ödeyebileceği gibi bankalara hiç faiz ödemeyebilir de. Zorunlu karşılıklı tutulan meblağları bankalar paradan para kazandıkları ticari ve kredi faaliyetlerinde kullanamadıklarından dolayı bu bankaların kârlılıklarını etkileyen bir olgudur.

Bankaların likidite ihtiyacını karşılamak, borçlarını ödeme yeteneği ve güvenilirliğini sağlama amacıyla merkez bankasınca uygulanan bu politikaya zorunlu karşılıklar politikası denir. Bankalar topladıkları mevduatın ve diğer kaynaklarının merkez bankası tarafından belirlenen oranda belirli bir miktarını, ileride karşılaşılabilecekleri zorluklarda talep edip kullanabilmek için merkez bankalarında karşılık olarak tutmak zorundadırlar. Bankaların topladığı mevduatta yabancı paraların da yerli para ile birlikte kullanımını ya da banka hesaplarında bulunması yaygınsa merkez bankaları bu mevduatın karşılığını yerli para ile isteyebileceği gibi yabancı para cinsinden de isteyebilir. Bankalar yerli para cinsinden karşılıkların bir bölümü ya da tamamı için merkez bankasında bulunduracakları karşılıkları için yabancı para cinsinden ödeme imkânları da vardır.

3.4.2.1. Zorunlu Karşılığa Tabi Yükümlülüklerin Kapsamı

Zorunlu karşılığa bağlı yükümlülükler iki haftada bir cuma günleri hesaplanır. Zorunlu yükümlülükler, bankaların ve şirketlerin Merkez Bankasına, Hazineye, yurt içi bankalara ve uluslararası anlaşmayla kurulmuş olan bankaların Türkiye'deki merkez ve şubelerine olan yükümlülükleri hariç olmak üzere, aşağıda belirtilen yurt içi bilanço kalemleri zorunlu karşılığa tabi Türk lirası (TL) ve yabancı para (YP) yükümlülüklerini oluşturur.

- 1) Yatırım, Mevduat ve Katılım fonu
- 2) Sermaye benzeri borçlar
- 3) Yurt dışı şubeler nezdinde takip edilen krediler
- 4) Yurt dışı şubeler nezdinde takip edilen yurt içi ikamet edenlerin mevduatı ve katılım fonu
- 5) Kullanılan krediler (Hazine garantisiyle sağlananlar müstesna)
- 6) Repo işlemlerinden sağlanan fonlar
- 7) İhraç edilen menkul kıymetler (net)
- 8) Yurt dışı merkez ve şubelerin net yükümlülüklerinin (6) ve (7) bentlerinde tutarları aşan kısmı

9) Kredi kartı sahiplerinin borç yükümlülükleri

Serbest bölgelerde faaliyette bulunanlar dâhil Türkiye’de kurulmuş veya şube açmak suretiyle Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar ile finansman şirketleri zorunlu karşılık yükümlülüğüne tabi kuruluşlardır.

3.4.2.2. Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri ve Kullanım Amacı

Mevduat kabul eden bankaların topladıkları bu mevduatlara karşılık olarak merkez bankasında bulundurmaları ve tutmak zorunda oldukları parasal tutarı ifade etmekte olan zorunlu karşılık, merkez bankaları tarafından bir para politikası aracı olarak kullanılabilir. Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi para arzını etkilemekte, bu oranların yükseltilmesi bankaların kredi verebilecekleri para miktarının düşmesine, dolayısıyla da para arzının gerilemesine yol açmaktadır.

Zorunlu karşılıklar politikasının para politikasında miktar ve likidite etkisi olup, zorunlu karşılık oranını artırılıp azaltılmasıyla merkez bankası tarafından piyasada bulunan para miktarı azaltılıp artırılabilir. Merkez bankasınca uygulanan zorunlu karşılıklar, fiyat istikrarının korunması ve finansal istikrarın sürdürülmesi açısından önemli bir araçtır. Piyasadaki para miktarı bankaların kredi verme davranışlarını etkileyerek temelde bankaların kredi arzını etkilemektedir. Yurtdışından sermaye akımlarının arttığı veya zorunlu karşılıkların düşük olduğu durumlarda kredi büyümesi hızlanmakta, sermaye akımlarının azalması veya zorunlu karşılıkların artırılması durumunda kredi vermenin maliyeti artacağından kredi büyüme hızı yavaşlamaktadır. Sermaye akımlarının azaldığı durumlarda ekonomide ani bir duruş yaşanmasını önlemek, üretimi ve tüketimi teşvik etmek amacıyla zorunlu karşılıklar bir sterilizasyon politikası olarak uygulanabilir.

Günümüzde zorunlu karşılık uygulaması TCMB dahil bir çok modern merkez bankası tarafından para politikası aracı olarak kullanılmaktadır. Zorunlu karşılık oranının merkez bankası tarafından artırılması ile piyasada bulunan para miktarı azaltılır, zorunlu karşılık oranının azaltılmasıyla piyasada bulunan para miktarı

arttırılabilir. Piyasadaki para miktarı da bankaların kredi verme davranışlarını etkileyerek zorunlu karşılıklar temelinde kredi arzını etkilemektedir. Aynı zamanda zorunlu karşılıklar, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının korunması ve finansal istikrarın sürdürülmesi açısından önemli bir araçtır.

Zorunlu karşılık uygulaması temel olarak üç amaç için kullanılmaktadır: i) ihtiyat, ii) parasal kontrol, iii) likidite yönetimi.

Zorunlu karşılıklar bankalardan yoğun mevduat çekilişleri olduğu durumlarda bir sigorta işlevi görmekte idi. Ancak günümüzde sermaye yeterliliği, likidite ölçütleri ve benzeri bankacılık düzenlemeleri ile mevduata belirli tutarlara kadar güvence sistemi gelmiştir. Ayrıca merkez bankaları tarafından sağlanan hazır imkânlar ve diğer finansal araçlar vasıtasıyla zorunlu karşılıkların sağladığı ihtiyati faydalar daha etkin bir şekilde karşılanmaktadır. Günümüzde zorunlu karşılıkların ihtiyat amacıyla kullanımı yaygın değildir.

Zorunlu karşılıkların parasal kontrol amacıyla kullanımı iki farklı kanal aracılığıyla gerçekleşmektedir: i) parasal çarpan, ii) zorunlu karşılıkların kredi ile mevduat faiz farkına olan etkisi. Parasal çarpan mekanizması, para arzı artışlarının kısıtlı olduğu varsayımı altında bankaların kredi genişlemesinin zorunlu karşılıklar ile sınırlanmasıdır. Banka borçlanmasının belirli bir kısmının karşılığının merkez bankası nezdinde tutulması bankaların borç verme kapasitelerini sınırlayan bir unsur olmaktadır.

Faiz kazancı olmayan veya merkez bankası politika faiz oranının altında bir faiz getirisi sağlayan zorunlu karşılıklar ticari bankaların mevduat ve kredi faizleri arasındaki oran farkını etkilemektedir. Bankaların belirli bir maliyete katlanarak topladıkları mevduatlara karşılık olarak bilançolarının aktif tarafında faiz getirisi olmayan/düşük olan zorunlu karşılık tutmaları bankalar için kayıp/zarardır. Bankaların uğradığı bu zarar, kredi faizlerinde bir ek prim talep etmelerine sebep olmaktadır. Bankalar açısından faiz getirisi sağlamayan zorunlu karşılık oranlarının merkez bankasınca yükseltilmesi para politikası açısından sıkılaştırma anlamına gelmektedir. Ancak, zorunlu karşılık oranlarının artırılması yoluyla yapılan parasal sıkılaştırma ile politika faiz oranlarının artırılması ile yapılan parasal sıkılaştırma birbirlerinden farklıdır. Politika faiz oranları yükseltilerek yapılan parasal koşulların sıkılaştırılması, özellikle kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına yol açarak yerel paranın

değerlenmesine ve cari işlemler dengesinin bozulmasına sebep olmaktadır. Bu durum, ülkemiz gibi cari işlemler açığı problemi yasayan ülkelerde finansal istikrara ilişkin riskleri artırmaktadır. Sonuç olarak, parasal sıkılaştırma maksadıyla zorunlu karşılık oranlarının artırılması kısa vadeli yabancı sermaye akımına yol açmadan toplam talebi sınırlayabilmektedir. TCMB, Türkiye'nin cari işlemler açığında ortaya çıkan artış karşısında Kasım 2010'dan itibaren ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları gidermeye dönük olarak politika faiz oranlarında bir artışa gitmeksizin zorunlu karşılık oranlarını artırmak suretiyle parasal koşullarda sıkılaştırma yapmıştır.

Merkez bankaları piyasadaki likidite koşullarına göre zorunlu karşılık oranlarında değişiklik yaparak fazla likiditeyi sterilize edebilmektedir. Zorunlu karşılık oranlarındaki ayarlamalar yoluyla piyasadaki likidite arz/talep dengesizliğini gidererek para piyasası faiz oranlarının politika faiz oranı etrafında oluşması amaçlanmakta ve finansal sisteme ek fon sağlayabilmektedirler. Merkez bankasınca zorunlu karşılık oranlarındaki ayarlamalar yoluyla piyasadaki likidite arz/talep dengesizliğini gidererek para piyasası faiz oranlarının politika faiz oranı etrafında oluşması amaçlanmaktadır. Zorunlu karşılık sisteminde kuruluşların yükümlülüklerini ortalama olarak yerine getirmeleri imkânı bulunuyorsa bu unsur bankaların kısa dönemli likidite yönetimlerinde ek bir esneklik sağlamakta, zorunlu karşılıkların ortalama olarak tutulması piyasadaki fon arz ve talebinin dengeye gelmesine yardımcı olmakta ve kısa dönemde gözlenen likidite şoklarının gecelik faizler üzerindeki etkisini sınırlamaktadır.

3.4.2.3. Türkiye'de Zorunlu Karşılık Uygulaması

TCMB'nin kriz sonrasında 2010 yılının sonuna doğru uygulamaya başladığı yeni para politikası çerçevesinde, büyük ölçekli finansal risklerin önlenmesine yönelik uygulamaya koyduğu politika araçlarından biri de zorunlu karşılıklar politikasıdır. Serbest bölgelerde faaliyette bulunanlar dahil olmak üzere Türkiye'de kurulmuş veya şube açmak suretiyle faaliyet gösteren bankalar zorunlu karşılık sistemine tabidir. Tebliğe göre, vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplar, vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler zorunlu karşılık

kapsamında yer almaktadır. Rezerv taşıma opsiyonu bankaların kısa dönemli likidite yönetimlerinde ek bir esneklik sağlaması nedeniyle kısa vadeli para piyasası faizlerinde gözlenebilecek oynaklığı azaltıcı etki yapmaktadır. Zorunlu karşılık sistemine dâhil bankalar, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerini, yükümlülüklerin hesaplandığı tarihten iki hafta sonraki Cuma günü mesai saati bitimine kadar TCMB'ye bildirmekle yükümlüdürler.

Küresel finansal kriz döneminde TCMB üç defa faiz artırımı ve yedi defa faiz indirim kararı almış, aynı zamanda banka kredileri yoluyla iç talebi canlandırmaya çalışmıştır. Türkiye'nin cari işlemler açığında gözlenen artış karşısında TCMB, Kasım 2010'dan itibaren ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları gidermeye yönelik olarak politika faiz oranlarında bir artışa gitmeksizin zorunlu karşılık oranlarını artırmak suretiyle parasal koşullarda sıkılaştırma yapmıştır.

TCMB tarafından Yabancı para zorunlu karşılık oranı sırasıyla 26.04.2010 tarihinde % 9 dan % 9,5'ye yükseltildi, 29.07.2010 tarihinde 0,5 puan artırılarak % 10 düzeyine yükseltildi ve 23.09.2010 tarihinde 1 puan artırılarak % 11'e yükseltildi. Kredi kullanımındaki genişleme dikkate alınarak Türk parası zorunlu karşılık oranı 23.09.2010 tarihinde 0,5 puan artırılarak % 5,5'e yükseltildi ve Türk parası zorunlu karşılıklara merkez bankasınca faiz ödenmesi uygulaması sonlandırıldı. Türk parası zorunlu karşılık oranı 12.11.2010 tarihinde % 5,5'ten 0,5 puan artırılarak % 6'ya yükseltildi.

Finansal sisteminde bankaların yükümlülüklerin vadesinin uzatılması ve ülkeye gelen yabancı sermayenin uzun vadeye yönlendirilmesi maksadıyla 2010 yılı Aralık ayında Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmıştır. Ayrıca öncesinde zorunlu karşılığa tabi tutulmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden oluşan bazı fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır (Tablo 20).

Tablo 20: Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar (Yüzde)

Karar Tarihi	Vadesiz	1 aya kadar	3 aya kadar	6 aya kadar	1 yıla kadar	1 yıl ve daha uzun	Birikimli	Mevduat/ katılım fonu dışı diğer*	Ağırlıklı ortalama
16 Ekim 2009	5	5	5	5	5	5	5	5	5
23 Eylül 2010	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
12 Kasım 2010	6	6	6	6	6	6	6	6	6
17 Aralık 2010	8	8	7	7	6	5	5	8	7,4

Kaynak: TCMB.

01.10.2010 tarihinden itibaren Türk parası ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi ile piyasadaki likiditeden 2 milyar 100 milyon TL ve 1 milyar 500 milyon ABD doları piyasadan çekilmiştir. 12.10.2010 tarihinden itibaren geçerli olan Türk parası zorunlu karşılık oranı artışı ile de piyasadaki likidite 2 milyar 100 milyon TL azaltılmıştır⁴³.

Finansal istikrar için bankacılık sistemi kaynaklarının vadesinin uzatılarak, ortaya çıkan vade uyumsuzluğunun azaltılması maksadıyla 07.01.2011 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere Türk parası zorunlu karşılık oranı, mevduatın/katılma hesaplarının vade yapısına göre farklılaştırılmıştır. 2010 yılı sonundan 2011 yılı ortalarına kadar zorunlu karşılık oranları önemli ölçüde artırılmıştır. 2011 yılının ikinci yarısından itibaren küresel bazda ve iç talepte başlayan yavaşlama göz önünde bulundurularak piyasanın gereksinimi olan likiditenin sağlanması ve piyasaların canlandırılması amacıyla Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında kademeli indirim yapılmıştır.

⁴³ TCMB, “Yıllık Rapor” (2010).

Tablo 21: TL Zorunlu Karşılık Oranlarının Gelişimi (Yüzde)

Yürürlük Tarihi	Mevduat / Katılım Fonu						Mevduat/Katılım Fonu Dışı Diğer Yükümlülükler			Ağırlıklı Ortalama
	Vadesiz, Özel Cari Hesap	1 Aya Kadar	3 Aya Kadar	6 Aya Kadar	1 Yıla Kadar	1 Yıl ve Daha Uzun, Birikimli Mev.	1 Yıla Kadar	3 Yıla Kadar	3 Yıldan Uzun	
07.01.2011	8	8	7	7	6	5	8	8	8	7,4
04.02.2011	12	10	9	7	6	5	9	9	9	9,4
01.04.2011	15	15	13	9	6	5	13	13	13	13,2
29.04.2011	16	16	13	9	6	5	13	13	13	13,3
30.09.2011	16	16	12,5	9	6	5	11	8	5	12,5
28.10.2011	11	11	11	8	6	5	11	8	5	10,5

Kaynak: TCMB

Tablo 22. Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranlarının Gelişimi (Yüzde)

Yürürlük Tarihi	Mevduat / Katılım Fonu						Mevduat/Katılım Fonu Dışı Diğer Yükümlülükler			Ağırlıklı Ortalama
	Vadesiz, Özel Cari Hesap	1 Aya Kadar	3 Aya Kadar	6 Aya Kadar	1 Yıla Kadar	1 Yıl ve Daha Uzun, Birikimli Mev.	1 Yıla Kadar	3 Yıla Kadar	3 Yıldan Uzun	
29.04.2011	12	12	12	12	12	11	12	11,5	11	11,8
22.07.2011	12	12	12	12	12	10	12	10	9	11,5
05.08.2011	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	9,5	11,5	9,5	8,5	11
30.09.2011	11	11	11	11	11	9	11	9	6	10,25

Kaynak: TCMB

TCMB ülkemizdeki bankaların döviz rezervlerinin korunabilmesi maksadıyla yabancı para zorunlu karşılık oranı yükümlülüklerin oranını 29.04.2011 tarihinden itibaren vade dilimlerine göre farklılaştırılmıştır. TCMB 2011 yılının 2. yarısından itibaren ise yabancı para zorunlu karşılık oranlarını indirmiştir.

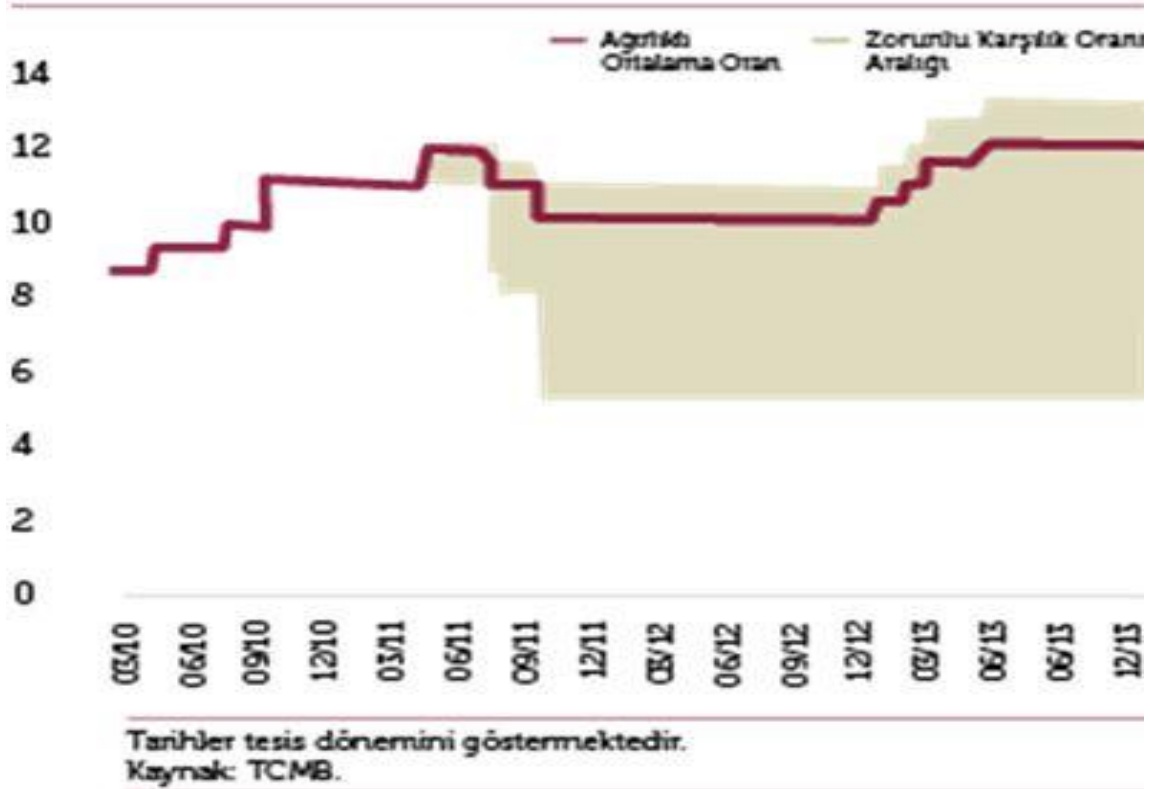
27.03.2012 tarihinden itibaren Türk lirası yükümlülükler için zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilme oranı % 10'dan % 20'ye yükseltildi. Yabancı para (kıymetli maden hariç) yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilme oranı % 10'dan % 0'a indirildi.

29.05.2012 tarihinden itibaren Türk parası yükümlülükler için tesis edilecek zorunlu karşılıkların yabancı para olarak tutulabilecek kısmının üst sınırı % 45'e yükseltildi. Üst sınır 21.06.2012 tarihinde 5 puan artırılarak % 50'ye yükseltildi.

19.07.2012 tarihinde ilave % 5'lik dilim artışı ile üst sınır % 55'e yükseltildi. 2 ay sonra 16.08.2012 tarihinde üst sınır % 60'a yükseltildi.

28.09.2012 tarihinden itibaren ABD doları cinsinden tesis edilen zorunlu karşılık yükümlülükleri için sadece ABD doları zorunlu karşılık tutulmasına karar verildi⁴⁴.

Grafik 15: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)



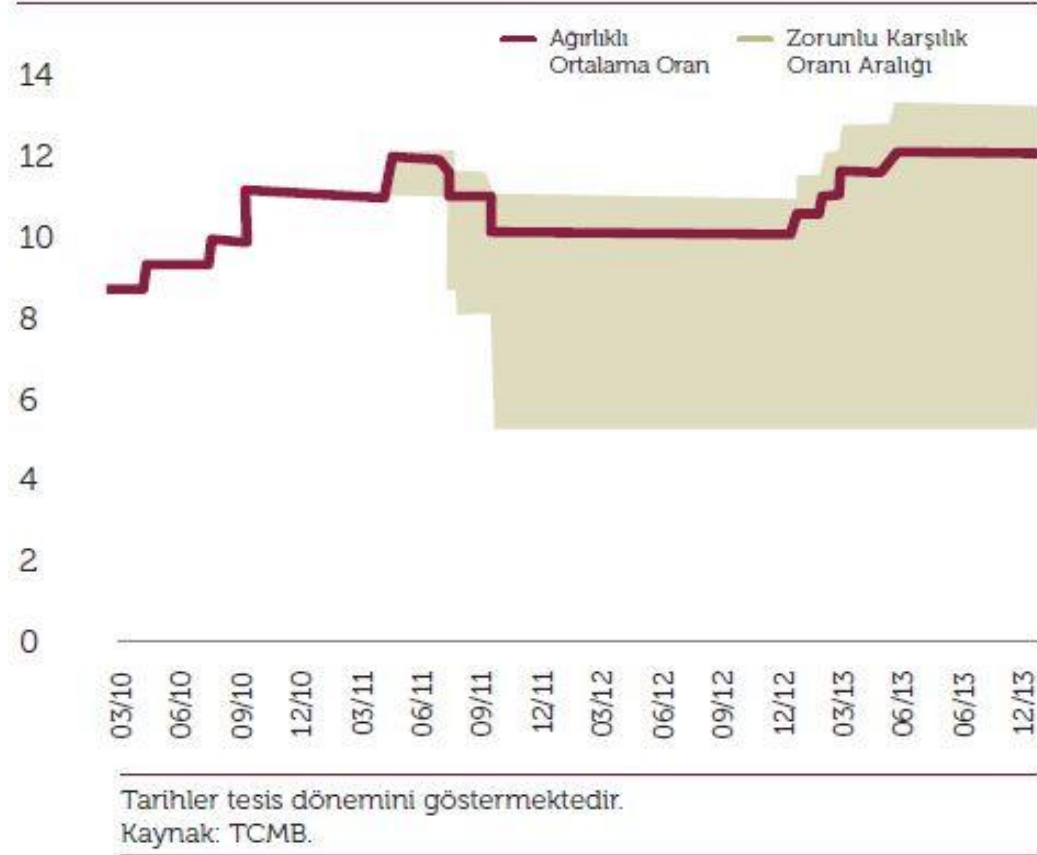
TCMB, para politikası aracı ve makro ihtiyati bir araç olarak zorunlu karşılıkları kullanmaya 2013 yılında da devam etmiş, yılın ilk çeyreğinde kısa vadeli faiz oranlarını indirmiş ve zorunlu karşılıklar uygulamasında sıkılaştırıcı politika izlemiştir. 2013 yılı içinde zorunlu karşılık oranları değiştirilerek bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılması teşvik edilmiştir. Türk parası zorunlu karşılık oranları 1 yıla kadar olan vadelerdeki yükümlülükler için 0,5 puan kademeli olarak artırılmıştır (Grafik 15).

Yabancı para zorunlu karşılık oranları kısa vadeli (1 yıla kadar vadelerdeki) mevduatlar ile 1 - 3 yıla kadar uzun vadeli yükümlülükler için 0,5 puan kademeli olarak

⁴⁴ TCMB, "Yıllık Rapor" (2012).

artırılmıştır (Grafik 16). Söz konusu uygulamalar ile Türk parası ve yabancı para ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla % 11 ve % 11,9 oranına yükselmiştir.

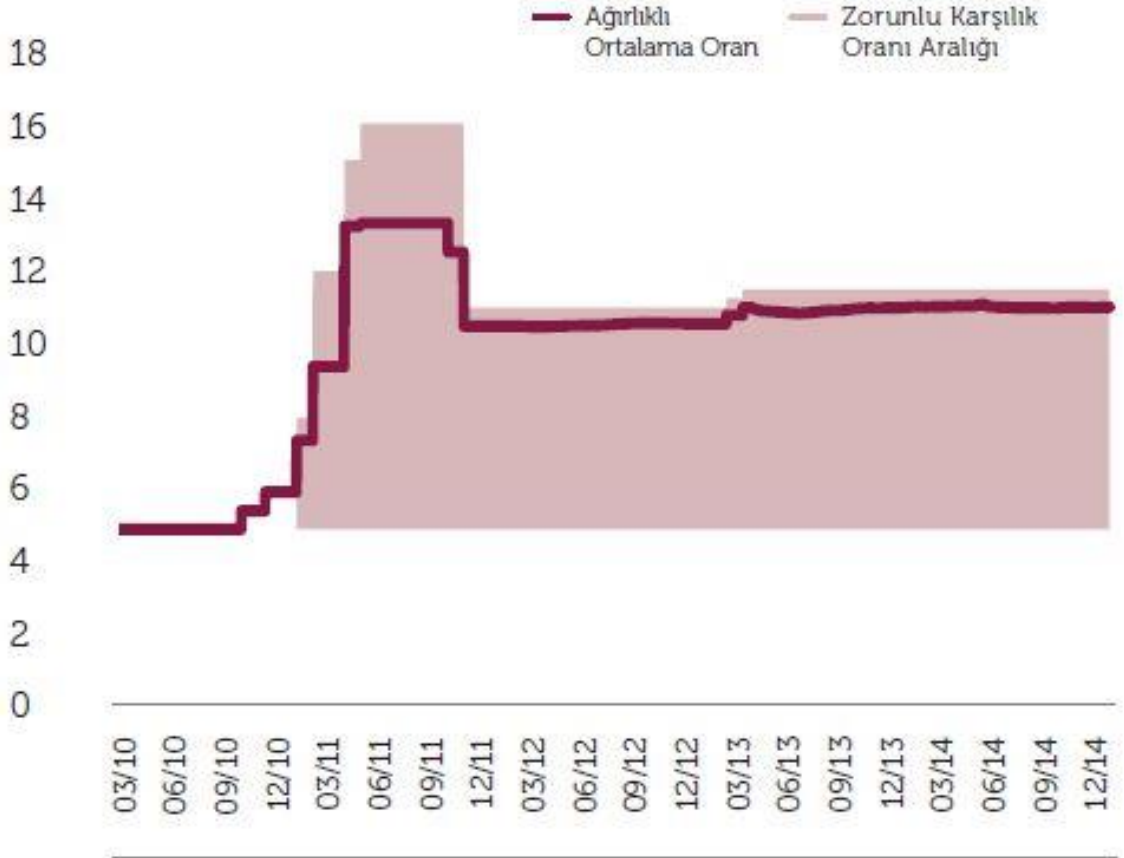
Grafik 16: Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)



01.08.2014 tarihinden itibaren Türk parası zorunlu karşılık yükümlülükleri için tesis edilebilecek yabancı para cinsi ABD doları olarak sınırlandırılmıştır. Finansal istikrarın devamı için bankacılık sektörünün sağlık yapısının korunması ve desteklenmesi amacıyla 21.10.2014 tarihinden itibaren finansal kuruluşların zorunlu karşılıklarının Türk parası olarak tutulan kısmına faiz ödeneceği duyuruldu. Bu düzenleme yoluyla bankaların TL zorunlu karşılık tutma maliyetinin düşürülmesi amaçlanmıştır. 2014 yılı sonu itibarıyla Türk parası ve yabancı para ağırlıklı ortalama

zorunlu karşılık oranları sırasıyla % 11 ve % 11,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 17 ve 18)⁴⁵.

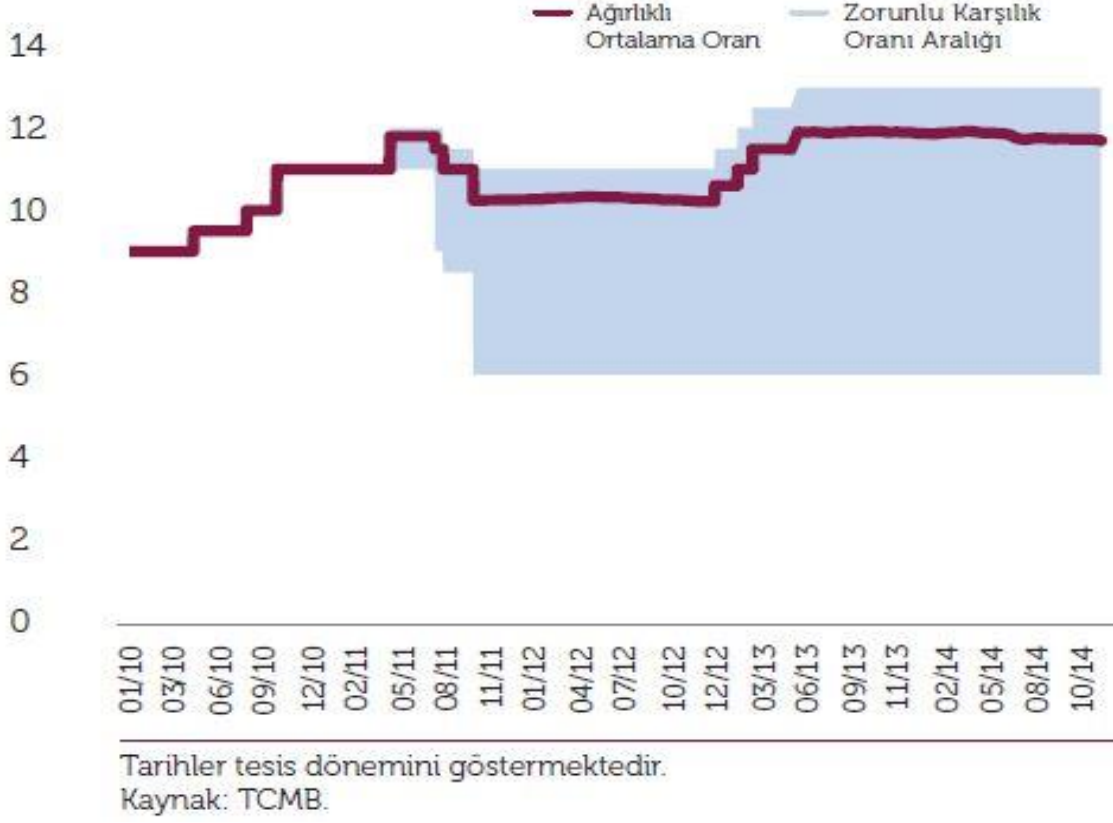
Grafik 17: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)



Tarihler tesis dönemini göstermektedir.
Kaynak: TCMB.

⁴⁵ TCMB, "Yıllık Rapor" (2014).

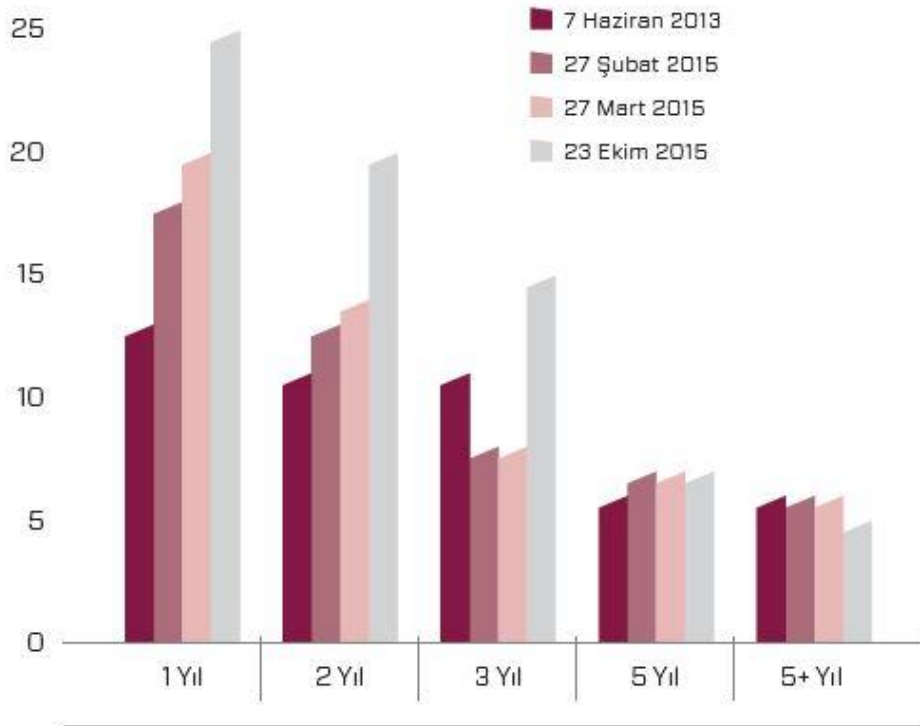
Grafik 18. Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)



TCMB 2015 yılının ilk yarısında döviz kurundaki oynaklığın durdurulması, bankacılık sisteminin döviz likiditesi ihtiyacının karşılanması ve Türk parası cinsi aracılık maliyetlerinin azaltılması amacıyla 05.05.2015 tarihinden itibaren TCMB nezdinde USD türünden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara faiz ödenmeye başlanmış ve 08.05.2015 tarihinden başlamak üzere, Türk parası türünden tutulan zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranlarında 50 baz puan artırıma gidilmiştir. 29.08.2015 tarihinde yapılan bir basın duyurusu ile bu yöndeki çalışmaların devam edeceği açıklanmış ve zorunlu karşılıklara ödenen söz konusu faizler Eylül, Ekim ve Aralık aylarında da 50 baz puan artırılmıştır.

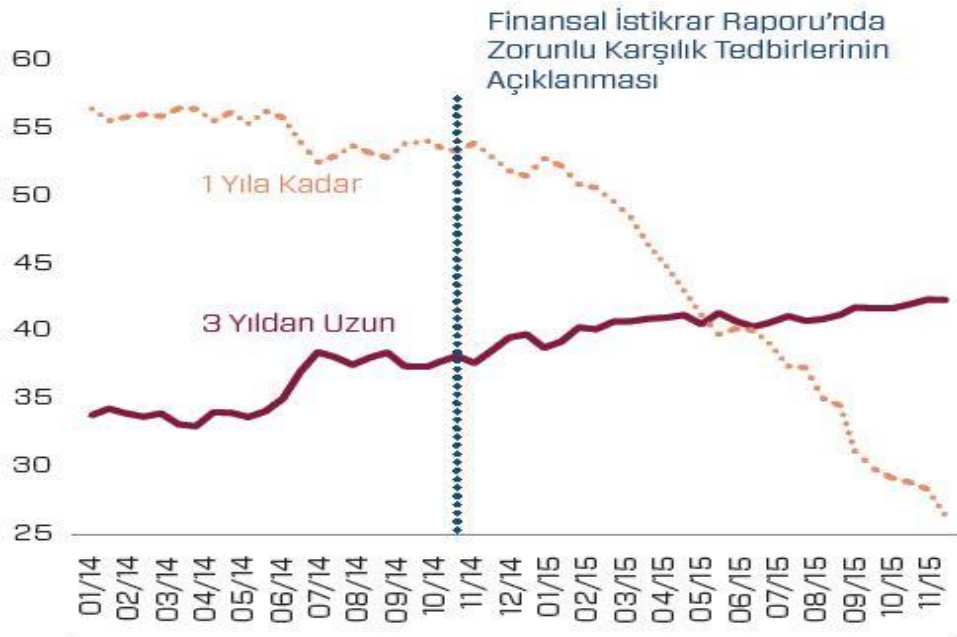
TCMB, 29.08.2015 tarihinden itibaren zorunlu karşılık oranlarını 3 seneden uzun vadeyi teşvik edici şekilde değiştirmiştir (Grafik 19). Yapılan değişiklikler çekirdek dışı yabancı para yükümlülüklerin vadesindeki artış eğilimini desteklemektedir (Grafik 20).

Grafik 19: Vade Gruplarına Göre Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (%)



Kaynak: TCMB.

Grafik 20: Mevduat Dışı Yabancı Para Yükümlülüklerinin Vade Dağılımı (%)



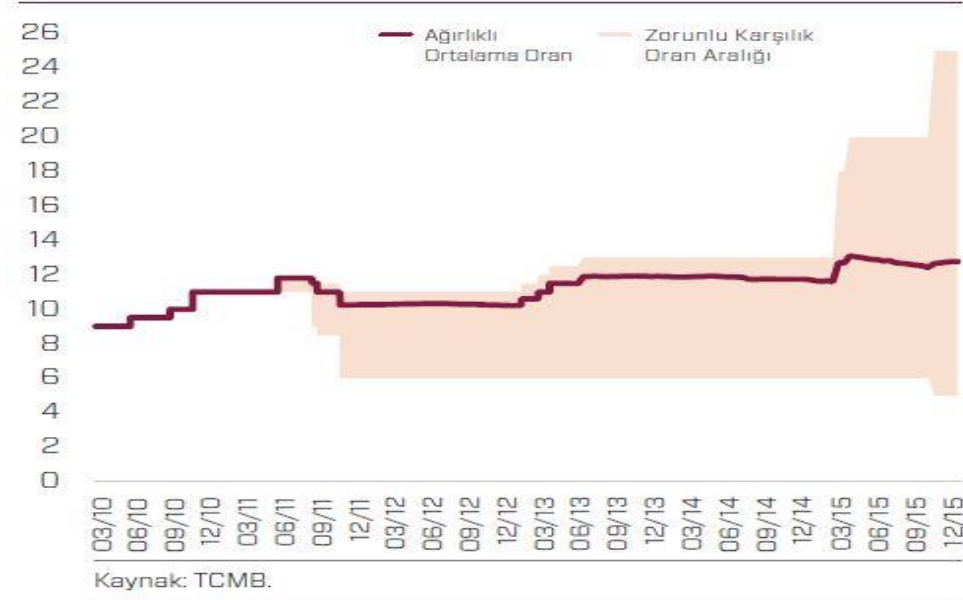
Kaynak: TCMB.

2015 yılı sonu itibarıyla Türk parası ve yabancı para ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları % 11,1 ve % 12,8 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 21 ve 22)⁴⁶.

Grafik 21: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)



Grafik 22: Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)



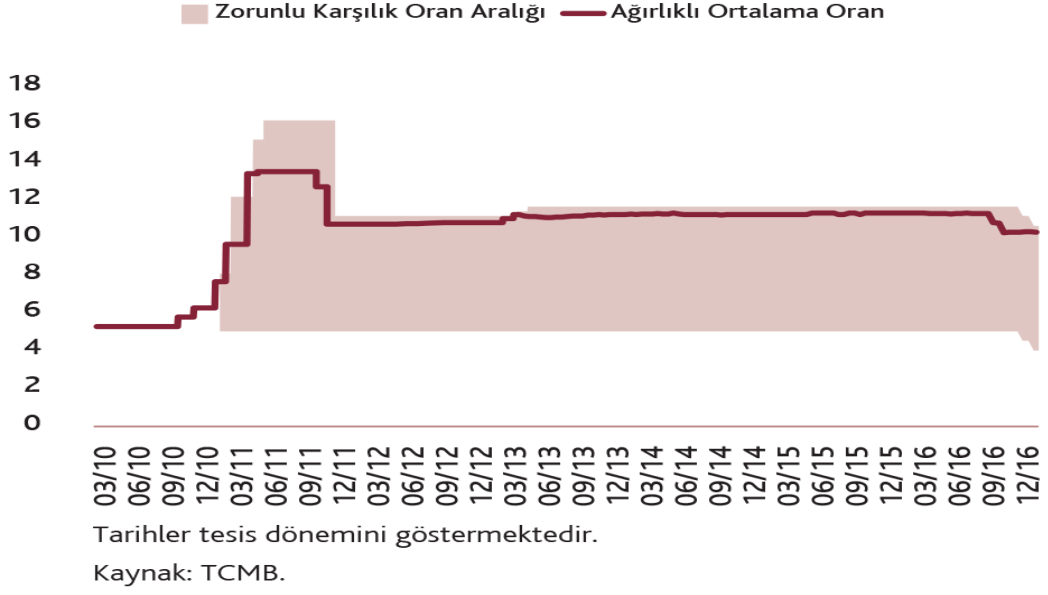
⁴⁶ TCMB, “Yıllık Rapor” (2015).

TCMB, zorunlu karşılıkları bir para politikası aracı ve makro ihtiyati bir araç olarak kullanmaya 2016 yılında da devam etmiştir. 2016 yılı sonu Türk parası ve yabancı para ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla % 10,1 ve % 13 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 23 ve 24).

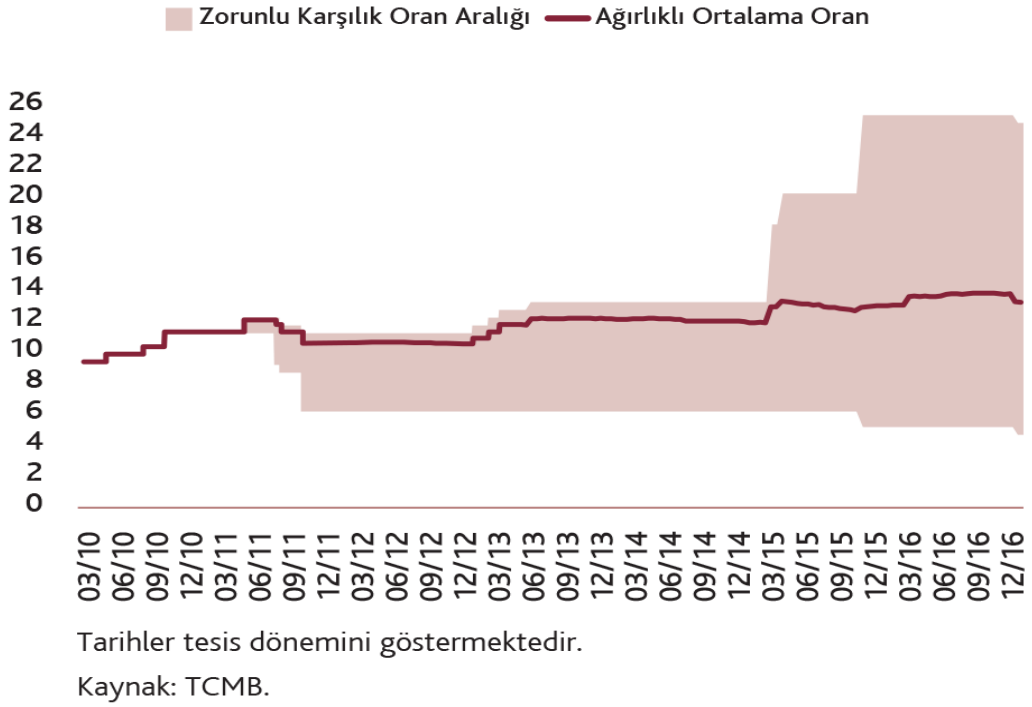
2016 yılının ilk yarısında kalkınma ve yatırım bankaları nezdindeki müstakriz fonları zorunlu karşılığa tabi tutulmuştur. 2016 yılının ikinci yarısında finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla Türk lirası yükümlülüklerine tesis edilen zorunlu karşılık oranlarında tüm vade dilimleri için toplamda 100 baz puan indirimle gidilmiştir. Yabancı para cinsinden yükümlülüklerine tesis edilen zorunlu karşılık oranlarında da 50 baz puan indirim yapılmıştır. Finansal kuruluşlar tarafından TCMB nezdinde Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara ödenen faiz/nema oranları 01.01.2017 tarihinden itibaren üç ayda bir ödenecek faiz/nema oranı TCMB bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının 400 baz puan eksiği olarak belirlenmiştir. Ayrıca bankaların döviz likidite erişimine esneklik kazandırmak üzere, yabancı para yükümlülükleri için uyulması gereken zorunlu karşılıkların üst sınırı 2016 yılı Ekim ayı içerisinde 3 puandan 4 puana yükseltilmiştir⁴⁷.

⁴⁷ TCMB, “Yıllık Rapor” (2016).

Grafik 23: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)



Grafik 24: Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)



Zorunlu karşılık oranı uygulaması esasen bankacılık sisteminin teminat benzeri bir yapı ile daha sağlıklı işlemesi için başlatılmıştır. Günümüzde ise merkez bankasının

likidite kontrolünü sağladığı önemli bir para politikası aracı haline gelmiştir. Zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklik ekonomiyi iki kanalla etkilemektedir;

-Maliyet Kanalı: Özellikle bankaların karşılık tutarları üzerinden merkez bankasından faiz almadıkları durumda zorunlu karşılık oranlarının artması, daha fazla kaynağın faizsiz olarak merkez bankasında bulundurulması demektir ki bu durumda bankaların bu maliyet artışını verecekleri kredi faizlerine yansıtılmaları beklenir.

- Likidite Kanalı: Karşılık oranlarının artması, bankaların mevcutlarındaki kredi verilebilir kaynakları ile beraber kullanılabilir kaynaklarının azalması anlamına gelir. Bu durumda bankalar daha az kredi verme yoluna gidebilirler. Likidite düşüşü, bankaların merkez bankası fonlarına daha fazla ihtiyaç duyacağı anlamındadır.

Ülkeye kısa vadeli sermaye girişlerinde artış gözlenen dönemlerde, ülke içinde oluşabilecek kredi büyümesi ile buna bağlı oluşabilecek finansal riskleri önleyebilmek amacıyla TCMB zorunlu karşılık oranlarını artırabilmektedir. Zorunlu karşılık oranı artırımını ile faiz koridorunun etkinliğinin artmasını da sağlayabilmekte ve Türk lirası likiditesini kontrol edebilmektedir. Sermaye hareketlerinin ani yavaşlaması durumunda ise zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi ile bankaların eli güçlendirilmekte ve kredilerdeki ani duruş riski azaltılabilmektedir. Yeni para politikası çerçevesinde, merkez bankasının zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulaması sonlandırılmış ve zorunlu karşılık oranları mevduatların vade yapısına göre farklılaştırılmıştır. Ayrıca finansman şirketleri zorunlu karşılık uygulaması kapsamına dahil edilmişlerdir.

Zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi ile etkileşim halinde işlemekte ve krediler üzerinde asıl olarak likidite kanalıyla etkili olmaktadır. Zorunlu karşılıkların kredi arzı üzerindeki etkisi asıl olarak faiz koridoru sistemi ile etkileşim halinde ortaya çıkmakta ve zorunlu karşılık oranlarının yüksek seviyede tutulması faiz koridoru aracının etkinliğini artırmaktadır.

TCMB, ek bir araç olarak Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz cinsinden tutulmasına olanak tanımıştır. Bankalara tanınan bu esneklik, sermaye hareketliliğindeki oynaklığın yabancı para kuru ve ülkemizdeki finansal piyasalar üzerindeki etkilerini yumuşatma ve hızlı önlem alma amacı taşımaktadır. Faiz koridoru,

zorunlu karşılıklar ve diğer likidite yönetimi araçlarının aktif olarak kullanılması, geleneksel para politikasının aksine, TCMB'nin krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkilemesine imkân tanımaktadır. Ülkede hane halkının hızlı kredi büyümesinin istenmediği ancak aynı zamanda Türk lirasının fazla güçlenmesinin de arzu edilmediği bir dönemde, zorunlu karşılık oranlarının yüksek tutulması ve fonlama maliyetine ilişkin yukarı yönlü belirsizliğin artırılması hedeflenen amaca büyük ölçüde ulaşılmasını sağlayabilmektedir.

3.4.3. Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)

TCMB, kısa vadeli yabancı sermaye giriş çıkışlarındaki oynaklığın ülkedeki makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki negatif etkilerini sınırlamak amacıyla Rezerv Opsiyonu Mekanizmasını (ROM) geliştirmiştir. ROM'un sağladığı imkân sayesinde bankaların Türk parası zorunlu karşılıklarının bir kısmını döviz ve altın cinsinden tutmalarına imkân verilmektedir. Bu imkânın ne oranlarda kullanılabileceğini tespit etmek için rezerv opsiyon oranı (ROO) tanımlanmaktadır. Birim Türk parası zorunlu karşılık başına ihdas edilebilecek döviz veya altın karşılığı ise rezerv opsiyonu katsayısı (ROK) ile belirlenmektedir. 2011 yılının Ağustos ayından itibaren ise bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür. ROM sayesinde döviz rezervlerinin güçlendirilmesi ve bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlanmaya çalışılmıştır. ROM, sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde yol açtığı oynaklığı azaltması bakımından diğer politika araçlarına duyulan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır. ROM sayesinde TCMB'nin piyasalara müdahale ihtiyacının azalması ve söz konusu mekanizmanın kurdaki olası dalgalanmaları düşürmesi beklenmekte ve bu mekanizma bankalara döviz varlıklarını likidite gereksinimleri doğrultusunda serbestçe kullanabilme imkânı sunmaktadır.

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), bankaların merkez bankası nezdinde tutması gereken Türk lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Bu,

bankalar için bir zorunluluk değil bir opsiyon yani bir alternatiftir. Rezerv opsiyon oranı ise bankaların ayırması gereken zorunlu karşılıkların ne kadarının döviz cinsinden (Euro-dolar) olarak tutulabileceğini gösteren orandır. Rezerv opsiyonu katsayısı (ROK), rezerv opsiyon uygulamasını seçen bankalar için zorunlu karşılıklarını döviz veya altın cinsinden tutabilecekleri üst sınırdır. Başka bir ifadeyle; Birim TL zorunlu karşılık karşılığında tutulabilecek yabancı para ve altın karşılığını belirleyen katsayıdır.

3.4.3.1. Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının İşleyişi

ROM ile sermaye akımlarındaki değişimlere bağlı olarak döviz arz ve talebi arasında oluşabilecek dengesizliklerin azaltılması ve bu yolla sermaye akımlarındaki aşırı oynaklığın yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu olumsuz etkilerin giderilmesi hedeflenmekte ve sistemin inşa süreci tamamlandıktan sonra esas olarak otomatik dengeleyici olarak işlemesi amaçlanmaktadır. Ayrıca, sisteme ilişkin parametrelerin değişen ve gelişen koşullara göre uyarlanması da söz konusudur.

Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde: Yurtiçi finansal piyasalarda yabancı para cinsinden kaynakların arttığı dönemde bankaların yabancı para cinsinden zorunlu karşılık tutmayı ve Rezerv Opsiyonu Mekanizmasını kullanmayı tercih etmeleri beklenir. TCMB finansal piyasalardan daha fazla yabancı para çekmek için Rezerv Opsiyonu Oranını arttırabilir veya Rezerv Opsiyonu Katsayısını yükseltebilir. Her iki durumda da, bankaların TCMB bünyesinde tutmuş oldukları yabancı para cinsinden zorunlu karşılıklar artmaktadır. Bankalar açısından yurt dışı borçlanma maliyetleri düşmüş olur. Bankalar yurt içine giren dövizin bir kısmını, maliyeti nerdeyse 4 kat pahalı TL yükümlülükleri yerine zorunlu karşılıkların tesisinde kullanmasından dolayı yurtiçi finansal piyasalardaki yabancı para likiditesi azalmaktadır. Böylece, TCMB doğrudan döviz alımı yapmadan veya alım ihaleleri açmadan döviz fiyatında denge sağlanabilmektedir. Bu durum TL üzerindeki değerlenme baskısını azaltır ve ülkeye giren dövizin krediye dönüşme oranını sınırlandırır.

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde: Yabancı para cinsinden kaynaklara ihtiyaç duyulduğu dönemlerde bankalar, merkez bankasında TL cinsinden zorunlu karşılık tutmayı tercih ederler ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması kullanımlarını azaltmak suretiyle ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını elde etme yoluna gidebilirler. Rezerv opsiyonunun kullanımının azaltılması bankaların zorunlu karşılıkların daha büyük bir kısmını TL kaynaklarla tesis etmeleri demek olduğundan bankaların TL likidite talebini artıracaktır. Finansal piyasalardaki döviz ihtiyacının yüksek olduğu durumda, TCMB Rezerv Opsiyonu Oranını azaltabilmekte veya Rezerv Opsiyonu Katsayısını düşürebilmektedir. Bankaların TL likidite ihtiyacı aynı tutarda dövizin merkez bankasınca doğrudan piyasaya satıldığı duruma göre daha az olacaktır. Zorunlu karşılıkların TL cinsinden tesisinin tercih edilmesi ile ROM, hem döviz kurunun hem de piyasa likiditesinin oynaklığını sınırlama potansiyeli taşımaktadır.

ROM'un en önemli özelliği kendiliğinden işleyen bir dengeleyici mekanizma olmasıdır. Yapılan müdahalelerden farklı olarak, ROM yoluyla döviz likiditesinin çekilmesi merkez bankasının ihtiyari kararının değil bankaların kârlarını artırma davranışlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Her bankaya, kendi maliyet analizini yaparak bu imkândan ne ölçüde faydalanacağını belirleme imkânının sunulmuş olması, daha verimli ve etkin bir sistem anlamına gelmektedir.

ROM, bankacılık sisteminin döviz likiditesinde ortaya çıkacak şoklara karşı dayanıklılığını artırmak ve dolayısıyla döviz kurunun oynaklığını bir ölçüde sınırlamak amacıyla uygulamaya konulmuştur. Diğer taraftan, TCMB'nin yeni politika çerçevesinde kullandığı bir diğer araç olan faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi de kısmen bu doğrultuda kullanılabilir. Faiz koridoru doğrudan yabancı sermaye arzı kanalıyla döviz kuru oynaklığını etkilerken, ROM ise giren yabancı sermayeye olan talebi ve sermayenin kullanımını değiştirmek suretiyle etkili olmakta ve böylece ROM sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu oynaklığın azaltılması bakımından faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır.

Faiz koridoru, kredi faizi ve mevduat faizi arasında oluşan faiz farkını etkilediğinden, ROM'dan farklı olarak, doğrudan TL kredi koşulları üzerinde etkili olabilecek bir araç olarak da kullanılabilir. TCMB'nin uyguladığı likidite

politikalarına bağlı olarak bankaların kredi maliyeti hesaplamalarında koridorun üst bandının önemli bir ağırlığa sahip olması sebebiyle, faiz koridoru gerektiğinde kredi kanalını etkilemek amacıyla kullanılabilir önemli bir araç olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca, faiz koridoru kısa vadeli sermaye akımlarındaki hareketlere bağlı olarak TCMB'nin rahat tavır alabilmesine esneklik sağlaması bakımından da ROM'dan farklı bir nitelik taşımaktadır.

Diğer taraftan faiz koridoru ile ROM tamamlayıcı mekanizmalar olarak da çalışabilmektedir. Şöyle ki, faiz koridorunun varlığı merkez bankasına ROM uygulaması neticesinde ortaya çıkan TL likidite hareketlerinin kontrol edilmesi konusunda esneklik sağlamaktadır. Merkez bankasının kısa vadeli faizi sadece aylık frekanslarda değiştirdiği standart enflasyon hedeflemesi uygulamasında, piyasadan çekilen dövizin TL'ye çevrilmesi neticesinde artan TL likiditesi ilan edilen faiz doğrultusunda sterilize edilmek durumundadır. Diğer taraftan, TCMB'nin para piyasası faizlerini sadece faiz koridoru içerisinde tutmayı taahhüt ettiği mevcut çerçevede, ortaya çıkan TL likiditeyi çekme hususunda önemli bir esneklik sağlamaktadır. Mesela, sermaye girişlerinin yoğun olduğu bir dönemde, TCMB ROM ile çekilen döviz sonucu ortaya çıkabilecek likiditeyi gerektiğinde tam sterilize etmeme imkânına sahip olacak ve bu durumda kısa vadeli TL piyasa faizlerinin düşmesine izin verilebilmesi, kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlayıcı ek bir etki yapabilecektir.

ROM'un merkez bankasınca kullanılmaya başlaması ile bankalar para takası pozisyonlarını azaltmaya başlamıştır. Bankalara sağlanan TL zorunlu karşılıklarının bir bölümünün merkez bankasında döviz cinsinden tutabilmesi imkânı ile bankalar arasında kur takası yoluyla gerçekleşen ve oynaklığı yüksek olan kısa vadeli pozisyonlar azalmıştır. Dolayısıyla, ROM bu kanaldan da finansal istikrarı desteklemekte ve risk iştahındaki ani hareketlere karşı döviz kuru oynaklığının düşük kalmasına katkı sunmaktadır.

Bütün bu süreçte ROM'un kullanımı TCMB brüt rezervlerini artırmakta, ancak net rezervleri değiştirmemekte, brüt rezervin özel sektör lehine artması rezervlerin daha etkin kullanımına yol açarak bir bütün olarak finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini artıran bir unsur olmakta ve ROM aracılığıyla rezervi TCMB'den ziyade

daha çok özel sektörün biriktirmesi sağlanmaktadır. ROM'un kademeli olarak uygulanmaya girdiği 2011 yılının sonlarından itibaren brüt rezervlerin belirgin şekilde arttığı, net rezervlerin ise görece yatay seyrettiği gözlenmiştir. Dünyaya entegre olan ve yatırımlar için yabancı kaynaklar temin eden özel sektörün borç ödeme kapasitesini ve bilançolarını sermaye hareketlerindeki oynaklık olumsuz etkileyeceğinden, yabancı para rezervini de büyük oranda özel sektörün tutması ve kriz durumlarında etkin olarak kullanabilmesi sistemin etkinliğini artırmaktadır.

3.4.3.2. TCMB ROM Uygulaması

2012 yılında TCMB, finansal istikrarı desteklemek amacıyla geliştirdiği Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının kurulmasını büyük ölçüde tamamlamış ve uygulamaya koymuştur. 2012 yılı mayıs ayında bankalara tanınan döviz rezerv opsiyonu imkânı % 40'tan % 45'e yükseltilmiştir. Türk parası zorunlu karşılıkların Türk parası veya yabancı para cinsinden tesis edilmesindeki maliyet farkının azaltılması amacıyla, ek olanaklar için ROK uygulamasına başlanmıştır. Böylece, Türk parası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin % 40'lık ilk dilimine denk gelen tutarın "1", % 5'lik 2. dilimine denk gelen tutarın ise "1,4" katsayısıyla çarpılması ile bulunan toplam tutar üzerinden, USD ve / veya EURO cinsinden tesis edilmesine olanak sağlanmıştır. Sözü edilen olanak 2012/06 ve 2012/07 aylarında 5'er puanlık artışlarla % 55'e çıkarılmış ve yüzde 5'lik üçüncü ve dördüncü dilimlere denk gelen tutar için "1,7" ve "1,9" katsayıları belirlenmiştir. İlaveten, Türk parası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınırı 2012/06 ayında % 25'e yükseltilirken, olanağın ilk % 20'lik dilime denk gelen tutarının önceden olduğu gibi "1", % 5'lik ikinci dilime denk gelen tutarının ise "1,5" katsayısıyla çarpılması suretiyle kullanılabilmesine karar verilmiştir¹⁵⁵. Türk parası zorunlu karşılıkların yabancı para olarak tutulabilen kısmı 2012 yılı Haziran ayından itibaren % 40'tan 5 puanlık kademelerle % 60'a kadar çıkarılmış, ilk % 40'lık ve izleyen % 5'lik dilimlerde ROK 1,4 ile 2,4 arasında artan şekilde belirlenmiştir (Grafik 25)⁴⁸.

⁴⁸ TCMB, "Yıllık Rapor" (2012). s.31

Grafik 25: Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar¹

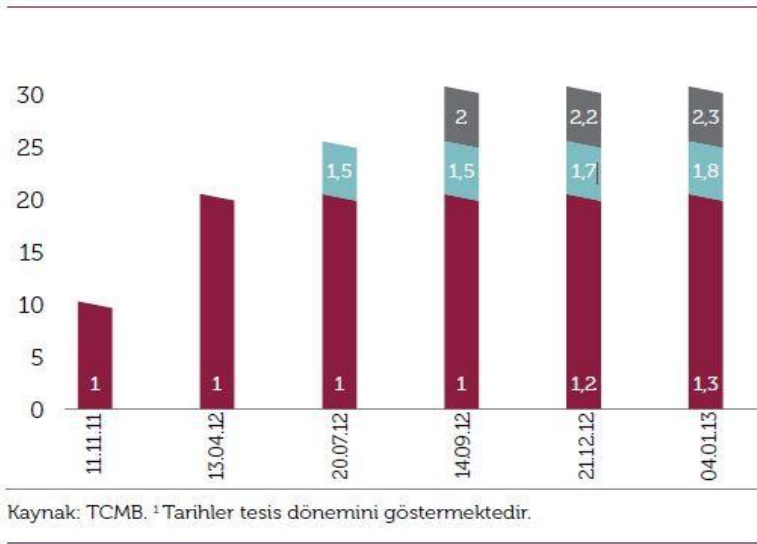


Kaynak: TCMB. ¹Tarihler tesis dönemini göstermektedir.

2012/07' den itibaren Türk parası zorunlu karşılıkların standart altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınır % 20'den 5 puanlık artışlarla % 30'a çıkarılmış, ilk % 20'lik ve izleyen % 5'lik dilimlerin ROK'ları 1,3 ile 2,3 arasında artan şekilde tespit edilmiştir (Grafik 26)⁴⁹.

⁴⁹ TCMB, "Yıllık Rapor" (2012). s.41

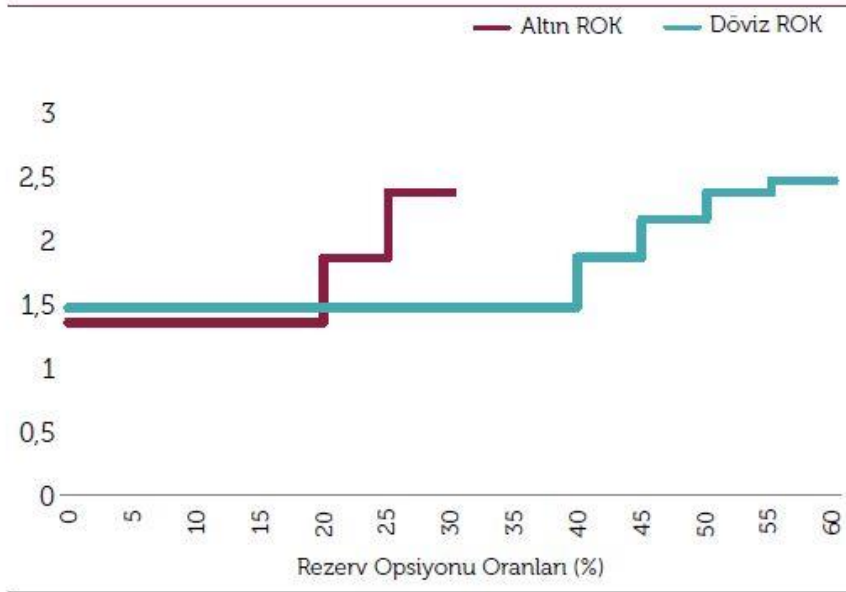
Grafik 26: Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar¹



2012 yılı ağustos ayında yapılan PPK kararınca döviz rezerv opsiyonu olanağı % 55'ten yüzde 60'a çıkarılmış ve bu % 5 artışa denk gelen tutara ait ROK "2" olarak belirlenmiştir. Bunun yanı sıra, Türk parası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin ilk % 40'lık dilimine denk gelen tutara ilişkin ROK "1,1"e yükseltilmiştir. Ayrıca, Türk parası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınır % 25'ten % 30'a çıkarılmış ve %5'lik ilave dilime denk gelen tutara ilişkin ROK "2" olarak tespit edilmiştir. Bütün dilimlere ilişkin rezerv opsiyonu katsayıları Eylül ve Ekim ayı PPK toplantılarında sırasıyla "0,2" ve "0,1" puan artırılmıştır (Grafik 27). 2012 yıl sonu itibarıyla döviz ve altındaki rezerv opsiyonu katsayılarını göstermektedir⁵⁰.

⁵⁰ TCMB, "Yıllık Rapor" (2012). s.32.

Grafik 27: Döviz Altın Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK) (2012 yıl sonu itibari ile)



Kaynak: TCMB.

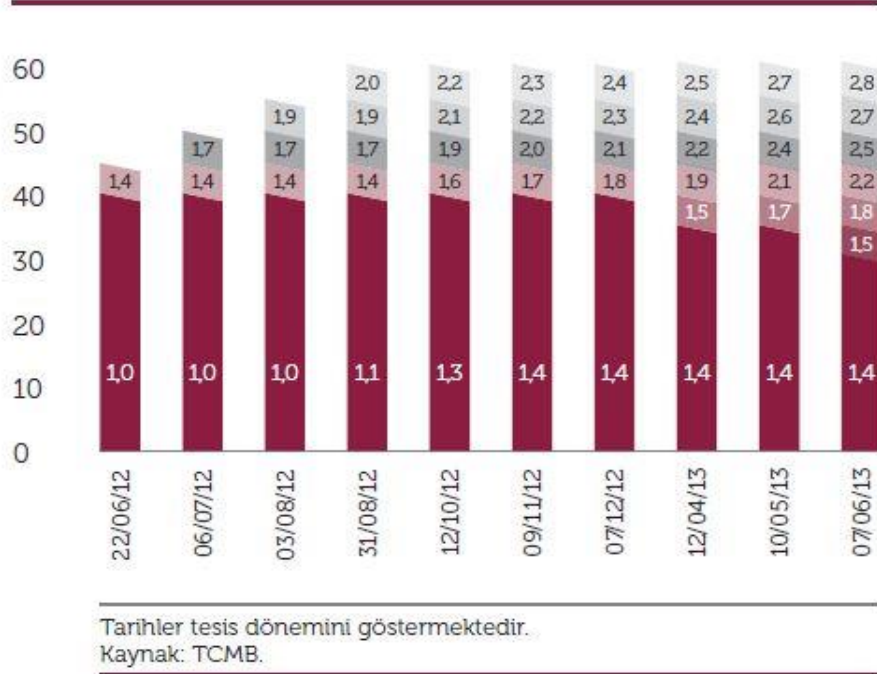
2013 yılında döviz rezerv opsiyonu oranlarına % 30-35 ve % 35-40 basamakları eklenmiş ve ilk dilim hariç diğer dilimlerde ROK kademeli olarak yükseltilmiştir. Bu dönemde altın rezerv opsiyonu oranlarına ise % 15-20 basamağı eklenmiş ve altın ROK'ları yılın 3.ve 4. aylarında ilk dilim hariç diğer dilimlerde 0,1 puan artırılmıştır.

2013 yılı sonu itibarıyla döviz ve altın rezerv opsiyonunun son dilimine denk gelen katsayılar sırasıyla 2,8 ve 2,5 düzeyindedir (Grafik 28 ve Grafik 29).

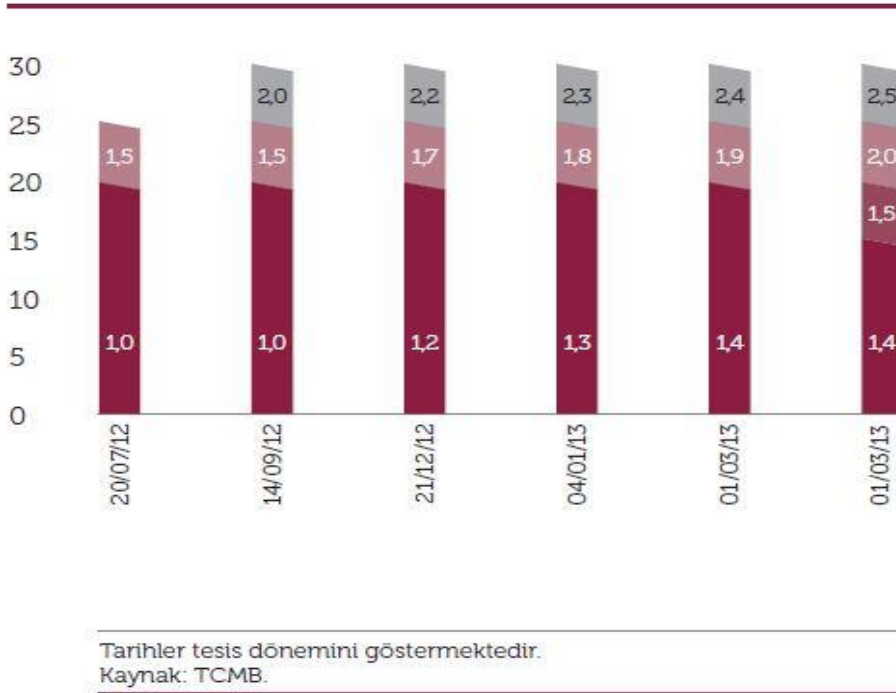
Bankaların 2013 yılında ROM olanaklarından yüksek oranda ve istikrarlı olarak yararlandıkları görülmektedir. 20.12.2013 tesis tarihi itibarıyla, sektör genelinde döviz olanağının kullanım oranı % 89, altın olanağının kullanım oranı % 84 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, bankalar kıymetli maden depo hesapları için de standart altın tesis edebilmekte, söz konusu olanağın kullanım oranı % 74 civarındadır⁵¹.

⁵¹ TCMB, "Yıllık Rapor" (2013). s.39

Grafik 28. Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar

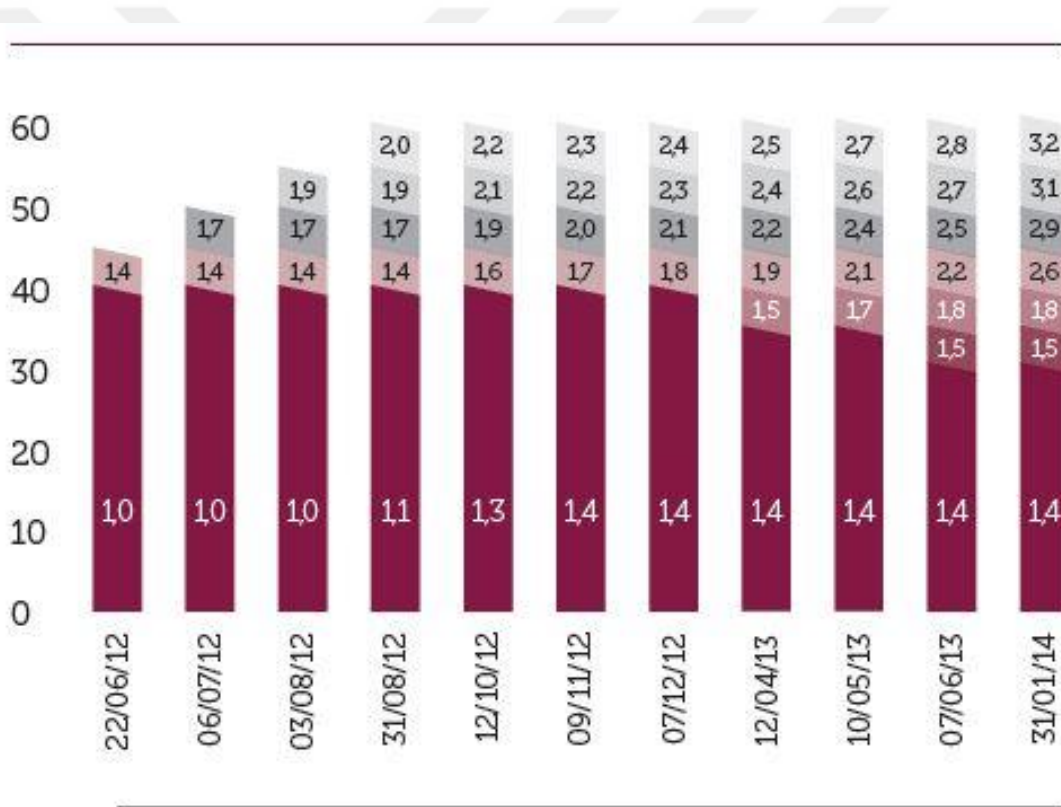


Grafik 29. Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin ROK'lar



Para politikası aracı olan ROM'un etkinliğini artırmak amacıyla 2014 yılı başında döviz ROK'ları üst dilimlerde revize edilmiştir. 2014 yılı sonu itibarıyla döviz ve altın rezerv opsiyonunun son dilimine denk gelen katsayılar sırasıyla 3,2 ve 2,5 düzeyindedir (Grafik 24 ve 25). Bankalar ve finansman şirketleri, ROM olanaklarından ziyadesiyle yararlanmışlardır. 19.12.2014 tesis tarihi itibarıyla, sektör genelinde döviz olanağının kullanım oranı % 86, altın olanağının kullanım oranı % 87 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, bankalar kıymetli maden depo hesapları için de standart altın tesis edebilmekte olup, söz konusu olanağın kullanım oranı % 75 civarındadır⁵².

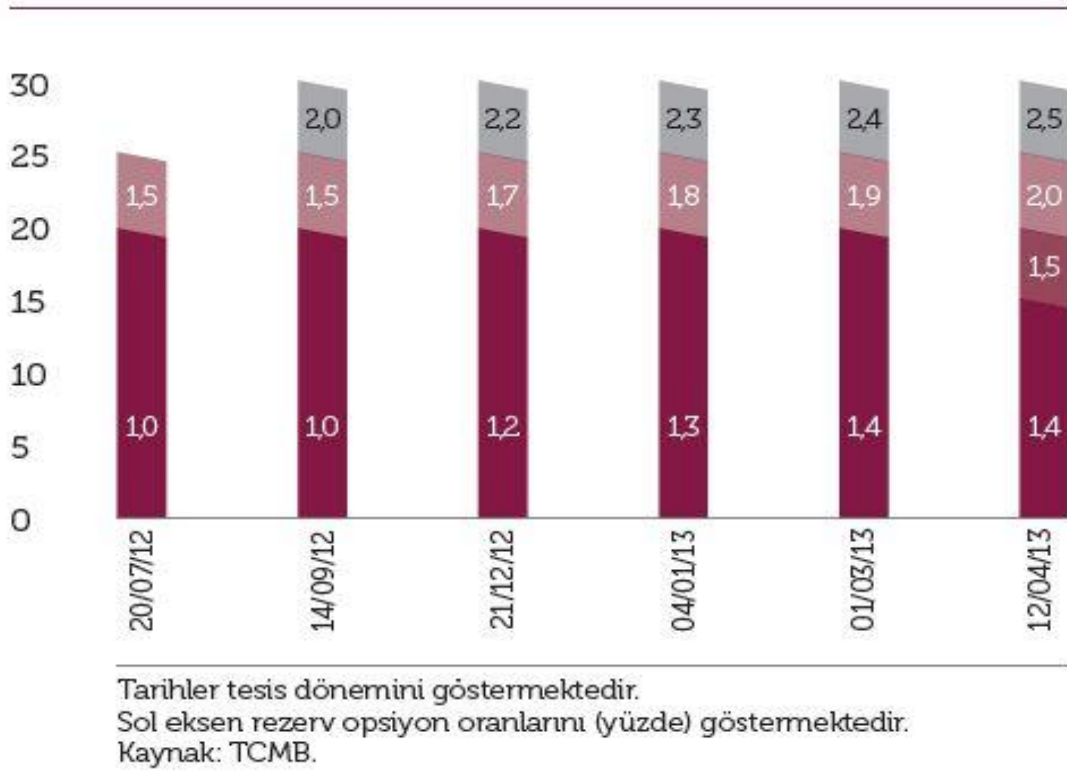
Grafik 30: Döviz Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar



Tarihler tesis dönemini göstermektedir.
Sol eksen rezerv opsiyon oranlarını (yüzde) göstermektedir.
Kaynak: TCMB.

⁵² TCMB, "Yıllık Rapor" (2014). s.39

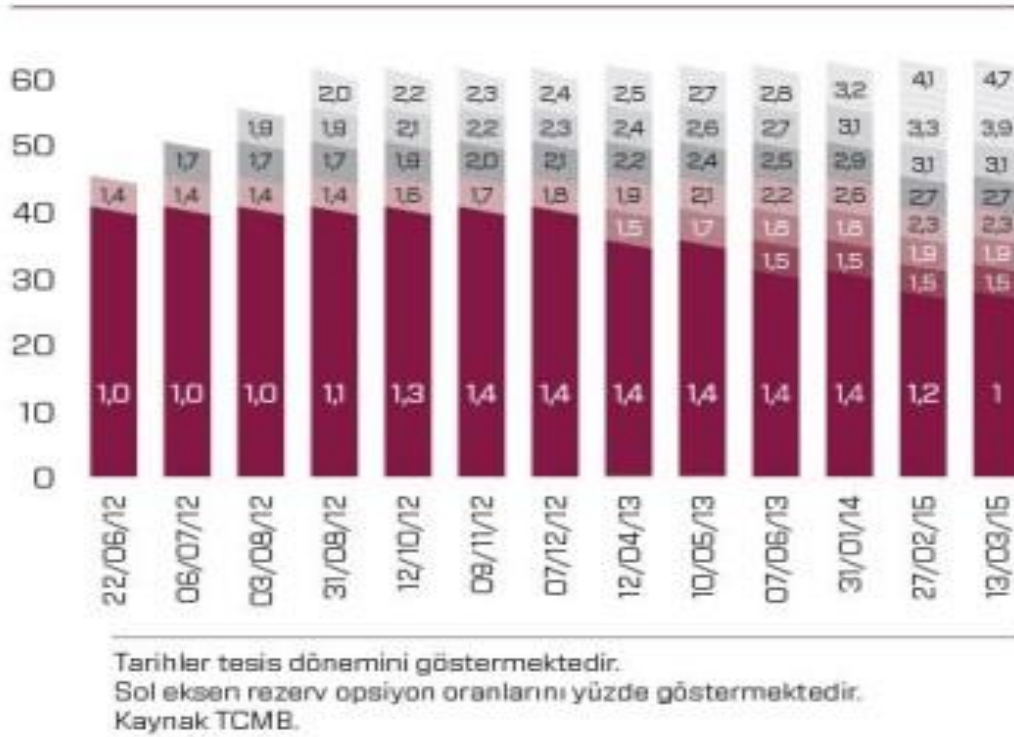
Grafik 31: Altın Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar



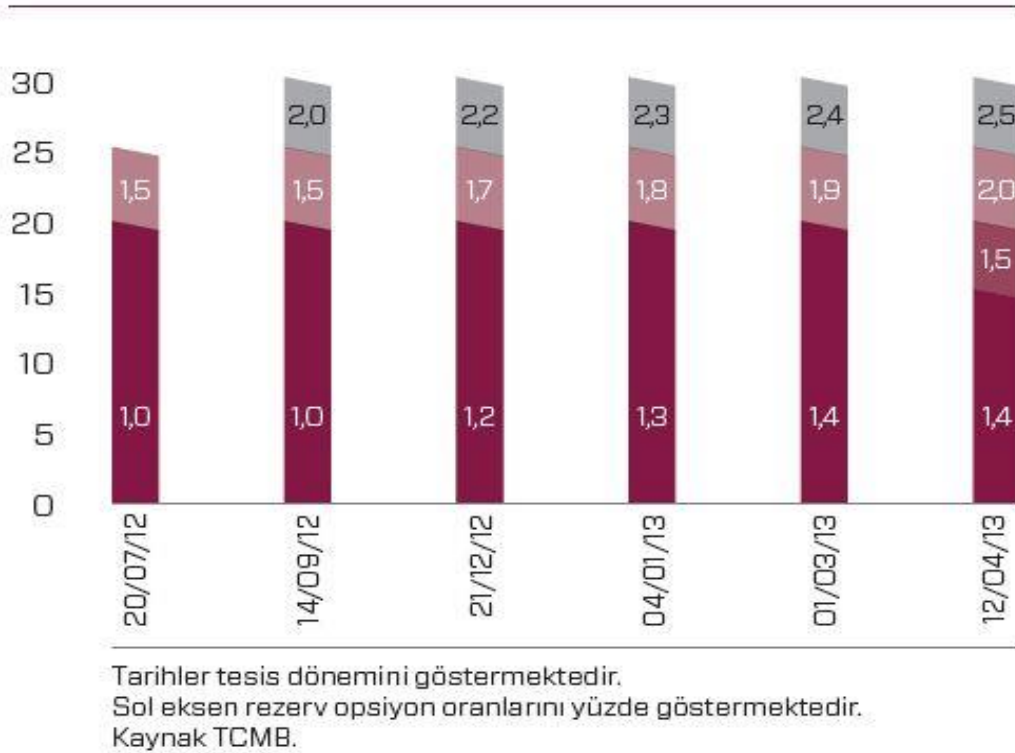
Rezerv Opsiyonu Mekanizması 2015 yılında TCMB tarafından aktif olarak kullanılmaya devam edilmiştir. Amaç; ROM aracılığı ile toplam rezervlere katkı sağlamak ve sermaye akımlarındaki oynaklıkların yabancı para piyasası üzerindeki etkilerini sınırlandırmaktır. Ayrıca rezerv opsiyon dilimlerinde ve katsayılarında yapılan teknik ayarlamalar ise; 13.02.2015 tarihinden geçerli olmak üzere, en üst % 5'lik dilim, % 1'lik 5 yeni dilime ayrılmıştır. 27.02.2015 tarihinden geçerli olmak üzere, döviz likiditesi ihtiyacını karşılamak maksadıyla katsayılar % 30'luk ilk dilimde indirilirken % 1'lik son beş dilimde artırılmıştır. 2015 yılı sonunda döviz ve altın rezerv opsiyonunun son dilimine denk gelen katsayılar sırasıyla 4,7 ve 2,5 düzeyinde olmuştur (Grafik 32 ve Grafik 33)⁵³.

⁵³ TCMB, "Yıllık Rapor" (2015). s.39-41.

Grafik 32: Döviz Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar



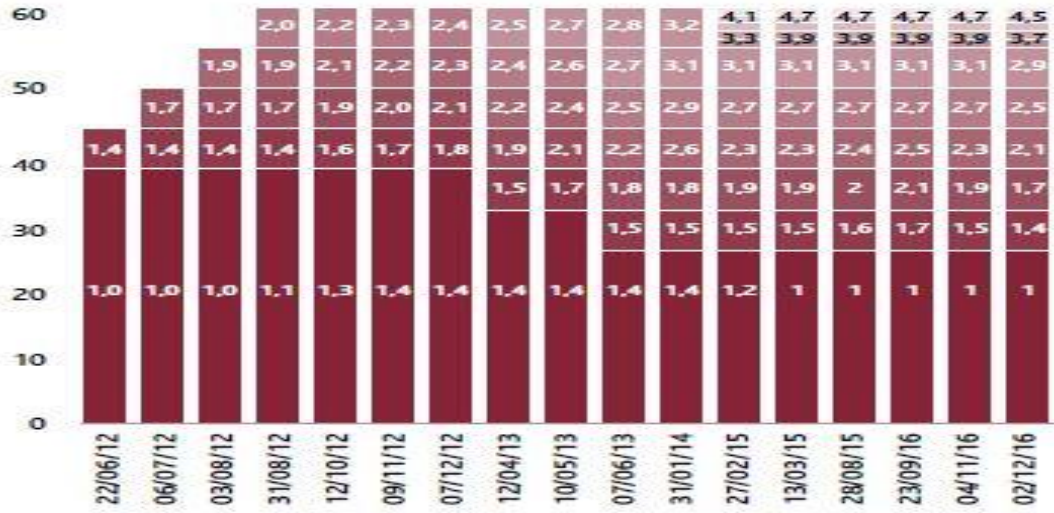
Grafik 33: Altın Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar



Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliğinin güçlendirilmesi ve gereksinim duyulan yabancı para likiditesinin temini maksadıyla, ROK'larda teknik ayarlamalar yapılmıştır. Bu ayarlamalar neticesinde, 2016 yılı sonu itibarıyla yabancı para ve altın rezerv opsiyonunun son dilimine denk gelen en yüksek katsayılar sırasıyla 4,5 ve 2,5 düzeyinde tahakkuk etmiştir (Grafik 34 ve Grafik 35).

Bankalar ve finansman şirketleri, ROM olarak kullanım oranlarını likidite yönetimleri doğrultusunda 2015 yılı sonuna kıyasla azaltmış olmakla birlikte, sektörün büyük kısmı bu olanaktan istikrarlı olarak yararlanmaya devam etmektedir. 30.12.2016 tesis tarihi itibarıyla, sektör genelinde döviz imkânının kullanım oranı % 73,5, altın imkânının kullanım oranı ise % 64,2 olarak gerçekleşmiştir. Altın cinsinden tasarrufların ekonomiye kazandırılması ve rezervlerin artırılması maksadıyla, 2016 yılı Kasım ayı itibarıyla, halihazırdaki ROM dilimlerine ilave olarak %5'lik yeni bir kesit eklenmiş ve bu kesite ülke içi yerleşiklerden 3.10.2016 tarihinden itibaren toplanacak işlenmiş veya hurda altının kabul edilmesi kararlaştırılmıştır⁵⁴.

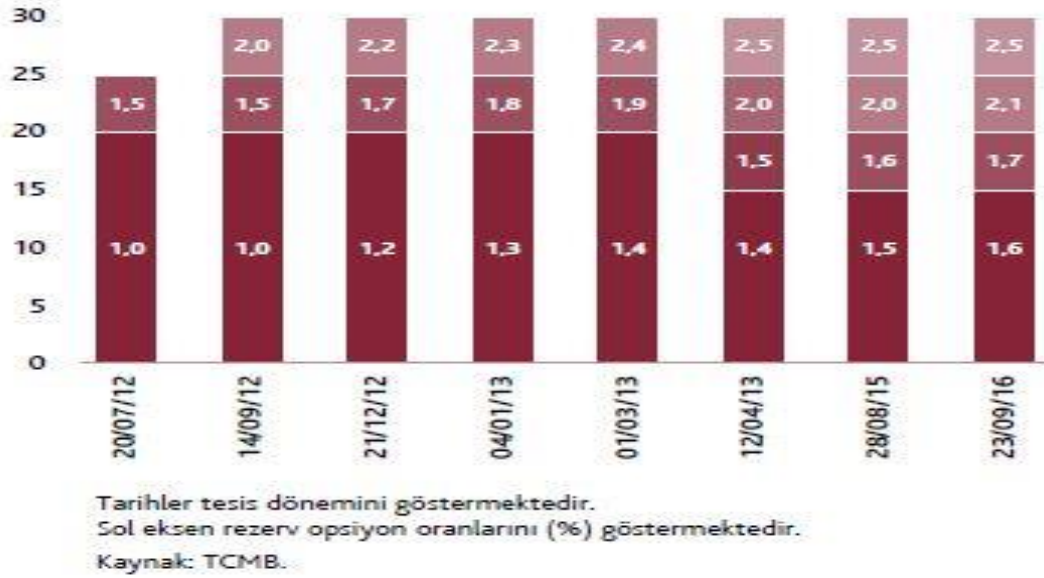
Grafik 34: Döviz Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar



Tarihler tesis dönemini göstermektedir.
Sol eksen rezerv opsiyon oranlarını (%) göstermektedir.
Kaynak: TCMB.

⁵⁴ TCMB, "Yıllık Rapor" (2015). s.43.

Grafik 35: Altın Tesisi İmkânına İlişkin ROK'lar



Hızlı sermaye çıkışlarının olduğu bir durumda TCMB'nin rezerv opsiyonu mekanizmasının hangi dilimini indireceği bankalar açısından önem arz eder. Bankaların yabancı para fon bulma maliyetlerindeki artış sebebiyle imkânın son dilimlerini kullanmak bankalar açısından optimal olmayacağından TCMB'nin imkânın son dilimleri için rezerv opsiyonu katsayılarını indirmesi bankalar açısından imkânı kullanmayı tekrar optimal duruma getirebilir. Hızlı sermaye çıkışı yaşanan dönemlerde bankaların döviz likidite problemleri varsa imkânı kullanmak optimal olsa bile imkândan faydalanamayabileceklerdir. Tam tersi bankaların döviz likiditesi problemleri yoksa bu durumda bankalar imkânı kullanarak piyasaya sürülecek döviz likiditesinin azalmasına yol açabilirler. Dolayısıyla ülkeden hızlı sermaye çıkışlarının olduğu bir dönemde piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlanması için TCMB'nin ilk dilimlerdeki rezerv opsiyonu katsayılarını indirmesi daha uygun bir çözüm olacaktır.

TCMB, rezerv opsiyonu katsayılarını değiştirerek piyasadaki faizleri ve kredi maliyetini etkileyebilmektedir. Son olarak, rezerv opsiyonu mekanizmasıyla TCMB brüt döviz rezervleri artış göstermekte, ancak ROM kapsamında tutulan döviz ve altının TCMB tarafından satın alınmaması ve bankalara ait olmasından dolayı kullanılan imkân TCMB'nin net döviz pozisyonunu etkilemeyip sadece brüt döviz rezervini artırmaktadır.

SONUÇ

2007 yılında ABD konut piyasasında subprime kredi borçlarının geri ödemelerinde başlayan sorunlar giderek büyümüş ve 2008 yılında finansal krize dönüşmüştür. Finansal kriz, reel sektöre sirayet ederek bir üretim krizine dönüşmüş, gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ülkelere de sirayet ederek küresel bir boyut kazanmıştır. Krizin sebeplerini; finansal genişleme ve tüketici kredi faiz oranlarının düşürülmesi sonucu oluşan likidite bolluğu ve bunun neticesinde özensizce verilen krediler, bankaların, ipotekli kredilerin değerine bağlı olarak yeni finansal araçlar meydana getirmesi ve iç-dış piyasalara sunmasına dayalı bir finansman modeli olarak menkul kıymetleştirme, şeffaflık ve saydamlık eksikliği, derecelendirme kuruluşlarının yetersizliği ve denetleyici kuruluşların müdahalede geç kalmaları olarak sıralayabiliriz. Krizin sebepleri ahlaki normlar açısından değerlendirilmemiştir. Faize ve tüketime dayalı sistem içerisinde teknik detaylar üzerinden araştırma ve analizler yapılarak sebepler ortaya konulmuştur. Üretilenlerin tüketilmesi için talep artışı kredilerle desteklenmektedir. Krediler; paranın faiz karşılığı kiralanması şeklinde alınan borçtur. Küresel krizin sebep oldukları problemler yerine bize öğrettiklerini değerlendirmeli, ekonominin teknik yönlerini ve ahlaki normlar yönünü birbirinden ayırmadan aynı potada kaynaştırmalıyız.

Küreselleşme sebebiyle dünyadaki hiçbir ülke yaşanan ekonomik, sosyal ve kültürel gelişmelerden kendini izole edememektedir. Krizler ülkeleri ve ekonomilerini içinde bulunduğu şartlara ve sebeplere bağlı olarak farklı kanallardan etkileyebilmektedir. Her ülkenin kendine özgü ekonomik şartları, gelişmişlik düzeyi, gelişim süreci gibi farklı sebeplerle birlikte, artan küreselleşmeye bağlı olarak ülkeden ülkeye hızla yayılabilen olumlu veya olumsuz ekonomik süreçlerden dolayı ülkeler krizlerden çok çabuk etkilenmektedir. Son olarak yaşanan, etkilerinin ve deneyimlerinin halen hissedildiği 2008 küresel finansal kriz neticesinde gelişmiş veya gelişmekte olan ülke farkı olmadan ülkeler az veya çok krizden etkilenmişlerdir. 2008 küresel finans krizinin ortaya çıkmasında hemen hemen tüm parasal aktarım kanalları etkili olmuş ve bu kriz, ülkeleri ekonomik yapılarına göre çeşitli şekillerde etkilemiştir.

Dünya ülkelerinin tamamında az ya da çok hissedilen küresel kriz, ülke ekonomilerini, finansal yapılarını derinden etkilemiş ve ülkemiz de gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke gibi, 2008 Finans Krizi'nden olumsuz etkilenmiştir. Finansal sistemde meydana gelen gelişmelerin genel ekonomik istikrarı büyük ölçüde etkileyebilmesi, faiz oranlarının daha önemli bir hale gelmesine sebep olmuştur. Ülkemiz ekonomisi de küresel krizin başlangıç anından itibaren sağlam makroekonomik temellere oturmuş olmasına rağmen bu krizden ekonomik olarak kendine payına düşeni almıştır.

Her krizin sebebine ve etkilerine göre farklı olarak uygulanabilecek para ve maliye politikaları söz konusudur. Küresel ölçekte finansal piyasaların hızlı gelişimi ülke ekonomileri için birtakım fırsatlar sunarken birtakım tehditleri de beraberinde getirmiş, bu tehditler geleneksel para politikası araçlarının ekonomik krizlerin olumsuz etkilerinin azaltılmasında yetersiz kalmasına sebep olmuştur. Bu durum merkez bankalarını yeni para politikası arayışlarına itmiştir. Krizden etkilenen ülkeler ve politika yapıcılar, krize yönelik yeni ekonomi politika arayışlarına yönelmişler, kriz sonrası gelişmiş ülkeler yaralarını sarmak için merkez bankaları tarafından genişletici para politikasını benimsemişler ve finansal piyasalara yoğun bir şekilde nakit akışı sağlamışlardır. Gelişmiş ülkeler genişletici para politikası uygularken, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler ise yeni para politikası aracı bulmak ve finansal istikrarı sağlamak için çaba sarf etmişlerdir.

Küresel krizi aşmada ve daha sonra yaşanması muhtemel krizlere hazırlık yapmada yeni para politikası araçlarının işleyişi ile parasal aktarım kanallarının önemini bir kez daha ön plana çıkarmıştır. TCMB, 2010 yılı ikinci yarısına kadar para politikasının tek amacını fiyat istikrarı olarak belirlemiş ve fiyat istikrarının sağlanması için de para politikası aracı olarak bir hafta vadeli repo faizini kısa vadeli politika faizi olarak kullanmıştır. 2010'un ikinci yarısından sonra yoğun sermaye akışının yaşandığı yükselen piyasa ekonomilerinde aşırı ısınma, aşırı borçlanma ve varlık balonları oluşması riskinin belirmesi ve cari açığın finansal istikrarı tehdit edecek düzeylere ulaşması senaryosu üzerine yeni bir konjunktür dalgasının geleceği endişesiyle TCMB, para politikası uygulamalarında amaç çeşitliliğine giderek fiyat istikrarının yanına, kredi genişlemesi ve cari açığı kontrol altına alma amacını ön plana çıkaran finansal istikrarı da eklemiştir. Bu bağlamda TCMB, makro ihtiyati politikalar olarak ifade edilen ve

politika faiz oranının yanında, likidite yönetimi, zorunlu karşılık oranı, faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizmasından oluşan bir politika araç setini aynı anda kullanmayı tercih etmiş ve uygulamıştır.

TCMB'nin politika uygulamalarında kullandığı yeni araçlardan politika faiz oranı aracı ile faiz kanalı üzerinden, zorunlu karşılık oranı, likidite yönetimi ve faiz koridoru araçları da faiz kanalı ve kredi kanalı üzerinden ekonomik aktiviteyi etkilerken, rezerv opsiyon mekanizmasının döviz kuru kanalı üzerinden ekonomik aktiviteyi etkilemesi öngörülmüştür. Makro ihtiyati politika uygulamalarından ortaya çıkan sonuçlar değerlendirildiğinde, merkez bankasının yeni para politikası araçlarının kredi genişlemesi ve cari açığın kontrol edilmesi amacıyla ortaya konulan finansal istikrarla uyumlu bir şekilde uygulandığı ve başarılı olduğu anlaşılmaktadır.

TCMB finansal istikrar göstergeleri olarak sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları ve kredi genişlemesini hesaba katmaktadır. Temel politika aracı olan bir haftalık repo faiz oranlarıyla birlikte, gecelik borç verme ile borç alma faiz oranları arasındaki fark olan faiz koridoru ve zorunlu karşılık oranları araçları da etkin bir şekilde uygulanmaya başlanmıştır. Faiz koridoru asimetrik olarak uygulanarak belirli bir aralıkta dalgalanmaya bırakılmaktadır. Ayrıca zorunlu karşılık oranlarının belirli bir oranının altın ve döviz cinsinden tutulmasına olanak sağlayan “Rezerv Opsiyon Mekanizması” da bu kapsamda uygulanan politikalardan birisidir. Yabancı sermaye hareketliliğinde dışsal faktörler etkilidir. Sermaye hareketlerinde dalgalanmalar gibi finansal istikrarın göstergesi olarak kabul edilen değişkenler küresel riskler tarafından belirlenmektedir. Sermaye hareketlerinin makro finansal riskleri taşıma eğiliminde olduğu göz önünde bulundurularak, TCMB'nin araç fonksiyonunda yer alan makro ihtiyati para politikası araçlarını etkin bir şekilde kullanması gerekmektedir.

KAYNAKLAR

- Alantar Doğan, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme” *Türkiye Finans Yöneticileri Vakfı, Maliye Finans Yazıları, Sayı 81*, (Ekim 2008)
- Ashcraft, Adam B. – Schuermann, Til, “*Understanding The Securitization Of Subprime Mortgage Credit*”, Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports, No. 318. (2008)
- Başçı, Erdem. “Zorunlu Karşılıklar ve Diğer Makro-İhtiyati Tedbirler: Gelişmekte olan Ülkeler Deneyimleri”, TCMB, (2012)
- Erdönmez, Pelin Ataman. “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, (2009)
- Günal Mehmet, “*Küresel Mali Krizin Nedenleri*”, (Ekim 2011), s.2, Çevrimiçi, <http://mehmetgunal.com.tr/makale/2023>, Erişim 25.09.2017
- Jaffee, Dwight M, “*The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned*”, The World Bank, Washington. s.10-11. (2008)
- Korkmaz, Esfender. “*Küresel Kriz, Türkiye 'ye Etkileri ve Çözüm Önerileri*”, (8 Kasım 2010), s.7, Çevrimiçi, <http://www.esfenderkorkmaz.com/arastirma-yazilari/kuresel-kriz-turkiye-ye-etkileri-ve-cozum-onerileri.html>, Erişim 06.06.2017
- Kutlu, Hüseyin Ali ve Demirci, Savaş. “Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış Ve Mevcut Durum”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (2011)
- Parasız, İlker. *Merkez Bankacılığı ve Para Politikası*, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2011
- Sapir, Jacques. “Global Finance In Crisis”, *Real-World Economics Review, No.46* (2008)
- Şahin, Selcen. “Para Politikalarının Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği” (Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011)
- TCMB, “*Bülten*”, Sayı:35, (2014)
- TCMB, “*Enflasyon Raporu*” 2007-IV, (2008)

TCMB, “*Enflasyon Raporu*” 2008-IV, (2009)

TCMB, “*Finansal İstikrar Raporu*”, Sayı: 19, (2014)

TCMB, “*28 Ocak 2014 tarihli Para Politikası Kurulu Kararı*”, (2014)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2001*”, (2002)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2002*”, (2003)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2003*”, (2004)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2004*”, (2005)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2005*”, (2006)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2008*”, (2009)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2009*”, (2010)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2010*”, (2011)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2011*”, (2012)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2012*”, (2013)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2013*”, (2014)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2014*”, (2015)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2015*”, (2016)

TCMB, “*Yıllık Rapor 2016*”, (2017)

Vural, Umut. “*Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükseliş*”, (Uzman Yeterlilik Tezi, TCMB, 2013)



ÖZGEÇMİŞ			
Adı, Soyadı	Mehmet ERİŞİK		
Doğum Yeri ve Yılı	Tarsus 1971		
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce		
ve Düzeyi	İyi		
Eğitim Durumu	Başlama - Bitirme Yılı		Kurum Adı
Lise	1985	1988	Tarsus Cengiz Topel Lisesi
Lisans	1991	1996	İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi
Yüksek Lisans	2015	2017	İstanbul 29 Mayıs Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Doktora			
Çalıştığı Kurum/lar	Başlama - Ayrılma Yılı		Çalışılan Kurumun Adı
1.	2001	Devam Ediyor	Mali Müşavir, Bağımsız Denetçi
2.			
Üye Olduğu Bilimsel ve Mesleki Kuruluşlar	İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu		
Katıldığı Proje ve Toplantılar			
Yayımlar:			
Diğer:			
İletişim (e-posta):	bilgi@berenmusavirlik.com		
	Tarih	29.12.2017	
	İmza		
	Adı Soyadı	Mehmet ERİŞİK	

