

**KÜRESEL KRİZ SONRASINDA TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ
BANKASININ UYGULADIĞI YENİ PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİ¹**

**NEW MONETARY POLICY EFFECTIVENESS OF THE IMPLEMENT THE
CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY AFTERWARDS GLOBAL
FINANCIAL CRISIS**

Yrd. Doç. Dr. Cansel OSKAY¹

¹Mersin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

canselseymen@hotmail.com

ÖZET

Küresel kriz sonrasında dünyada bozulan makroekonomik finansal dengeler, merkez bankalarının daha aktif rol üstlenmesini gerektirmiştir. Bu çerçevede Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılının sonlarından itibaren, makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla, temel hedefi olan fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da kapsayacak biçimde yeni bir para politikası uygulamaya başlamıştır. Yeni para politikası çerçevesinde birbirini tamamlayıcı biçimde farklı politika araçlarını bir arada kullanmıştır. Bu çalışmada, TCMB'nin yeni para politikası uygulamaları ve etkileri veriler yardımıyla değerlendirilmektedir. Sonuç olarak, TCMB'nin yeni para politikası, diğer ekonomi politikası araçlarıyla, özellikle maliye politikası ve yapısal reformlarla desteklenmesi gerekmektedir.

Anahtar Kelimeler: Türkiye Ekonomisi, Merkez Bankası, Para Politikası, Para Politikası Araçları, Finansal İstikrar.

¹ Bu çalışma 28-30 Haziran 2017 tarihinde gerçekleştirilen '8. International Conference Of Political Economy/ Belgrade-SERBIA' da sözlü bildiri olarak sunulmuştur.

ABSTRACT

Due to the macroeconomic financial equilibrium deteriorated afterwards global crisis, Central Banks obliged to take a more active role. In this context, on the purpose of limitation macro-financial risks, Central Bank of the Republic of Turkey has started new-monetary policy including its principal rule which is price stability policy and financial equilibrium, since the late of 2010. A combination of different policy instruments in a complementary way within the framework of new-monetary policy has been used. In this study, Central Bank of the Republic of Turkey's new monetary policy and effects with the help of the data being evaluated. As a result, Central Bank of the Republic of Turkey's new monetary policy and other economic policy instruments, particularly fiscal policy, structural reforms and political stability must be sustained.

Key Words: Economy of Turkey, The Central Bank, Monetary Policy, Monetary Policy Tools, Financial Stability

Jel Codes: E44, E51, E52, E58

1. Giriş

Tüm dünyada etkisini gösteren küresel krizden çıkış mücadelesinde, gelişmiş ülke merkez bankalarının para arzını arttırmaları ve faiz oranlarını düşürmeleri sonucunda, reel faiz oranı yüksek olan gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye girişleri hızlanmıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerin artması, bu ülkelerin parasının değer kazanmasına ve dolayısıyla cari açığın ve yurtiçi kredi hacminin hızla artmasına neden olmuştur. Kriz sonrası yaşanan bu süreç ülkelerin makroekonomik dengelerinin bozulmasını ve finansal risklerin artmasını beraberinde getirmiştir. Makroekonomik istikrarı ve sürdürülebilir büyümeyi sağlayabilmek için, ekonomiyi kırılgan hale getiren cari açığın ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrol altına alınması gerekliliği merkez bankalarını yeni arayışlara yöneltmiştir (Serel ve Özkurt, 2014:58). Gelişmiş ülkelerin uyguladığı genişletici para politikaları Türkiye ekonomisini de etkilemiş, artan kısa vadeli sermaye girişi Türk lirasının değerlenmesine, yurtiçi kredilerin büyümesine ve cari açığın hızlanarak artmasına neden olmuştur (Özatay, 2011:29). TCMB makroekonomik finansal riskleri sınırlamak amacıyla aşamalı olarak yeni bir para politikası yaklaşımı geliştirmiştir. Küresel kriz öncesinde TCMB, temel amacı fiyat istikrarını sağlamada kullandığı kısa vadeli faiz olan politika aracı, krizden sonra yetersiz kalmıştır. Bu nedenle 2010 yılı Kasım ayından itibaren uygulanmakta olan yeni para politikasının temel hedefi fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da sağlamak olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda politika faizinin yanı sıra, faiz koridoru, bir haftalık repo faizi, zorunlu karşılıklar,

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

rezerv opsiyon mekanizması (ROM) aktif politika araçları olarak kabul edilmiş ve bu araçlar krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebilecek şekilde birbirini tamamlayıcı nitelikte bir arada kullanılmaya başlanmıştır (Başçı ve Kara, 2011:12).

Çalışmamızda küresel kriz sonrasında uygulamaya konulan TCMB' nin yeni para politikasının, hedeflere ulaşmada ne derece etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bu kapsamda öncelikle aktif olarak kullanılan yeni para politikası araçları açıklanmakta ardından yeni para politikası uygulamasının günümüze kadarki gelişimi ve etkileri üzerinde durulmaktadır.

2. Küresel Kriz Sonrasında Uygulanan Para Politikası Araçları

Ekonomi politikaları içinde para politikalarının küresel finansal krizle birlikte daha önemli bir hale gelmesiyle, merkez bankalarının ekonomi içindeki etkinliği artmıştır. 2008 küresel kriz öncesinde TCMB, temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak için, temel araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Böylece TCMB kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek aktarım mekanizmalarının yardımıyla ekonomideki finansman kanallarını etkileyebilmekte, mal ve hizmet talebine ve dolayısıyla enflasyona yön verebilmekteydi. Küresel kriz döneminde normal şartlarda iyi işleyen aktarım mekanizmasının etkinliği önemli ölçüde azalmış ve para politikası araçlarında yeni konjonktürle birlikte değişiklikler yapılması zorunluluk haline gelmiştir (Vural, 2013:31). TCMB' nin karşı karşıya kaldığı bu durum, kredi genişlemesi, artan kısa vadeli sermaye girişlerinin tetiklediği artan yurtiçi talep ve artan cari işlemler açığıdır. Bu durumda TCMB, 2006 yılı başından itibaren uygulanmakta olduğu açık enflasyon hedeflemesinin yanı sıra, finansal kesimin işleyişine yönelik makro risklerin azaltılmasını amaçlayan finansal istikrarı sağlamaya yönelmiştir (Eğilmez, 2012a). Bu çerçevede TCMB, tek amaca değil birden çok amaca yönelik olarak birbirinden farklı nitelikte olan geleneksel para politikası araçları ile geleneksel olmayan para politikası araçlarını bir arada kullanmaya başlamıştır. Burada en aktif kullanılmaya başlanan faiz koridoru, bir hafta vadeli repo işlemleri faiz oranı, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması ve kaldıraca dayalı zorunlu karşılıklardan (TCMB, 2011a:3) bahsedilecektir.

2. 1. Faiz Koridoru

TCMB yeni para politikası amacı olarak farklı faiz uygulamaları yapmaktadır. Merkez bankasının gecelik yapılan işlemlerde uyguladığı faiz, gecelik olarak borç almak ya da gecelik olarak borç vermek isteyen bankalara uyguladığı faizdir (Eğilmez, 2014a). Gecelik borç verme faiz oranı; geçici olarak likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın, merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranıdır. Gecelik borç alma faiz oranı ise, geçici likidite fazlası olan bir bankanın, faiz getirisi sağlamak amacıyla merkez bankasına

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

bu fonu mevduat şeklinde yatırması durumunda almayı kabul ettiği faiz oranını ifade eder. Faiz koridoru, merkez bankalarının gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki aralık olarak tanımlanmaktadır ve piyasa faiz oranları bu koridorun içinde oluşmaktadır (Vural, 2013:63). Kısa vadeli sermaye akımlarındaki dalgalanmaların ve ekonomide meydana getirdiği olumsuz etkileri azaltmayı amaçlayan faiz koridoru uygulaması ile merkez bankası ikincil piyasada oluşan kısa vadeli faiz oranlarını, döviz kurlarını ve kredilerin artış hızını etkileyebilecektir (Eğilmez, 2014a). Geleneksel para politikası uygulamasında faiz koridoru, bir araç olarak değil, politika faizi etrafında simetrik ve genellikle değişmeyen dar bir bant olarak tanımlanmış ve piyasa faizlerinin politika faizinden sapmasını önlemek amacıyla kullanılmıştır (Tuna, Öner ve Öner, 2015: 222). Küresel kriz öncesi dönemde pasif konumda olan faiz koridoru uygulaması 2010 yılının sonlarından itibaren daha geniş ve asimetrik olarak aktif bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır (Gündoğan, 2014:63). Vadeli sermaye akımlarının fazla olduğu dönemlerde, faiz koridoru aşağıya doğru genişletilmekte ve böylece kredi artış hızının yavaşlatılması sağlanabilmektedir (Serel ve Özkurt, 2014:61). 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 azaltabilecektir (Kara, 2012:11). Böylelikle TCMB, doğrudan politika faizine müdahale etmek yerine faiz koridorunu daraltıp genişleterek piyasalarda döviz kurlarını ve kredi kanalını kontrol altında tutmaya çalışmaktadır (Vural, 2013:31). TCMB geniş bir faiz koridoru ile fonlama miktarı ve maliyetine yönelik belirsizliği artırarak kredi arzında sıkılaşmayı sağlayabileceği gibi, dar bir faiz koridoru ile söz konusu belirsizliği azaltarak kredi arzında rahatlatma sağlayabilecektir. Geleneksel faiz politikasından farklı olarak, kısa vadeli faizlerin aylık değil günlük ve haftalık ayarlanabilmesi sayesinde, küresel piyasalarda oluşan ani değişimlere anında tepki verilebilmesi faiz koridoruna esnek bir politika aracı olma özelliği kazandırmaktadır (TCMB, 2014c:4). Başlangıçta geniş bir faiz koridoru uygulayan TCMB, 2015 yılı sonunda geçtiği sadeleşme uygulamasıyla daha dar bir faiz koridoru uygulamaktadır.

2. 2. Bir Hafta Vadeli Repo İşlemleri Faizi

TCMB yeni para politikası çerçevesinde, bir ay vadeli repo işlemlerine faiz uygulamasını kaldırmış haftalık repo işlemleri faiz uygulamasına başlamıştır. Bir hafta vadeli repo işlemlerine uygulanan faiz, bankaların merkez bankasının bir hafta vadeli açtığı repo ihalesine katılarak ellerindeki tahvil ve bonoları verip karşılığında aldıkları parayı vade sonunda iade edip tahvil ve bonolarını geri alma işlemidir. Merkez bankası bu işlem ile banka ve finans

kurumlarının piyasada uyguladığı faiz oranlarını, bankalardan alınan kredilerin miktarını, hisse senedi ve döviz gibi varlıkların fiyatlarını etkileyebilmektedir (Eğilmez, 2012b). 2010 yılının ortalarına kadar politika faizi olarak gecelik borçlanma faizi kullanılmakta iken, piyasadaki likidite koşullarının değişmesiyle birlikte bir hafta vadeli repo faizi kullanılmaya başlanmıştır. 2013 yılı sonlarından itibaren ise hem haftalık repo hem de gecelik fonlama işlemlerinde uygulanan faizlerin tümü politika faizi olarak belirlenmiştir (Eğilmez, 2013).

2. 3. Zorunlu Karşılıklar

TCMB, faiz koridorunun etkinliğini arttırmak ve kredi büyümesini etkilemek amacıyla zorunlu karşılıkları daha aktif olarak kullanmaya devam etmektedir. Zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler, bankaların açabileceği kredi miktarını ve maliyetlerini etkilemektedir. Zorunlu karşılık oranlarının arttırılması ile bankalar likiditelerinin daha fazla kısmını TCMB hesabında bulundurmak zorunda kalacaklarından, kredi vermek için kullanabilecekleri likidite miktarları azalmakta ve dolayısıyla kaynak maliyetleri artmaktadır (Tuna, Öner ve Öner, 2015:223). Kısa vadeli sermaye girişlerinin artış gösterdiği dönemlerde, ülke içinde kredi artışıyla birlikte yaşanan finansal riskleri önleyebilmek ve Türk lirası likiditesini kontrol edebilmek amacıyla TCMB zorunlu karşılık oranlarını artırabilmekte ve dolayısıyla faiz koridorunun etkinliğini de arttırmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeyi terk etmeye başlaması halinde ise zorunlu karşılık oranları düşürülerek oluşabilecek riskler azaltılmaya çalışılmaktadır. Küresel krizden önceki geleneksel uygulamalardan farklı olarak yeni para politikası çerçevesinde, zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulaması kaldırılmış, zorunlu karşılık oranları vadeye ve mevduat cinsine göre farklılaştırılmış ve ayrıca finansman şirketleri de zorunlu karşılık uygulaması kapsamına dahil edilmiştir (TCMB, 2014c:4). Ancak küresel ve yurt içi konjonktürel durumdaki değişiklikler nedeniyle TCMB, dengeli büyümeyi desteklemek ve yurt içi tasarrufları teşvik etmek ve dolayısıyla en önemli yapısal sorunlardan biri olan cari açık sorununun azaltılması amacıyla, bankaların ve finansman şirketlerinin Türk lirası olarak tuttıkları zorunlu karşılıklara, 2014 yılı Kasım ayından itibaren faiz ödemeye başlamıştır (TCMB, 2014b:14). Bu uygulama zorunlu karşılık tutmanın maliyetini azalttığından mevduat faizleri, kredi faizleri ve zorunlu karşılığa tabi kuruluşların karlılığı üzerinde etkili olabilecektir. Zorunlu karşılıklara faiz uygulaması, mevduat faizleri üzerinde yukarı yönlü, kredi faizleri üzerinde aşağı yönlü bir etki yaratarak, kredi-mevduat faiz farkının azalmasını sağlayacaktır (Ünalmiş ve Ünalmiş, 2015:2-3) Bu uygulama bankaları, yurtdışı borçlanma yerine kendi kaynaklarını kullanmaya özendirerek,

bankacılık sektörünün yapısının güçlendirilmesi ve finansal istikrara katkı vermesi açısından önemli olacağı düşünülmektedir (Ünalmiş ve Ünalmiş, 2015: 7).

2. 4. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) ve Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK)

TCMB, bankaların likidite yönetimini daha esnek ve daha düşük maliyetle gerçekleştirmeleri, döviz kuru dalgalanmalarını azaltmayı ve döviz rezervlerini arttırmayı, para ikamesinin etkisini azaltmayı, Türk lirasının değer kaybetmesini önlemeyi, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmayı amaçlayarak, 2011 yılının sonlarından itibaren Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) uygulamasına başlamıştır (Aslaner vd., 2014: 1). TCMB' nin bankalara, Türk lirası olarak yatırmak zorunda oldukları zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini, gönüllü olarak döviz veya altın cinsinden yatırma alternatifi sunan Rezerv Opsiyon Mekanizmasına aşamalı olarak geçmiştir (TCMB, 2014c:4). Bankaların yatıracakları döviz veya altın tutarının belirlenmesinde rezerv opsiyon katsayısı (ROK) uygulamaktadır. Otomatik dengeleyici olarak kullanılan ROM'un döviz kuru ve piyasa likiditesi oynaklığını azaltmada etkili olabilecektir. ROM, hızlı kısa vadeli sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde bankacılık sisteminin dolayısıyla ülkenin döviz ve altın rezervlerini güçlendirebilecektir. Aynı zamanda bu uygulama ile hızlı kısa vadeli sermaye girişinin yurtiçi krediye dönüşümünü azaltarak büyümeye katkı sağlayabilecektir (Eğilmez, 2012c). Kısa vadeli sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde, zorunlu karşılıkların Türk lirası cinsinden tutulmasının tercih edilmesi ile ROM kullanımının azalması, döviz kurunda ve likidite piyasasında ortaya çıkabilecek dalgalanmaların azalmasını sağlayabilecektir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012:5).

2. 5. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar

Yeni para politikası çerçevesinde, 2013 yılının son çeyreğinden itibaren uygulamaya konan kaldıraca dayalı zorunlu karşılıklar, finansal risklerin ortaya çıkmasının önceden önlenmesi için, yüksek kaldıraca çalışan bankalara ek zorunlu karşılık uygulaması getirilmiş ve böylece bankaların borçluluk düzeylerinin sınırlandırılması amaçlanmıştır (TCMB, 2013a:5). TCMB' nin para politikasına konu olan kaldıraca oranı, Basel III çerçevesinde, Ana Sermaye/(Pasif Toplamı + Bilanço Dışı Kalemler) şeklinde hesaplanmaktadır. Bu hesaplamayla bankaların ana sermayelerinin borç ve borç benzeri yükümlülükleri karşılığında ağırlığı ölçülmektedir. Bu oranın yüksek olması, finansal sistemde varlıkların büyük bir kısmının borçlarla finanse edildiği anlamına gelmekte ve bu durum finansal risklerin artmasına ve dolayısıyla finansal krizlere yol açabilmektedir (Demirhan, 2013:582).

3. Küresel Kriz Sonrası Uygulanan Yeni Para Politikası

2008 yılında Amerika Birleşik Devleti'nde başlayan kriz, hem gelişmiş ülkeleri hem de gelişmekte olan ülkeleri farklı derecelerde etkileyerek küresel sistemde ciddi bir etki yaratmıştır. Küreselleşmenin etkisiyle yayılan kriz, tüm dünyada büyüme hızı, toplam talep ve dünya ticaretini geriletmiş, ekonomide durgunluğa yol açmıştır. Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin World Economic Outlook göre, dünyada büyüme %5,30'dan %2,7'e; dünya ticaretindeki artış %8'den %2,84'e düşmüş ve dünya enflasyonu %4,10'dan %5,98'e yükselmiştir. 2009 yılında krizin diğer ülkelere de yayılmasıyla büyüme %-0,38 oranına, dünya ticaretindeki artış ise -%10,60 oranına düşmüştür. Talepteki büyük azalış enflasyonun %2,53 oranına gerilemesine neden olmuştur (Uluslararası Para Fonu, 2013). 2010 yılında ülkelerin, genişletici ekonomi politikalarını hızla uygulamaya geçmesiyle ekonomik göstergelerde toparlanma gerçekleşmiştir. Büyüme oranı %5,17; enflasyon oranı %3,59 ve ülkelerarası ticaret hızı %12,76 olarak artış göstermiş ancak 2012 yılından itibaren azalmaya başlamıştır (Uluslararası Para Fonu, 2015). Türkiye de diğer ülkeler gibi krizin olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik genişletici ekonomi politikaları uygulamıştır. Bu çerçevede öncelikli olarak merkez bankası piyasalara likidite desteğinde bulunmuş ve politika faiz oranlarında indirim gitmiştir. TCMB tarafından, Ekim 2008 tarihinden itibaren, para piyasalarındaki olası tedirginlikleri azaltmak ve gecelik faiz oranlarındaki dalgalanmaları önlemek amacıyla, piyasaların ihtiyacından daha fazla fonlama yapılmıştır. Kredi mekanizmasının desteklenmesi amacıyla Türk Lirası zorunlu karşılık oranında indirim gidilmiş, üç ay vadeli repo ihalelerine başlanmıştır. Kasım 2008'den itibaren politika faiz oranlarında hızlı indirim giden TCMB, gecelik borçlanma faiz oranını 1025 baz puan indirerek %16,75'ten %6,50'ye düşürmüştür (Başçı ve Kara, 2011:10). Büyüme oranı 2007 yılında %4,7 iken küresel krizin etkisiyle 2008 yılında %0,7'e gerilemiş, 2009 yılında %-4,7 oranında daralmıştır. 2007 yılında ihracat artış hızının ithalat artış hızından daha fazla olması, büyüme oranına net ihracatın katkısını göstermektedir. Küresel krizin etkisiyle 2008 yılından itibaren hem ihracat hem ithalat artış hızı azalmış, 2009 yılında ise ihracat artış hızı %-22,6, ithalat artış hızı %-30,2 olarak gerçekleşmiştir. Cari açık ise 2007 yılında %-5,9, 2008 yılında %-5,7 iken 2009 yılında %-2,2'e gerilemiştir (Bkz. Tablo 1). Uygulanan genişlemeci para politikaların etkisiyle krizin en derin dönemleri atlatılmış ve Türkiye ekonomisi 2009 yılının ortalarından itibaren iç talep kaynaklı hızlı bir büyüme sürecine girmiştir (bkjagcndf, 57) (Başçı ve Kara, 2011:10). Büyüme oranı 2010 yılında %9,2 olarak en yüksek düzeye ulaşmıştır. Aynı dönemde dış ticaret ortaklarımızdaki toparlanmanın çok daha yavaş olması

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

nedeniyle dış talep iç talebe göre daha zayıf kalmış, aynı zamanda Türk lirasının değerlenmesinin de etkisiyle, ihracat artış hızı %11,5 ile %31,7 olan ithalat artış hızının oldukça gerisine kalmıştır. Aynı yıl cari açık %-6,2'e yükselmiştir (Bkz Tablo 1). Sonuç olarak, küresel krizden çıkmaya yönelik alınan tedbirler, kısa vadeli sermaye girişlerinin hızla artmasına, Türk lirasının değerlenmesine, kredi kullanımının kolaylaşmasıyla tüketimin hızlanmasına, cari işlemler dengesinin hızla bozulmasına yol açarak makroekonomik ve finansal istikrara olan kaygıların artmasına neden olmuştur (Başçı ve Kara, 2011:10).

Tablo 1: 2007-2016 Dönemi Bazı Makro Ekonomik Göstergeler (%)

Yıllar	Büyüme Oranı %	Cari Denge %	Hedeflenen Enflasyon (TÜFE)	Gerçekleşen Enflasyon (TÜFE)	İhracat Artış Hızı	İthalat Artış Hızı
2007	4,7	-5,9	4	8,4	25,4	21,8
2008	0,7	-5,7	4	10,1	23,1	18,8
2009	-4,8	-2,2	7,5	6,5	-22,6	-30,2
2010	9,2	-6,2	6,5	6,4	11,5	31,7
2011	8,8	-9,7	5,5	10,45	18,5	29,8
2012	2,2	-6,2	5	6,16	10,3	-1,8
2013	4,2	-7,9	5	7,40	0,4	6,4
2014	2,9	-5,8	5	8,17	3,8	-3,8
2015	6,1	-3,7	5	8,81	-8,7	-14,4
2016	2,9	-3,8	5	8,50	-0,9	-4,2

Kaynak 1: TÜİK, www.tuik.gov.tr

Gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından 2010 yılında tekrar genişlemeci uygulamaların yapılması, dış ticaret ve cari işlemler dengesinin daha da bozulmasına yol açmıştır. 2010 yılının sonlarında, cari işlemler açığındaki hızlı artış ve cari işlemler açığı finansmanının daha çok kısa vadeli sermaye girişleri ve portföy yatırımlarıyla sağlanması, Türkiye ekonomisini küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı kırılgan bir duruma getirmiştir (Kara, 2012:3-4). Bu durumda TCMB, makro finansal riskleri azaltmayı hedefleyerek 2006 yılından itibaren uygulamakta olduğu fiyat istikrarı temel amacının yanı sıra finansal istikrarı da içeren yeni bir para politikası stratejisine 2010 yılının Kasım ayından itibaren, aşamalı olarak geçmiştir (TCMB, 2012:4). TCMB, geleneksel araçlarının yanı sıra geleneksel olmayan yeni para politikası araçlarını birbirlerini tamamlayıcı nitelikte, hem kredileri hem de döviz kurlarını etkileyecek biçimde kullanmaya yönelmiştir (TCMB, 2013b:13). Bu kapsamda TCMB'nin yeni para politikası hedefleri;

- İç talep ile dış talep arasında ortaya çıkan ayrışmanın azaltılması,
- Hızla artmakta olan çok kısa vadeli yabancı sermayenin uzun vadeye yönlendirilmesinin sağlanması,
- Türk lirasının aşırı değerlenmesinin önlenmesi,

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

-Likidite bolluğu nedeniyle yüksek boyutlara ulaşan yurt içi kredilerin ve iç talebin kontrollü büyümesinin sağlanmasıdır (Serel ve Bayır, 2013:66).

Tablo 2: TCMB Faiz Koridoru (%)

Tarih	Gecelik Borç Alma	Gecelik Borç Verme
16 Eylül 2010	6,25	8,75
14 Ekim 2010	5,75	8,75
11 Kasım 2010	1,75	8,75
17 Aralık 2010	1,5	9
4 Ağustos 2011	5	9
20 Ekim 2011	5	12,5
21 Şubat 2012	5	11,5
18 Eylül 2012	5	10
18 Ekim 2012	5	9,5
20 Kasım 2012	5	9
18 Aralık 2012	5	9
22 Ocak 2013	4,75	8,75
19 Şubat 2013	4,5	8,5
26 Mart 2013	4,5	7,5
16 Nisan 2013	4	7
16 Mayıs 2013	3,5	6,5
23 Temmuz 2013	3,5	7,25
20 Ağustos 2013	3,5	7,75
28 Ocak 2014	8	12
22 Mayıs 2014	8	12
24 Haziran 2014	8	12
17 Temmuz 2014	7,5	12
27 Ağustos 2014	7,5	11,25
24 Şubat-22 Aralık 2015	7,25	10,75

Kaynak 2: TCMB Para Politikası Kurulu Raporlarından derlenmiştir.

TCMB, gerçekleşen enflasyonun (TÜFE) 2009 ve 2010 yıllarında hedefin altında kalmasının rahatlığıyla, öncelikle yeni para politikası araçlarını kısa vadeli sermaye girişlerini ve kredileri yavaşlatmaya ve böylece dengeli büyümeyi sağlamaya yöneltmiştir. Finansal istikrarı tehdit eden aşırı değerlenen Türk lirasını baskılamak ve kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak amacıyla faiz koridoru aşağıya doğru genişletilmiştir (Yılmaz, 2011:3). Bu doğrultuda TCMB, 14 Ekim 2010 tarihinde faiz koridorunun alt sınırı olan borç alma faizini, %6,25'ten %5,75'e, 11 Kasım 2010 tarihinde %1,75'e, 17 Aralık 2010'da ise %1,50' düşürmüştür. Faiz koridorunun üst sınırı olan merkez bankasının borç verme faizi ise 17 Aralık 2010'da %8,75'ten %9'a yükseltilmiştir (Bkz. Tablo 2). Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ise %7 düzeyinden 17 Aralık 2010 tarihinde %6,5'e, 20 Ocak 2011 tarihinde ise %6,25'e düşürülmüştür (Bkz. Tablo 3). Böylece aşağıya doğru genişletilmiş faiz koridoru ve gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek kısa vadeli sermaye girişlerinin azalması sağlanmıştır.

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

Tablo 3: 2010-2015 Dönemi TCMB Bir Haftalık Repo Faizi

Tarih	Bir Haftalık Repo Faiz Oranı %
18 Mayıs 2010	7
17 Aralık 2010	6,5
20 Ocak 2011	6,25
04 Ağustos 2011	5,75
18 Aralık 2012	5,5
16 Nisan 2013	5
16 Mayıs 2013	4,5
28 Ocak 2014	10
22 Mayıs 2014	9,5
24 Haziran 2014	8,75
17 Temmuz 2014	8,25
20 Ocak 2015	7,75
24 Şubat 2015	7,5
23 Haziran 2015	7,5
23 Temmuz-22 Aralık 2015	7,5

Kaynak 3: TCMB Para Politikası Kurulu Raporlarından derlenmiştir.

Aynı dönemde düşük faizlerin etkisiyle, kredilerdeki hızlı artışların sınırlandırılması amacıyla zorunlu karşılıklar kademeli olarak artırılmıştır. Bankaların mevduat vadelerinin uzamasını sağlayabilmek için zorunlu karşılık oranları 2011 yılı başından itibaren kısa vade için daha yüksek, uzun vade için ise daha düşük düzeyde olacak şekilde kademeli olarak artırılma gidilmiş ve bu amaçla Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir (Başçı ve Kara, 2011:13). Zorunlu karşılık oranı Türk lirası 12 Kasım 2010 tarihinde %6'a yükseltilmiştir. Aynı zamanda TCMB düzenli döviz alım ihaleleri ile rezervlerini arttırmıştır. Alınan bu tedbirler sayesinde Türk lirasının aşırı değerlenmesinin önüne geçilebilmiştir (Serel ve Bayır, 2013:67; TCMB, 2011b:8-9). Politika faizini indirmek ve zorunlu karşılıkları artırmak yoluyla iki farklı faiz uygulaması gerçekleştiren merkez bankası stratejisine göre, düşük kısa vadeli faizler ile sermaye hareketleri engellenirken, aynı zamanda uzun vadeli faizler yükseleceği için kredi büyümesi yavaşlayabilecektir (Üçer, 2011: 46)

Bütün bu tedbirlere ilave olarak, 2011 Haziran ayı içinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından alınan kararların da etkisiyle kredilerin artış hızında ciddi bir yavaşlama gerçekleşmiştir (Özatay, 2012:13). Bu gelişmelere bağlı olarak, yurt içi talepte ve yabancı sermaye akımlarında istenilen yönde değişimin başladığı ve Türkiye ekonomisinin 2011 yılının ortalarından itibaren dengelenme sürecine girdiği gözlenmiştir (TCMB, 2011b:8-9). Ancak 2011 yılının Ağustos ayından itibaren küresel ekonomide artan belirsizlikler ve özellikle Avrupa'da yaşanan borç krizi nedeniyle küresel ölçekte riskten kaçınma eğilimi artmış ve gelişmekte olan ülkelerden hızlı kısa vadeli sermaye çıkışları

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

gerçekleşmiştir. Bu durumda uygulanmakta olan yeni para politikası araçları tam tersi yönde kullanılmaya başlanmış, gecelik borç alma faizi yükseltilerek faiz koridoru daraltılmıştır (TCMB, 2011b:9). Bu çerçevede, Tablo 2 ve Tablo 3'de görüldüğü üzere, 4 Ağustos 2011 tarihinde gecelik borç alma faiz oranı %1,5'ten %5'e yükseltilmiş, gecelik borç verme faiz oranı %9 seviyesinde sabit tutulmuş, politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizi ise %6,25'ten %5,75'e düşürülmüştür. Ayrıca, döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamak amacıyla da piyasaya yüklü miktarda döviz likiditesi sağlanmıştır. Diğer yandan, finansmanda ani duruş riskini azaltmak amacıyla, kredi büyümesinin görece olarak gücünü koruması ve kısa vadeli faizlerin düşük düzeylerde olması nedeniyle zorunlu karşılık oranlarındaki yüksek seviyeler korunmuştur.

2011 Ağustos ayından itibaren, küresel risk iştahının bozulmasıyla Türk lirasının aşırı değer kaybı ve yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlere (tütün ve enerji) yapılan zamlar, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artışlarla birleşince, enflasyon hedeflenen %5,5'den daha hızlı yükselmiş %10,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini etkilememesi amacıyla, Ekim ayından itibaren sıkı para politikası uygulaması başlatılmıştır (TCMB, 2011b:9). 20 Ekim 2011 tarihinde gecelik borç verme faizi %9'dan %12,5'e önemli ölçüde artırılarak faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiştir. Gecelik borç alma faizi %5 ve politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizi %5,75'de sabit tutulmuştur (Bkz. Tablo 2 ve Tablo 3). Diğer taraftan, parasal sıkılaştırmanın kredilerde istenilmeyen sıkılaşmaya yol açmaması için 28 Ekim 2011 tarihinde alınan kararlar zorunlu karşılıklarda düzenlenmeler yapılmıştır. Vadesiz, bir aya kadar vadeli ve üç aya kadar vadeli mevduat için Türk lirası zorunlu karşılık oranları %16'dan %11'e; altı aya kadar vadeli mevduat için ise %9'dan %8'e düşürülmüştür. 2011 Ağustos ve Ekim aylarında alınan tedbirlerin, hızla değişen küresel konjonktürün Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılmasında önemli etkisi olmuş, döviz kurundaki dalgalanmalar, iç talep ve kredi artış hızları azalmıştır (TCMB, 2011b:9).

Türk lirası zorunlu karşılıkların %10'unun 2011 Eylül ayında döviz olarak Ekim ayında da altın olarak tutulabilmesi uygulaması başlamıştır. 2012 Ağustos ayında bu oranlar döviz için %60, altın için %30 düzeyine yükseltilmiştir. TCMB 16 Mart 2013 tarihli para kurulu toplantısında küresel piyasalardaki son gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı sağlamak amacıyla, TL zorunlu karşılıkların döviz ve altın cinsinden tutulması uygulamasında üst limit değişmeden dilim sayısına bir basamak eklenmiş ve ilk dilim dışında diğer dilimlerde ROK 0,1 puan artırılmıştır. Döviz cinsinden tutulmasıyla ilgili yapılan düzenlemelerde, ilk %40'lık

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

ve izleyen %5'lik dilimler için 1,4 ve 2,4 oranında; altın cinsinden tutulabilmesine ilişkin ROK ise ilk %20'lik ve izleyen %5'lik dilimler için 1,3 ve 2,3 oranında artırılması belirlenmiştir (TCMB, 2012:12).

2011 yılının ikinci yarısından itibaren Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nın taşıt ve konut kredileri haricinde tüketici kredilerine yönelik aldığı kararlar, para politikasının eksikliğini telafi etmiş kredi artış hızındaki düşüşte etkili olmuştur (Serel ve Bayır, 2013:70). TCMB, 2012 yılının ilk yarısında sıkı likidite politikasına devam etmiş, ikinci yarısında ise enflasyonun kontrol altına alınmasıyla aşamalı olarak piyasaya verilen likidite arttırılmış ve kısa vadeli faizlerin faiz koridorunun alt sınırına yakın düzeylerde seyretmesi sağlanmıştır. Avrupa'daki borç krizinin çözümüne yönelik alınan parasal genişleme kararlarının etkisiyle kısa vadeli sermaye girişlerinin artmaya başlaması ile TCMB, 21 Şubat 2012 tarihinde faiz koridorunun üst sınırı olan gecelik borç verme faiz oranını %11,5'e indirmiştir. 18 Eylül 2012 tarihinden itibaren, gerek Avrupa Merkez Bankasının aldığı kararların küresel riskleri sınırlaması, gerekse Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının daha etkili bir şekilde devreye girmesinin etkisiyle, TCMB faiz koridorunun üst sınırı olan gecelik borç verme faiz oranını kademeli olarak %9'a kadar indirmiş ve hızlanan sermaye akımlarının finansal istikrar üzerinde oluşturabileceği riskleri dengelemek amacıyla politika faizini 18 Aralık 2012'de %5,75'ten %5,5'e düşürmüştür.

2012 yılı sonunda ekonomide dengelenme sağlanmış ve cari açık %-9,7 olan en yüksek seviyesinden %-6'ya düşmüştür. Cari açığın büyük bir kısmı kısa vadeli sermaye girişleriyle değil, doğrudan yabancı yatırım ve uzun vadeli kredilerle finanse edilmiştir (TCMB, 2012:7; Serel ve Özkurt, 2014:67). Enflasyon ise %10,4 düzeyinden %6,2 düzeyine düşmüştür. Aynı zamanda ihracat artış hızı %13, ithalat artış hızı ise %-1,8 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde net ihracatın büyümeye olan katkısı yüksek olmuştur. 2012 yılında faiz koridoru ve likidite politikasının aktif olarak uygulanması sonucunda kredi artışı finansal istikrarla uyumlu olarak azalmıştır (Binici vd., 2013:5). Enflasyon ve sermaye hareketlerinde gözlenen olumlu gelişmeler doğrultusunda aşamalı olarak parasal genişlemeye geçilmiş, kısa vadeli faiz oranlarında indirimler yapılmıştır (TİM, 2014:21).

TCMB 22 Ocak 2013 tarihli toplantısında politika faiz oranını değiştirmemiştir. Böylece bankaların her hafta %5,5 oranında düşük maliyetle fonlanması, mevduat ve kredi faizlerinin düşmesinde etkili olmuştur. Aynı zamanda gecelik borç verme faizini %9'dan %8,75'e düşürmesi ile bankaların daha düşük faizle kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılaması mevduat ve kredi faizlerinin düşmesinde etkili olmuştur. Gecelik borç alma faiz oranını da %5'den

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

%4,75'e düşürmesi sonucunda, dışarıdan getirilen yabancı para karşılığı Türk lirasının kısa vadeli olarak merkez bankasına yatırılması ile elde edilecek faiz oranının düşmesi kısa vadeli sermaye girişlerinin kontrol altına alınmasında etkili olmuştur. Aynı zamanda merkez bankası bankaların yatıracakları zorunlu karşılıkları artırmıştır. Zorunlu karşılıklarda Türk lirası (TL) mevduatı için 0,25 yabancı para mevduatı için 0,50 puan artış yapmıştır. Böylece bankalar aldıkları mevduatlar için daha yüksek karşılık ayırıp faizsiz olarak yatırmak zorunda kalmışlardır. Dolayısıyla bankaların açacakları kredi azalmış olacaktır. Ancak TCMB'nin almış olduğu bu kararlarla ne yapmak istediği tam olarak anlaşılamamıştır. Çünkü borç verme faizini düşürmekteki amaç mevduat ve kredi faizini düşürmek ise zorunlu karşılıkları arttırması çelişki yaratmıştır. Şöyle ki; bankalar merkez bankasından gecelik daha ucuza borçlanacağı için fonlama maliyetleri düşecek ve bu da mevduat faizini düşürecek, daha ucuza kaynak toplamasını sağlayacaktır. Ancak zorunlu karşılıkların artmasıyla bankalar, daha az kredi verebilecekleri için kredi faizlerini düşürmeyeceklerdir, sadece mevduat faizi düşmüş olacaktır. Bu uygulamalar sonucunda iki etkinin birbirini ortadan kaldırması yani nötr bir etki ortaya çıkma ihtimali merkez bankasının kararının ne derece doğru olduğunu düşündürmüştür (Eğilmez, 2013).

Parasal genişleme 2013'ün ilk aylarında da devam etmiş, 16 Nisan 2013 tarihinde alınan kararlarla, politika faizi %5,5'den %5'e, gecelik borçlanma faizi %4,5'dan %4'e, gecelik borç verme faizi %7,5'dan %7'e düşürülmüş, ROK, ilk dilimden sonra gelen dilimlerde 0,2 puan artırılmıştır. 16 Mayıs 2013 tarihinde de politika faizi %4,5'a, borçlanma faizi %3,5'a, borç verme faizi %6,5'e düşürülmüştür (Bkz. Tablo 2 ve Tablo 3). Tablo 3'e bakıldığında, ilginçtir ki; 2013 yılı içinde TCMB'nin gecelik borç verme faizinde 4 sefer indirim ve 3 sefer artırım yani bir yıl içinde 7 sefer değişikliğe gittiği görülmektedir. Küresel piyasalardaki son gelişmeler dikkate alınarak TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden kullanılmasında üst limit değişmeden dilim sayısına bir basamak ilave edilmiş ve ilk dilim hariç diğer dilimlerde ROK 0,1 puan yükseltilmiştir (Demirhan, 2013:585).

2013 Mayıs ayında gelişmiş ülkelerin genişlemeci politikalarından çıkış sinyalleri vermeleri ile küresel belirsizlikler artmış ve diğer gelişmekte olan ülkeler gibi riskli konumdaki Türkiye'den de hızla kısa vadeli sermaye çıkışları gerçekleşmiştir. Bu durumda TCMB'nin hemen müdahale edememiş olmasının siyasi baskılardan kaynaklandığı düşüncesi ise bağımsızlığı konusunda tartışmalara yol açmıştır. Bu dönemde döviz kurunda ve finans piyasalarında aşırı dalgalanma, Türk lirasında belirgin değer kaybı ve risk priminde kayda değer bir artış gözlenmiş, siyasal sıkıntıların da eklenmesiyle piyasa faizleri hızla yükselmiş

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

borsada hızlı düşüş yaşanmıştır (Eğilmez, 2014b). Bu süreç, enflasyonu, enflasyon beklentilerini ve makro-finansal istikrarı olumsuz etkilemiştir. Bunun neticesinde 2013 yılında cari açık %-7,9'a; enflasyon ise %7,40'a yükselmiştir. İhracat artış hızı %0,4'e düşerken, ithalat artış hızı %6,4'e yükselmiştir (Bkz. Tablo 1).

TCMB 2013 yılının son çeyreğinde kaldıraç dayalı zorunlu karşılık uygulaması ile kaldıraç oranı ortalama %3-%3,5 aralığında kalan bankalara, 2014 yılı başından itibaren, üç kademe 1-2 puan aralığında ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü getirmiştir. Ayrıca ilave zorunlu karşılık yükümlülüğünü gerektiren bu aralığın üst limitinin 2015 yılının son çeyreğine kadar kademeli olarak %5'e çıkarılması ve bu düzeyde devam edilmesi hedeflenmiştir (TCMB, 2013c:13). Böylece ilave zorunlu karşılık vermek istemeyen bankaların, kaldıraç oranlarını daha uygun düzeylere çekmeleri sağlanmış olacaktır. Bunun için bankalar ya ana sermayelerini güçlendirmeye ya da yükümlülüklerini azaltmaya çalışacaklar veya her ikisini birden hedefleyebileceklerdir (Eğilmez, 2012a).

TCMB, yaşanan küresel ve yurt içi olayların etkisiyle piyasalarda yaşanan olumsuzluk nedeniyle geç de kalsa uygulamasında değişiklik yapmak durumunda kalmış, 28 Ocak 2014 tarihinde para politikasında ciddi anlamda bir sıkılaştırmaya giderek çok keskin faiz artışı kararı almıştır. Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği ifade edilmiştir (Durulmaz ve Dilber, 2015:8). Gecelik borç alma faiz oranını %3,5'ten %8'e; gecelik borç verme faiz oranını %7,75'ten %12'e, bir hafta vadeli repo faiz oranını %4,5'ten %10'a yükseltmiştir. Aynı zamanda piyasadaki döviz ihtiyacı döviz satım ihaleleri ile karşılanmaya çalışılmıştır. TCMB'nin faizde yaptığı bu ciddi artışlar piyasaların biraz toparlanmasını sağlamış, borsa yükselmiş, TL'si değer kazanmaya başlamış risk priminin düşmesi sağlanmıştır. Aynı zamanda kredi faizinin artması ile kredi kullanımında yaşanan düşüş, yatırımları ve dolayısıyla büyümeyi düşürmüştür. Mevduat faiz oranının yükselmesi tasarrufların artmasına tüketimin azalmasına yol açarak iç talebi azaltmıştır. Bu durumun büyüme üzerine olumsuz cari açık üzerine olumlu etkisi söz konusu olmuş, büyüme oranı 2013 yılındaki %4,2 seviyesinden %2,9'a düşmüş, cari açık ise %-7,9'dan %-5,8'e gerilemiştir (Bkz. Tablo 1). Bu gelişmelerde 2014 yılının ikinci yarısından itibaren petrol fiyatlarındaki düşüşün de etkisi olmuştur. Piyasalarda baskıların azalması, enflasyonda düşüş ve cari işlemler açığında azalma beklenmesi gibi pozitif yönlü beklentiler nedeniyle Mayıs 2014'ten Şubat 2015'e kadar geçen dönemde kademeli olarak bir haftalık repo faizinde indirim gidilmiş ve faiz koridoru aşağıya çekilmiştir (Durulmaz ve Dilber, 2015:8). TCMB, kredi büyüme hızının azalmakta olması,

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

yurtiçi talebin ılımlı olması ve döviz kurlarındaki artışın olumsuz etkilerin azalmakta olmasını göz önünde bulundurarak, 27 Ağustos 2014 tarihinde gecelik borç verme faizini %12 den %11,25'e düşürmüştür. TCMB, 24 Aralık 2014 gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu toplantısında faiz oranlarında değişikliğe gitmemiştir. Bu durum bankaların daha ucuza fonlanmasını sağlayarak, mevduat ve kredi faizinin düşmesini dolayısıyla üretim, tüketim ve yatırım için kredi kullanım miktarının artmasını sağlayarak büyümeye olumlu katkısı olmuştur. Aynı zamanda ihracat artış hızının 2013 yılındaki %0,4 düzeyinden %3,8'e yükselmesi, ithalat artış hızının da %6,4'den %-3,8'e düşmesinin etkisiyle net ihracatın büyümeye katkısı olduğunu söylenebilir. Yurtiçi tasarruflar ve büyüme artışında, bankaların ve finansman şirketlerinin Türk lirası olarak tuttıkları zorunlu karşılıklarına merkez bankasının 2014 yılı Kasım ayından itibaren çekirdek yükümlülük oranlarına göre değişik oranlarda faiz ödemeye başlamış olmasının da etkisi olmuştur. Aynı zamanda yabancı para zorunlu karşılık oranlarının çekirdek dışı yükümlülüklerin vadesini uzatıcı şekilde düzenlemeler yapılmıştır (TCMB, 2014a:2). 2014 yılı içerisinde BDDK tarafından tüketici kredilerine ve kredi kartlarına yönelik makro ihtiyati tedbirlerin alınması kredi artış hızının azalarak daha çok üretimi teşvik edici olmasına ve finansal istikrarın korunmasına katkı sağlamıştır (TCMB, 2014b:16). Makro ihtiyati önlemlerin ve para politikasındaki sıkı duruşun etkisiyle yılın ikinci yarısında çekirdek enflasyon eğiliminde kayda değer bir iyileşme gözlenmiştir. Buna rağmen gıda fiyatlarındaki yüksek seyir ve döviz kurunun gecikmeli etkilerine bağlı olarak 2014 yılında enflasyon oranı hedeflenen %5'in oldukça üzerinde %8,17 olarak gerçekleşmiştir (Bkz. Tablo 1).

2015 yılı ilk çeyreğinde TCMB, özellikle enerji ve gıda dışı enflasyon göstergeleri ve enflasyon beklentilerindeki olumlu gelişmeleri dikkate alarak faiz oranlarında ölçülü indirimlere gitmiştir (TCMB, 2015a:75). Çekirdek enflasyon göstergelerindeki iyileşme ile uyumlu olarak politika faizi Ocak ayında %8,25'ten %7,75'e, Şubat ayında ise %7,5'e düşürülmüştür. Ayrıca, Şubat ayında gecelik borç alma ve verme faizlerinde 50 puan indirimle gidilerek, borç alma faizi %7,25'e, borç verme faizi %10,75'e düşürülmüştür. Ocak ve Şubat aylarında yapılan faiz indirimlerinin ölçülü tutulmasında küresel piyasalardaki belirsizlikler, enerji fiyatlarındaki dalgalanmalar, yurt içinde gıda fiyatlarındaki artışlar ve enflasyon beklentileri etkili olmuştur. TCMB, 10 Mart 2015 tarihinde finansal sistemin geçici döviz likiditesi ihtiyacını karşılamak amacıyla, rezerv opsiyonu katsayılarında değişiklik yapmıştır. Buna göre ilk %30'luk dilimde döviz ROK 0,2 puan düşürülmüş, %55'in üzerindeki dilimlerde ise bir önceki orana göre 0,6 puan artırılmıştır. Ayrıca, 22 Nisan 2015'te açıklanan

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

para politikası kurul kararına göre, Türk lirası cinsi aracılık maliyetlerinin azaltılması amacıyla, 8 Mayıs 2015 tarihinden itibaren başlanmak üzere Türk lirası cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranlarında 50 puan artırıma gidilmiştir (TCMB, 2015a:77). 23 TCMB Haziran ve Temmuz'da alınan kararlarla kısa vadeli faiz oranlarında bir değişikliğe gidilmemiştir. 18 Ağustos 2015 tarihinde yayınlanan yol haritasında yer alan finansal istikrarı destekleyici önlemler çerçevesinde, bankacılık sisteminin aracılık maliyetinin azaltılması ve çekirdek yükümlülüklerle (bankaların yurtiçi tasarruf sahiplerinden sağladığı mevduat kaynaklı finansman) ilave destek sağlanması amacıyla, Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranlarının 1 Eylül 2015 tarihinde 50 baz puan, 1 Ekim 2015 tarihinde 50 baz puan ve 1 Aralık 2015 tarihinde 50 baz puan olmak üzere toplamda 150 baz puan artırılmasına karar verilmiştir (TCMB, 2015b:21).

2015 yılında hem yurtiçi hem yurtdışı gelişmelerin etkisiyle Türk lirası %20 değer kaybetmiştir. Döviz kurunun enflasyon üzerinde olumsuz etkilerini azalmak için TCMB likiditede sıkılaştırmaya gitmiştir. 2015 yılı başından itibaren bir hafta repo ihale faizinde değişiklik yapmamış piyasanın likidite ihtiyacını gecelik borç verme faizi ile karşılamıştır. 9 Aralık 2015 yılının sonlarında TCMB, faiz koridorunun bir hafta repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik hale getirilerek daraltılmıştır. Para politikasını, enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici yönde belirlemiştir (TCMB, 2015b:).Ancak bütün bu uygulamalara rağmen döviz kuru yükselmeye devam etmiş enflasyon oranı %8,81 düzeyine yükselmiştir. TCMB 2015 yılı enflasyon hedefi olan %5'in oldukça üstünde gerçekleşerek fiyat istikrarını sağlamadan uzaklaşmıştır. Cari açık ise yükselen döviz kurlarının, düşen petrol fiyatlarının %-14,4 oranında daralan ithalatın ve %3,4 oranında potansiyelin altında gerçekleşen düşük büyümenin etkisiyle -%3,7 seviyesine gerilemiştir (Bkz. Tablo 1).

2015 yılında sıkı para politikası uygulamasının ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle yıllık kredi büyüme hızları azalmıştır. Dış ticaret göstergelerindeki olumlu gelişmeler ve tüketici kredilerinin azalması cari dengedeki iyileşmeyi desteklemektedir (TCMB, 2015b:5). 2016 yılı Kasım ayına kadar geçen dönemde enflasyonist baskıların azalması ve küresel durumun ılımlı seyrinin etkisiyle TCMB para politikasını önemli ölçüde sadeleştirerek, gecelik borç verme faizini kademeli olarak düşürmüştür (TCMB, 2017: 3).TCMB Kasım ayında küresel belirsizliklerdeki artış ve döviz kurundaki hızlı artışın enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamak amacıyla, hem bir haftalık repo faizini %7,5 dan %8'e, hem de gecelik borç verme faizini %8,25'den %8,5'a çıkartmış ve likidite

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

politikası sıkılaştırılmıştır. Ayrıca geç likidite penceresi borç verme faiz oranını %10'a çıkarmıştır. Aralık ayında ise faizlerde değişiklik yapmamıştır (Bkz.Tablo 4).

Tablo 4: 2016-2017 Dönemi TCMB Faiz Oranları

Tarih	Gecelik Borç Alma	1 Hafta Vadeli Repo	Gecelik Borç Verme	Geç Likidite Penceresi Borç Verme
19 Ocak 2016	7,25	7,5	10,75	12,25
23 Şubat 2016	7,25	7,5	10,75	12,25
24 Mart 2016	7,25	7,5	10,50	12
20 Nisan 2016	7,25	7,5	10	11,50
24 Mayıs 2016	7,25	7,5	9,50	11
21 Haz. 2016	7,25	7,5	9	10,50
19 Tem. 2016	7,25	7,5	8,75	10,25
23 Ağu. 2016	7,25	7,5	8,50	10
22 Eylül 2016	7,25	7,5	8,25	9,75
20 Ekim 2016	7,25	7,5	8,25	9,75
24 Kasım 2016	7,25	8	8,50	10
20 Aralık 2016	7,25	8	8,50	10
24 Ocak 2017	7,25	8	9,25	11
16 Mart 2017	7,25	8	9,25	11,75
26 Nisan 2017	7,25	8	9,25	12,25

Kaynak 4: TCMB Para Politikası Kurulu Raporlarından derlenmiştir.

TCMB, Ağustos ve Eylül aylarında zorunlu karşılık oranlarını bütün vadeler ve mevduat cinsi için 0,50 baz puan düşürmüştür (TCMB, 2017: 5). Kasım ayında ise yabancı para zorunlu karşılık oranları tüm vade dilimlerinde de 50 baz puan indirim yapılarak piyasaya döviz likiditesi sağlanmıştır (TCMB,2017:13). Ancak Ağustos ayında hızla yükselmeye başlayan döviz kuruna faiz oranı ile müdahalede gecikmiştir. Bu gecikme nedeniyle döviz kurunun düşmesinde etkili olamamış ve enflasyon artmaya devam etmiştir. 2016 yılı enflasyon oranı 8,50 olarak yine hedeflenenin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Fiyat istikrarını sağlayamadığı gibi, büyüme oranına artış yönünde bir etkisi de olamamıştır. 2015 yılındaki %6,1 olan büyüme oranı %2,9'a düşmüş, cari denge ise %-3,8 olarak gerçekleşmiştir (Bkz. Tablo 1).

TCMB, 2017 yılı başında döviz kurunda yaşanan hızlı artışı azaltmak için faizi sabit tutarak, TL likiditesini sıkılaştırmaya ve döviz likiditesini arttırmaya yönelik uygulamalar yapmıştır. Bu doğrultuda, TCMB, 12 Ocak 2017 tarihinde bir hafta vadeli repo ihalesi açmamış, bankalararası para piyasasında bankaların borç alabilme miktarını düşürerek TL likiditesini sıkılaşmış ve böylece bankaların döviz talebini azalmak istenmiş ve böylece döviz kuru düşüşe geçmiştir. 13 Ocak'ta haftalık repo ihalesini yine açmayacağını ilan etmesiyle döviz kuru tekrar yükselmeye başlamıştır. Bu durumda TCMB, TL'yi daha çok sıkılaştırarak bankaları gecelik borçlanmaya ve limitsiz kullanılabilen geç likidite penceresini kullanmaya yönlendirmiştir. Böylece görünüşte politika faizine(%8) dokunmadan, bankaları daha yüksek

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

faizli olan geç likidite penceresine(%10) yöneltmesiyle dolaylı olarak faizi arttırmıştır. Ayrıca yabancı para zorunlu karşılık oranları da tüm vade dilimlerinde 50 baz puan indirilerek bankalara ek bir döviz imkanı sağlanmıştır. Bunun yanı sıra, Türk lirası ve döviz likiditesi yönetimindeki esnekliğin ve araç çeşitliliğinin artırılması amacıyla, 17 Ocak tarihinde Türk lirası depoları karşılığı döviz depoları piyasasını açmıştır. Bu uygulamayla, bankalara önce Türk lirası borç vermiş, sonra vermiş olduğu Türk lirasını alarak döviz vermeye başlamıştır. Böylece piyasanın döviz talebini karşılamıştır (Eğilmez, 2017)

Bu uygulamaların gecikmeli etkisi ve gıda fiyatlarındaki artış nedeniyle kısa vadede enflasyondaki yükselişin devam edebileceği beklentisi, parasal sıkılaştırmanın arttırılmasını gerektirmiştir. Bu çerçevede, 24 Ocak'ta gecelik borç verme faiz oranı % 8,5'ten %9,25'e yükseltmiştir. Ayrıca geç likidite penceresi borç verme faiz oranını %10'dan önce %11'e, sonra 11,75 ve 12,25'e yükseltilmiştir (Bkz.Tablo 4). Böylece döviz kurunu kısmen denetim altına almıştır. Haftalık repo ihalelerini iptal eden TCMB, politika faizini %8'de sabit tutarak görünürde faizi arttırmamış ama gecelik ve geç likidite penceresi faizini arttırarak gerçekte faizi arttırmıştır. Bankaları geç likidite penceresine yöneltmesi politika faizinin değiştiği düşüncesine yol açmıştır.

4. Sonuç

Küresel ekonomide yaşanan krizin olumsuz etkilerini gidermek için gelişmiş ülkelerin uyguladığı genişlemeci politikaların beklenen sonuçları vermemesi, özellikle iç talebi canlandırmakta yetersiz kalması, üzerine geleneksel merkez bankası anlayışı değişmiştir. Bu kapsamda gelişmiş ülke merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası uygulamasına geçerek piyasaya yüksek miktarda likidite sağlamıştır. Bunun sonucunda finans piyasalarında oluşan likidite fazlası gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmiştir. Gelişmekte olan birçok ülke merkez bankası gibi TCMB da para politikası stratejisini değiştirerek politika araçlarını çeşitlendirmiştir. TCMB birden fazla aracı beraber kullanarak piyasada oluşan farklı faizler üzerinde farklı etkiler yaratarak fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da sağlamaya çalışmıştır.

TCMB temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlama konusunda, küresel krizle birlikte harcamalarda hızlı düşüşlerin yaşandığı 2009 ve 2010 yılları dışında etkili olamamış, gerçekleşen enflasyon oranı sürekli olarak hedeflerin oldukça üzerinde kalmıştır. Bunun en önemli sebebinin, TCMB'nin enflasyon oranını düşürmede en etkili araç olan faiz oranını arttırmada çekimser davranması ve döviz kurundaki hızlı yükselişe rağmen faiz oranını uzun süre düşük tutması olduğu düşünülmektedir. Bu durum TCMB'nin yasal hedefi olan fiyat

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

istikrarını sağlamadan çok ekonomik büyümeyi gözeten bir para politikası izlediğini göstermektedir. Özellikle son yıllarda enflasyonun, talep artışından ziyade yüksek döviz kurunun etkisiyle maliyet artışından kaynaklanması nedeniyle, yapılması gereken, kısa dönemde Türk lirasının değer kaybını önlemek ve bunun için de TCMB'nın sıkı para politikası uygulayarak faizleri arttırmasıdır. TCMB, 2017 yılının başlarından itibaren dolaylı da olsa faiz artırımına yöneldiği görülmektedir.

TCMB'nın finansal istikrarı sağlama hedefinde de arzu edilen sonuçlar elde edilememiştir. Merkez Bankasının 2013 yılından itibaren, piyasada yaşanan sorunlara müdahale etmekte gecikmesi, likidite ve döviz piyasalarındaki dalgalanmaların artarak devam etmesine neden olmuş, döviz rezervleri azalmıştır. Ayrıca son yıllardaki araç bağımsızlığı tartışmaları, TCMB'nın itibar kaybetmesinde ve piyasalar üzerindeki etkinliğinin azalmasında rol oynamıştır. Merkez Bankası fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı sağlama hedeflemesine devam ederken, bağımsızlık ilkesinden ödün vermeden, diğer düzenleyici kurumlarla koordineli hareket etmesi, etkinliğinin artmasında önemli olacağı düşünülmektedir.

TCMB'nın krizden bu yana uygulamakta olduğu yeni para politikasında dönem dönem başarılı olsa da hedefleri gerçekleştirilmediği gibi makroekonomik dengelerin sağlanması açısından da beklenen etkiyi gösterememiş, sürdürülebilir büyüme sağlanamamış, cari açık kapatılamamıştır.

Sermaye piyasası yeterince gelişmemiş tasarruf açığı olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı sağlamada ve makroekonomik dengesizliklerin düzeltilmesinde para politikasına ağırlık verilerek tek başına merkez bankasının görev üstlenmesinin yeterli olamayacağı anlaşılmıştır. Türkiye'de olması gereken ağırlıklı olarak maliye politikası uygulaması ve biran önce gerçekleştirilmesi gereken yapısal reformlardır.

5. Kaynakça

- Alper, K., Kara, H., Yörükoğlu, M. (2012). "Rezerv Opsiyon Mekanizması", Ankara: **TCMB Ekonomi Notları**, 2012-28.
- Arslaner, O., Çıplak, U. Ve Kara, H., Küçüksaraç, D. (2014). "Rezerv Opsiyon Mekanizması Otomatik Dengeleyici İşlevi Görüyor mu?" Ankara: **TCMB Çalışma Tebliği** 14/38.
- Başçı, E. Ve Kara, H. (2011). "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **İktisat, İşletme ve Finans**, 26(302), 9-25.

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

- Demirhan, B. (2013). "Türkiye'de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması", Afyon **Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi**, XV(II).
- Binici, M., Erol, H., Kara, H., Özlü, P. Ve Ünalmiş, D. (2013). "Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?", Ankara: **TCMB Ekonomi Notları**, No:2013-20
- Duramaz, S., Dilber, İ. (2015). "Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış", **Maliye Araştırmaları Dergisi**, Yıl:1, 1(1).
- Eğilmez, M. (2012a). "TCMB'nin 2013 Yılı Para Politikası", Kendime Yazılar 28 Aralık 2012. www.mahfiegilmez.com (08.02.2016)
- Eğilmez, M. (2012c). "Karşılıklar Politikası ve Rezerv Opsiyon Katsayısı", Kendime Yazılar, 23 Kasım 2012, www.mahfiegilmez.com (08.02.2016)
- Eğilmez, M. (2012b). "Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları" Kendime Yazılar, 29 Eylül 2012, www.mahfiegilmez.com (08.02.2016)
- Eğilmez, M. (2013). "TCMB 'nın son kararları ne anlama geliyor" Kendime Yazılar, 23 Ocak 2013, www.mahfiegilmez.com (08.02.2016)
- Eğilmez, M. (2014b). "Merkez Bankası Ne Yaptı?" Kendime Yazılar, 29 Ocak 2014, www.mahfiegilmez.com (09.02.2016)
- Eğilmez, M. (2014a). "Merkez Bankası Faizleri (Son Durum)", Kendime Yazılar 27 Ekim 2014, www.mahfiegilmez.com (09.02.2016)
- Eğilmez, M. (2017). "Merkez Bankası'nın Kritik Toplantısı" Kendime Yazılar, 21 Ocak 2017, www.mahfiegilmez.com (29.05.2017)
- Gündoğan, H. (2014). "Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara Enflasyon Hedeflemesi", **Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar**, 51 (598), 53-73
- Uluslararası Para Fonu (2013). "IMF'nin World Economic Outlook", www.imf.org (23.02.2016)
- Uluslararası Para Fonu (2015). "IMF'nin World Economic Outlook", www.imf.org (23.02.2016)
- Kara, H. (2012). "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", Ankara: TCMB Çalışma Tebliği No: 12/17, www.tcmb.gov.tr (15.01.2016)
- Özatyay, F. (2012). "Para Politikasında Yeni Arayışlar Ve TCMB", TEPAV, www.tepav.org.tr/upload/files (20.01.2016)
- Özatyay, F. (2011). "Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef -Üç Ara Hedef-Üç

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

Araç", **İktisat, İşletme ve Finans**, 26(302), 27-43.

Serel, A. Ve Bayır, M. (2013). "2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamalar: Türkiye Örneği", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, 19 .

Serel, A. Ve Özkurt, İ. C. (2014). "Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları Ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası" **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, 22, 56-71.

TCMB (2011a). "2012 Para ve Kur Politikası", www.tcmb.gov.tr (07.01.2016)

TCMB (2011b). "2011 Yıllık Rapor", www.tcmb.gov.tr, (03.01.2016)

TCMB (2012). "2013 Para ve Kur Politikası", www.tcmb.gov.tr (07.01.2016)

TCMB (2013a). "Kaldıraç Oranı Nedir?", Ankara: TCMB Bülten: 29, www.tcmb.gov.tr (09.01.2016)

TCMB (2013b). "Parasal Aktarım Mekanizması", www.tcmb.gov.tr (09.01.2016)

TCMB (2013c). "2014 Para ve Kur Politikası", www.tcmb.gov.tr (07.01.2016)

TCMB (2014a). "Finansal İstikrar Raporu", Sayı.1, www.tcmb.gov.tr (07.01.2016)

TCMB (2014b). "2015 Para ve Kur Politikası", www.tcmb.gov.tr (07.01.2016)

TCMB (2014c). "Makro İhtiyatı Politikalar ve Türkiye Uygulaması", www.tcmb.gov.tr (07.01.2016)

TCMB Bülten Sayı 35, Eylül-Ankara www.tcmb.gov.tr (10.01.2016)

TCMB (2015a). "Enflasyon Raporu-II", 30 Nisan 2015. www.tcmb.gov.tr (10.01.2016)

TCMB (2015b). "2016 Para ve Kur Politikası", www.tcmb.gov.tr (10.01.2016)

TCMB Para Kurulu Raporları, www.tcmb.gov.tr (10.01.2016)

TCMB (2016)."2017 Para ve Kur Politikası", Erişim Adresi: www.tcmb.gov.tr (29.05.2017)

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) (2014). "Türkiye İhracatçılar Meclisi Ekonomi Ve Dış Ticaret Raporu", www.tim.org.tr (18.01.2016)

Tuna, A., Öner, S., Öner, H. (2015). "Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının Optimal Kullanımı Ve Türk Bankacılık Sektörü Açısından Analizi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 29(2).

Türkiye İstatistik Kurumu, "Ekonomik Göstergeler", www.tuik.gov.tr

Üçer, M. (2011). "Son Para Politikası Uygulamaları Üstüne Gözlemler" **İktisat, İşletme ve Finans**, 26(302), 45-51.

Ünalmiş, D. Ve Ünalmiş, İ. (2015). "Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi", Ankara:TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2015-01, www.tcmb.gov.tr (10.01.2016)

Vural, U. (2013). "Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi", Ankara:TCMB

Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği

Uzmanlık Tezi, www.tcmb.gov.tr (20.01.2016)

Yılmaz, D. (2011). “Gelişmekte Olan Ülkeler için Uygun Politika Bileşimi Arayışları: Küresel Finansal Krizi Sonrası Türkiye’de Para Politikası”, Ankara: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr> (20.01.2016)