

PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI



TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI



Bu yayın,
TCMB Genel Ağ sitesi üzerinden
talep etmeniz halinde
adresinize ücretsiz olarak gönderilecektir.
Yayınlarımızın elektronik kopyalarına Genel Ağ sitemizden ulaşabilirsiniz.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İdare Merkezi
İstiklal Cad. 10 06100 Ulus, Ankara, Türkiye
Telefon: (90 312) 507 50 00
Faks: (90 312) 507 56 40
Genel Ağ sitesi: <http://www.tcmb.gov.tr>

ISBN (basılı) : 978-605-5758-88-2
ISBN (elektronik): 978-605-5758-89-9

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası yayınıdır, parayla satılamaz.



Parasal Aktarım Mekanizması

Merkez bankalarının etkin para politikası araçlarını seçebilmeleri ve hedeflerine ulaşabilmeleri, uygulanan politikaların ekonomi üzerindeki etkileri konusunda doğru değerlendirmelere sahip olmaları ile mümkündür. Bu sebeple, para politikası uygulamalarının fiyatlar ve talep gibi makro değişkenler üzerindeki etkilerinin hangi kanallarla ve ne kadar sürede gerçekleştiğinin tespit edilmesi son derece önemlidir.

Çıktı Açığı

Çıktı açığı bir ekonomide gerçekleşen çıktının potansiyel seviyesinden sapması olarak tanımlanmakta, genellikle potansiyel çıktı seviyesinin yüzdesi olarak belirtilmektedir.

Merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının toplam arz üzerindeki doğrudan etkisi nispeten daha sınırlıyken ekonomi üzerindeki asıl etkisi toplam talep aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan, para politikaları uzun vadede fiyatlar genel seviyesinin temel belirleyicisi iken talep ve çıktı açığının kısa dönemli dalgalanmaları üzerinde de etkilidir.

Merkez bankaları, 1980'li yıllardan itibaren para politikalarının ekonomiye nasıl bir süreç ve yoğunlukla etki ettiğini anlamak ve kamuoyu ile paylaşmak için parasal değişkenlerin toplam talebi, çıktı açığını ve enflasyonu hangi kanallarla ve ne ölçüde etkilediğini gösteren “parasal aktarım mekanizması”nı analizlerinde kullanmaya başlamıştır.

Parasal aktarım mekanizması genel olarak üç aşama ile açıklanmaktadır. Birinci aşama, para politikası uygulamalarındaki değişikliklerin faiz oranları, varlık fiyatları, beklentiler ve döviz kuru gibi değişkenlere aktarımını belirlemektedir. İkinci aşamada söz konusu değişkenler yurt içi ve ithal mallara olan talebi etkilemekte, üçüncü aşamada ise toplam talep ve yurt içi fiyatlandırma davranışları belirlenmekte ve yurt içi fiyatlar ile ithalat fiyatları enflasyonu şekillendirmektedir. Bunlara ek olarak, faiz oranlarının enflasyon; döviz kurlarının ise ithal mallara olan talep ve yerel para cinsinden ithalat fiyatları üzerinde doğrudan etkileri bulunmaktadır.

■ Parasal Aktarım Mekanizmasına İlişkin Görüşler

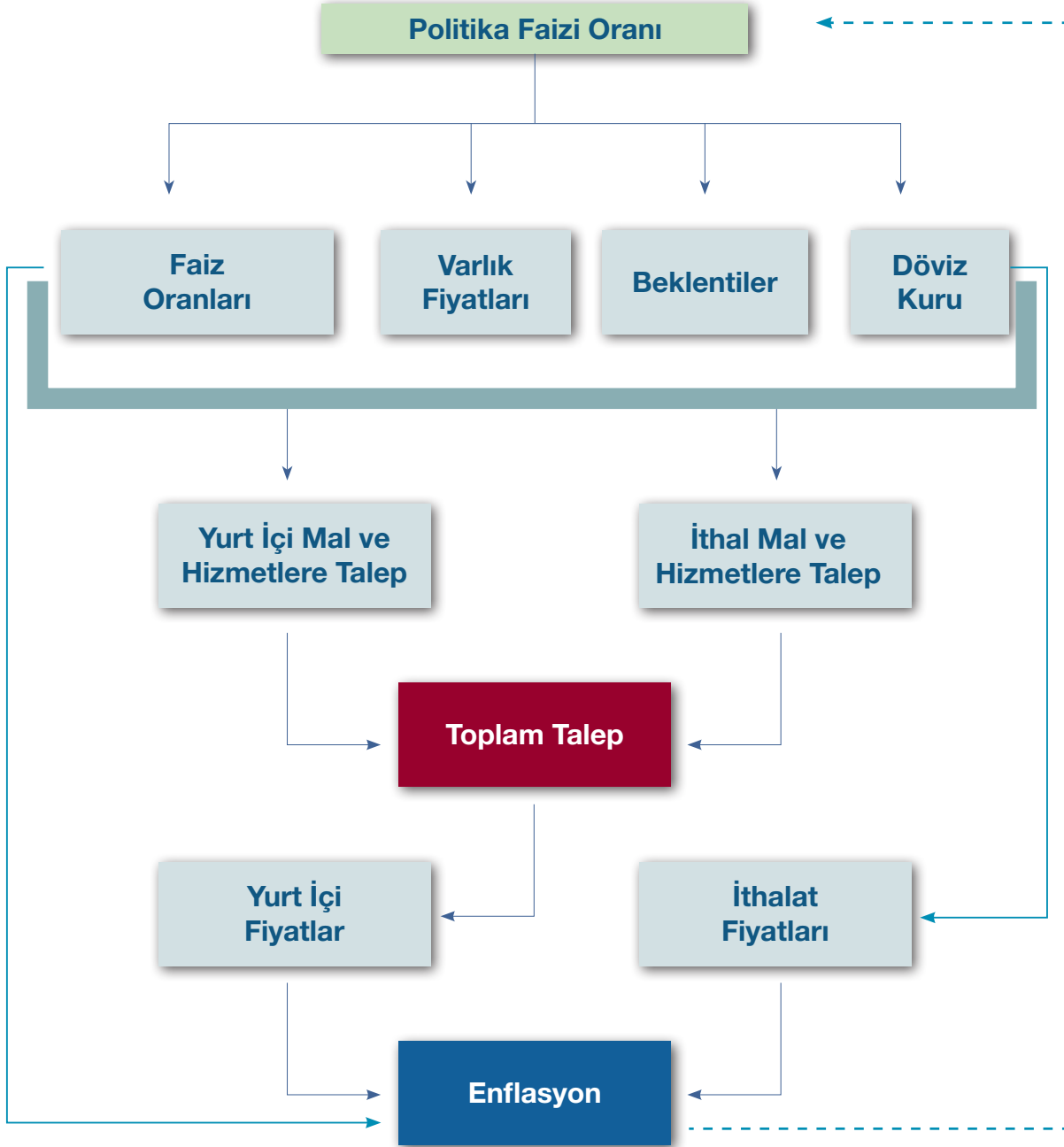
Keynesyen Görüş

1930'lu yıllarda yaşanan ve Büyük Buhran olarak adlandırılan ekonomik krizle birlikte, iktisadi düşüncede maliye politikalarının ekonomik faaliyeti etkilemekte para politikalarından daha etkili olduğu görüşü ağırlık kazanmıştır. John Maynard Keynes'in öncülüğünde şekillenen bu yaklaşım politika yapıcılar tarafından genel kabul görmüş, enflasyon ve işsizlik sorunlarının önlenmesinde 1970'li yıllara kadar oldukça başarılı olmuştur. Keynesyen görüşe göre para politikasının en önemli aracı faiz oranlarıdır. Para politikası uygulamaları, faiz oranlarını etkileyebildiği ölçüde talep üzerinde etkili olacaktır.

Parasalcı Görüş

1960'lı yıllarda “Parasalcılar” olarak adlandırılan başta Milton Friedman olmak üzere bir grup iktisatçı, para politikasının toplam talep üzerindeki etkilerini sadece faiz oranları ve yatırım harcamaları arasındaki ilişki ile açıklamanın yetersiz olduğunu ve para politikasının faiz oranları dışında birçok kanalla toplam talebi etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Bununla birlikte, Keynesyen görüşün aksine nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki olduğunu, borçlanma ve yatırım kararlarının nominal yerine reel faiz oranları göz önünde bulundurularak belirlendiğini savunmuşlardır.

Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması





Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi ülkeler arasında farklılıklar göstermektedir. Mekanizmaya yönelik belirsizlikler daha çok gelişmekte olan ekonomilerde görülmektedir. Yüksek kur geçişkenliği, varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, banka ve şirket bilançolarındaki vade ve kur uyumsuzluğu, dış finansman kısıtları ve mali baskınlık dışı açık gelişmekte olan ekonomilerin genelinde gözlenen temel sorunlardır. Bu doğrultuda kredi ve toplam talep kanalları faiz oranındaki değişimlere gelişmiş ülkelerde gözlenen şekilde tepki vermeyebilmektedir. Sonuç olarak, bu ekonomilerde faiz kanalının işleyişi geleneksel aktarım mekanizması işleyişinden farklılaşabilmektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişine etki eden faktörlerden bir diğeri de seçilen para politikası araçlarıdır. Para politikası araçlarının seçimine ilişkin genel

Mali Baskınlık

Hükûmetlerin bütçe açıklarını finansal piyasalardan borçlanarak karşılamaya çalışmaları sonucunda özellikle kamu borcunun çok yüksek olduğu ülkelerde finans piyasalarındaki borç verilebilir kaynakların çoğunun kamuya aktarılması ve özel sektöre verilebilecek kredi miktarının önemli ölçüde azalmasıdır.

Dolarizasyon

Bir ülkedeki yerleşiklerin değişim aracı, hesap birimi ve değer biriktirme aracı olarak kendi ulusal paraları yerine yabancı para kullanmalarıdır.

uygulamalar zaman içinde değişim göstermiştir.

Birçok gelişmiş ülke merkez bankasının politika aracı olarak;

- 1970-1980'li yıllarda rezerv miktarı veya parasal taban gibi değişkenleri,
- 1990'lı yıllardan itibaren faiz oranını (çoğunlukla

kısa vadeli olmak üzere) seçtikleri görülmektedir.

2000'li yıllardan itibaren ise para politikası araçlarında çeşitliliğin arttığı ve özellikle 2008 küresel finansal krizinin ardından farklı politika araçlarının devreye alındığı göze çarpmaktadır. Bu süreçte, TCMB de araç çeşitliliğinin sağlanmasında öncü rol oynamıştır.

■ Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları

Merkez bankalarının politika kararları ekonomik faaliyeti ve enflasyonu esas olarak dört kanal aracılığıyla etkilemektedir. Parasal aktarım mekanizması kanallarını kesin çizgilerle birbirinden ayırmak mümkün olmamakta, kanalların birbirini etkilediği veya tamamladığı kabul edilmektedir.

1. Faiz Kanalı

Parasal aktarım mekanizmalarında en geleneksel aktarım kanalı olan faiz kanalı, Keynesyen standart parasal aktarım kanalı olarak da ifade edilmektedir. Bu kanal dikkate alındığında, para otoritesi borç paranın marjinal maliyetini değiştirerek;

- Tüketicilerin nakit akımlarını ve tüketim kararlarını,
- Üreticilerin ise yatırım ve harcama kararlarını etkilemekte ve ekonomideki toplam talebi değiştirmektedir.

Reel faiz oranlarının düşmesi, sermayenin maliyetini azaltarak yatırım harcamalarını artırmakta, bu da toplam talebin canlanmasına ve devamında üretimin yükselmesine neden olmaktadır. Bu hususta toplam talebin artmasına etki eden bir diğer faktör de reel faiz oranlarının düşmesiyle tüketicilerin tasarruf eğilimlerinin gerilemesi ve tüketim harcamalarını artırmalarıdır.

Faiz kanalının işleyişi, kısa vadeli faiz oranında bir değişiklik ile başlamakta ve bu değişikliğin finansal piyasalardaki arz ve talep mekanizmaları aracılığıyla orta ve uzun dönem faiz oranlarına yansımaya sonuculanmaktadır. Para otoritesinin kısa vadeli nominal faiz oranlarında yaptığı değişiklik, fiyatların katılığı varsayımı altında, kısa ve uzun vadeli reel faiz oranlarını da etkilemektedir. Bir başka ifadeyle, fiyatların

Reel Faiz Oranı

Nominal faizin enflasyondan arındırılmış halidir. Temelde nominal faiz oranından, beklenen enflasyon oranının çıkarılması ile bulunur.

katılığı varsayımı altında genişletici bir para politikası kısa vadeli reel faiz oranlarını düşürür. Bekleyişler teorisine göre, uzun vadeli faiz oranları, gelecekte beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ortalamasına risk primi ilave edilmesi ile belirlenmektedir. Bu durumda, diğer koşullar sabitken, düşen kısa vadeli reel faiz oranları uzun vadeli reel faiz oranlarının da düşmesine neden olur. Sonuçta, bütün bu hareketlerin reel sektör değişkenlerini ve nihayetinde enflasyonu etkilemesi beklenmektedir.

Para politikası değişikliklerinin uzun vadeli reel faizler üzerindeki etkisi beklenenden farklı olabilmektedir. Bekleyişler teorisine göre, uzun vadeli faiz oranlarının ne olacağı, merkez bankasının politika faizindeki değişikliğin faiz oranlarına ilişkin beklentiler üzerindeki etkisine de bağlı olmaktadır. Örneğin politika faiz oranındaki bir artış gelecekte daha düşük faiz oranları oluşacağına ilişkin bir beklenti yaratabilmekte ve bu durum uzun vadeli faiz oranlarında düşüşe neden olabilmektedir. Öte yandan merkez bankası politika faiz oranını yükselttiğinde piyasada bu yükselişin devam edeceği yönünde beklentiler oluşursa, bu kez uzun dönem faiz oranları, kısa dönem faiz oranlarına göre daha çok yükselebilmektedir. Ayrıca, kısa vadeli faiz oranları risk primi üzerinde de etkili olabilmektedir. Özellikle yüksek kamu borcu ile karşı karşıya olan ülkelerde, merkez bankalarının enflasyonla mücadele etmek amacıyla faiz oranlarını

yükseltmesi halinde kamu borcunun sürdürülebilirliği konusunda şüpheler artacağından ülkenin risk priminin artması da söz konusu olabilecektir.

2. Varlık Fiyatları Kanalı:

Merkez bankalarının nominal faiz oranlarında veya para arzında yaptığı değişiklikler varlık fiyatları üzerinde de etki göstermektedir. Söz konusu etki ise kredi ve hisse senedi fiyatları üzerinden izlenebilmektedir.

Kredi Kanalı

Genişletici para politikası sonucu bankaların rezervleri ve mevduatları artacağından verebilecekleri kredi miktarı yükselecektir. Kredi miktarındaki bu artış firmaların yatırım harcamalarının artmasına yol açacak ve toplam talep üzerinde genişletici etki yaratacaktır.

Ayrıca genişletici para politikasının firmaların değerini yükseltmesi, algılanan borç riskini düşürmesi, nakit akışını artırması ve nominal borç yükünü hafifletmesi yollarıyla bilgi asimetrisinden kaynaklanan ahlaki tehlikenin ve ters seçim etkisinin azalması beklenebilir. Böyle bir durumun gerçekleşmesi, bankaların kredi arzını artırmasına yol açabilmektedir. Öte yandan para politikasındaki değişimlerin firmaların bilançolarında yarattığı değişiklik kredi kanalının bir diğer etki alanına işaret etmektedir. Örneğin daraltıcı bir para politikasının uygulanması firma borçlarının maliyetini artırmakta ve uzun vadeli varlıklarının değerini düşürmektedir. Böylelikle bilanço kalemleri aracılığıyla firmanın sermaye maliyetinde artış gerçekleşmektedir.

Kredi kanalı, büyük firmalardan ziyade sermaye ve para piyasalarından fon ihtiyaçlarını karşılayamayan ve banka kredilerine bağımlı olan küçük ve orta ölçekli firmaların yatırım harcamalarını etkilemektedir.

Hisse Senedi Kanalı

Merkez bankaları faiz oranlarını düşürdüğünde, tahvil getirileri azalacağından hisse senetlerine

Ahlaki Tehlike (Moral Hazard)

Karşı tarafın bilgi eksikliğinden yararlanılarak kurulan ekonomik ilişkinin şartlarının yerine getirilmesinden kaçınılmasını veya normalin üzerinde risk alınmasını ifade eder.

olan talep artacak; bu da hisse senetlerinin fiyatını yükseltecektir. Bu gelişmeler sonucu firmaların piyasa değeri firma maliyetine oranla yükseleceğinden yatırım ve üretim artacaktır.

Hisse senedi kanalına alternatif bir kanal da hisse senedi fiyatlarının kişilerin servet düzeyini etkilemesi sonucu tüketim harcamalarında yaşanan değişimleri içermektedir. Modigliani'nin "yaşam boyu gelir modelinde" tüketicilerin harcama kararlarının hayat boyu gelirlerine bağlı olduğu ifade edilmiştir. Modele göre kişilerin finansal servetlerinin büyük bir bölümü borsadaki yatırımlardır. Borsa gelirlerindeki artış finansal servetin değerini ve tüketicilerin hayat boyu gelirini artırmaktadır. Hayat boyu gelir artışı da tüketimi artırarak yatırım harcamalarının yükselmesine yol açmaktadır.

Ters Seçim (Adverse Selection)

Ekonomik ilişki kurulmadan önce karşı tarafın bilgi eksikliğinden yararlanılarak davranılmasını ifade etmektedir.

3. Beklentiler Kanalı:

Beklentiler kanalı, ekonomik birimlerin gelecek dönemlere ilişkin başta enflasyon olmak üzere ekonomik şartlarda yaşanmasını bekledikleri değişimler aracılığıyla çalışan aktarım kanalıdır.

Kredibilitesi yüksek bir merkez bankası, fiyat istikrarını sağlama konusunda ekonomide bir güven duygusu yaratıp ekonomik birimlere gelecekte gerçekleşebilecek enflasyon hakkında fikir verebildiği sürece fiyatlarda oluşabilecek gelişmeleri etkileyebilecektir. Merkez bankasının şeffaflık ilkesi doğrultusunda gelecekte uygulayacağı politikaları açıklamasının piyasalar üzerinde hedeflediği etkiyi yaratabilmesi için,

Bilgi Asimetrisi (Information Asymmetry)

Ekonomik bir ilişkide taraflardan birinin diğerine göre daha iyi veya daha fazla bilgi sahibi olduğu durumu ifade eder.

ekonomik birimlerin bankanın uygulayacağı politikaların başarıya ulaşacağına inanması gerekmektedir. Bir başka deyişle merkez bankasının yaptığı açıklamalara bağlı kalacağı yönünde güven tesis etmesi büyük önem taşımaktadır. Güvenilir ve şeffaf merkez bankaları ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirebilme yetisine de sahip olmaktadır.

Bu bağlamda, geleceğe ilişkin faiz oranı beklentileri, orta ve uzun vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde de etkilidir. Başka bir ifadeyle; uzun vadeli faiz oranları, gelecek döneme ait kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin piyasa beklentilerine bağlıdır.

4. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı hem toplam talebi hem de toplam arzı etkilemektedir. Parasal genişlemenin olduğu bir ekonomide yurt içi reel faiz oranları düşeceğinden portföy yatırımcıları için o ülkede yatırım yapmak daha az kârlı olacak ve ülkeden sermaye çıkışı görülecektir. Ulusal paranın değerinin düşmeye başlaması ile devam edecek bu süreç yurt içinde üretilen malların değerinin yabancı mallardan daha ucuz hale gelmesine yol açacaktır. Nominal kurlarda

yaşanan bu gelişmelerin net ihracat ve toplam talebi artırması ise söz konusu nominal kur değişimlerinin reel kura yansımaları oranında gerçekleşecektir.

Döviz kurlarının yükselmesi ithal malların fiyatlarını ulusal para cinsinden artırarak enflasyonun doğrudan yükselmesine de sebep olabilecektir. Ayrıca, ithal malları fiyatlarının yükselmesi, toplam arzın azalmasına ve devamında fiyatlar seviyesinde artışa neden olacaktır.

Uluslararası ticaretin artması, ülkelerin esnek döviz kuru rejimlerine yönelmesi ve küreselleşme ile birlikte döviz kuru kanalı, ihracatı, çıktı açığı seviyesini ve enflasyonu etkileyerek parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde önemli bir yer tutmaktadır. Bununla birlikte para politikasındaki değişikliklerin döviz kuru üzerindeki etkisi, yurt içi ve yurt dışı faiz oranları ve enflasyon beklentilerine bağlı olması nedeniyle kesin sınırlarla belirlenememektedir.

Genel anlamda, döviz kuru kanalının aktarım mekanizmasındaki etkisi, ülkelerin dışa açıklık dereceleri ile doğru orantılıdır. Bir ülke ne kadar çok dışa açık ise döviz kuru kanalı o kadar etkili olacaktır.

■ Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler

Resmi Müdahaleler

Resmi otoriteler tarafından uygulanan

- Finansal piyasalara ilişkin doğrudan müdahaleler,
- Faiz oranı kontrolleri,
- Banka kredileri limitleri,
- Belli bölgelere sağlanan kredi imkânları

başlıca resmi müdahaleler olarak sıralanabilir.

Resmi otoritelerin piyasa işleyişine yönelik almış oldukları kararlar ve/veya tedbirler aktarım mekanizmasındaki kanalların etkinliğini ve işleyişini doğrudan etkilemektedir.

Ekonomideki Fiyatlama Mekanizması

Fiyat katılıkları, temel olarak bazı fiyatların piyasa koşullarındaki değişikliklere geç uyum göstermesi anlamına gelmektedir. Fiyat katılıklarının olduğu bir ekonomide aktarım kanallarının göreceli hızı, önemi ve

yoğunluğu değişmekte, ekonomik faaliyetlere etkisi farklılaşmaktadır.

Finansal Sistemin Yapısı

Merkez bankalarının doğrudan etkileyebildiği kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimler ve borç-tasarruf kararlarını etkileyen faiz oranlarına olan duyarlılık, parasal aktarım sürecini etkilemektedir.

Finansal piyasaların derinliği ve gelişmişliği, alternatif finansman kaynaklarının varlığı, borçlanma kısıtları, bankacılık sektöründeki rekabet ve hukuk sisteminin etkinliği gibi etmenlerden oluşan finansal sistemin yapısı, bu duyarlılığın derecesini belirlemektedir.

Finansal Sözleşmelerin Vade Yapısı

Finansal sözleşmelerin vade yapısı, para politikasının etkileyebilme gücü ile doğrudan ilişkilidir. Başka bir ifadeyle, vadenin kısa olması, kredi ve mevduat sözleşmelerinin daha sık yenilenmesini sağlayarak kredi ve mevduat sözleşmelerinin para politikası

otoritesi tarafından güncellenmiş olan faiz oranları ile yenilenmesini temin etmektedir.

Bankacılık Sisteminin Finansal Durumu

Bankacılık sisteminin finansal durumu, banka kredilerinin arzını ve maliyetini belirleyen önemli bir faktördür.

Bankaların risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranının düşmesi, bankaların kredi faiz oranlarını yükselterek kredi şartlarını sıkılaştırmalarına ve kredi arzlarını sınırlandırmalarına neden olmaktadır. Para politikasının sıkılaştığı dönemlerde, bankaların durumuna bağlı olarak kredi arzı azalmaktadır.

Sermaye Hareketleri

Sermaye kontrollerinin olmadığı bir ekonomide para politikasının etkililiği, ülkede uygulanan döviz kuru rejimi ile yerli ve yabancı finansal varlıklar arasındaki ikame derecesine göre belirlenmektedir. Yerli ve yabancı varlıklar arasındaki ikame derecesi ne kadar fazla ise para politikası uygulamalarının tetikleyeceği faiz oranı değişikliklerine döviz kurunun vereceği karşılık ve döviz kuru kanalının etkisi de o kadar büyük olacaktır.

Sermaye Yeterlilik Oranı

Bankaların karşı karşıya kaldıkları kredi riski, piyasa riski ve operasyonel riski karşılamak için ne kadar sermaye (öz kaynak) bulundurmaları gerektiğini gösteren orandır.

Finansman Kaynakları

Finansal aracılık işlemlerinin az geliştiği ve yatırımların iç kaynaklarla finanse edildiği ülkelerde, para politikası değişikliklerinin toplam talep üzerinde yaratacağı etkinin daha düşük olması beklenmektedir.

Hanehalkı ve Firmaların Yapıları

Hanehalkı ile firmaların borçlanma ve harcama davranışları, parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde ve etki düzeyinde farklılıklara neden olabilmektedir. Örneğin, finansal piyasaların gelişmediği ekonomilerde, hanehalkları ve firmalar tasarruflarını menkul kıymetlerde değerlendirmemekte ve bu nedenle varlık fiyatları kanalı etkili işleyememektedir.



Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması

■ 2001 Yılı Öncesi

2001 yılı öncesi, Türkiye’de krizlerin ve yapısal kırılmaların çok sık yaşandığı bir dönemdir. Bu dönemde Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının işleyişi açısından diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir süreç görülmektedir.

Enflasyonun kontrolü ve finansal istikrarın sağlanması amacıyla temel politika aracı olarak nominal döviz kurunun kullanıldığı bu dönemde, sabit veya yönetilen döviz kuru rejimine dayalı bir para politikası uygulanmıştır. Takibinin kolay olması ve enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik bilgi içermesi nedeniyle, ekonomik birimlerin beklentileri döviz kuru hareketlerine dayanmaktadır. Bu doğrultuda, fiyatla-
ma davranışları büyük ölçüde döviz kuruna endekslenmiştir.

2001 yılında yaşanan ekonomik krizin ardından Türkiye ekonomisi yapısal bir değişim sürecine girmiştir.

■ 2001 Krizi Sonrası Parasal Aktarım Mekanizması

Krizden sonra uygulamaya konulan kapsamlı ekonomik program, Türkiye ekonomisi açısından önemli bir dönüm noktası olmuştur. Program, bankacılık ve kamu sektörünün yeniden yapılandırılması ile enflasyon ve ülke riski gibi tarihsel süreç içinde ortaya çıkan önemli sorunları ortadan kaldırmaya yönelik uygulamalarla ekonominin kırılganlığını büyük ölçüde azaltmıştır. Yapısal dönüşüm sürecinin temel ayaklarından birini 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanunu’nda yapılan değişiklikler oluşturmuştur. Bu kapsamda, TCMB’nin temel amacı “fiyat istikrarını

Finansal İstikrar

Finansal sistemin bir bütün olarak sağlıklı ve sorunsuz işlemesi, dolayısıyla bunu engelleyecek risk unsurlarının uygun bir şekilde yönetilmesidir.

Fiyat İstikrarı

Ekonomik birimlerin yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarını alırken dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir.

sağlamak” olarak belirlenmiş, ayrıca Bankaya uygunlayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan seçme yetkisi verilerek araç bağımsızlığı sağlanmıştır. TCMB, bu tarih itibarıyla araç bağımsızlığının beraberinde getirdiği hesap verme sorumluluğu doğrultusunda iletişim ve şeffaflığı politika uygulamalarında ön plana çıkarmıştır.

TCMB, 2002 yılından itibaren döviz kuru yerine fiyat istikrarına odaklanan “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi”ni uygulamaya koymuş, bu doğrultuda kısa vadeli faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. 2002 – 2005 yılları arasındaki dönemde açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli olan altyapı çalışmaları tamamlanarak 2006 yılından itibaren “açık enflasyon hedeflemesi rejimi” uygulamasına geçilmiştir. Uygulanan strateji enflasyonla mücadeleye büyük katkıda bulunmuş, bu dönemde yaşanan küresel şoklara karşı esnek bir şekilde politika tepkisi verilebilmesini ve enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulabilmesini sağlamıştır. Böylece, uzun yıllardan sonra enflasyon kalıcı olarak tek haneli seviyelere düşürülmüştür.

Dalgalı Kur Rejimi

Döviz kurlarının hiçbir müdahale olmadan tamamen piyasadaki arz ve talep koşulları ile belirlendiği ve merkez bankasının kur seviyesine ilişkin herhangi bir taahhüdü olmadığı kur rejimini ifade etmektedir.

Dalgalı kur rejimine geçilmesi ve enflasyon hedeflemesine geçiş ile birlikte kısa vadeli faiz oranlarının politika aracı olarak kullanılmaya başlanması döviz kurlarını daha oynak bir hale getirmiş ve döviz kuru enflasyonun seyrine yönelik olarak ekonomik birimlerin referans aldıkları bir değişken olma özelliğini büyük öl-

Finansal Derinlik

Toplumda finansal hizmetlere erişim kolaylığı olarak tanımlanan finansal derinlik, toplam özel kesime kullandırılan kredilerin, mevduatların veya kısa vadeli mali yükümlülüklerin milli gelire oranı gibi ölçütlere dayanılarak hesaplanmaktadır.

çüde yitirmiştir. Uygulanan para ve maliye politikaları ile yapısal reformlar neticesinde, makroekonomik istikrar alanında alınan mesafeye bağlı olarak mali baskınlık azalmış, finansal piyasalar derinlik kazanmış, politikaların ve kurumların güvenilirliği artmış ve parasal aktarım mekanizmasının işlerliği güçlenmiştir.

Faiz Kanalı

Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde TCMB’nin enflasyonun hedeflerden sapmasına tepki olarak politika faiz oranını değiştirmesi, enflasyon beklentilerinin yönetilebilmesine imkân tanımıştır. Bu çerçevede, enflasyon ve reel faiz oranları makul seviyelere indirilmiş, ekonomik birimlerin faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak karar vermeye başlamalarıyla reel faiz oranları ve harcama kararları arasındaki bağ kuvvetlenmiştir. Söz konusu politika değişikliği faiz kararlarının çıktığı açığı, çıktı açığının ise enflasyon üzerindeki etkililiğini yükseltmiş, geleneksel aktarım mekanizması çerçevesinde faiz kanalının etkinliğini güçlendirerek çıktı ve enflasyon dinamiklerinin politika faiz oranına duyarlılığını artırmıştır¹.

Türkiye ekonomisinin yüksek dolarizasyon yaşadığı dönemde, TCMB’nin parasal büyüklükler üzerindeki kontrolü azalmış, üretim ve fiyatlandırma kararlarının döviz kuruna bağlı olması nedeniyle faiz kanalının etkisi zayıflamıştır. Bununla birlikte 2001 krizi sonrası yaşanan başarılı dezenflasyon sürecinde bankacılık sektörünün güçlenmesi, kamu borç stoku kompozisyonun daha sağlıklı bir yapıya kavuşması ve Türk lirasına duyulan güvenin artması dolarizasyonu büyük ölçüde azaltmış, böylelikle faiz kanalının etkililiği artmıştır¹.

Öte yandan, faiz kanalının etkililiğinin artmasında kısa vadeli faiz oranlarından uzun vadeli faiz oranlarına geçişin belirginleşmesi de etkili olmuştur.

1 H. Kara, F. Ögünç, Ü. Özlale ve Ç. Sarıkaya, "Estimating the Output Gap in a Changing Economy," Southern Economic Journal, Southern Economic Association, Cilt 74, Sayı 1, (Temmuz 2007): 269-289.

Döviz Kuru Kanalı

2001 yılı sonrası dönemde geleneksel aktarım mekanizması çerçevesinde döviz kuru kanalının işlerliğinde de önemli değişimler gözlemlenmiştir. Diğer gelişmekte olan ekonomilerde olduğu gibi Türkiye’de de 2001 yılı öncesinde dolarizasyon, hükûmetin gelir ve giderleri arasındaki dengesizlik, sağlıksız işleyen bankacılık ve finans sektörü ile finansal kırılganlık gibi nedenlerle döviz kuru hareketleri istikrarı bozucu etki yaratmıştır. Geçmişte yaşanan ekonomik krizlerin ardından uygulanan başarısız istikrar programlarının temel olarak sabit kur rejimine dayanması, güçlü endeksleme davranışının yanı sıra döviz kurlarının enflasyon beklentilerinin temel belirleyicisi olmasına neden olmuştur. Dalgalı kur rejiminin uygulanmadığı bu dönemde, döviz kuru geçişkenliği yalnızca büyüklük olarak değil hız olarak da oldukça yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Dalgalı kur rejiminin uygulanmaya devam edildiği ve enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlandığı dönemde, ekonomik birimlerin fiyatlama yaparken döviz kurlarını daha az dikkate almaya başladıkları ve kurlardan fiyatlara geçiş etkisinin hem büyüklük hem de süre bakımından azaldığı saptanmıştır².

Geleneksel parasal aktarım mekanizması çerçevesinde, yerel paranın değer kazanmasının dış ticaret üzerindeki etkisi aracılığıyla ekonominin daralmasına neden olacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte Türkiye ekonomisinde, Türk lirasının değer kazandığı dönemlerde ekonomi genişleme sürecine girmiş, döviz kurunun değer kaybettiği dönemlerde ise durgunluk yaşanmıştır. Yüksek sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde Türk lirasının değer kazanması, döviz cinsinden borcu olan firmaların net değerini ve firmaların yatırım ve üretime ayırabilecekleri kaynakları artırmaktadır. Ayrıca üretim sürecinde ithal girdilerin yüksek ağırlığı nedeniyle söz konusu dönemlerde firmalar aynı miktarda malı daha düşük fiyata üretebilmekte, diğer yandan satın alma gücündeki artış iç talep üzerinde artırıcı etki yaratmaktadır. Tüm bu etkenler, Türk lirasındaki değer artışına bağlı olarak ekonomik faaliyetin hızlanmasına yol açmaktadır.

Kredi Kanalı

2001 krizi sonrasında kredi kanalının işlerliğinde de artış gözlemlenmiştir. Geçmişte, yüksek bütçe açıkları ve reel faiz oranları nedeniyle bankacılık sektörü kredi kısıtlamasına gitmekte, özellikle küçük ve

orta ölçekli işletmelere makul faiz oranları ile uzun dönemli kredi vermemektedir. Bu dönemde, bankacılık sektörü esas olarak hükûmet harcamalarının finanse edilmesi için aracılık görevi görmektedir. Kriz sonrasında yapısal reformlar, kamu harcamalarının kontrol altına alınarak sürdürülebilir büyümenin desteklenmesi, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları nedenleriyle yükselen piyasa ekonomilerindeki likidite artışı ve reel faiz oranlarının düşmesi ile bankalar hükûmet harcamalarının finansmanı yerine finansal aracılık faaliyetlerine geri dönmüşlerdir. Böylelikle, politika faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak bankaların kullandıkları kredi miktarı ile toplam talep ve enflasyon etkilenmeye başlamıştır.

Beklentiler Kanalı

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı açısından, para politikasının hem politika araçları hem de iletişim yoluyla beklentileri yönetebilmesi büyük önem taşımaktadır. Önceden duyurulan hedeflerin güvenilirliği, ekonomik birimlere kararlarında referans alabilecekleri bir değer sunmaktadır. Geçmişteki kronik ve yüksek enflasyon tecrübesi ve uygulanan başarısız istikrar programları rejimin ilk uygulamaya konulduğu dönemde hedeflerin güvenilirliğine büyük zarar vermiş ve para politikasının etkinliğini kısıtlamıştır. Bunun yanı sıra beklentilerin maliye politikasındaki gelişmelere oldukça duyarlı olması para politikasının önündeki diğer bir engel olmuştur. Ancak 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi uygulaması ile politika kararlarının kamuoyu tarafından anlaşılmaya başlanması, beklentiler kanalının işlerliğini artırmıştır.

Özetlenecek olursa, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ile talep ve enflasyon beklentilerinin yönetiminde kısa vadeli faiz oranlarının rolü artmıştır. Faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanılmasının yanı sıra, ekonomideki dönüşüm sürecine paralel olarak yaşanan gelişmeler de para politikasının etkinliğine destek olmuştur. Bununla beraber, mali baskınlığın ve dolarizasyonun zayıflaması, döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin azalması ve artan iletişim ile beklentilerin hedefler seviyesinde çıpalanabilmesi de para politikasının etkinliğine katkıda bulunmuştur. Bunun sonucunda faiz ve kredi kanalları ekonomik faaliyet üzerinde gözle görülür bir etki oluşturmaya başlamış, ihtiyatlı maliye politikalarının yanı sıra dalgalı döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi rejimleri ile döviz kuru kanalının etkinliği azalmıştır.

2 H. Kara ve F. Ögünç, “Exchange rate pass-through in Turkey: It is slow, but is it really low?”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No: 05/10 (2005).

■ Yeni Para Politikası ve Parasal Aktarım Mekanizması³

2008 yılının son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal kriz Türkiye ekonomisini de etkilemiş, bu doğrultuda alternatif politika arayışları gündeme gelmiştir. Bu çerçevede TCMB, makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla 2006 yılından itibaren uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesini genişleterek yeni bir para politikası bileşimi uygulamaya koymuştur. TCMB temel amacı olan fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrara atfettiği önemi artırmıştır. Bu bağlamda, özellikle dış denge ve sermaye akımlarından kaynaklanan makro finansal riskleri azaltmayı hedefleyen bir politika çerçevesi tasarlayarak, yeni politikanın bileşiminin gösterge ayağını kredi büyümesi ve döviz kuru üzerinden kurmuştur.

TCMB politika aracı olarak kullanmakta olduğu kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra, zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyonu mekanizması gibi birbirini tamamlayıcı farklı politika araçlarını da kullanmaya başlamıştır. Söz konusu araçların kullanılmaya başlanması, parasal aktarım mekanizmasında özellikle kredi ve döviz kuru kanallarının öne çıkmasına ve bu kanalların işleyişinde bir takım değişikliklere yol açmıştır. Aşağıdaki bölümde kredi ve döviz kuru kanallarının işleyişinin yeni politika çerçevesinde nasıl değiştiği ortaya konulmaktadır.

Zorunlu Karşılık Oranı

Mevduat kabul eden finansal kurumların, bu mevduatların kanunen merkez bankasında tutmak zorunda oldukları kısmını gösteren orandır.

Yeni Para Politikası Bileşimi

Türkiye’de krizin olumsuz etkilerinin sınırlandırılması-na yönelik olarak TCMB piyasalara likidite desteğini artırmış, aynı zamanda hızlı ve önden yüklemeli faiz indirimlerine giderek finansal sistemin ve kredi piyasalarının işlerliğini korumayı amaçlamıştır. TCMB tarafından alınan tedbirlerin de katkısıyla krizin en derin dönemlerinin atlatılmasının ardından Türkiye ekonomisi iç talep öncülüğünde bir canlanma sürecine girmiştir. Bu dönemde, iç talepteki hızlı büyüme ve Türk lirasının değerlendirilmesi ithalat artışını hızlandırmıştır. Ancak, Türkiye’nin ihracatının ağırlıklı olarak krizden yoğun olarak etkilenmiş gelişmiş ülkelere yönelik olması nedeniyle dış talep görece olarak daha zayıf bir seyir izlemiştir. Bu nedenle, ihracatın büyüme hızı ithalat artış oranının oldukça gerisinde kalmıştır. Artan risk iştahı nedeniyle yoğunlaşan kısa vadeli sermaye girişleri krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırmış, bunun yanı sıra Türk lirasının değerlendirilmesine yol açarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirgin hale getirmiştir.

	ESKİ ÇERÇEVE	YENİ ÇERÇEVE
ARAÇLAR	Politika Faizi	Politika Faizi Likidite Yönetimi Faiz Koridoru Zorunlu Karşılıklar Rezerv Opsiyonu Mekanizması
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar

3 Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız: E. Başçı ve H. Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No: 11/08, (2011).

H. Kara, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği Çalışma Tebliği, No: 12/17, (2012).

Bu çerçevede, cari dengenin hızla bozulması ve cari açığın finansmanının temel olarak kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarına dayanıyor olması, Türkiye ekonomisini küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı kırılgan bir hale getirmiştir. Finansal istikrarın sağlanması, fiyat istikrarı ile birlikte sürdürülebilir büyüme ve refah için bir ön koşul olduğu gibi aynı zamanda parasal aktarım mekanizmasının daha etkin ve sağlıklı çalışmasını sağlaması nedeniyle de temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankaları açısından özel bir öneme sahiptir. 2001 yılında düzenlenen 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 4. maddesi ile TCMB, fiyat istikrarı temel amacına ilave olarak finansal istikrara katkıda bulunacak tedbirleri almakla da görevlendirilmiştir. Bu kapsamda, TCMB 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarı önceliğinden ödün vermeden finansal istikrara da katkı yapacak şekilde yeniden tasarlayarak 2010 yılının sonlarından itibaren aşamalı olarak yeni bir para politikası çerçevesi geliştirmiştir.

Bu çerçevede, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayacak olan faiz oranlarının birbirinden farklı olabile-

"TCMB, finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almakla görevlidir."

TCMB Kanunu Madde 4 (g)

ceği, dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarının tek başına yeterli bir politika aracı olmadığı gözlenmiştir. Bu nedenle merkez bankalarının birden fazla politika aracı kullanması zaruri hale gelmiştir.

Dolayısıyla, TCMB politika faizine ek olarak zorunlu karşılıkları ve faiz koridorunu aktif para politikası araçları olarak kullanmaya başlamıştır. TCMB, yeni araçlar ile temel olarak krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyerek fiyat istikrarını ve finansal istikrarı tesis etmeye çalışmaktadır. TCMB uygulanmakta olan politikaların iletişimini güçlendirmek için krediler ve döviz kuru kanallarını ön plana çıkararak politika araçlarından nihai amaçlara giden yola dair daha anlaşılabilir ve gözlenebilir bir çerçeve sunmayı amaçlamıştır.

■ Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması

Kredi Kanalı

Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde politika faizine ilişkin kararlar parasal durumu belirleyerek bankaların kredi faizlerine ve koşullarına etki etmektedir. Yeni para politikası çerçevesinde de kredi kanalı benzer şekilde işlemektedir. Ancak geçmişten farklı olarak TCMB, piyasaya çeşitli kanallardan sağladığı kısa vadeli fonların ortalama maliyetini, günlük olarak gözden geçirerek bir kontrol değişkeni olarak kullanmaktadır. Bu çerçevede, TCMB likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetlerini yüksek frekansta etkileyebilmektedir. Ayrıca, TCMB, fonlama faizine dair belirsizliği de bir politika aracı olarak kullanabilmekte olup, belirsizliğin derecesi faiz koridorunun genişliğine ve kısa vadeli faizin tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Kredilerde arzu edilenin ötesinde bir hızlanma (yavaşlama) gözlemlendiğinde TCMB fonlama miktarı ve maliyeti konusundaki belirsizliği artırarak (azaltarak) özellikle likidite açığı olan kurumlar için kredi arzında bir sıkılaşmaya (rahatlamaya) yol

açabilmektedir. Bankalar böyle dönemlerde faiz riskini fiyatlarırken genelde faiz koridorunun üst sınırını esas almaktadır. Özellikle, faiz koridoru yukarı yönlü genişletilerek likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılması krediler üzerinde oldukça etkili olabilmektedir. Böylelikle TCMB, net borç verici konumunda olduğu bir piyasada, kredi faizleri ve kredi büyümesi üzerinde güçlü bir etki yapabilmektedir.

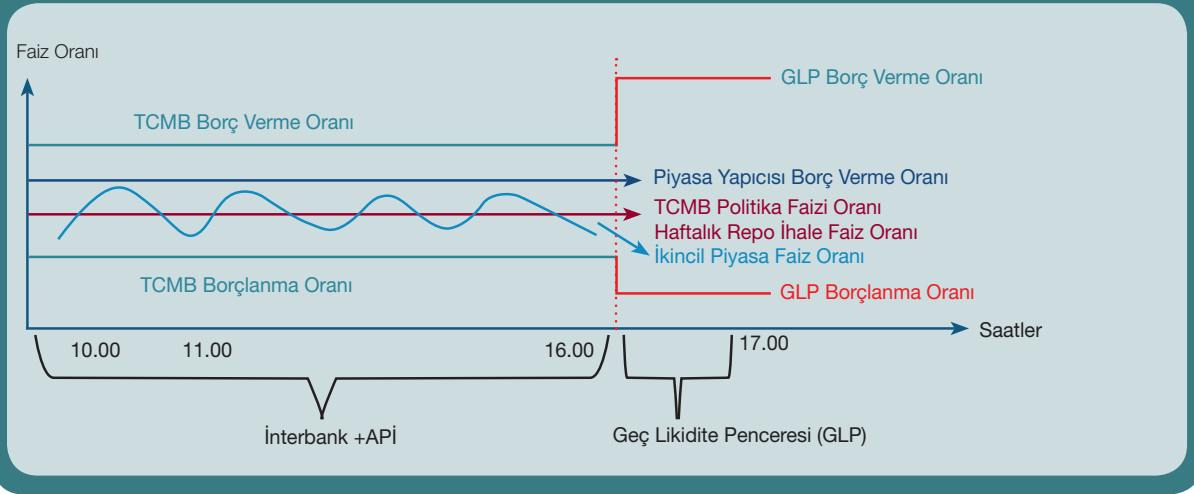
Zorunlu karşılıklar da temelde kredi arzını etkilemek amacıyla kullanılmaktadır. Zorunlu karşılıklar kredi kanalı üzerindeki asıl etkisini, faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi ile etkileşim halinde göstermektedir. Normal zamanlarda, zorunlu karşılıklar ile piyasadan çekilen likiditenin TCMB fonlaması ile kolaylıkla ikaame edilmesi beklenmektedir. Ancak uygulanmakta olan koridor sistemi ve aktif likidite yönetimi stratejisi ile kısa vadeli faizlerdeki oynaklık arttığı için zorunlu karşılık olarak ayrılan tutarın TCMB fonlaması ile ikame edilebilirlik derecesi sınırlanmakta, özellikle likidite gereksinimi olan bankalar ek sıkılaştırma dö-

Faiz Koridoru

TCMB, piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek amacıyla piyasada ihtiyacı olanlara kısa vadeli (günlük veya haftalık) likidite sağlayabildiği gibi, fon fazlası olanlardan gecelik vadede borç alabilmektedir. TCMB'nin gecelik vadede bankalardan borçlanabileceği ve bankalara borç verebileceği faiz seviyelerinin arasında kalan alan "faiz koridoru" olarak tanımlanmaktadır.

TCMB ayrıca politika faiz oranı üzerinden miktar ihalesi ile bankalara fonlama yapabilmektedir. Yeni politika bileşiminin bir ayağı olan likidite politikası çerçevesinde gecelik piyasada oluşan faiz oranları, faiz politikasında değişikliğe gidilmeden; (yani politika faizi olan haftalık repo faizleri değiştirilmeksizin) ekonomik ve finansal gelişmelerin seyri-

ne göre ayarlanabilmektedir. Bu sayede, piyasaya yapılan fonlama ayarlanarak para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden farklı olmasına izin verilebilmektedir. Bu bağlamda TCMB, geçici fiyat hareketlerinin beklentiler üzerinden enflasyon görünümünü bozmasına engel olmak amacıyla gerekli gördüğü günlerde Ek Parasal Sıkılaştırma'ya (EPS) gitmiştir. EPS yapılan günlerde piyasaya miktar ihalesi yöntemiyle politika faizinden yapılan fonlama miktarı azaltılarak faizlerin koridorun üst seviyelerine yakın oluşması sağlanmıştır. Bu yapıda, TCMB'nin likidite operasyonlarını kullanarak kısa vadeli piyasa faizlerinde günlük olarak yapabileceği değişikliklerin boyutunu faiz koridorunun genişliği belirlemektedir.



nemlerinde kredi genişlemesinde daha temkinli davranmaktadır⁴.

Krediler üzerinde oluşan tüm bu etkiler toplam iktisadi faaliyeti ve çıktı açığını doğrudan etkilemektedir. Bu nedenle kredi kanalı, para politikası çerçevesinde orta vadeli enflasyon dinamiklerini etkileyen temel aktarım kanalı olarak öne çıkmaktadır.

Kredi kanalının finansal istikrar ile olan ilişkisine bakıldığında ise kredilerin cari denge ve makro finansal riskler ile doğrudan etkileşim halinde olduğu görülmektedir. Örneğin kredilerdeki hızlanma, dayanıklı tüketim gibi ithal bileşeni yüksek mallara yönelik harcamaları diğer harcamalara göre daha fazla artırmakta, ayrıca kısa vadede tasarruf oranlarında düşüşe neden olarak cari dengeyi bozucu etki yaratmakta-

dır. Bu durumda ekonomi sermaye hareketlerindeki ani değişimlere karşı daha kırılgan hale gelmektedir. Diğer yandan kredilerdeki hızlı artış finansal istikrara dair önemli bir sinyal olarak da değerlendirilmektedir.

Döviz Kuru Kanalı

Yeni para politikası uygulaması çerçevesinde TCMB kısa vadeli faizleri günlük frekanslarda ayarlayarak sermaye hareketleri ve döviz kuru oynaklığını yumuşatabilmektedir. Örneğin, küresel risk iştahında yaşanan bir düşüşe bağlı olarak sermaye çıkışı olduğu dönemlerde TCMB, sermaye hareketinin döviz kuru üzerinde oluşturacağı etkiyi hafifletmek için gerekli gördüğünde fonlama miktarını piyasanın ihtiyacından daha az yapabilmektedir⁵. Bu durumda TCMB'den beklidiklerinden daha az likidite sağlayan finansal

4 Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız: K. Alper ve T. Tiryaki, "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları, No: 11/08, (2011).

5 Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız: Y. Akçelik, E. Ermişoğlu, A. Oduncu ve T. Taşkın, "Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları, No: 12/27, (2012).

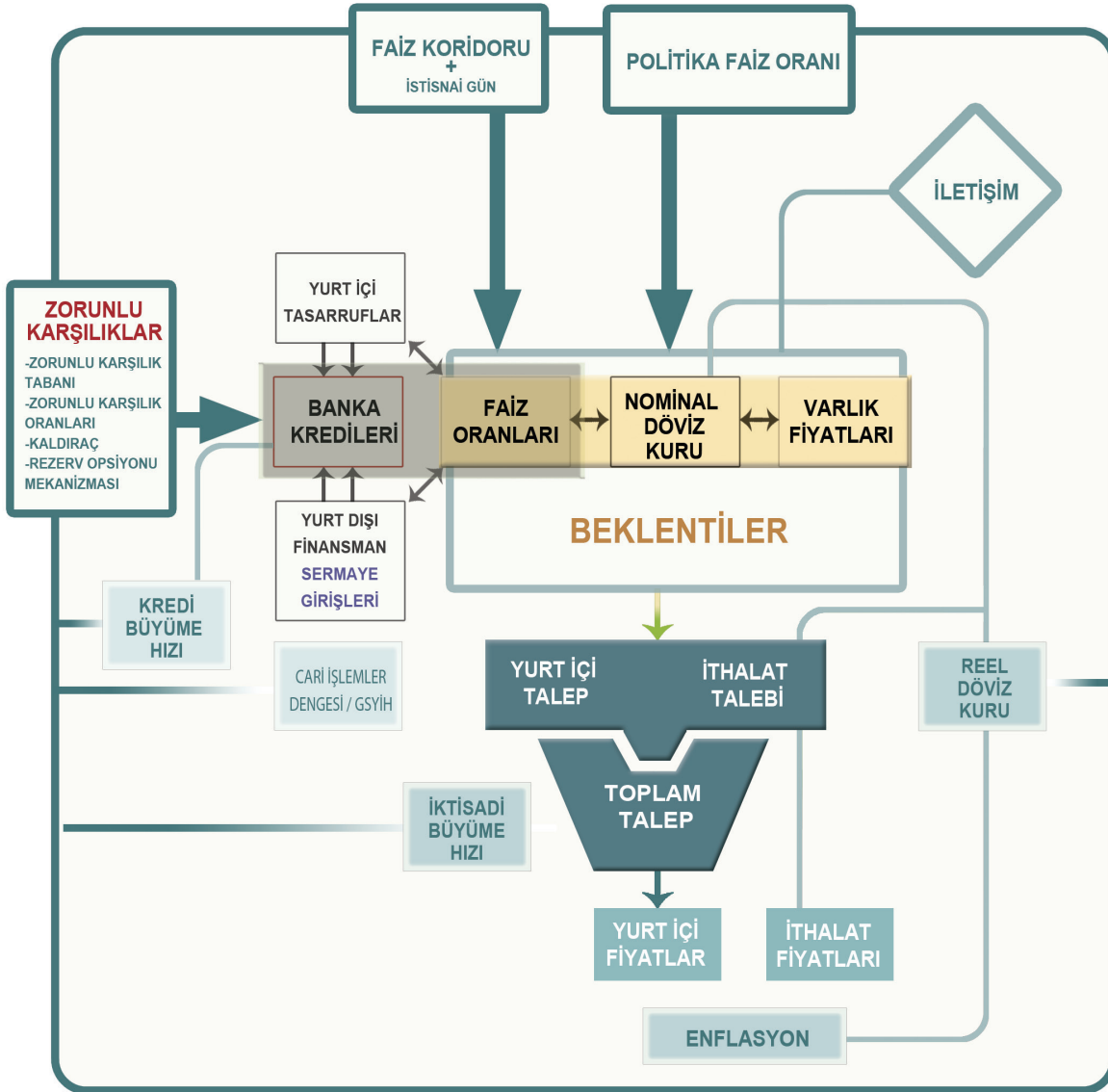
kurumlar döviz satarak likidite ihtiyaçlarını karşılama yoluna gidebilmekte, bu da sermaye çıkışının döviz kuru üzerinde oluşturduğu hareketi sınırlamaktadır. Ayrıca, bu durumda yükselen kısa vadeli faizler de sermaye çıkışlarını caydırıcı etki yapmaktadır. Mevcut sistemde, sermaye akımlarının güçlü olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek faiz oynaklığı ciddi anlamda artırılırken, sermaye akımlarının zayıf olduğu dönemlerde koridor yukarı yönlü genişletilerek döviz kuru oynaklığı azaltılabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, her iki yönde de sermaye akımlarının tersine çalışan bir sistem kurgulanmaktadır.

Diğer yandan, zorunlu karşılık oranları da döviz kuru üzerinde etkili olmaktadır. TCMB, Türk lirası

zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz ve altın cinsinden tutulabilmesi imkânını (Rezerv Opsiyonu Mekanizması-ROM) getirerek sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerini hafifletmektedir.

Döviz kurundaki ani değişimler makro finansal risklerle de yakın ilişki içindedir. Kurlardaki aşırı değerlenme doğrudan ithal mallara olan göreceli talebi hızlandırarak cari dengeyi bozucu etki yapmaktadır. Bunun yanı sıra, kurların aşırı değerlenmesi sermaye hareketlerindeki ani değişimlere karşı ekonomiyi kırılgan hale getirebilmektedir. Bu nedenle, döviz kurundaki değişimler de makro finansal risklere ilişkin önemli bir sinyal olarak görülmektedir.

YENİ PARA POLİTİKASI ÇERÇEVESİNDE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI



Rezerv Opsiyonu Mekanizması⁶

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), bankaların TCMB’de tutmak zorunda oldukları Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz (dolar ve/veya euro) ve standart altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. ROM ile bankalara döviz varlıklarını Türk lirası likidite gereksinimlerini karşılamak için belli oranlarda kullanabilme imkânı sunulmaktadır. Böylelikle bankalar, Türk lirası zorunlu karşılıkları tesis etmede esneklik kazanmakta ve gönüllü olarak döviz rezervi biriktirmektedir. Otomatik dengeleyici olarak çalışması beklenen ROM, sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu döviz kuru oynaklığını düşürmekte⁷ ve bu nedenle faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır. ROM ile;

- Kısa vadeli sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklık azalmakta,
- TCMB brüt döviz rezervleri güçlenmekte,
- Bankalara likidite yönetimlerinde esneklik sağlanmakta,
- Kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığı azalmakta,
- Bankalara kendi optimizasyonunu yapabilme olanağı sağlanmaktadır.

Bu imkânın hangi ölçüde kullanılabileceğine dair üst limitler Rezerv Opsiyonu Oranı (ROO) ile belirlenmektedir. Birim Türk lirası zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır. Bankaların bu imkândan ne ölçüde yararlandıkları (optimal kullanım oranı) bankaların sağlayabildiği yabancı para kaynak miktarına ve imkânı diğer fonlama araçlarıyla kayıtsız bırakan marjinal ROK değerine (eşik ROK) bağlı olarak değişecektir. Eşik ROK ise temel olarak yabancı para ve Türk lirası kaynakların göreceli maliyetine bağlıdır.

Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde, genellikle yabancı para kaynakların maliyeti Türk lirası kaynakların maliyetine göre düşmektedir. Bu durumda, eşik ROK

artmakta ve bankalar Türk lirası zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını yabancı para cinsinden tutma eğiliminde olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, döviz borçlanma maliyetlerinin düşmesi, kâr amacıyla hareket eden bankaların ROM’dan daha çok yararlanmalarını beraberinde getirmektedir. Böylelikle, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalarca zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktararak piyasadan çekilmekte ve bu şekilde Türk lirası üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanmış olacağı gibi ülkeye giren dövizin krediye dönüşüm oranı da azalmaktadır. Söz konusu dönemlerde, borçlanma kısıtlarının gevşemesine bağlı olarak artan sermaye akımları ROM imkânının daha fazla kullanılmasına, dolayısıyla artan döviz likiditesinin belirli bir kısmının yine mekanizma aracılığıyla çekilmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda, sterilize edilmesi gereken Türk lirası likidite miktarı aynı miktarda dövizin TCMB tarafından satın alındığı duruma göre daha az olmaktadır.

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise, risk priminin sabit kaldığı varsayımı altında, yabancı para kaynakların maliyeti Türk lirası kaynakların maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bu durumda, bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını ROM kullanımlarını azaltmak suretiyle elde etme yoluna gitmektedir. Sermaye girişlerinin yavaşlamasının borçlanma kısıtlarını daha da bağlayıcı hale getirmesi nedeniyle de bankalar rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltmaktadır. Anılan durum, Türk lirası üzerindeki değer kaybetme yönlü baskıyı hafifletirken Türk lirası likidite talebini artırmaktadır.

Parasal aktarım mekanizması çerçevesinde döviz kuru nun enflasyon üzerindeki etkisi daha çok maliyet yoluyla ortaya çıkmakta ve diğer kanallara göre daha hızlı çalışmaktadır. Türkiye’de üretimde ithal ara girdi mallarının yoğun olarak kullanılması nedeniyle, döviz kuru enflasyon görünümünü etkileyen önemli değişkenler arasında yer almaktadır.

6 Konu ile ilgili ayrıntılı gösterim için bakınız:

K. Alper, H. Kara ve M. Yörükoğlu, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları, No: 2012-28, (2012).

D. Küçükşaraç ve Ö. Özel, “Reserve Options Mechanism and Computation of Reserve Options Coefficients”. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları, No. 2012-33/07, (2012).

7 Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız: E. Ermişoğlu, A. Oduncu ve Y. Akçelik, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları, No: 13/04, (2013).

■ Sonuç

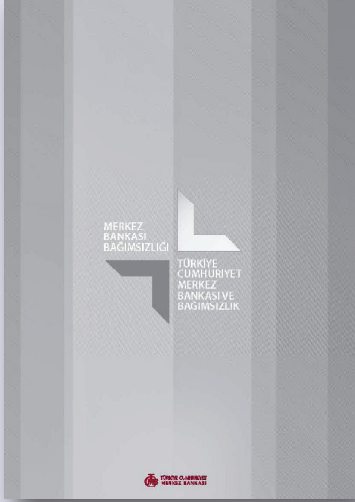
2008 yılı son çeyreğinde tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal kriz, alışılmadık sorunları beraberinde getirmiş, ve bu sorunların bertaraf edilmesine yönelik olarak merkez bankalarını alışılmışın dışında araçlar kullanmaya itmiştir. Bu kapsamda gelişmiş ülke merkez bankaları parasal genişleme politikaları uygulamaya başlamışlardır. Parasal genişleme politikalarının Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde önemli yansımaları olmuştur. Bu dönemde, risk iştahının ve kısa vadeli sermaye akımlarının oynaklığındaki yükseliş ve finansal istikrara yönelik farkındalığın artması, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarını alternatif politika arayışlarına yöneltmiştir. Bu arayışlar çerçevesinde TCMB, sermaye kontrollerine başvurmaksızın sermaye akımlarında istikrar sağlanabileceği görüşünü destekleyen politikalar uygulamıştır⁸. Bu doğrultuda TCMB, uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi

rejimini 2010 yılının sonlarından itibaren finansal istikrarı da gözetecek şekilde gözden geçirmiş, bu çerçevede araç kümesini de çeşitlendirmiştir. TCMB kullandığı farklı para politikası araçları ile kur ve kredi kanallarını farklı yollardan etkileyerek fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da desteklemeyi amaçlamıştır.

2010 yılının sonlarından itibaren uygulanmakta olan para ve kredi politikalarının ekonominin dengelenmesine önemli katkıda bulunarak finansal ve makroekonomik riskleri büyük ölçüde azalttığı gözlemlenmektedir. TCMB, önümüzdeki dönemlerde de fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrara katkıda bulunma doğrultusunda, geleneksel araçların yanı sıra yeni politika bileşimi dâhilinde geliştirilen araçlar da kullanmaya devam edecek, ayrıca iletişim kanalını da gerektiğinde destekleyici bir araç olarak devreye sokacaktır.

8 Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız: Y. Akçelik, E. Başçı, E. Ermişoğlu ve A. Oduncu, "The Turkish Approach to Capital Flow Volatility", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No: 13/06, (2013).

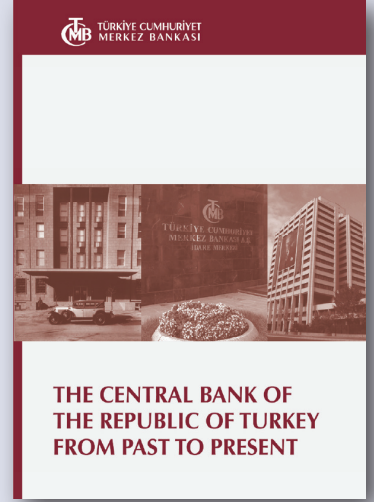
TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI YAYINLARINDAN ÖRNEKLER



**Merkez Bankası Bağımsızlığı -
Türkiye Cumhuriyet
Merkez Bankası ve Bağımsızlık
(2013)**



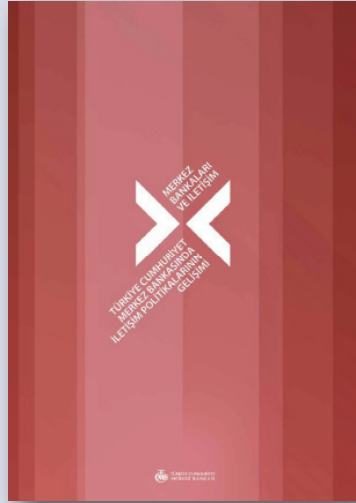
**Türkiye'de Banknot Basımının
Tarihçesi - Banknot Üretim
Süreci ve Emisyon Politikaları
(2013)**



**Central Bank of the Republic of
Turkey from Past to Present
(2012)**



**Merkez Bankalarında Rezerv
ve Risk Yönetimi - Türkiye
Cumhuriyet Merkez Bankası
Rezerv ve Risk Yönetimi
(2011)**

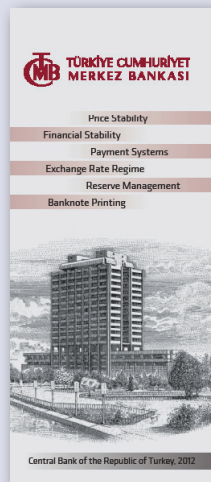


**Merkez Bankaları ve
İletişim - Türkiye Cumhuriyet
Merkez Bankasında İletişim
Politikalarının Gelişimi
(2011)**



**Dünden Bugüne Türkiye
Cumhuriyet Merkez Bankası
(2011)**

**TCMB Tanıtım
Broşürü
(2012)**



**Central
Bank of the
Republic
of Turkey
Factsheet
(2012)**

ISBN (basılı) : 978-605-5758-88-2
ISBN (elektronik) : 978-605-5758-89-9