

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

DOKTORA TEZİ

**TÜRKİYE’DE FİNANSAL İSTİKRAR ODAKLI
ORTHODOKS OLMAYAN POLİTİKALARIN
ETKİNLİĞİ**

**OSMAN KAYA
2502090180**

**TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. GÖKHAN KARABULUT**

İSTANBUL, 2017



DOKTORA

TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : OSMAN KAYA

Numarası : 2502090180

Anabilim/Bilim Dalı : İKTİSAT

Danışman : PROF. DR. GÖKHAN KARABULUT

Tez Savunma Tarihi : 15.08.2017

Tez Savunma Saati : 14:00

Tez Başlığı : TÜRKİYE'DE FİNANSAL İSTİKRAR ODAKLI ORTHODOKS OLMAYAN
POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİ

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 50. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. GÖKHAN KARABULUT		Kabul
2- PROF. DR. DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ		Kabul
3- PROF. DR. M.HÜSEYİN BİLGİN		
4- PROF. DR. TARGAN ÜNAL		Kabul
5- YRD. DOÇ. DR. MURAT ÇETİN		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. ENDER DEMİR		Kabul
2- DOÇ. DR. MURAT BİRDAL		

ÖZ

Türkiye’de Finansal İstikrar Odaklı Orthodox Olmayan Politikaların Etkinliği

Osman Kaya

Anahtar Kelimeler: Finansal istikrar, makro-ihtiyatlı politikalar, ortodoks olmayan araçlar, zorunlu karşılık oranı, faiz koridoru, kredi büyüme hacmi, bankacılık sektörü.

ABD finans piyasaları kaynaklı 2008 küresel krizi ve sonrasında gelen Avrupa ülke borç krizleri, gelişmiş ekonomilerde sıradışı politikaların hayata geçmesine yol açmıştır. Söz konusu politikaların gelişmekte olan ekonomiler ve Türkiye ekonomisine yansımaları ise, bugüne kadar eş benzeri görülmemiş büyüklük ve şiddette sermaye girişleri olmuştur. Sermaye girişleri, Türkiye ekonomisini krizi izleyen dönemde hızlı bir ekonomik büyüme patikasına sokmakla birlikte bir takım finansal riskleri de açığa çıkarmıştır. Türk para otoriteleri, finansal riskler ve özellikle ivmelenen kredi hacmini kontrol etmek amacıyla finansal istikrar odaklı makro-ihtiyatlı politika ve araçları uygulamaya koymuştur. Finansal istikrar ve iç ve dış dengeye yönelik bir risk unsuru olarak kredi hacmi, ortodoks olmayan bir biçimde zorunlu karşılık ve faiz koridoru ile yönetilmeye çalışılmıştır. Ne var ki, söz konusu politika ve araçlar yeterince etkili olamamıştır. Bu çalışma, kriz ve sonrası dönemde finansal istikrar odaklı makro-ihtiyatlı politika ve araçların etkinliğini teorik bir çerçevede incelemekte ve ampirik bir düzlemde test etmektedir. Ayrıca Türkiye özelinde makro-ihtiyatlı politikaların etkinliğini sınırlayan unsurlara dair birtakım çıkarsamalar ve önermeler sunmaktadır. Ek olarak, çalışma boyunca banka davranış ve tercihleri çerçevesinde kredi hacmine yön veren etkenler ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Son olarak, makro-ihtiyatlı politikaların etkinliğini artırmaya yönelik banka odaklı bir takım politika tavsiyeleri salıh verilmektedir.

ABSTRACT

The Effectiveness of Financial Stability-Oriented Unorthodox Macroprudential Monetary Policies in Turkey

Osman Kaya

Keywords: Financial stability, macro-prudential policies, unorthodox policy tools, required reserve ratio, interest rate corridor, loan growth rate, banking sector.

The 2008 global economic crisis originated from US financial markets and the subsequent European sovereign debt crises led to extraordinary policies being passed on in developed economies. The spillover effects of those policies on many emerging economies including Turkish economy was capital inflows at unprecedented levels in size and intensity. Although having put Turkish economy at a path of rapid economic growth following to global economic crisis, capital inflows induced a series of systemic financial risks. Turkish monetary authorities commissioned macro-prudential policies and instruments with a particular focus on accelerated loan volume growth. As a risk factor for financial stability and internal and external balance, the loan volume was tried to be managed with the required reserve ratio and interest corridor tools in an unorthodox/nontraditional manner. However, those policies and tools did not turn out to be effective enough. In this regard, this study examines and tests the effectiveness of financial stability-oriented macro-prudential policies and instruments on theoretical and empirical levels. Some particular findings and suggestions that presumably limited the effectiveness of macro-prudential policies deployed in Turkey are also highlighted. In addition, throughout the study it is attempted to unveil bank behavior patterns and preferences behind high credit volume growth in Turkey. Finally, bank-oriented policy recommendations are put forward that can potentially increase the effectiveness of macroeconomic policies.

ÖNSÖZ

Kâinatta kaynaklar ve ihtiyaçlar arasında bir dengenin varlığı yadsınamaz bir gerçeklik olmakla birlikte, kaynakların yetersiz ve ihtiyaçların sınırsız olduğu temel önermesini sorgulayarak iktisat ilmini yeniden inşa etmeye başlamalıyız.

İktisadi teorilerin dayandığı temel varsayımların geçerliliğinin ısrarla sorgulanmasının ötesinde, iktisat biliminin bilgi üretme süreçlerinin eleştirel bir tarzda gözden geçirilmesi gerektiği kanaati giderek yaygınlaşmaktadır. Farklı bir ifadeyle, deterministik denge analizlerine, iktisadi ajanların rasyonellik ve faydanın maksimizasyonu varsayımlarına dayanan modellere, basitleştirilmiş ve statik durum önermelerine olan sadakat, oturmuş iktisadi teoriler ile iktisadi gerçeklikler arasındaki uçurumu daha da genişletmektedir. Klasik iktisat yazınının oldukça büyük, kompleks, sınırları yok sayarcasına birbiriyle örüntülü ve görüldüğünden çok daha kırılğan bir küresel ekonomik atmosferi anlamlandırma, teorileştirme ve hatta yönetmeye dönük varsayımsal mekanik birtakım denklemlerinin günümüzde yetersiz kaldığı, son küresel krizle birlikte daha da belirginleşmiştir. Bu çalışma da oturmuş iktisadi teoriler ile 2008 küresel krizi ve sonrasındaki iktisadi gelişmeler arasındaki uyumsuzluktan yola çıkarak, mevcut iktisadi teorilerden bir bakıma bağımsızlaşarak, sözkonusu gelişmeleri alternatif akademik bir yaklaşımla kuramsallaştırma çabasının bir ürünüdür.

Küresel kriz konjontürünü kapsayan 2008-2013 döneminde Türkiye’de uygulanan finansal istikrar odaklı politika ve araçların odağa konulduğu çalışmamız, Türk para otoritelerinin oturmuş iktisadi önermelere dayanan aksiyonlarının etkinliğini derinlemesine analiz etmektedir. Bu bağlamda, makro-ihtiyatlı politika araçlarının etkinliği ampirik bir düzlemde kategorik bir kabülle test edilmiştir. Daha belirgin bir anlatımla, zorunlu karşılık ve faiz koridoru araçlarının kredi hacmine özgülendiği kriz sonrası dönemde etkinlikleri niceliksel değerlere dayanılarak test edilmiştir. Bunun da

ötesinde, etkinliğini tayin eden unsurlar çalışmanın genelinde ele alınmış, etkinliğe dair bir analiz son bölümde sunulmuştur.

Ele aldığı konu açısından çalışmanın en önemli katkısı ise, farklı bir yaklaşım getirmesinden ileri gelmektedir. Ilımlı bir kredi hacim büyümesinin bir ara hedef olarak belirlenmesinin ardından, T.C. Merkez Bankası'nın kriz sonrası olağanüstü dönemde sözkonusu hedefe ulaşmak için yeterli ve etkin araçlara sahip olduğu genel kabulünün sorgulanması farklı bir kapı açmıştır: Kredi hacminin hedeflenmesi, bankaların en büyük oyuncu olarak analizin dışına itilemeyeceği gerçeğini ifşa etmiştir. Bu bağlamda, bankaların tercih ve davranışlarını esas alan bir yaklaşımla, kredi hacmine yön veren unsurlar ampirik bir düzlemde analiz edilmiş ve alternatif bir yaklaşım geliştirilmiştir. Bankacılık sektörü finansallarının ekonomik gelişmeler ve para politikası ile ilişkilendirilmesine dayanan bu yaklaşımın odağında, Türk bankacılık sektörünün davranış kalıplarının kuramsallaştırması yer almaktadır. Çalışma bu sebeple, genel bir denge analizi önermekten daha ziyade kriz sonrası dönemde Türk bankacılık sektörünün evrimini ve bankaların davranışlarını temel alan kısmi bir denge analizi niteliğindedir. Ayrıca sözkonusu analize dayanarak para otoritelerine kredi hacmi özelinde naçizane politika tavsiyeleri de önerilmektedir.

Çalışmamızın arkasında yer alan, doktora öğrenimim boyunca ve özellikle tez sürecinde bilgeliği ve eleştirel bakışıyla bana kılavuzluk eden değerli tez danışmanım Prof. Dr. Gökhan Karabulut'a tüm emekleri, desteği ve yüreklendirici tutumu için minnettarım. Değerli önerileri ve farklı bakış açılarıyla çalışmaya değer katan Prof. Dr. M. Hüseyin Bilgin ve Prof. Dr. Dündar M. Demiröz'e tez izleme jürisinde bulunmayı kabul ettikleri ve engin birikimlerinden faydalanmama olanak verdikleri için ayrıca teşekkürlerimi sunarım. Son olarak aileme ve eşime her an destekçim ve motivasyon kaynağım oldukları için teşekkür ederim.

Osman Kaya
İstanbul

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLO, GRAFİK VE ŞEKİL LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL İSTİKRAR ODAKLI POLİTİKALARA İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Finansal İstikrar ve Ortodoks Olmayan Politikalar.....	9
1.1.1. Finansal Riskin Tanımı ve Tespiti	10
1.1.2. Finansal Riski Hedef Alan Politika ve Araçlar	10
1.1.3. Makro-İhtiyatlı Politika Araçları.....	12
1.2. Türkiye’de Finansal İstikrar Hedefi ve Makro-İhtiyatlı Politika Devri	14
1.2.1. Zorunlu Karşılık Oranı ve Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	19
1.2.2. Faiz Koridoru ve Aktif Likidite Yönetimi	44
1.2.3. Zorunlu Karşılık Oranı, Faiz Koridoru ve Diğer Araçlar Arasındaki Etkileşim	54

1.3. Ortodoks Olmayan Makro-İhtiyatlı Politika Araçlarının Reel Ekonomiyle İlişkisi: Kredi Hacmi, Para Aktarım Kanalları ve Banka Davranışları	60
1.3.1. Geleneksel Kuramlar	61
1.3.2. Banka Odaklı Aktarım Kanalları	76

İKİNCİ BÖLÜM

ORTODOKS OLMAYAN POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİ ODAKLI GENEL BİR ANALİZ (2008-2013)

2.1. Küresel Ekonomik Görünüm (2008-2013)	87
2.1.1. Küresel Kriz ve Geleneksel Olmayan Politikalar Devrinin Başlangıcı	87
2.1.2. Avrupa Ülke Borç Krizleri ve İkinci Miktersal Genişleme Dalgası	96
2.1.3. Üçüncü Miktersal Genişleme ve Krizden Çıkış	102
2.2. Kriz Dönemi Türkiye Ekonomisi ve T.C. Merkez Bankası Para Politikaları	104
2.2.1. Kriz Dönemi Türkiye’de Genel Ekonomik Durum (2008Ç4-2009Ç3)	111
2.2.2. Ekonomik Canlanma ve Yeni Ekonomi Politikası Karması (2009Ç4-2011Ç2)	114
2.2.3. Avrupa Borç Krizi ve Yeniden Dengelenme Arayışı (2011Ç3-2012Ç4)	118
2.2.4. Normalleşme Süreci (2013Ç1-2013Ç4)	121
2.3. Finansal İstikrar Hedefi ve Ortodoks Olmayan Politikaların Etkinliği Çerçevesinde 2008-2013 Dönemi Türkiye’de Bankacılık Sektörü Eğilimleri/Davranışları	126

2.3.1. Kriz Dönemi T.C. Merkez Bankası Aksiyonları ve Bankacılık Sektör Görünümü (2008Ç4-2009Ç3)	130
2.3.2. Krizden Çıkış Stratejisi ve Hızlı Kredi Büyümesi (2009Ç4-2011Ç4).....	135
2.3.3. Avrupa Borç Krizi ve Yeniden Dengelenme Arayışları (2012Q1-2012Q4)150	
2.3.4. Ekonomik Soğuma ve Normalleşme (2013Q1-2013Q4).....	154

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL İSTİKRAR ODAKLI ORTODOKS OLMAYAN POLİTİKALARA İLİŞKİN UYGULAMALI BİR MODEL VE AMPİRİK BULGULAR

3.1. Metodolojik Yaklaşım.....	157
3.2. Uygulamalı Analiz ve Ampirik Bulgular	159
3.2.1. Zorunlu Karşılık Likidite Kanalı Modeli	161
3.2.2. Zorunlu Karşılık Maliyet Kanalı Modeli	169
3.2.3. Faiz Koridoru Uygulaması ve Ticari Kredi Faizlerine Dair Ampirik Bir Test	185
3.2.4. Banka Odaklı Alternatif Bir Ampirik Yaklaşık: Regülasyon-Risk-Likidite Kanalı Modeli.....	189
3.3. Ortodoks Olmayan Makro-İhtiyatlı Politika Uygulamalarının Etkinliğine Dair Bir Değerlendirme	204
SONUÇ	212
KAYNAKÇA	218

TABLO, GRAFİK VE ŞEKİL LİSTESİ

Tablolar

Tablo 1: Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Artışın Etkileri	31
Tablo 2: Para Politikası Aktarım Mekanizması/Kanalları	64
Tablo 3: Serbest Rezervler Üzerinden Kredi Hacim Büyüme Tahmin Sonuçları	164
Tablo 4: Net Faiz Marjı Üzerinden Kredi Hacim Büyüme Tahmin Sonuçları (Faiz Koridoru Uygulaması Öncesi Dönemde).....	177
Tablo 5: Net Faiz Marjı Üzerinden Kredi Hacim Büyüme Tahmin Sonuçları (Faiz Koridoru Uygulaması Sonrası Dönemde).....	180
Tablo 6: Gecelik Borç Verme Faizi ile Ticari Kredi Faizi İlişkisi (Faiz Koridoru Uygulaması Öncesi Dönemde)	187
Tablo 7: Gecelik Borç Verme Faizi ile Ticari Kredi Faizi İlişkisi (Faiz Koridoru Uygulaması Sonrası Dönemde)	188
Tablo 8: Risk Katsayısı ve Yabancı Kaynaklar Üzerinden Kredi Büyüme Tahmin Sonuçları	199

Grafikler

Grafik 1: Yıllık Bazda Kredi Hacmi Büyüme Oranı (%)	16
Grafik 2: Kişibaşı Kredi Borcu ve Kredi/GSYİH Oranı (TL - %).	16
Grafik 3: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranlarının Değişimi	37
Grafik 4: Yabancı Para (USD ve EUR) Zorunlu Karşılık Oranlarının Değişimi	37
Grafik 5: Zorunlu Karşılık Rezerv Opsiyon Katsayıları Değişimi	41
Grafik 6: Zorunlu Karşılık Rezerv Opsiyon Oranı ve Ağırlıklı Ortalama Opsiyon Katsayısı	41
Grafik 7: Zorunlu Karşılık Rezerv Opsiyon Dilimleri ve Gerçekleşen Rezerv Opsiyon Kullanım Yüzdesi	42
Grafik 8: Zorunlu Karşılık Nema Oranları ve Mevduat Faizi Oranları	43
Grafik 9: T.C. Merkez Bankası Faiz Koridoru ve BIST Gecelik Repo Faizi (%)	51
Grafik 10: Faiz Koridoru ile Ticari ve Mevduat Faiz Oranları İlişkisi	53
Grafik 11: Açık Piyasa İşlemleri ve Fonlama Maliyeti (milyon TL - %)	56
Grafik 12: Zorunlu Karşılık Miktarı ve Ağırlıklı Zorunlu Karşılık Oranı	56
Grafik 13: Zorunlu Karşılık Maliyeti, Net Faiz Marjı ve Kredi Hacim Büyümesi	57
Grafik 14: VIX ve MSCI Kırılganlık Endeksleri Çerçevesinde Kriz Dönemi Gelişmeleri	99
Grafik 15: 2008-2013 Dönemi Büyüme, Enflasyon ve Kırılganlık Göstergeleri	106
Grafik 16: Kredi/GSYİH (milyon TL - %)	107
Grafik 17: Reel Kredi Büyüme Oranı (TÜFE 2003=100)	107
Grafik 18: Türkiye ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkelerin Özel Sektör Kredi Borç Seviyesi (GSYİH'ya Oranla %)	108
Grafik 19: 2008-2013 Dönemi TCMB Faiz Oranı, API Fonlama Miktarı ve Kredi Hacmi Büyüme Oranı	110
Grafik 20: Yıllık Bazda GSYİH Büyüme Oranları (% Değişim)	117
Grafik 21: Çeyreklik Bazda GSYİH Büyüme Oranları (% Değişim)	117
Grafik 22: Tüketici ve Üretici Fiyat Endeks Değişim Oranları (Yıllık %)	118
Grafik 23: Yabancı Yatırımcı Portföy Stoğu (milyon ABD Doları)	123

Grafik 24: Yabancı Yatırımcı Portföy Stoğu Yıllıklandırılmış Oynaklık Oranı.....	123
Grafik 25: Reel Efektif Kur ve Sepet Döviz Kuru	124
Grafik 26: Sepet Döviz Kurundaki Yıllıklandırılmış Oynaklık Oranı.....	124
Grafik 27: Kredi ve Diğer Aktif Kalem Paylarının Oransal Değişimi.....	128
Grafik 28: Mevduat ve Diğer Pasif Kalem Paylarının Oransal Değişimi	128
Grafik 29: Kredi/Mevduat Rasyosu	128
Grafik 30: T.C. Hazinesi 2 Yıl Vadeli Gösterge Tahvili Nominal ve Reel Getiri Oranları	133
Grafik 31: Kredi ve Mevduat Faiz Oranları (Ağırlıklı Ortalama Haftalık Oranlar Üzerinden).....	133
Grafik 32: Bankalararası Borçlanma Faizi (TRLIBOR).....	133
Grafik 33: Bankacılık Sektör Geneli Takipteki Alacak Oranları.....	134
Grafik 34: Bireysel Kredi Takipteki Alacak Oranları.....	134
Grafik 35: Bireysel Krediler Anketi – Banka Kredi Standartları ve Kredi Talebindeki Değişim	138
Grafik 36: Kurumsal/Ticari Krediler Anketi – Banka Kredi Standartları ve Kredi Talebindeki Değişim	138
Grafik 37: Kurumsal ve Bireysel Kredilerin Kredi Büyüme Oranına Katkıları	142
Grafik 38: Bireysel Krediler Kırılımının Değişimi	143
Grafik 39: Bireysel Kredi Kırılımının Değişimi	144
Grafik 40: Bankacılık Menkul Kıymet İhracı (TL ve USD - Milyon).....	147
Grafik 41: Bankacılık Yurtdışı Net Dış Pozisyonu (milyon TL).....	147
Grafik 42: Bankacılık Sektörel Özkaynak ve Aktif Karlılıkları	151
Grafik 43: Faiz ve Faiz Dışı Karlılık Oranları	152
Grafik 44: Kredi/Mevduat ve Menkul Kıymet/Mevduat Oranları.....	156
Grafik 45: Bankacılık Sektörü Aktif Dağılım Değişimi (2008-2013)	168
Grafik 46: Zorunlu Karşılık Oranı ve Maliyeti	183
Grafik 47: Kredi ve Mevduat Faiz Oranları ve Net Faiz Marjı.....	184
Grafik 48: Zorunlu Karşılık Maliyeti, Net Faiz Marjı ve Kredi Hacim Büyümesi.....	184

Grafik 49: Türkiye CDS Oranları Çerçevesinde Kredi ve Yabancı Kaynak Büyüme Oranları	203
--	-----



Şekiller

Şekil 1: Makro-İhtiyatlı Politik Çerçeve	11
Şekil 2: Makro-İhtiyatlı Politika Araçları Sınıflaması	13
Şekil 3: Para Politikası Araç ve Hedefleri Çerçevesinde Zorunlu Karşılık ve Kredi Hacmi İlişkisi	15
Şekil 4: Para Çarpanı (Para Tabanı ile Para Arzı Arasındaki İlişki).....	22
Şekil 5: Koridor Faiz Uygulaması.....	45
Şekil 6: Gecelik ve Haftalık Fonlama	45
Şekil 7: Varlık Fiyatlarındaki Artışın Kredi Hacmi Üzerindeki Etkisi.....	80
Şekil 8: Finansal Krize Bağlı Kayıplar	90
Şekil 9: Geleneksel Olmayan Politikaların Beklenen/Amaçlanan Etkileri.....	94
Şekil 10: Zorunlu Karşılık Oranlarının Banka Karlılıklarına Etkisinin Basitleştirilmiş Gösterimi.....	169
Şekil 11: Kredi Hacminin Marjinal Fonlama Kaynakları*	195

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AMB	: Avrupa Merkez Bankası
API	: Açık Piyasa İşlemi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu/Kurulu
CDS	: Kredi Temerrüt Takası (“Credit Default Swap”)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
FAPK	: Federal Açık Piyasa Komitesi
Fed	: Federal Rezerv Bankası
FOMC	: Federal Açık Piyasa Komitesi
G-20	: En Gelişmiş 20 Ülke
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İB	: İngiliz Bankası
JB	: Japon Bankası
KKDF	: Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükte İşletme(ler)
MSCI	: Morgan Stanley Meta Endeksi (“Commodity Index”)
ROK/ROM	: Rezerv Opsiyon Katsayısı / Mekanizması
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TARP	: Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı
TL	: Türk Lirası
VAR	: Riske Maruz Değer
VAR	: Vektör Oto-Regresyon
VIX	: Kırılganlık Endeksi
YP	: Yabancı Para
ZK / ZKO	: Zorunlu Karşılıklar / Zorunlu Karşılık Oranları

GİRİŞ

Dünya ekonomileri, Amerika Birleşik Devletleri (“ABD”) kaynaklı 2008 finansal kriziyle sarsılmıştır. Söz konusu krizin diğerlerinden belki de en ayırt edici yönü, finansal risklerin yayılarak küresel çapta çok derin, şiddetli ve uzun süren kırılganlıklara yol açabildiği olgusunun dışavurumu oluşudur. Başka bir deyişle, finansal gelişmelerin reel ekonomik aktiviteyi küresel boyutta istikrarsız bir duruma sürükleyebildiği olgusu reddedilemez bir gerçeklik halini almıştır. Nihayetinde finansal istikrarın da en az parasal istikrar kadar gözetilmesi gereken bir hedef olması konusunda para otoriteleri arasında ortak bir kanaat gelişmiştir. Bununla birlikte, finansal istikrar hedefleri ve bu amaçla ortaya konulan politikalar ülkeden ülkeye ekonomilerin gelişmişlik, küresel ekonomiye bağlılık derecelerine ve de para otoritelerinin önceliklerine göre farklılık göstermiştir.

Finansal krizle yüzyüze kalan gelişmiş ekonomilerde başlıca finansal istikrar hedefleri; yüksek likidite, güçlü banka bilançoları, daha yüksek banka özkaynak kullanımı, bilhassa finansal varlık fiyatlarında sürdürülebilirlik olmuştur. Söz konusu finansal istikrar hedefleri çerçevesinde, para otoriteleri ellerindeki politika araçlarını çeşitlendirmek ve daha etkin ama daha ortodoks/geleneksel olmayan politika ve araçlar tercih etmek durumunda kalmışlardır. Küresel kriz döneminde gelişmiş ülkelerde özellikle bankacılık piyasasındaki ve kamu maliyesindeki sorunlara karşı ortodoks/geleneksel olmayan politika ve araçlar devreye sokulmuştur. Bu araçların başında, bankacılık ve genel olarak finans piyasalarını istikrarlandırmaya yönelik uygulamaya sokulan parasal/miktarsal genişleme programları yer almaktadır. Parasal/miktarsal genişleme programları ile esas olarak hem finansal varlık fiyatlarındaki çöküşü engellemek ve finansal araçların likit kalabilmesini sağlamak hem de faiz oranlarını düşürerek ucuz ve bol likidite aracılığıyla ekonomik aktiviteyi canlandırmak hedeflenmiştir. Ne var ki söz konusu politika ve araçların kaçınılmaz

küresel yansımaları belirmiş, hemen hemen tüm ekonomilerde paradigmatik değişimler tezahür etmiştir.

Gelişmiş ekonomilerin geneline yayılan kriz ve finansal istikrar odaklı para politikası uygulamalarının, gelişmekte olan ekonomilere doğrudan ve geri dönülemez etkileri olmuştur. Gelişmiş ekonomilerdeki tarihi düşük seviyelerdeki faiz/getiri oranları ve zayıf ekonomik aktivite ve riskler, para bolluğu içerisinde ve getiri arayışındaki yatırımcıların gelişmekte olan piyasalara yönelik risk iştahını kabartmıştır. Neticede gelişmekte olan ülkelere doğru büyüklük ve vektör anlamında eşi görülmemiş bir sermaye akışı başlamıştır. Yoğun sermaye girişleri 2009 yılına doğru gelişmekte olan ülkelerdeki görece hızlı ekonomik toparlanma eğilimini bilhassa krediler yoluyla daha da güçlendirmiştir. Ucuz ve bol likidite gelişmekte olan ülkelerde ekonomik toparlanmaya destek olmakla birlikte kritik finansal istikrarsızlık kaynaklarının belirmesine de yol açmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerde yerel para birimleri aşırı değer kazanmış, faizler son derece düşük seviyelere inerek kredi hacminde aşırı hızlı genişlemeler yaşanmış ve neticede finansal piyasalar kaynaklı yeni ve doğası itibariyle farklı riskler belirmiştir. Finansal istikrara yönelik bir tehdit olmanın yanı sıra hızlı kredi hacim büyümesi, iç talebi aşırı güçlendirerek hem iç hem de dış dengesizlikler, yani hem fiyat istikrarı hem de cari denge cephesinde aşırılıklar meydana getirmiştir.

Hem küresel finans krizi hem de iç ve dış dengesizliklere maruz kalan gelişmekte olan ekonomilerde, geleneksel politika ve araçlar tek başına finansal istikrarı tehdit eden koşulları dizginlemeye yetmemiştir. Sonuç olarak, gelişmekte olan ekonomiler de finansal istikrara yönelik ortodoks/geleneksel olmayan politikaları devreye sokmak durumunda kalmışlardır. Geleneksel politika ve araçların tek başına etkisini yitirdiği böylesi bir ortamda Türkiye’de de finansal istikrar hedef edinilerek, politika ve araçlar çeşitlendirilmiştir. Bu kapsamda, aşırı kredi hacim büyümesi bir finansal risk olarak değerlendirilmiş ve zorunlu karşılık oranı (ve rezerv opsiyon mekanizması), faiz koridoru (ve aktif likidite yönetimi) uygulaması ve de doğrudan

kredi hacmine yönelik regülatif kısıtlamalar gibi bir dizi makro-ihtiyatlı politika araçları ve düzenlemeler uygulamaya alınarak söz konusu risk elimine edilmeye çalışılmıştır. Ancak uzun sayılabilecek bir süre zarfında makro-ihtiyatlı politikalar etkisiz kalmış, ancak regülatif kısıtlar ve normalleşen ekonomik konjonktürün etkisiyle kredi hacmindeki genişleme normal seyrine döndürülebilmıştır.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde çalışma, Türkiye özelinde, küresel kriz dönemi ve sonrası ortaya konulan para politikası karmaşıklık araçlarının aktif bir şekilde kullanılmasının sonuçları ve etkinliğine odaklanmıştır. Türkiye'nin küresel kriz dönemi ve sonrasında içinden geçtiği ekonomik konjonktür bağlamında, geleneksel olmayan politika ve araçların etkinliği/etkinsizliği üzerinde belirleyici olan birçok unsur öne çıkmıştır. Bunlardan bazıları; küresel ekonomik gelişmelerin dikte ettirdiği ekonomik düzlem, makro-ihtiyatlı araçların etkinlik alan, kapsam ve süreleri, diğer politika ve araçlarla etkileşimleri gibi unsurlar olmuştur. Ne var ki, para politikasının reel ekonomiye aktarım kanalları ve bu aktarım kanallarını işlevsel hale getiren ve de kredi akımının kaynağı olan bankacılık sektörünün yapısı ve banka davranışları analiz dışı edilegelmiştir. Halbuki kredi hacim büyümesini ara hedef edinmiş olan ortodoks/geleneksel olmayan söz konusu politikaların etkinliği, büyük ölçüde bankaların risk ve karlılık algılarına göre yön almıştır. Bu noktada, bu teorik ve ampirik çalışma da yazına katkıda bulunmak üzere, Türkiye'de finansal istikrar odaklı makro-ihtiyatlı ortodoks/geleneksel olmayan politikaların etkinliğini alternatif bir bakış açısıyla ele almaktadır. Daha somut bir anlatımla, yazında göz ardı edilen bankacılık sektörünün risk ve karlılık temelli davranış ve tercihleri cihetinden yaklaşılarak, banka finansal tablolarının değişimi çerçevesinde (kredi hacmi odağında) önce politikaların etkinliği değerlendirilmiş, test edilmiş ve beraberinde alternatif daha tatmin edici bir model ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Küresel ve yerel ekonomik gelişmeler ışığında Türkiye'de uygulamaya konulan makro-ihtiyatlı politika ve araçların etkinliği üzerinde bilhassa banka davranışlarının

doğrudan belirleyici rol oynadığı iddia edilebilir. Bu bağlamda, yoğun sermaye girişlerinin ve de ekonomik canlanmanın sağlanmasına yönelik girişimlerin bir sonucu olarak ucuz ve gevşek likidite ortamı bankaların davranışlarını derinden etkilemiştir. Bankalar, düşen faiz/getiri oranları ve risk algısındaki iyileşme ile birlikte karlılıklarını korumak ve sermayelerini güçlü tutmak adına kredi tabanlarını genişletmeyi tercih etmişlerdir. Karlılık saikiyle bankalar, faizlerdeki düşüşü daha yüksek hacimle kredi arz ederek dengelemeye çalışmışlardır. Bilhassa kredi borçluluk seviyesinin düşük olması ve de kredi talebindeki canlanma ile kredi hacmi olağan sınırlarının dışına taşmıştır. Ayrıca T.C. Merkez Bankası'nın genişleyen likidite olanakları ve bankaların yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve kredi piyasalarından borçlanma imkânlarının gelişmesi, kredi hacmindeki aşırı büyümeyi besleyen ana kaynaklar olmuştur. Kredi hacmindeki aşırılık, finansal istikrar ve iç ve dış ekonomik dengeyi tehdit etme noktasına ulaşmıştır. Türk finans piyasaları ve bankacılık sektörüne özgü rekabet koşullarının da etkisiyle kredi hacmindeki aşırı genişleme trendi ciddi bir finansal istikrarsızlık kaynağı olarak para otoriteleri için endişe verici bir hal almıştır. Neticede T.C. Merkez Bankası, kredi hacmini dizginlemeye yönelik makro-ihtiyatlı politika ve araçları devreye almıştır. Ne var ki, sözkonusu politika ve araçlar uzun sayılabilecek bir süre etkisiz kalmıştır. Müteakiben makro-ihtiyatlı politikalar çeşitlendirilmiş, regülatif kısıtlamalar ile desteklenmiş ve son olarak küresel ekonomik gelişmeler paralelinde kredi hacmi normalleşme eğilimine girmiştir. Tüm bu süreçte, bankaların davranışları makro-ihtiyatlı politikaların etkinliği üzerinde belirleyici rol oynamıştır.

Çalışmanın önemi, para politikasındaki paradigmatik değişime farklı bir bakış açısıyla yaklaşmasından ve hâkim yazını sorgulayıp alternatif bir yorum getirmesinden ileri gelmektedir. Bu anlamda, bilhassa kredi hacmi odaklı makro-ihtiyatlı politikalar düzenlenmesi, uygulanması ve diğer politika ve bankacılık düzenlemeleriyle eşgüdüm ve uyumunun sağlanması noktasında bankaların davranışlarının analiz dışı bırakılamayacak kadar önemli bir faktör olduğu şeklinde bir yaklaşım geliştirilmiştir. Sözkonusu teorik yaklaşım, mevcut ve oturmuş iktisadi yazının bankalara biçtiği pasif

role de bir meydan okuyuş niteliğindedir. Başka bir deyişle çalışmanın ayırt edici yönü, geleneksel olmayan para politikalarının kredi hacmi ile ilişkisini bankaların davranışları çerçevesinde ele almasından ileri gelmektedir. Para politikasının etkilerinin ekonomi geneline aktarım kanallarında otomatik bir işlevselliğe sahip olduğu düşünülen bankaların davranışlarının politikaların etkinliğindeki gözardı edilemez rolünü ortaya koymaktır.

Bakış açısının yanı sıra, finansal istikrar ve makro-ihtiyatlı politika araçları konusundaki yazına olan katkısı ile de çalışma önem kazanmaktadır. Bugüne kadar bu alanda yurtiçi ve yurtdışında çok kısıtlı sayıda çalışma yapılmıştır. Merkez bankalarının finansal istikrara yönelik üstlendikleri yeni görev alanlarında araçların seçimi, kullanımları, etkinlikleri, geleneksel para politika araçlarıyla etkileşimleri konusunda da akademik yazında oldukça kısıtlı kaynak mevcuttur. Ne var ki, finansal istikrarın para otoriteleri için bir hedef haline gelmesi ve para otoritelerinin gelecekte daha bütünleşmiş bir bakış açısına sahip olmaları gerekliliği bu konunun daha da irdelenmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda Türkiye’de de para otoritelerinin finansal istikrara yönelik geleneksel ve ortodoks/geleneksel olmayan politika araçları (zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyon mekanizması, faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi) ile yaptıkları müdahalelerin etkinliği tartışılmalı ancak ampirik temelde geniş kapsamlı incelenmemiştir. Bu anlamda çalışmanın ampirik çıktıları, yazına katkı sağlar niteliktedir. Ayrıca çalışmanın, para ekonomisi yazınında finansal aracı davranışlarının analizinin öne çıktığı popüler trendin, son yıllarda serpilip büyüyen bir ekolün parçası olduğu savunulabilir.

Çalışmanın amacı, Türk para otoritelerinin makro-ihtiyatlı geleneksel olmayan politika, araç ve uygulamalarının yerindeliğini tespit etmek, etkinliğini ölçümlemek, yorumlamak ve spesifik, ampirik ve somut bilgiler ışığında alternatif bir yaklaşım sunabilmektir. Ortodoks olmayan araçların genel olarak finansal istikrara (özel olarak kredi hacmine) olan etkilerine dair somut ve sağlıklı ampirik bulgular ve açıklamalar

mevcut değildir. Bu anlamda, finansal istikrar odaklı politikaların ne derece, nasıl (hangi kanallar üzerinden), ne gecikme ve süreyle etkin olduğu altında yatan sebeplerle birlikte ortaya koyulmaya çalışılmaktadır. Bilhassa zorunlu karşılık aracının hangi koşullarda ve ne derece etkin ya da etkinsiz olduğu tespit edilmesi ve etkinliğine tesir eden unsurların ve ilişki içinde olduğu diğer değişkenlerin ortaya konulması amaçlanmaktadır. Etkinliğinin ölçümlemesinde kullanılacak en önemli bağımlı değişken, hiç kuşkusuz hedef edildiği kredi hacmi büyüme oranıdır. Küresel ve yerel ekonomi geneline ait makro veriler ve daha da önemlisi bankacılık sektörünün geneline ait konsolide veriler, bilanço ve gelir kalemleri, risk parametreleri, rekabet yapısı gibi bir takım verilerin evrimi/değişimi analiz edilerek, bankaların makro-ihtiyatlı politikalara karşı reaksiyonları kredi hacmi düzlenminde incelenmektedir. Bu anlamda, Türkiye’de para otoritelerinin aksiyonları ile makro ekonomik değişkenleri birbiriyle ilişkilendiren kaba bir genel denge modeli olmaktan ziyade, daha spesifik ancak daha anlamlı analiz ve önermeler içeren bankacılık sektörünü analizin merkezine konumlandıran kısmi bir ampirik model geliştirilmesi amaçlanmaktadır. Tüm bu niteliksel bilginin, tutarlı ve açık bir metodolojik çerçeve içerisinde anlamlı bir ekonometrik modelle ampirik bir sonuç ve değerlendirmeye ulaşması çalışmanın nihai amaçlarından biridir. Ek olarak, genel bir değerlendirme ile para otoriteleri için dikkate alınması faydalı olabilecek bir takım politika tavsiyeleri de sunulması hedeflenmektedir.

Çalışma planı genel hatlarıyla 3 bölümden oluşmaktadır:

1. Finansal istikrar odaklı politikalara ilişkin kavramsal bir çerçeve ve Türkiye’de finansal istikrar hedefi ve makro-ihtiyatlı politika uygulamaları:
 - a. Finansal risk ve istikrar kavramları, finansal istikrar odaklı makro-ihtiyatlı politika ve araçlar,
 - b. Türkiye’de bir finansal istikrar hedefi olarak kredi hacim büyüme hedefi ve makro-ihtiyatlı politika araçları olarak zorunlu karşılık oranı ve faiz koridorunun yeni para politika karmasındaki yeri,

c. Ortodoks olmayan makro-ihtiyatlı para politikalarının aktarım kanallarının teorik çerçevede analizi.

2. Küresel ve yerel ekonominin dönemler itibariyle analizi çerçevesinde, makro-ihtiyatlı politika araçlarının (zorunlu karşılık ve faiz koridoru) etkinliğinin incelenmesi.

3. Zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru araçlarının etkinliğine dair ampirik bir uygulama ve bulguların değerlendirilmesi ve kredi hacmindeki hareketleri açıklamaya yönelik yeni bir model önerisi.

Bu plan çerçevesinde, çalışmanın amacına dönük ampirik ve nitel veri ve analizler sunulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR ODAKLI POLİTİKALARA İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2008 yılından bu yana etkilerini sürdüren küresel kriz, geleneksel para politikasının hedefleri açısından oldukça dar bir çerçeveye sahip olduğunu ve bu yaklaşımın krizleri önlemede ve krizle başetmede yetersiz kaldığını göstermektedir. Bu açıdan bakıldığında para otoritelerinin, tüm finansal sistemi etkileyebilecek kırılmalıkları (piyasalardaki, kurumlardaki ya da ödeme sistemlerindeki kırılmalıkları) teşhis etme ve bunlara zamanında müdahale etmede etkisiz kaldığını söylemek mümkündür. Ayrıca gerek kanunlarla sınırları çizilmiş vazife ve yetkileri, gerek organizasyonel yapıları ve gerekse kamu ve siyasi karar alıcılar ile aralarındaki yakın münasebet gibi sebeplerle, para politikası otoriteleri finansal istikrar konusuna yeteri kadar eğilememektedirler. Ne var ki, para politikası otoritelerinin aldığı kararlar sadece fiyat istikrarı bağlamında değil, finansal istikrar üzerindeki etkileri ve etkinliği ile de öne çıkmaktadır. Benzer şekilde, finansal istikrarı etkileyen unsurlar aynı zamanda fiyat istikrarını da etkilemektedir. Finansal piyasalardaki bir aşırılık, örneğin kredi hacminin olağanüstü oranlarda büyümesinin toplam talepte yol açtığı aşırılık sebebiyle, para otoritelerinin fiyat istikrarı/enflasyon hedeflerini ıskalamalarına neden olabilmektedir.¹ Bilhassa Türkiye'nin de içinde olduğu gelişmekte olan ülkelerde kredi hacminde gözlemlenen olağandışı büyüme eğilimine bağlı olarak borçluluk seviyeleri hızla yükselmiş, iç talepteki güçlenmeye bağlı olarak yatırım ve harcamalar genişlemiş,

¹ Barry Eichengreen, Raghuram Rajan ve Eswar Prasad, "Central Banks Need A Bigger and Bolder Mandate," Financial Times, 24 Ekim 2011; Erlend Walter Nier, "Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis," IMF Working Paper, No: 70, 2009, s. 3; Roger W. Ferguson Jr., "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective," Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems IMF Konferans Konuşması, Washington DC, 16-17 Eylül 2002, s. 1.

enflasyon ve cari denge bozulmuş, varlık fiyatları şişmiş ve genel olarak finansal riskler belirmiştir.

Finansal istikrar hedefinin ortaya çıkardığı bir diğer olgu da, ülkelerin birbirinden bağımsız gibi gözüken para otoriteleri kararlarının bilhassa kriz dönemlerinde ne derece bağıntılı olduğudur. Para politikası otoriteleri – özellikle gelişmekte olan ülkelerde, ürettikleri politikaların etkilerinin olabildiğince içselleştirilmesi ve dış etkilerden izole olmasını amaçlasalar da, küresel likidite durumu, yatırımcıların değişen risk iştahları ve tercihleri ve en önemlisi bankaların davranışları gibi dış etkilere maruz kalabilmektedirler. Somutlaştırmak gerekirse, gelişmiş ülke ekonomilerindeki kriz döneminde girilen parasal/miktarsal genişleme hamlelerinin, gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde güçlü yansımaları olabilmektedir. Keza parasal/miktarsal müdahale dalgalarının hemen akabinde; (i) gelişmiş ekonomilerindeki faiz oranları sıfıra yaklaşmış ve gelişmekte olan ülkelerdeki risk-uyarlanmış faiz/getiri oranları yabancı sermaye için cazip hale gelmiş, (ii) artan risk iştahı ile gelişmiş piyasalardan gelişmekte olan piyasalara doğru sermaye akımları yoğunlaşmış, (iii) gelişmiş ekonomi para birimleri gelişmekte olan ülke para birimlerine karşı değer kaybetmiş, (iv) gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki görece hızlı toparlanma ve sonrasında aşırı ısınma yaşanmış ve nihayetinde bir takım finansal risk unsurları belirmiştir.

1.1. Finansal İstikrar ve Ortodoks Olmayan Politikalar

Geleneksel para politikasının, hedefleri açısından günün gereklerinin gerisinde kaldığı ve para politikası otoritelerinin tercihlerinin birbirinden bağımsız olmadığı bir ortamda, finansal istikrar giderek bir para politikası hedefi haline gelmektedir. Finansal istikrar hedefinin, yani finansal riskleri sınırlama yada elimine etme hedefinin daha fazla gözetilmesi ise farklı ya da alışılmedik para politikalarına yönelimi elzem

kılmaktadır.² Ancak finansal istikrar hedefi bağlamında para otoritelerini, öncelikle finansal risk(ler)in tanımlanması, tespiti ve proaktif ölçümlemesi gibi zor ve oldukça tartışmalı bir görev beklemektedir.

1.1.1. Finansal Riskin Tanımı ve Tespiti

Sistemik finansal riskin tanımı, tespiti ve ölçümlemesi konusunda görüş ayrılıkları mevcuttur. Ancak genel olarak sistemik finansal risk finansal araçlar veya piyasalardaki bir aşırılığın, finansal sistemin tamamına yayılabilecek, finansal sistemin ve ekonominin tamamının etkinlik ve işlevini sınırlayabilecek düzeyde çöküntüye sebep olma potansiyeli olarak tanımlanmaktadır. Riskin tespiti, ölçümleme methodu ve benzeri konularda da bir takım farklı yaklaşımlar kullanılmaktadır. Birçok risk unsuru ve göstergesi varolmakla birlikte, en önemli sayılabilecek bazı finansal risk endikatörleri şu şekilde sıralanabilir: (i) makro büyüklükler ve tahminler, (ii) hanehalkı, özel kesim ve finans sektörü borçluluk rasyoları, (iii) kredi/GSYİH (“Gayri Safi Yurtiçi Hasıla”) rasyosu, (iv) finansal sektör bilanço büyüklükleri ve bankacılık istikrar endeksi, (v) varlık fiyatları, (vi) riske maruz değer modelleri, (vii) makro stres testleri. Bugüne kadar bu ve benzeri endikatörlerin hiçbirinin riskleri önceden tespit etme noktasındaki tek başına etkinliği tam olarak ispatlanamamaktadır.³ Günümüzde daha ziyade birçok endikatör birlikte kullanılarak riskler önceden tespit edilmeye çalışılmaktadır.

1.1.2. Finansal Riski Hedef Alan Politika ve Araçlar

Finansal riski ortadan kaldırma, sınırlama veyahut yönetme amacıyla uygulamaya konan ve araç ve amaç bağlamında geleneksel para politikalarından ayrılan politikalara genel olarak ortodoks/geleneksel olmayan politika adı verilmektedir. Finansal risk parametrelerini hedef alan sözkonusu politika kabaca 3 grupta toplanabilir: (i) mikro-ihiyatlı (“micro-prudential”) politika, (ii) makro-ihiyatlı

² Gabriele Galati ve Richhild Moessner, “Macroprudential Policy – A Literature Review,” De Nederlandsche Bank Working Paper, No. 267, North-Holland, Aralık 2010.

³ IMF, “Macroprudential Policy: An Organizing Framework,” Ed. Jose Vinals, IMF Monetary and Capitals Markets Department Background Paper, No. 54, Mart 2011, ss. 2-13.

(“macro-prudential”) politikalar, (iii) geleneksel olmayan faiz politikaları. Finansal istikrar ve buna yönelik makro/mikro-ihtiyatlı politika araçları üzerine yazın yeni olmamakla birlikte son küresel finansal krizle birlikte ivme kazanmaktadır. Bunlardan sistemik finansal riske odaklanan ve son finansal krizde kullanılan en yaygın politika türü olarak makro-ihtiyatlı politikalar öne çıkmaktadır. Henüz tanımı üzerinde dahi tam bir görüş birliği olmasa da, makro-ihtiyatlı politikalar, “sistemik finansal krizlerdeki risk ve maliyetleri sınırlamaya yönelik [parasal] politikalar” olarak tanımlanabilir.⁴ Başka bir ifadeyle, bir bütün olarak finansal sistemin istikrarını korumaya, sistemik riskleri azaltmaya yönelik politikalarlardır.⁵

Şekil 1: Makro-İhtiyatlı Politik Çerçeve

Amacı	►	Sistemik finansal riskleri sınırlamak
Hedef Alanları	►	Finansal sistemin tamamı ve reel ekonomiyle etkileşim kanalları
Araçları	►	Finansal istikrara yönelik tedbirler
İdaresi	►	Para ve finans sektörü düzenleyici ve denetleyici otoriteleri

Kaynak: Kaynak: FSB, IMF ve BIS, “Macroprudential Policy Tools and Frameworks: Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors,” 14 Şubat 2011, s. 2.

Makro-ihtiyatlı politikaların neler olduğu konusunda da yazında keskin bir görüş birliği bulunmamaktadır: Bazı yazarlar, makro-ihtiyatlı politikaları devrevi hareketler karşısında finansal kuruluşlara yönelik sermaye rasyolarının değiştirilmesi gibi dar bir

⁴ Galati ve Moessner, a.g.e., s. 5.

⁵ Jaime Caruana, “Macroprudential Policy: Working Toward A New Consensus,” The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy, BIS ve IMF Ortak Yüksek Toplantı Konuşması, Washington DC, 23 Nisan 2010, s. 2, Çevrimiçi: (<http://www.bis.org/speeches/sp100426.pdf>), 2 Temmuz 2012.

kalıba sokarken,⁶ bazı yazarlar sistemik finansal risklerin önünü kesmeye yönelik tüm tedbirler olarak tanımlamaktadır.⁷

Sözkonusu kavramsal çerçeve içerisinde, makro-ihhtiyatlı politikaların para politikasını ikame eden değil, tamamlayan, diğer ekonomik politika alanları ile etkileşim içerisinde olan bir yapısı vardır. Bu anlamda finansal istikrar odaklı makro-ihhtiyatlı politikaların, finansal kurumların faaliyetlerini konu alan, sistemik finansal riskin tespiti ve yönetimini amaçlayan bir politik karmayı ifade ettiğı belirtilebilir.⁸

1.1.3. Makro-İhtiyatlı Politika Araçları

Makro-ihhtiyatlı politikaların konusunu oluşturan kurumlar ve piyasaların seçimi önem arz etmektedir. Temerrüte düşmesi ya da iflas etmesi durumunda finansal sistemin tamamını krize sürükleyecek büyüklükte kredi, sermaye, likidite ve vade dönüşümü sağlayan araçlar söz konusu makro-ihhtiyatlı politikaların kapsamına ve etki alanına girmektedir. Makro-ihhtiyatlı politika araçları üç grupta toplanabilir:

⁶ Herve Hannoun, “Towards A Global Financial Stability,” 45th SEACEN Governor’s Conference, Cambodia, 26-27 Şubat 2010, ss. 8-9.

⁷ FSB, IMF ve BIS, “Macroprudential Policy Tools and Frameworks: Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors,” 14 Şubat 2011, s. 2.

⁸ IMF, a.g.e., ss. 2-13.

Şekil 2: Makro-İhtiyatlı Politika Araçları Sınıflaması



Benzer politika araç bir sınıflandırması sadece bankalar açısından da yapılabilir. Banka kredileri, banka bilançosu ve kredi karşılığı alınan teminatlar çerçevesinde üçlü bir araç sınıflaması yapılması da olanaklıdır. Bu sınıflama içerisinde zorunlu karşılıklar, bankaların bilanço kompozisyonunu ve kullanılabilir fonlarını etkileme potansiyiline sahip olmaları sebebiyle banka bilançosu sınıfında yer almaktadır.⁹ Ancak aktif bir bilanço kalemi olarak zorunlu karşılıkların hem likidite hem de krediler üzerinde dolaylı olarak etki sahibi olduğu da ileri sürülmektedir.

Hangi makro-ihtiyatlı politika araçlarının seçileceği, tek başına ya da birlikte kullanılacağı, ne derecede etkin olacağı konusu ise öncelikle karşı karşıya kalınan finansal riskin niteliği, ülkenin ya da finansal sistemin gelişmişlik düzeyi, döviz kuru rejimi ve tabii ki para politikası otoritelerinin tercihleri gibi birtakım faktörler tarafından

⁹ Philip Turner, “Macroprudential Policies and the Cycle,” **An Effective Fourth Pillar of Global Economic Governance?** (Financial Stability Board Special Report), Ed. Stephany Griffith-Jones, Eric Helleiner ve Ngaire Woods, Haziran 2010, s. 44.

tain edilmektedir. Kısacası, finansal riskleri azaltmak ya da önlemek amacıyla kullanılabilir politika araçları çeşitlilik göstermektedir. Türkiye özelinde, kredi hacmindeki büyümenin bir sistemik finansal risk olarak değerlendirilmesi koşuluyla, kredi büyümesini kısmayı amaçlayan bir zorunlu karşılık aracı ve faiz koridoru uygulaması (hatta iletişim stratejisi) makro-tedbirli politika araçları olarak değerlendirilebilir.

1.2. Türkiye’de Finansal İstikrar Hedefi ve Makro-İhtiyatlı Politika Devri

Türkiye’de finansal istikrar kavramı kanunlarla çerçevesi ve sorumluluğu belirlenmemiş olsa da T.C. Merkez Bankası’nın ana hedefleri arasında yer almaktadır. Dolayısıyla, T.C. Merkez Bankası dünyadaki örneklerini takiben finansal riskleri geleneksel/ortodoks olmayan politika ve araçlarla finansal aşırılıkları dizginlemeyi/sınırlamayı gaye edinmiştir. Türkiye’de finansal istikrara yönelik yapılan politika hedef ve uygulamalarını nitelikleri itibarıyla üç temel başlık altında sıralamak mümkündür:

- (i) Orta ve uzun vadede istikrarlı ekonomik büyümenin finansmanı için sağlıklı ve güvenilir kaynak olan yurt içi tasarrufları artırmak,
- (ii) Finansal kesimin olası şoklara karşı dayanıklılığını artıracak yapısal düzenlemeleri hayata geçirmek,
- (iii) Finansal istikrarı tehdit edebilecek konjonktürel gelişmelerin etkisini azaltmaya yönelik gerekli para politikasını ve makro-ihtiyatlı politikaları uygulamaktır.¹⁰

Bu politik yaklaşım rehberliğinde, küresel finansal kriz ve takip eden dönem boyunca Türkiye’de bilhassa finansal istikrara tehdit oluşturabilecek risklere yada gelişmelere

¹⁰ TCMB, “Finansal İstikrar Raporu,” No. 17, Ankara, Kasım 2013, s. 69.

odaklanılmıştır. Türkiye’de küresel kriz dönemi sonrası likidite koşullarındaki gevşemeye ve risk iştahındaki artışa bağlı olarak sermaye girişleri yoğunlaşmıştır. Faiz oranlarının uzun süre düşük düzeylerde tutulması, hızla büyüyen iç talebi destekleyerek finansal istikrarı tehdit etmiştir. T.C. Merkez Bankası, biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla temel olarak iki ara hedef benimsemiştir: Kısa vadeli sermaye girişlerini dengelemek (görece azaltmak) ve kredi genişlemesini yavaşlatmak. Bir yandan kısa vadeli faizler düşük tutularak kısa vadeli sermaye girişlerinin caydırılması amaçlanmış, diğer yandan zorunlu karşılık oranları artırılarak kredi artış hızını yavaşlatmayı hedefleyen bir strateji uygulamaya konulmuştur. Kısa vadeli sermaye girişleri kredi hacmindeki büyümeyi desteklediği için aslında kredi hacminin finansal istikrar anlamında öncelikli ara hedef olarak benimsenmiştir.¹¹

Şekil 3: Para Politikası Araç ve Hedefleri Çerçevesinde Zorunlu Karşılık ve Kredi Hacmi İlişkisi



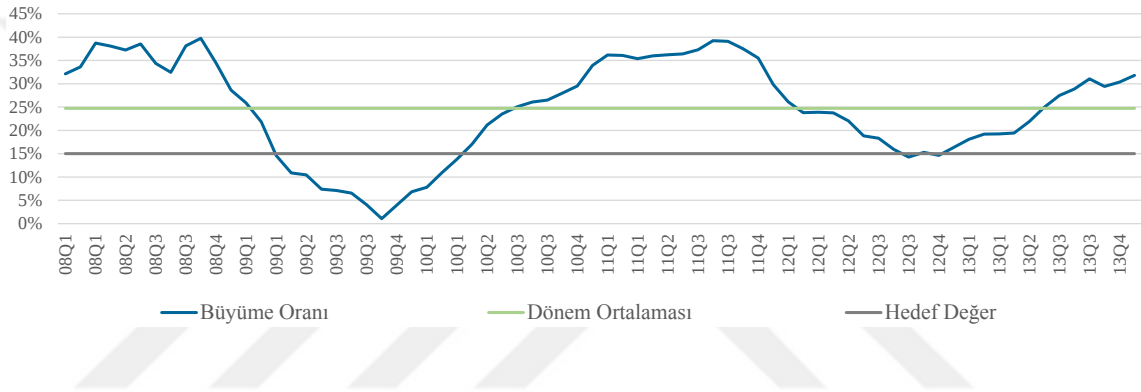
Kaynak: Andrea Schaechter, "Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet," IMF Working Paper, No. 149, Kasım 2001, s. 4; Claudio E. V. Borio, "The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey," BIS Economic Papers, No. 47, Basel, 1997, s. 13.

T.C. Merkez Bankası, küresel krizi izleyen dönemde finansal istikrara yönelik bir risk unsuru olarak algıladığı kredi hacmindeki olağandışı büyümeyi normal seyrine döndürebilmek adına ortodoks olmayan makro-ihtiyatlı politika araçlara (zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru uygulaması) başvurmuştur. Araç çeşitliliğine giderek

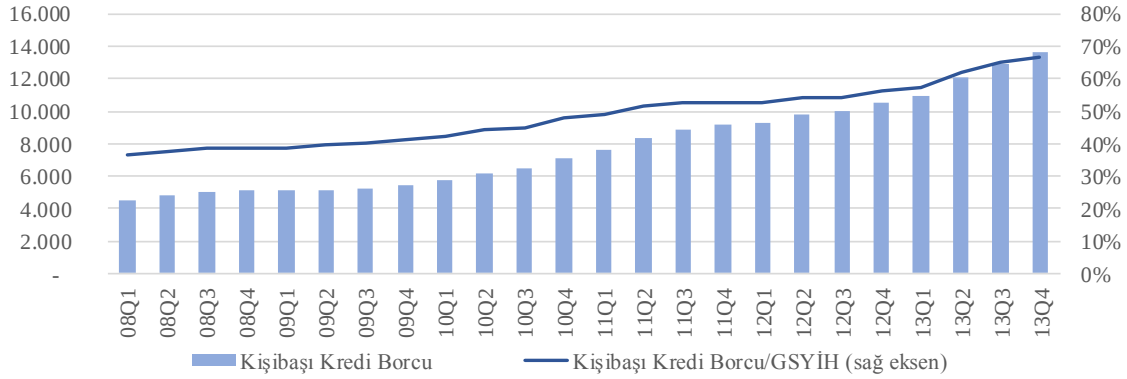
¹¹ Erdem Başçı ve Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası," T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No. 11/08, Ankara, Mayıs 2011, s. 4.

politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru gibi araçları birbirlerini tamamlayacak şekilde kullanmaya çalışılmıştır. Faiz koridoru ile aktif likidite yönetimi araçlarının birlikte kullanılmasının zorunlu karşılıklardaki artışın etkisini güçlendireceği öngörülmüştür.

Grafik 1: Yıllık Bazda Kredi Hacmi Büyüme Oranı (%)



Grafik 2: Kişibaşı Kredi Borcu ve Kredi/GSYİH Oranı (TL - %)



Kaynak: TCMB, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)

Kredi büyüme hacminin olağandışı seyrini anlamak, makro-ihtiyatlı politikaları ve bu politikaların etkinliğini değerlendirebilmek adına elzemdir. Krizin patlak verdiği dönemin başında finansal istikrara yönelik en önemli riskler, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenenden yavaş olması ve buna bağlı olarak yüksek işsizlik oranları

kaynaklı hanehalkı ve sonrasında banka temerrüt riskleri olarak değerlendirilmiştir.¹² Ancak 2009 yılı sonlarına doğru ekonominin toparlanması ve işsizlikteki iyileşme paralelinde bilhassa hanehalkının kredi kullanımı aracılığıyla kredi hacmi artış göstermeye başlamıştır.¹³

Gelişmiş ülkelerdeki parasal/miktarsal genişleme ile 2010 yılı ortalarından itibaren Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yoğun bir sermaye girişi dalgası başlamıştır. Söz konusu sermaye girişleri önceleri finansal piyasaları olumlu etkilemiş, likidite koşulları iyileşmiş ve Türk Lirası küresel rezerv paralar karşısında güçlenmiştir. Ekonomide görülen hızlı toparlanma, belirsizliklerin azalması, faiz oranlarında yaşanan düşüş ve kredi kullandırma koşullarında görülen iyileşme sonucunda kredi hacmi bilhassa yurtiçi bankalar kaynaklı kredilerle ivme kazanmıştır.¹⁴ Öte yandan sermaye girişleri ile beslenen kredi hacmindeki aşırı hızlı büyüme,¹⁵ Türkiye’de finansal istikrara yönelik bir risk unsuru olarak görülmüş ve ayrıca enflasyon ve cari açık cephesinde hedeflemelerden sapılmasına yol açmıştır. 2011 yılından itibaren farkedilmiştir ki, geleneksel araçlar düşük politika ve piyasa faizlerinin etkisiyle finansal risklerin, bilhassa kredi hacim genişlemesinin dizginlenmesinde etkisiz kalmıştır. Aşırı kredi hacim büyümesini dizginleme öncelikli finansal istikrar hedefi edinilmiştir. Ancak güçlü kredi talebi ve bankaların risk iştahındaki artış kredi hacminin olağandışı sınırlara taşmasına sebep olmuştur.

Bankaların yurtdışından ve sermaye piyasasından temin ettiği fonlar ve mevcuttaki fazla rezervleri, mevduata alternatif olarak uzun vade ve düşük kaynak maliyeti sağlamıştır. Söz konusu alternatif ve ucuz kaynaklar, T.C. Merkez Bankası’nın yeni araç karmasının etkinliğini sınırlamışlardır. Bu çerçevede T.C. Merkez Bankası’nın

¹² TCMB, “Finansal İstikrar Raporu,” No. 9, Ankara, Kasım 2009, ss. 24-44.

¹³ TCMB, “Finansal İstikrar Raporu,” No. 10, Ankara, Mayıs 2010, ss. 24-31.

¹⁴ TCMB, “Finansal İstikrar Raporu,” No. 11, Ankara, Aralık 2010, ss 16-24.

¹⁵ Türkiye’de sermaye akımları, kredi hacmi ve ekonomik büyüme arasındaki güçlü ilişkinin açıklaması için bakınız; Ergun Ermişoğlu, Yasin Akçelik ve Arif Oduncu, “GDP Growth and Credit Data,” T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No. 13/27, Temmuz 2013, Ankara, ss. 1-15.

finansal risklere karşı diğer otoritelerle eş güdüm içerisinde aksiyon alması ihtiyacı hasıl olmuştur.¹⁶ Politika karması çerçevesinde uygulanan makro-ihtiyatlı politikaların yanı sıra, BDDK (“Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu”) tarafından da birtakım önlemler devreye sokulmuş ve kredilerin artış hızı kesilmeye çalışılmıştır. BDDK, özellikle tüketici kredilerinin toplam kredi portföyünde geniş yer tuttuğu bankaları hedef alarak, krediler için ayrılan karşılıklara ve sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerle kredi hacmini baskılayıcı değişiklikler yapmıştır.¹⁷ Tüketici kredilerindeki ivmelenme ancak BDDK müdahaleleriyle 2012 yılı ortalarında hız kaybetmeye başlamıştır. 2013 yılı itibarıyla kredi hacim büyümesi olağan seyrine yakınsamış, normalleşmiştir.

Sonuç olarak olağandışı kredi hacim büyümesi karşısında T.C. Merkez Bankası küresel kriz döneminde makro-ihtiyatlı politikalara başvurmuştur. Zorunlu karşılık oranı ve karşılık opsiyon mekanizması ile aktif likidite yönetimi ve faiz koridoru uygulaması bunlardan en önemlileri olmuştur. Bunun yanında, firma ve banka bilançoları üzerinde doğrudan ve dolaylı etkileri nedeniyle finansal istikrarı olumsuz etkileyebilecek kur ve faiz oynaklığına karşı geleneksel para politikası araçları (faiz politikası ve döviz satım ihaleleri) etkin bir şekilde kullanılmaya çalışılmıştır. Ne var ki, kullanılış şekli ve özgülendiği hedef açısından geleneksel olmayan bu araçlar daha önce test edilmemiştir. Dolayısıyla bu makro-ihtiyatlı politika araçlarının aktarım mekanizması ve ortaya çıkaracağı etkiler konusunda somut ve sağlıklı ampirik bilgi olmaksızın kullanıldığı ifade edilebilir.¹⁸ Yine de bir yanda zorunlu karşılık ve rezerv opsiyon mekanizması, diğer yanda faiz koridoru uygulaması ve aktif likidite yönetimi araçlarının merkeze konduğu bir politika araç karması kredi hacmi hedefine özgülenmiştir.

¹⁶ TCMB, “Finansal İstikrar Raporu,” No. 12, Ankara, Mayıs 2011, ss. 12-40.

¹⁷ TCMB, “Finansal İstikrar Raporu,” No. 13, Ankara, Kasım 2011, s. 31, ss. 35-36.

¹⁸ Hakan Kara, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası,” T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No. 12/17, Ankara, Haziran 2012, s. 6.

1.2.1. Zorunlu Karşılık Oranı ve Rezerv Opsiyon Mekanizması

Zorunlu karşılıklar, bir bankanın en başta mevduat olmak üzere elde ettiği dış kaynaklara karşı merkez bankası hesaplarında tutmak zorunda olduğu nakit rezerv miktarı olarak tanımlanabilir. Karşılığa tabi kaynaklar, karşılık oranı, karşılık tesis dönemi ve benzeri birçok husus zorunlu karşılık politika aracı çerçevesinde edinilen para otoritesinin hedefinin niteliğine göre düzenlenmektedir. Kısacası, zorunlu karşılık aracı farklı işlevlere sahip bir araç olarak farklı hedeflere özgülenebilmektedir.

1.2.1.1. Zorunlu Karşılığın Geleneksel ve Ortodoks/Geleneksel Olmayan İşlevleri

Para politikası operasyonel hedeflerine bakarak zorunlu karşılık aracının en az dört şekilde işlevsellik gösterdiği ileri sürülebilir. İlk olarak, zorunlu karşılıklar, bankaların likit kalmaları ve şok mevduat çekilişlerini karşılayabilmeleri amacıyla kullanılmıştır. Bu anlamda merkez bankası nezdinde tutulan zorunlu rezervlerin, ani ve yüksek miktarda mevduat çekilişleri olması durumunda bankaların maruz kalacağı likidite riskine karşı bir tampon olacağına inanılmaktadır. Ancak zamanla zorunlu karşılık enstrümanının, bankaları ani mevduat çekilişlerine karşı korumakta yeterince etkin olmadığına tanıklık edilmiştir. Öte yandan, sermaye yeterlilik rasyosu ve mevduat sigortası gibi etkin sektörel düzenlemeler de zorunlu karşılıkların likidite riskini sınırlamak saikiyle kullanımını gereksiz kılınmaktadır.

İkinci olarak, likidite koşullarındaki dalgalanmalar karşısında bilhassa gecelik faiz oranlarına istikrar kazandırmaya yardımcı olduğu söylenebilir. Zorunlu karşılık aracının tercih edilmediği durumlarda, daha etkin ve sıkı bir likidite yönetimi gerekmektedir. Bir başka bakış açısıyla, otonom etkenler sonucu oluşan rezerv arz fazlalığı karşılığında zorunlu karşılıklar aracılığıyla bankalar tarafında rezerv talebi oluşturulmaktadır. Böylelikle rezerv arz-talep dengesi korunarak likidite ve faiz oranlarındaki kırılganlık yönetilebilmektedir. 2008 küresel krizi öncesi dönemde gelinen noktada, politika tekniklerinde yapılan değişikliklerle - örneğin rezerv hedeflemesi/planlaması gibi - zorunlu karşılıkların kullanılmamasına bağlı likidite

koşullarındaki kırılganlıkların tamamen ortadan kaldırılabileceği birçok gelişmiş ülkede müşahade edilmektedir.¹⁹ Hatta bankalar arası ödeme ve mutabakat sistemleri üzerindeki regülatif düzenlemeler ve fazla ya da eksik günsonu mutabakat bakiyesinin cezalandırılması vasıtasıyla banka rezervlerinin kararlı/dengeli bir seyir izlenmesi sağlanabilmektedir. Merkez bankası da, bankalar nezdindeki hesaplar ve açık piyasa işlemleri sayesinde bu dengeyi gözetmektedir. Sonuç olarak banka rezervlerinin proaktif bir tavırla kontrol edilmesi sayesinde kısa vadeli (özellikle gecelik) piyasa faizleri üzerinde istikrar sağlanabilmektedir. Böylesi bir kurguda, zorunlu karşılık politikasının sebep olduğu (banka, mevduat sahipleri ve kredi borçluları üzerine yansıyan) fırsat maliyeti, bankaların bilanço farklılıklarından ve pozisyon tercihlerinden kaynaklanan maliyet farklılaşması ve rezerv tutmadan kaçınma gibi olumsuz koşullar önlenabilmektedir.²⁰

Ne var ki, likidite hareketlerinin daha şiddetli olduğu özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu tip regülatif yaklaşımlar, zorunlu karşılık politikasının likidite düzeyi ve de kısa vadeli faiz oranlarına istikrar kazandırma noktasında istenilen sonucu veremeyebilmektedir. Her ne kadar faiz politikası kadar etkili ve doğrudan bir araç niteliğinde olmasa da birçok gelişmekte olan ülkede likidite ve faiz koşullarına yönelik istikrarı sağlama amacıyla halen kullanılmaktadır. Zorunlu karşılık politikasının bağlayıcı bir politika aracı olarak kullanılmaması, gelişmekte olan ekonomiler özelinde ödemeler sisteminde ve genelde bankacılık sisteminde ve kısa dönemde faizler üzerinde kırılganlıklara yol açabilmektedir.²¹ Yine de kısa vadede, likidite yönetimi anlamında rezerv arz-talep dengesinin ve dolayısıyla faiz oranlarında istikrarın sağlanabilmesi amacıyla açık piyasa işlemleri daha etkin bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Bu sebeple,

¹⁹ Eric J. Stevens, "Is There Any Rationale for Reserve Requirements," Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review, No. 27, Vol. 3, 1991, ss. 11-13.

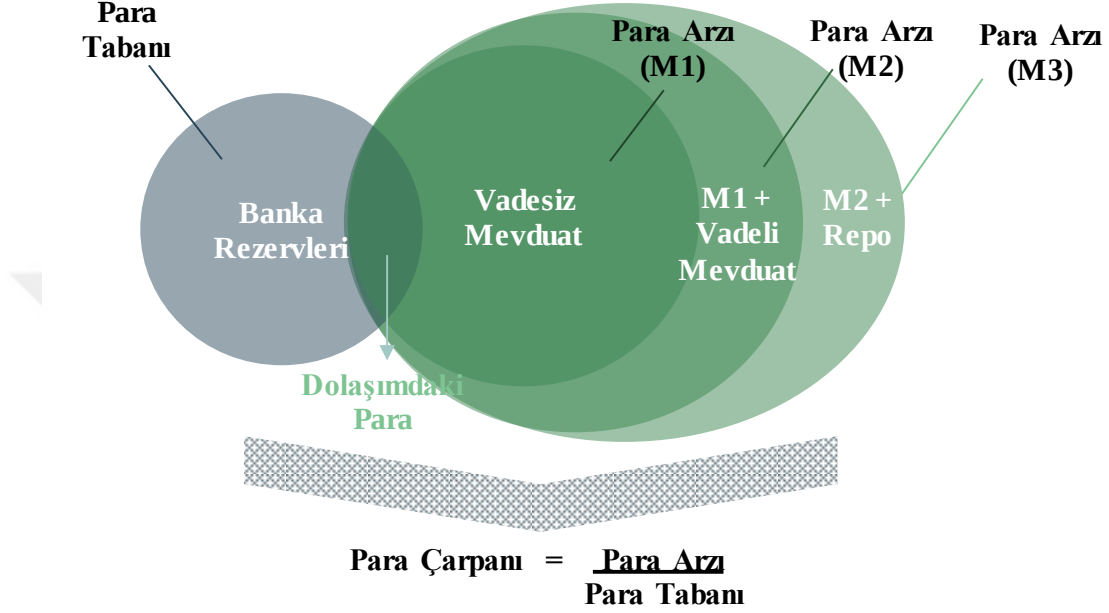
²⁰ Kevin Clinton, "Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements," Bank of Canada Working Paper, No. 97, Vol. 8, Nisan 1997, ss. 3-12.

²¹ Gordon H. Jr. Sellon ve Stuart E. Weiner, "Monetary Policy without Reserve Requirements: Analytical Issues," Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 1996, ss. 13-22.

likidite yönetimi anlamında zorunlu karşılıkların kullanımı giderek anlamını ve kullanılrlılığını yitirmektedir.

Üçüncü olarak, zorunlu karşılıkların para çarpanı mekanizmasının bir parçası olarak parasal büyüklükleri kontrol etmekte kullanılabileceği ileri sürülebilir. Bu noktada, parasal büyüklükler ile banka rezervleri/likidite arasındaki bağ ne kadar güçlü ise zorunlu karşılık politikası da özellikle kısa dönemde o kadar etkili olduğu genekabulü sözkonusudur. Bir başka deyişle, para arzı banka rezervlerindeki değişime ne derece duyarlı ise (para çarpanı ne derece büyük ise) zorunlu karşılık aracının mevduat (ve de kredi hacmi) üzerindeki etkinliğinin de o derece büyük olduğu varsayılmaktadır. Bankaların kabul ettikleri her birim mevduat için karşılık ayırmaları, bankaların kullanılabilir serbest rezerv düzeylerini azaltmaktadır. Serbest rezerv düzeyine bağlı olarak bankaların kullandırabileceği kredi ve sonrasındaki mevduat türetme potansiyeli de düşmektedir. Zorunlu karşılıklar üzerinden para çarpanının devrede olduğu bu mekanik düzen, zorunlu karşılıkların likidite etkisi olarak nitelenmektedir.

Şekil 4: Para Çarpanı (Para Tabanı ile Para Arzı Arasındaki İlişki)



Kaynak: Paul Krugman ve Robin Wells, **Macroeconomics**, Second Edition in Modules, Worth Publishers, New York, 2012, s. 250.

Son olarak, zorunlu karşılıklar merkez bankası için vergi benzeri bir gelir kalemi oluşturmaktadır. Bilhassa zorunlu karşılık için merkez bankası tarafından herhangi bir faiz ödenmediği durumda, zorunlu karşılık rezervleri merkez bankası için maliyetsiz kaynak, bankalar için ise alternatif bir maliyet kalemi niteliğindedir.²² Kullanılamayan

²² Borio, a.g.e., s. 46. Ayrıca zorunlu karşılık aracı, para koşullarına etki edebilmek amacıyla mevcut bankacılık rezervleri ile parasal büyüklükler (özellikle M1 parasal büyüklüğü) arasındaki ilişkiden gücünü alan bir politika aracı olarak 19. yüzyılın başlarında uygulanmaya konulmuştur. Özellikle 1920’lerde para piyasasında oluşabilecek dalgalanmaların ve de hızlı mevduat çekilişlerinin sebep olduğu bankacılık sistemindeki paniklerin önüne geçilmek amacıyla uygulanagelmıştır. Finansal risk unsurunun önemini görece kaybettiği 2. Dünya Savaşı yıllarının ardından, APİ ve de faiz politikasının etkilerini destekleyici bir nitelik kazanmıştır. 1960 ve 70’lerde ise finansal mühendisliğin gelişmesi sonucunda ortaya çıkan yeni mevduat enstrümanları ile zorunlu karşılık uygulaması giderek önemini yitirmiştir. Söz konusu dönemde, karşılık politikasının etkililiğini muhafaza etmek için bir takım politik çözümler geliştirilse de zorunlu karşılık politikası etkinliğini koruyamamıştır. Bunun bir sonucu olarak, 1990’lardan itibaren zorunlu karşılık oranları bazı ülkelerde sıfırlanmaya başlanmış, hatta para otoritelerinin araç portföyünden çıkarılmış ve iyiden iyiye önemini kaybetmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Joshua N. Feinman, “Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform,” Federal Reserve Bulletin, No. 79, Vol. 6, Washington DC, Haziran 1993, ss. 572-576; Marvin Goodfriend ve Monica Hargraves, “A Historical

bir banka varlığı olarak zorunlu rezervlerin alternatif bir maliyeti vardır: Bankalar, zorunlu karşılık miktarı üzerinden elde edebilecekleri faiz gelirinden olmaktadır. Bununla birlikte hiç şüphe yok ki, sözkonusu alternatif maliyet bankalar, mevduat sahipleri ve kredi kullanan birey ve kurumlar arasında paylaşılmaktadır.²³ Zorunlu karşılıkların nemalandırılmadığı bir düzende, zorunlu karşılık aracı üzerinden banka maliyetlerinin yükseltilmesi ve böylelikle kredi hacminin kontrol edilmesi ve işleyişi, zorunlu karşılıkların maliyet etkisi olarak nitelenmektedir.

Sonuç olarak, zorunlu karşılıklar günümüzde bir likidite risk yönetimi ya da likidite kontrol aracı olmanın ötesinde, para arzını ve daha özelde banka kredi hacmini düzenleyen bir politika aracı olarak tercih edilebilmektedir. Yukarıda bahsi geçen maliyet ve likidite kanallarının varlığı, zorunlu karşılık aracının kullanım/uygulama şekli yani operasyonel yapısı, özgülendiği ara hedefler ve de diğer politika araçları ile etkileşimi açısından yaklaşıldığında, zorunlu karşılıkların makro-ihtiyatlı bir politika aracı olarak kullanılabileceği kabul edilmektedir.

1.2.1.2. Zorunlu Karşılık Oranı Uygulaması

Zorunlu karşılık uygulaması, temel olarak bankaların kabul ettikleri her birim mevduatın belirli bir kısmını merkez bankası nezdindeki hesaplarda tutması zorunluluğuna dayanmaktadır. Bununla birlikte zorunlu karşılık aracı mevduat/aktif türü, mevduat para birimi ve vadesi gibi değişkenlere göre farklı oranlarda uygulanabilmektedir. Ayrıca karşılık tutma dönemi, karşılık tutma şartları ve hesaplamaları ve benzeri birçok yönden de operasyonel açıdan farklılaştırılabilir.

Zorunlu karşılık uygulama methodu önem arz etmektedir. Zorunlu karşılığın, her gün değil de belirli bir periyodun ortalaması üzerinden uygulanması rezerv talebindeki

Assessment of the Rationales and Functions of Reserve Requirements,” Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, Mart/Nisan 1983, ss. 15-16.

²³ Feinman, a.g.e., ss. 569-571.

dalgalanmaları sınırlamaktadır. Ne var ki, karşılık hesaplama döneminin karşılık tutma dönemi ile aynı olması durumunda, karşılık tutma döneminin son gününe kadar belirsizlik devam etmekte, talep kaynaklı dalgalanmalar olabilmektedir. Bir başka deyişle, zorunlu karşılık hesaplama dönemi ile karşılık tutma dönemlerinin eş zamanlı olması durumunda merkez bankasının parasal kontrol etkinliği artmaktadır. Ayrıca hangi banka bilanço unsurlarının, zorunlu karşılıklar içerisinde sayılacağı da önem arz etmektedir. Örneğin, banka kasasındaki nakdin, zorunlu karşılık içerisinde değerlendirilmesi zorunlu karşılık politikasının – faiz oranları için istikrarlandırıcı bir unsur olarak – etkinliğini azaltmaktadır. Benzer şekilde bankalar, incelikli bir şekilde, gün sonunda müşteri hesapları arasında virman yapmak suretiyle zorunlu karşılığa tabi tutarı değiştirebilmektedir.²⁴

Zorunlu karşılık, nemalandırılmadığı ya da piyasa faizleri altında nemalandırıldığı takdirde, bankalar için bir alternatif maliyet doğmaktadır. Söz konusu alternatif maliyet, bankaların zorunlu karşılık tutarı için vazgeçtikleri ya da elde edemedikleri piyasa faizidir. Dolayısıyla bir zorunlu karşılık dönemi içerisinde ortalama faizlerin yüksek olduğu günlerde karşılık düşük bırakılırken, faizlerin görece yüksek olduğu günlerde karşılık miktarı asgari düzeyde tutulabilmektedir. Zorunlu karşılık oranı gereğince tutulması gereken ortalama rezerv miktarı karşılanmak şartıyla, bankalar günler arasında bir rezerv kaydırma operasyonu yapabilmektedirler.²⁵ Yine de karşılık

²⁴ Paul Bennett ve Spence Hilton, “Falling Reserve Balances and the Federal Funds Rate,” Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Vol. 3, No. 5, Nisan 1997, ss. 1-6. Zorunlu karşılıkların varlığı, bir dönem ABD’de bankaların Federal Rezerv Sistemi’nden (“Federal Reserve System, FRS”) ayrılmasına sebep olmuştur. Bu durumun önüne geçmek amacıyla bazı eyaletlerde farklı zorunlu karşılık politikaları dahi uygulanmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; R. Albert Gilbert, “Effectiveness of State Reserve Requirements,” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Eylül 1978, ss. 16-20. Makro analiz modelinden (statik/dinamik rasyonel beklayişler modelinden) bağımsız olarak karşılık tutma ve hesaplama döneminin eş zamanlı olması parasal kontrol gücünü artırmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Bennett T. McCallum, “Money Stock Control with Reserve and Interest Rate Instruments under Rational Expectations,” National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 893, ss. 1-22.

²⁵ Seth Carpenter ve Selva Demiralp, “Anticipation of Monetary Policy and Open Market Operations,” International Journal of Central Banking, Vol. 2, No. 2, 2006, ss. 26-59; Ayrıca bakınız; Spence Hilton,

dönemi sonuna yaklaştıkça bankaların rezervlerle oynama kabiliyetleri de azalmaktadır. Bankaların rezerv dönemi içindeki beklentileri, rezerv tutma politikaları ve aldıkları açık/fazla pozisyon durumları, rezerv talebini doğrudan etkileyebilmektedir. Söz konusu faktörler, doğrudan bankalararası piyasa faiz hareketlerini de belirleyebilmektedir. Örneğin, bankaların fazla rezerv tutmayı tercih ettikleri dönemler, genellikle bankalararası piyasa faiz oranlarının düşmeye meyil olduğu dönemlerdir.²⁶

1.2.1.3. Makro-İhtiyatlı Politika Aracı Olma Niteliği

Zorunlu karşılık politikasına genellikle “istisnai” durumlarda, örneğin kriz dönemlerinde, daha çok başvurulmaktadır. Zira geleneksel politika hedeflerinin ötesinde hedefler belirlendiği ya da geleneksel politika araçlarının etkinlik alanı dışında kalan araçlara ihtiyaç duyulduğunda, zorunlu karşılıklar para otoritelerince bir araç tercihi olarak değerlendirilebilmektedir. Merkez bankası fiyat ve finansal istikrar arasında keskin bir ayrıma giderek zorunlu karşılık politikasını finansal istikrara ve bilhassa kredi hacim büyümesine özgüleyebilmektedir. Kısacası zorunlu karşılıklar devrevi hareketlere karşı makro ihtiyatlı bir politika aracı olarak kullanılabilir. Bu anlamda politika faiz aracının bir ikamesi olduğu düşünülebilir.²⁷ Örneğin yoğun sermaye girişlerine maruz kalınması, faiz aracını etkisiz kılabilen merkez bankasını alternatif araçları kullanmaya yönlendirebilmektedir. Yoğun sermaye girişi altında herhangi bir politika faiz artırımını kısa vadeli piyasa faizlerini yükselteceğinden daha fazla sermaye girmesine ve yerel para biriminin aşırı değer kazanmasına neden olabilmektedir. Likidite ve kredi imkânları daha da bollaşmakta ve ihracat sektörlerinin rekabet gücü aşınabilmektedir. Bu durumda merkez bankası, sermaye girişlerinin yurtiçi likidite ve kredi koşulları üzerindeki etkisini hafifletmek amacıyla zorunlu karşılık aracını tercih edebilmektedir.

“Recent Developments in Federal Reserve System Liquidity and Reserve Operations,” Federal Reserve Bank of New York, Working Paper, 2008, s.194.

²⁶ Spence Hilton ve Warren B. Hrun, “The Impact of Banks’ Cumulative Reserve Position on Federal Funds Rate Behavior,” International Journal of Central Banking, Vol. 6, No. 3, 2010, ss. 101-112

²⁷ Pablo Federico, Carlos A. Vegh ve Guillermo Vuletin, “Reserve Requirement Policy over the Business Cycle,” National Bureau of Economic Research, Working Paper, No. 20612, Kasım 2014, ss. 1-15.

Ne var ki, zorunlu karşılık tek başına fiyat istikrarını sağlamak için yeterli bir araç değildir.²⁸

Zorunlu karşılık oranındaki değişimler, bankacılık sektörü bilançosu üzerinden bir makro-ihtiyatlı politika aracı olarak kredi hacmini iki yönden etkileyebilmektedir: Maliyet ve likidite aktarım kanalı. Zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını hızlandırmadan bilhassa sıkılaştırıcı para politikası uygulamaya kısmen imkân tanımaktadır. Maliyet anlamında, zorunlu karşılıklar için herhangi bir nemalandırma yapılmaması, bankalar açısından mevduat kaynağını pahalılaştıran bir unsurdur. Zorunlu karşılıkların nemalandırılmadığı bir düzlemde, karşılık oranlarının sözgelimi artırılması, bankalar açısından mevduat maliyetini ve dolayısıyla ağırlıklı fonlama maliyetini daha pahalı hale getirmektedir. Böylesi bir sonuç ise, bankaların kredi faiz oranlarını yükseltmesi ve/veya faiz marjlarının bir kısmından vazgeçmesi ile sonuçlanmaktadır. Bilhassa piyasa faizlerinin görece yüksek olduğu dönemlerde, zorunlu karşılıkların alternatif maliyeti daha da yüksek olmaktadır. Bazen de zorunlu karşılık oranlarının artırılması bankaların mevduat faizlerini aşağı çekmek yönünde reaksiyon göstermesiyle sonuçlanabilmektedir. Mevduat faizlerinin gerilemesinin ise çok farklı sonuçları olabilmektedir. Zorunlu karşılıkların doğurduğu vergi benzeri maliyetin mevduat sahipleri ve kredi borçluları arasında (veya banka ile müşterileri arasında) nasıl paylaşılacağına ise bankalar arasındaki rekabet derecesi (ve de bankalar ile diğer finansal aracılar arasındaki rekabet derecesi) tarafından belirlendiği ileri sürmektedir.²⁹

²⁸ Christian Glocker ve Pascal Towbin, “The Macroeconomic Effects of Reserve Requirements,” Banque de France Working Papers, No. 374, 2012, ss. 1-22; A.e., ss. 1-12.

²⁹ Kredi piyasasında rekabetin sıkı olması sözkonusu vergi benzeri maliyetin mevduat sahipleri tarafından, mevduat piyasasında rekabetin sıkı olması ise, maliyetin kredi borçluları tarafından üstlenilmesi sonucunu doğurabilmektedir. Birçok ülkede, zorunlu karşılıkların mevduat-kredi net faiz marjını genişlettiği ve sözkonusu vergi benzeri maliyetin mevduat sahipleri ve kredi borçluları arasında bölüşüldüğü gözlemlenmiştir. Öte yandan, bankaların mevduata alternatif üretebildiği durumlarda ise, zorunlu karşılık aracının para ve kredi koşulları üzerindeki etkisi sınırlanmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Carmen M. Reinhart ve Vincent C. Reinhart, “On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems,” International Journal of Finance and Economics, Vol. 4, No. 1, Ocak 1999, ss. 35-54.

Dolayısıyla maliyet kanalıyla zorunlu karşılıkların kredi hacmine etkin ve hızlı bir şekilde yön vermesi her koşulda mümkün olamayabilmektedir.

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler, bankaların rezerv talebinin düzeyini belirlemektedir. Zorunlu karşılık oranlarının sözgelimi artırılması, bankaların ihtiyaç duydukları günlük rezerv miktarını ve dolayısıyla rezerv talebini de artırmaktadır. Sözkonusu talep artışı, veri düzeyde bir rezerv arzı karşısında, piyasa faizlerinin yükselmesi ile sonuçlanabilmektedir. Bu durum, zorunlu karşılık oranlarının likidite etkisi (yada likidite aktarım kanalı) olarak tanımlanmaktadır.³⁰ Ne var ki, günümüzde faiz ya da koridor faiz hedeflemesinin uygulandığı bir para rejiminde merkez bankasının faiz oranları üzerinde istikrar tesis etmek adına merkez bankası ihtiyaçları çerçevesinde rezerv arzını ayarlamaktadır. Dolayısıyla, zorunlu karşılık oranındaki artışa bağlı olarak yükselen rezerv talebi, genellikle daha yüksek bir rezerv arzı ile karşılanmaktadır. Diğer bir deyişle, bir yandan likidite çekilirken diğer yandan likidite enjekte edilmektedir. Zorunlu karşılık aracının etkinliği, merkez bankasının rezerv arzında olduğu gibi rezerv talebine de yön verebildiği varsayımına dayanmaktadır. Rezerv arzı sabitken, zorunlu karşılık oranı ile oynamak suretiyle bankaların rezerv talebi yönetilebilmektedir. Sözgelimi rezerv arzı sabitken zorunlu karşılık oranının artırıldığı bir dönemde, rezerv talebinin artması ve bankalararası piyasada kısa vadeli faizlerin yükselmesi beklenebilir. Rezerv talebi, faiz hedefine ulaşmaktan daha ziyade bankaların kaynak maliyetlerini artırmak amacıyla tercih edilen bir hedeftir.³¹

³⁰ Koray Alper ve S. Tolga Tiryaki, “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri,” TCMB Ekonomi Notları, No. 8, 2011, Nisan 2011, s. 5.

³¹ Öte yandan, faizlerin yükselmesini engellemek yani sözkonusu talep şokunun tesirini massedeabilmek adına rezerv arz miktarı da tamamlayıcı/destekleyici bir şekilde kullanılabilir. Böylelikle bankalararası piyasada faiz anlamında bir istikrar sağlanabilir. Detaylı bilgi için bakınız; Benjamin J. Friedman ve Kenneth N. Kuttner, “Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?,” **Handbook of Monetary Economics**, Vol. 3B, Ed. Benjamin M. Friedman ve Michael Woodford, North-Holland, Amsterdam, 2011, s. 1365.

Bankaların rezerv talebinin altında yatan sebepler; merkez bankası tarafından belirlenen zorunlu karşılıklar, bankaların sözleşmesel yükümlülükleri, bankalararası transferler, bankaların müşteri kaynaklı nakit ihtiyaçları ve bankaların kendilerince risksiz bir plasman aracı fazla rezerv tutma eğilimleridir. Söz konusu sebeplerden dolayı bankalar merkez bankası nezdinde rezerv tutmaktadırlar.³² Karşılık oran artırımı, bankaları daha az likit ve daha az karlı bir pozisyona geçirmektedir. Bankalar ise, karlılıklarını korumak adına genellikle mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki net faiz marjını artırmaktadırlar. Nihayetinde, kredi hacmi artış hızının düşürülmesi amaçlanmaktadır. Sonuçları itibariyle zorunlu karşılık oranları mevduat üzerine konulmuş bir vergi gibi değerlendirilmektedir.³³ Faizlerin görece yüksek olduğu dönemlerde, alternatif maliyet de büyümektedir.³⁴

Maliyet ve likidite kanalı, zorunlu karşılıkların makro-ihtiyatlı bir araç olarak devreye sokulduğu her koşulda aynı yönde hareket etmeyebilmektedir. Bazı koşullarda, zorunlu karşılıklardaki değişim birbirine tamamen zıt iki aktarım kanalı üzerinden kredi hacmine yön verebilmektedir. Birincisinde zorunlu karşılık artışı daha yüksek kredi faizi ile sonuçlanıp toplam talep düzeyinin zayıflamasına, ikincisinde ise zorunlu karşılık maliyetinin mevduata yansıtılarak mevduat faizlerinin gerilemesi ve nihayetinde toplam talep düzeyinin güçlenmesine sebep olmaktadır. Öncelikle, veri bir para tabanı düzeyinde, zorunlu karşılıkların artması parasal büyüklüklerin görece küçülmesi anlamına gelmektedir. Bankalar artan zorunlu karşılık oranları sebebiyle ihtiyaç duydukları rezerv düzeyine ulaşabilmek adına daha fazla mevduat toplamayı ve dolayısıyla daha yüksek mevduat faizi önermeyi tercih edebilmektedirler. Mevduat faizinin yükselmesi ise hanehalkı ve şirketlerin tüketim/yatırım eğilimlerini ve neticede fiyat artışlarını dizginlemektedir. Bankaların marjinal fonlama oranlarını artıracak

³² Board of Governors of The Federal Reserve System, **The Federal Reserve System: Purposes and Functions**, Washington D.C., Ocak 2005, ss. 30-32.

³³ Charles A. E. Goodhart, "The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts," *Economica*, Vol. 76, No. 1, 2009, s. 825.

³⁴ Mevduat faiz oranı ne derece yüksekse zorunlu karşılıkların alternatif maliyeti de o derece yüksek olmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Feinman, a.g.e., s. 576.

böylesi bir tercih, kredi faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır. Karşılıklara uygulanan faiz oranının piyasa faiz oranlarından düşük olması (ya da zorunlu karşılıklar için faiz verilmemesi) durumunda karşılık oranlarındaki artışlar mevduat faizi ile kredi faizi arasındaki net faiz marjının açılması ile sonuçlanmaktadır. Bu durumda, kredi faizleri mevduat faizlerinden genellikle daha büyük oranda yükselmektedir.³⁵

Zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi, mevduat faizleri üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturabilmektedir. Yeteri kadar likiditeye ya da alternatif fonlama kaynaklarına sahip olmaları ön koşuluyla bankalar zorunlu karşılık oran artışı sebebiyle mevduat faizlerini düşürmeyi tercih edebilmektedirler. Mevduat faizlerinin düşmesi ise hanehalkı ve şirketlerin tüketim/yatırım eğilimlerini ve neticede fiyat artışlarını kuvvetlendirmektedir. Diğer yandan zorunlu karşılıkların yükseltilmesi, kredi faizlerini farklılaştırmamaktadır, zira mevduat faizleri düşmekte ve merkez bankası politika faizi sabit kalmaktadır.³⁶ Bu durumda da, mevduat faizlerinin gerilemesine bağlı olarak net faiz marjı yine açılmakta ancak kredi hacmi etkilenmemektedir. Mevduat ve kredi faiz oranlarındaki yönelişler büyük oranda bankaların hâlihazırda sahip oldukları fazla likidite miktarına, mevduatın başka kaynaklarla ikame edilebilirliğine, bankacılık sektörünün rekabet yapısına ve bankaların risk ve karlılık algılarına bağlı olmaktadır. Bir başka deyişle zorunlu karşılıkların faizleri ve enflasyonu hangi yönde değiştireceği bankaların likidite, rekabet ve risk/getiri algılarına dayanmaktadır.

Klasik ekonomi kitaplarındaki mekanik işleyişe göre, zorunlu karşılık miktarındaki değişimler, merkez bankasının para tabanını sabit tuttuğu varsayımı altında, para çarpanını değiştirmek suretiyle para arzını ve dolaylı olarak reel aktiviteyi etkilemektedir. Ne var ki, faiz (ve/veya kur) hedeflemesinin uygulandığı durumlarda,

³⁵ Christian Glocker ve Pascal Towbin, “Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When They Are Effective,” Banque De France Document, No: 363, Şubat 2012, ss. 23-24.

³⁶ Pierre-Richard Agenor ve Luiz A. Pereira da Silva, “Macroprudential Regulation and the Monetary Transmission Mechanism,” Central Bank of Brazil Working Papers Series, No. 254, 2013, ss. 34-35.

zorunlu karşılıkların faiz ve/veya kur üzerinde meydana getirebileceği etkileri mas etmek adına para tabanının da değişmesi zorunlu olmaktadır. Hem faiz (ve/veya kur) hedeflemesi hem de zorunlu karşılıkların politika aracı olarak kullanıldığı durumlarda karşılık oranları ile oynanması, mevduat ve kredi faizleri arasındaki fark ya da marjın açılmasına sebep olmaktadır. Zorunlu karşılık oran değişiklikleri sonucunda mevduat faiz oranları ve/veya kredi faizlerinin değişmesi beklenebilir. Böylesi bir netice politika araç ve ara ve nihai hedefleri açısından da ayrıca bir paradoks/çatışma oluşturmaktadır. Kredi hacmindeki büyümeyi dizginlemeye yönelik bir zorunlu karşılık oranı artışı, bir yandan maliyet ve likidite üzerinden kredi hacmini aşağı çekerken öte yandan fiyat istikrarını bozabilmektedir. Zorunlu karşılıkların artışlarının mevduat faizini aşağı çekmesi, harcamaları teşvik etmektedir. Normal koşullar altında, zorunlu karşılıkların artırılmasının enflasyonun baskı altına alınmasına yardımcı olması beklenmektedir. Öte yandan, mevduat hacmindeki daralma para çarpanı yolu ile kredi hacmini ve de yatırım harcamalarını düşürmektedir.³⁷ Sonuç olarak zorunlu karşılık aracı tüketim ve yatırım harcamaları üzerinde birbirine zıt etkiler doğurabilmektedir. Oysa ki faiz aracı her iki harcama grubuna aynı yönde etki etmektedir.³⁸

³⁷ Mevduat faizlerinde ve genel olarak getiri oranlarındaki gerilemenin bir başka yansıması daha olmaktadır: Diğer tüm değişkenlerin sabit kaldığı varsayımı altında, mevduat faiz oranlarının düşmesi, sermaye çekilişlerine ve buna bağlı olarak kurların yukarı yönlü hareket etmesine sebep olmaktadır. Sonuç olarak cari dengeyi ve genel olarak ödemeler dengesini de dolaylı olarak zorunlu karşılıklardan etkilenebilmektedir. Bu durumda, zorunlu karşılık aracının özellikle, döviz borçlanmaların görece arttığı dönemlerde daha etkili olabileceği beklenmektedir. Detaylı bilgi için bakınız; Glocker ve Towbin, a.g.e., s.5.

³⁸ Carl E. Walsh, "Discussion of Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?" International Journal of Central Banking, No. 8, Vol. 1, Mart 2012, ss. 119-126. Faizlerle oynamanın pek mümkün olmadığı bir ekonomik düzlemde, zorunlu karşılıklar gerçekleşen enflasyonu hedeften saptırabilmektedir. Bu sebeple zorunlu karşılık aracı sadece ve sadece kredi hacmine yönelik kullanılmalıdır. Detaylı bilgi için bakınız; Walsh, a.g.e., s. 124; Glocker ve Towbin, a.g.e., s.5.

Tablo 1: Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Artışın Etkileri*

		Durum-1	Durum-2	Durum-3
1. Bankacılık	Mevduat Faiz Oranları	—	↓	↓
	Kredi Faiz Oranları	↑	—	↑
	Net Faiz Marjı	↑	↑	↑
	Kredi Hacmi	↓	—	↓
2. Reel Ekonomi	Harcamalar	↓	↑	↑
	Yatırımlar	↓	—	↓
	İç Talep Düzeyi	↓	↑	●
	Kur	—	↑	↑
	Dış Talep Düzeyi	—	↑	↑
	Toplam Talep	↓	↑	●
3. İstikrar	Fiyat İstikrarı (Enflasyon)	↓	↑	●
	Finansal İstikrar (Kredi Hacmi)	↓	—	↓

*Söz konusu zorunlu karşılık oranları artışının bankalar tarafından karşılanmadığı, mevduat ve kredi müşterilerine yansıtıldığı varsayımına dayanmaktadır.

Yukarıda bahsi geçen, zorunlu karşılık oranlarındaki bir artışın mevduat ve kredi faizleri üzerinden makroekonomik değişkenler ve finansal istikrarla olan ilişkinin vektör ve

şiddeti, aslında oldukça farklı varsayım ve etkenlere dayanmaktadır. Bunlardan en önemlisi, zorunlu karşılık artışlarının net faiz marjını yükseltmesine dayanmaktadır ki, bankaların zorunlu karşılık artışına bağlı olarak ortaya çıkan maliyeti tamamen müşterilerine yansıtacakları tahmin edilmektedir. Oysa ki bankalar sözkonusu maliyeti kısmen ya da tamamen absorbe edebilmekte, yani maliyete kendileri katlanabilmektedir. Bu durumda bankaların efektif net faiz marjı düşebilmektedir. Net faiz marjının daralmasına bağlı olarak, kredi hacminin düşmesi beklense de, bankaların risk ve karlılık algıları ile genel ekonomik canlılığa bağlı olarak kredi talebi, kredi hacminin düzeyini tayin edebilmektedir. Hedeflenen karlılık rasyolarını korumak adına bankalar daha düşük bir net faiz marjın düzeyinde daha fazla kredi açmak tercihinde bulunabilmektedirler. Kaldı ki, riske uyarlanmış net faiz marjının, alternatif getiri oranlarına göre pozisyonu bankaların aktiflerini şekillendirmelerinde belirleyici olmaktadır. Başka bir deyişle, kredi faiz getirilerinin görece yüksek olduğu bir dönemde varlık tercihlerini krediden yana kullanmaktadırlar. Ayrıca bankalar, zorunlu karşılığa tabi kaynaklardan alternatif kaynaklara yönelebilmekte yani mevduattan daha ucuz kaynaklara yönelebilmektedir. Böylelikle zorunlu karşılık aracını kısmen ya da tamamen etkisiz kılabilirler.

Belki de en temel bir başka varsayım ise, zorunlu karşılık aracının tek başına kredi hacmine özgülenebileceği ve etkili olabileceğine dayanmaktadır. Ne var ki, likidite koşulları ve faiz oranlarının kredi piyasasıyla olan bağlantısı, zorunlu karşılık oranlarına göre oldukça sıkı ve doğrudandır. Bu sebeple, zorunlu karşılık oranlarının etkinliği, likidite koşulları ve faiz oranları ile olan ilişkisi çerçevesinde ele alınmalıdır. Görece kolay ve ucuz likidite koşullarında bankalar alternatif kaynaklardan borçlanabilmekte ve kredi portföylerini genişletebilmektedirler. Bazı arızeli durumlarda ise, bankalar kredi arzını daha ziyade kendi öz sermayelerinden karşılayabilmektedirler.

1.2.1.4. Zorunlu Karşılık Aracının Türkiye’deki Kullanımı

Kriz öncesi dönemde zorunlu karşılıkları düzenleyen yasal çerçeve³⁹ en son 2005 yılında son haline getirilmiştir. Krizle birlikte, karşılıkların aktif bir araç olarak kullanılması ile yasal çerçevede açıklanan tebliğlerle bir hayli değişmiştir. Küresel piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite ve döviz miktarını ayarlamak amacıyla zorunlu karşılık oranları zaman zaman düşürülmüş ya da yükseltilmiştir. Kriz döneminde bankaların zorunlu karşılığa dayanan maliyetlerini azaltmak ve piyasada likiditeyi bollaştırmak yoluyla krediler arzı desteklenmiştir.⁴⁰ Sonrasında ise zorunlu karşılık oranları ile sağlanan bol likidite koşulları tedricen sıkılaştırılmış ve bazen de küresel büyüme üzerine kaygılar sebebiyle tekrar genişletilmiştir.⁴¹ Bu süreçte zorunlu karşılık oranlarının uygulaması da evrimleşmiştir. Para birimi, vade yapısı,⁴² karşılıklara tabi yükümlülüklerin kapsamı yani zorunlu karşılık tabanı,⁴³ hesaplama dönemleri,⁴⁴ karşılıkların belirli kısımlarının rezerv opsiyon katsayıları kapsamında döviz ve altın

³⁹ T.C. Merkez Bankası, 14/01/1970 tarihli ve 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanununun 40 ıncı maddesinin (II) numaralı fıkrasına dayanarak bankaların bilançolarının pasif tarafında yer alan belirli yabancı kaynak gruplarına istinaden ayırmaları gereken karşılıkları düzenleyebilmektedir. Bu kapsamda, gerek Türk Lirası (TL) gerekse yabancı para (YP) vadesiz, vadeli, ihbarlı mevduatlar/katılma hesapları, özel cari ve özel fon hesapları, kıymetli maden depo hesapları ile yurtdışı yükümlülükler için bankaların T.C. Merkez Bankası nezdinde tutmaları gereken karşılık oranları belirlenmektedir.

⁴⁰ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2008 – 63, 5 Aralık 2008; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2010 – 20, 26 Nisan 2010; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2010 – 41, 29 Temmuz 2010.

⁴¹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2009 – 51, 16 Ekim 2009; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2010 – 63, 12 Kasım 2010; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 03, 24 Ocak 2011; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 12, 23 Mart 2011; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 21, 21 Nisan 2011; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 47, 5 Ağustos 2011; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 62, 5 Ekim 2011; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 65, 6 Ekim 2011; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 70, 27 Ekim 2011;

⁴² Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2010 – 68, 17 Aralık 2010. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 40, 25 Temmuz 2011

⁴³ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 85, 24 Aralık 2013

⁴⁴ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 57, 3 Ağustos 2012;

cinsinden tutulabilme imkânı ve rezerv opsiyon katsayısının kademelendirilmesi,⁴⁵ bankalar dışındaki aracı kuruluşların yükümlülüklerinin de zorunlu karşılık kapsamına alınması⁴⁶ gibi daha birçok uygulamaya dair değişiklikler yapılmıştır.

T.C. Merkez Bankası'na düzenlenen ve uygulanan zorunlu karşılık oranları ile ilgili kredi koşullarını sıkılaştırma ve gevşetmeye dönük değişiklikleri kronolojik sıraya göre aşağıdaki şekilde detaylandırmak mümkündür:

- Zorunlu karşılıkların bir sonraki dönem telafi edilmek ve belirli bir oranla bağlı kalmak koşuluyla eksik/fazla tutulması olanağı getirilmiş,⁴⁷
- Zorunlu karşılıkların kapsamı genişletilmiş,⁴⁸

⁴⁵ Bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacının kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle (yabancı para faiz oranlarındaki alternative maliyete bağlı olarak) karşılanabilmesi ve aynı zamanda döviz rezervlerinin desteklenmesi amacıyla, yükümlülükler için tesis edilmesi gereken döviz ve altın rezerv opsiyon katsayıları tedricen yükseltilmiştir. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 55, 12 Eylül 2011; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 25, 27 Mart 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 37, 29 Mayıs 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 54, 19 Temmuz 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 62, 11 Eylül 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 67, 18 Eylül 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 75, 18 Ekim 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 80, 20 Kasım 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 87, 18 Aralık 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 02, 22 Ocak 2013; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 10, 19 Şubat 2013; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 17, 26 Mart 2013; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 26, 16 Nisan 2013; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 32, 16 Mayıs 2013

⁴⁶ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 71, 4 Ekim 2013.

⁴⁷ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'ndan Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 27433, 15 Aralık 2009.

⁴⁸ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'ndan Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 27456, 8 Ocak 2010; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'ndan Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28862, 25 Aralık 2013.

- Zorunlu karşılıklar için T.C. Merkez Bankası tarafından ödenen faiz kaldırılmış,⁴⁹
- TL zorunlu karşılık oranları mevduat (ve genel olarak bankaların kaynak) türleri ve vadelerine göre farklılaştırılmış,⁵⁰
- YP zorunlu karşılık oranları mevduat (ve genel olarak bankaların kaynak) türleri ve vadelerine göre farklılaştırılmış,⁵¹
- Zorunlu karşılığa tabi fonların bazıları (repo gibi), 14 günlük bir yükümlülük dönem yerine, iki yükümlülük dönemi ortalaması alınmak suretiyle hesaplanarak zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerle dâhil edilmiş,⁵²
- Kıymetli maden depo hesapları zorunlu karşılıklar kapsamına alınmış,⁵³
- TL zorunlu karşılıkların bir kısmının YP olarak tutabilme imkânı sağlanmış,⁵⁴
- TL zorunlu karşılıkların bir kısmının standart altın cinsinden tutabilme imkanı tanınmış,⁵⁵
- Rezerv opsiyon katsayısı uygulaması yürürlüğe sokulmuş ve bu kapsamda belirli dilimlere denk gelen TL karşılıklar için o dilime denk gelen katsayı çarpanı üzerinden hesaplanacak karşılığın YP olarak tutulmasına olanak sağlanmış,⁵⁶
- Rezerv opsiyon katsayı uygulaması genişletilmiş, katsayı çarpanı üzerinden hesaplanacak karşılığın altın olarak tutulması imkanı tanınmış,⁵⁷

⁴⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 27708, 23 Eylül 2010.

⁵⁰ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 27788, 17 Aralık 2010.

⁵¹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 27913, 22 Nisan 2011.

⁵² Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 47, 5 Ağustos 2011.

⁵³ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28052, 12 Eylül 2011.

⁵⁴ A.e.

⁵⁵ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28103, 2 Kasım 2011.

⁵⁶ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28309, 31 Mayıs 2012.

⁵⁷ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28331, 22 Haziran 2012

- Rezerv opsiyon katsayısı tedrici olarak yükseltilmiş ve belirli asgari oranlarda döviz ve altın tutma zorunluluğu getirilmiş ve dönemler arasında belirli oranlarda yükümlülüğün taşınabilme olanağı verilmiş,⁵⁸
- Zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyon katsayıları değiştirilmiş,⁵⁹
- Bankaların kaldıraç oranlarına dayalı zorunlu karşılık yükümlülükleri belirlenmiş ve farklı kaldıraç oranları için ilave zorunlu karşılık tutma yükümlülüğü getirilmiş,⁶⁰
- Finansman şirketleri de zorunlu karşılığa tabi tutulmuştur.⁶¹

Zorunlu karşılık, belirlenen oranlar üzerinden 14 günlük dönemler halinde T.C. Merkez Bankası nezdindeki hesaplarda tutulmaktadır. Daha sonra getirilen rezerv opsiyon katsayıları imkanı ile belirli oranlarda yabancı para birimi cinsinden de tesis edilmektedir. Cari tesis dönemi ilgili hesaplamada dikkate alınmaktadır. Bankalar, tutmaları gereken zorunlu karşılıkları gün bazında eksik ya da fazla tutabilmektedirler, yani dönem ortalaması hesaplamada dikkate alınmaktadır. Zorunlu karşılıkların dönemsel olarak tutulması, bankaların karşı karşıya kalabilecekleri olası likidite

⁵⁸ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28359, 20 Temmuz 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28446, 19 Ekim 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28474, 21 Kasım 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 57, 3 Ağustos 2012.

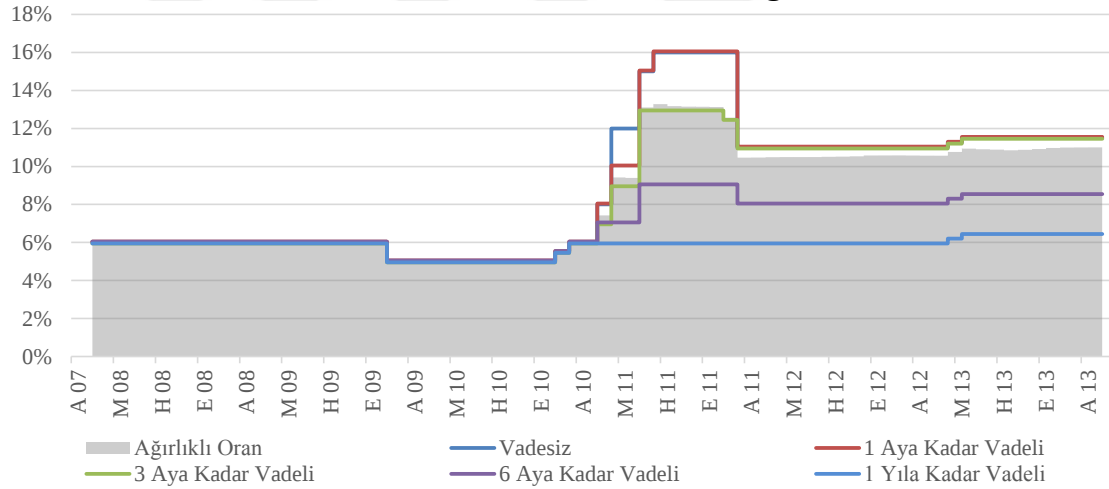
⁵⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28502, 19 Aralık 2012; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28565, 20 Şubat 2013; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28601, 28 Mart 2013; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28621, 17 Nisan 2013; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28650, 17 Mayıs 2013.

⁶⁰ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28502, 19 Aralık 2012.

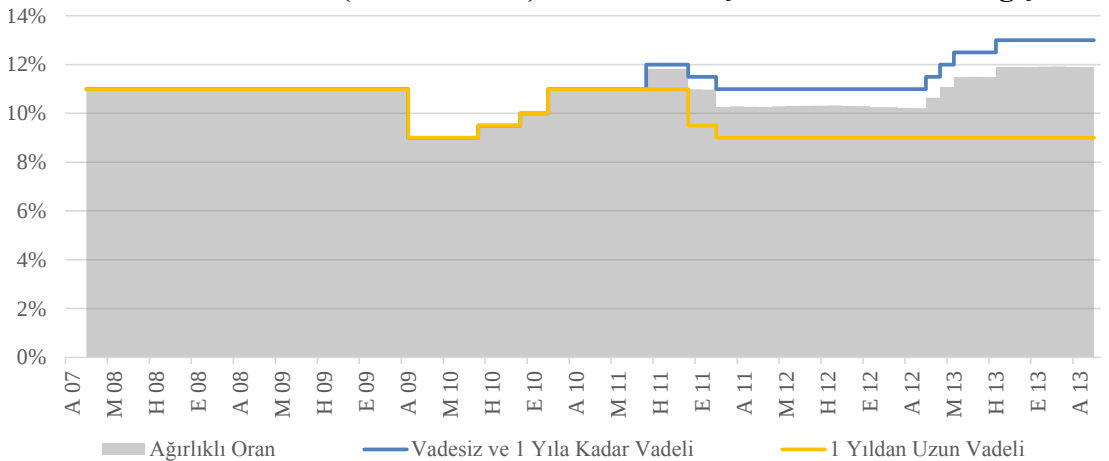
⁶¹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28785, 4 Ekim 2013; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, *T.C. Resmi Gazete*, 28818, 11 Kasım 2013.

risklerini ve de piyasa faizlerindeki oynaklığı bertaraf etmeye yönelik bir kolaylık niteliğindedir. Ayrıca, yine belirlenen oranlarda bir tesis döneminde diğerine karşılık aktarmak mümkün olabilmekte, yani belli oranlarda tesis dönemleri arasında geçişkenliğe müsaade edilmektedir. T.C. Merkez Bankası'nın zorunlu karşılıklar üzerinde oldukça yoğun değişiklikler yapması, oranların artırılma/düşürülme kararlarının da ötesine geçerek karşılık politikasına sözkonusu dönemde ne derece önem atfedildiğinin bir göstergesi sayılabilir. Başka bir deyişle, yeni politika karmasında politika yapıcılar için etkinliğine inanılan bir araç olarak kullanıldığı aşikârdır.

Grafik 3: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranlarının Değişimi



Grafik 4: Yabancı Para (USD ve EUR) Zorunlu Karşılık Oranlarının Değişimi



Kaynak: T.C. Merkez Bankası EVDS

Bankacılık sisteminin, Türk Lirası likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkin bir şekilde kullanılması, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması ile altının ekonomiye kazandırılması amaçlarıyla para politikası aracı olarak rezerv opsiyonu mekanizması kullanılmaya başlanmıştır.⁶²

Zorunlu karşılık aracına bağlı bir türev politika aracı olarak rezerv opsiyon mekanizması uygulanmaktadır. Tıpkı zorunlu karşılık aracı gibi, rezerv opsiyon mekanizması da finansal riskleri (likidite hacmi ve döviz piyasasındaki oynaklığı) hafifletmeye yönelik makro-ihtiyatlı bir politika aracı olarak tasarlanmış ve uygulanmıştır. Türk Lirası zorunlu karşılıkların bir kısmının döviz cinsinden tesis edilmesine imkân tanınmaktadır. Böylelikle;

- (i) Rezerv opsiyon katsayısı ile TL bazında miktar olarak daha fazla zorunlu karşılık tutulmasına yol açmakta ve böylelikle sınırlı da olsa likidite etkisiyle kredi hacim büyümesini dizginlediği düşünülmekte,⁶³
- (ii) TL zorunlu karşılıkların alternatif maliyeti düşürülmekte, ayrıca TL ve YP zorunlu karşılıkların maliyetleri arasındaki fark daraltılmakta,⁶⁴
- (iii) TL ve YP miktarının bankalarca ayarlanmasına yönelik bir esneklik tanımakta,⁶⁵
- (iv) Bankaların döviz rezervleri güçlendirilerek, bankaların yabancı para yükümlülükleri ile varlıkları arasında denge sağlanmakta,⁶⁶

⁶² T.C. Merkez Bankası, “Finansal İstikrar Raporu,” No. 14, Ankara, Mayıs 2012, ss. 61-64.

⁶³ Koray Alper, Hakan Kara ve Mehmet Yörükoğlu, “Rezerv Opsiyon Mekanizması,” T.C. Merkez Bankası Ekonomi Notları, No. 2012-28, Ankara, 2012, ss. 5-13; Doruk Küçüksaraç ve Özgür Özel, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması,” T.C. Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 12/32, Ankara, Kasım 2012, s. 1.

⁶⁴ A.e., ss. 2-3.

⁶⁵ Alper, Kara ve Yörükoğlu, a.g.e., ss. 5-13.

- (v) T.C. Merkez Bankası'nın brüt döviz rezervleri artmış, piyasaya döviz alım ya da satımı yönündeki ihtiyacı azaltmakta,⁶⁷
- (vi) Para takası (swap) yoluyla döviz yükümlülüklerin önce TL'ye, sonra vadesinde tekrar YP'ye dönüştürülmesi ihtiyacı görece giderilmekte,⁶⁸
- (vii) Sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemlerde TL'nin aşırı değerlenmesini, zayıfladığı dönemlerde ise aşırı değer kaybetmesini sınırlamaktadır. Yani bilhassa döviz kuru üzerinde otomatik istikrarlandırıcı bir mekanizma olduğu savunulmaktadır.⁶⁹

Rezerv opsiyon katsayıları ile bir birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz veya altın miktarı belirlenmiştir. Rezerv opsiyon katsayılarının artırılması veya azaltılması sayesinde, döviz kurlarındaki oynaklığın azaltılmasına katkıda bulunmuştur.⁷⁰ 2012-13 yılları boyunca rezerv opsiyonu mekanizmasının kademeli

⁶⁶ Küçüksaraç ve Özel, a.g.e., s. 3.

⁶⁷ Arif Oduncu, Yasin Akçelik ve Ergun Ermişoğlu, "Reserve Option Mechanism and FX Volatility," T.C. Merkez Bankası Working Paper, No. 13/03, Ankara, Şubat 2013, ss. 2-16;

⁶⁸ Alper, Kara ve Yörükoğlu, a.g.e., s. 14.

⁶⁹ Oduncu, Akçelik ve Ermişoğlu, a.g.e., ss. 2-16; Alper, Kara ve Yörükoğlu, a.g.e., ss. 5-13; Ahmet Faruk Aysan, Salih Fendioğlu ve Mustafa Kılınç, "Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey," T.C. Merkez Bankası Working Paper, No. 14/03, Ankara, Şubat 2014, ss. 2-20; Öte yandan, T.C. Merkez Bankası'nın bilhassa sermaye çekilişleri esnasında likiditeyi kısararak Türk Lirası faizleri yükseltmek suretiyle kurdaki aşırı artışları kısma çalışması ROM mekanizması üzerinde paradoksal bir etki üretmektedir. T.C. Merkez Bankası bir yandan sermaye çekilişleri sırasında döviz kuru dalgalanmalarını engellemek amacıyla TL likiditeyi kısararak piyasa faizlerini yukarı doğru itmekte ve kur artışlarını baskılamaktadır. Diğer yandan, TL piyasa faizlerinin yükselmesi ise bankaların rezerv opsiyon imkanını daha fazla kullanması ile sonuçlanabilmekte ve piyasadaki serbest döviz miktarı azalmaktadır. Sonuç olarak döviz kurundaki dalgalanma daha da şiddetlenebilmektedir. Parasal sıkılaştırmanın doğurduğu böylesi bir etki rezerv opsiyon imkanının hedefine aykırı düşebilmektedir. Keza Fed'in üçüncü miktarsal genişlemeyi tedricen sonlandıracağını açıkladığı 2013 Mayıs ayından itibaren yükselen TL faizler sebebiyle rezerv opsiyon mekanizmasının etkinliği sınırlanmış, yani döviz kurundaki dalgalanma/kırılganlık şiddetlenmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Oğuz Aslaner, Uğur Çıplak, Hakan Kara ve Doruk Küçüksaraç, "Reserve Option Mechanism: Does It Work as an Automatic Stabilizer?" T.C. Merkez Bankası Working Paper, No. 14/38, Ankara, Ekim 2014, ss. 1-14; Hüseyin Aytuğ, "Does The Reserve Options Mechanism Really Decrease Exchange Rate Volatility? The Synthetic Control Method Approach," MPRA Paper, No. 71400, 1 Ocak 2016, ss. 1-11; Doruk Küçüksaraç ve Özgür Özel, "Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması," T.C. Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 12/32, Ankara, Kasım 2012, s. 1.

⁷⁰ Detaylı bilgi için bakınız; T.C. Merkez Bankası, a.g.e., Mayıs 2012, ss. 61-64.

olarak daha etkin bir şekilde devreye girmesi, faiz koridorunun sermaye akımları ve döviz kurundaki oynaklıklara karşı kullanılmasına olan gereksinimi azaltmıştır. Daha da önemlisi, rezerv opsiyon mekanizması bankaların bilanço kompozisyonlarına yönelik bir takım sonuçları olmuştur. TL zorunlu karşılık yükümlülüğü için T.C. Merkez Bankası serbest hesaplarda tutulan TL tutarı gerilerken, YP cinsinden bloke hesaplarda tutulan zorunlu karşılıklar artmıştır. T.C. Merkez Bankası'nda zorunlu karşılık olarak tutulan TL tutarının azalmasına bağlı olarak, T.C. Merkez Bankası'ndan repo yoluyla borçlanmalar ve piyasadaki TL likidite açığı azalmıştır. Bu çerçevede, repo işlemlerinden sağlanan TL fonlar gerilemiş, repo işlemlerine bağımlılık azalmıştır. Söz konusu azalış, bankaların TL faiz maliyetlerini azaltmış ve net faiz gelirlerini olumlu etkilemiştir. Öte yandan zorunlu karşılıklar için döviz ve altın cinsinden tesis edilen tutarların bir kısmı likit varlıklarla finanse edilirken, önemli bir kısmı yabancı para cinsinden borçlarla finanse edilmiştir. YP cinsinden pasifler giderek artmıştır.⁷¹ Ayrıca döviz cinsinden borçlanmaların büyük bir kısmının bankalarca döviz ve altın zorunlu karşılık tesisinde kullanılması yabancı para kredi büyümesini sınırlamıştır. Benzer şekilde, bankaların yabancı para nakit ve benzeri varlıklarının bilanço içindeki payı ve bu varlıkların yabancı para yükümlülükleri karşılama oranı artmıştır.⁷²

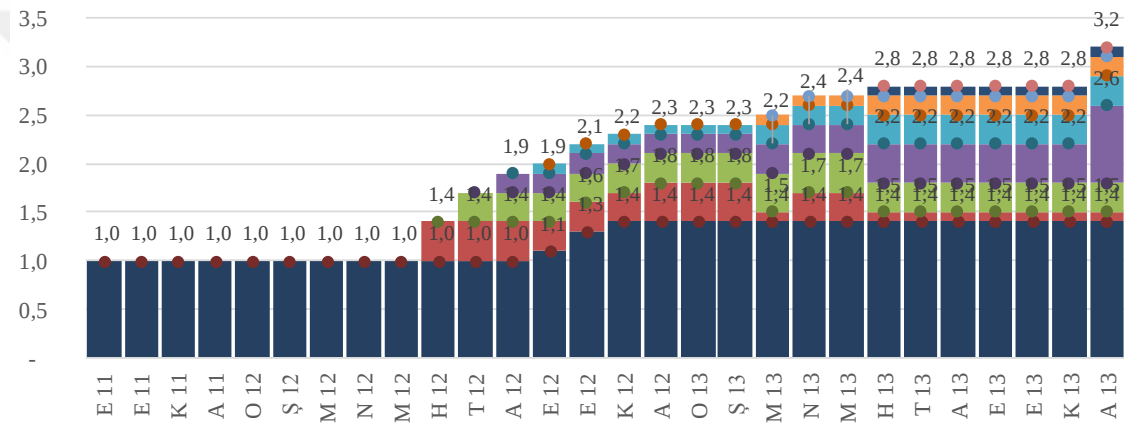
Rezerv opsiyon imkanının kullanılma derecesini belirleyen en önemli unsur TL piyasa faizleri olmaktadır. Bilhassa bankaların kısa vadeli fonlama kanalları olan T.C.

⁷¹ T.C. Merkez Bankası, "Finansal İstikrar Raporu," No. 15, Ankara, Kasım 2012, ss. 62-63.

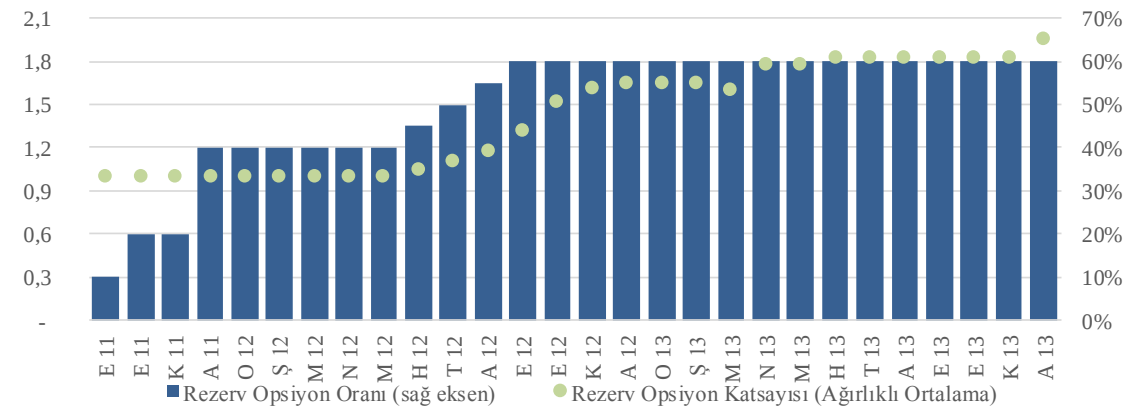
⁷² Bankacılık sisteminin, Türk Lirası likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması ile altının ekonomiye kazandırılması amaçlarıyla para politikası aracı olarak Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) kullanılmaya başlanmıştır. ROM, bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini döviz ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan uygulamayı, Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) ise birim Türk Lirası zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz veya altını belirleyen katsayıları ifade etmektedir. ROK'un artırılması veya azaltılması sayesinde, sermaye hareketlerindeki oynaklığın Finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkisini gidermek amacıyla T.C. Merkez Bankası'nın piyasaya döviz alım veya satımı yönünde müdahale ihtiyacı azalmış olup, zorunlu karşılıklar otomatik dengeleyici özelliği göstererek döviz kurlarındaki oynaklığın azaltılmasına katkıda bulunmuştur. Detaylı bilgi için bakınız; T.C. Merkez Bankası, a.g.e., Mayıs 2012, ss. 61-64.

Merkez Bankası açık piyasa işlemleri ve BIST (“BIST”) gecelik repo oranları, rezerv opsiyonu kullanım oranları üzerinde en önemli belirleyicileri olmaktadır. Ne var ki, bankaların rezerv opsiyonu kullanım tercihi, asla likidite koşulları tarafından dikte edilmemekte, daha ziyade kısa vadeli döviz-Türk Lirası faiz oranları farkı yani karı maksimize etme davranışları tarafından belirlenmektedir.⁷³

Grafik 5: Zorunlu Karşılık Rezerv Opsiyon Katsayıları Değişimi

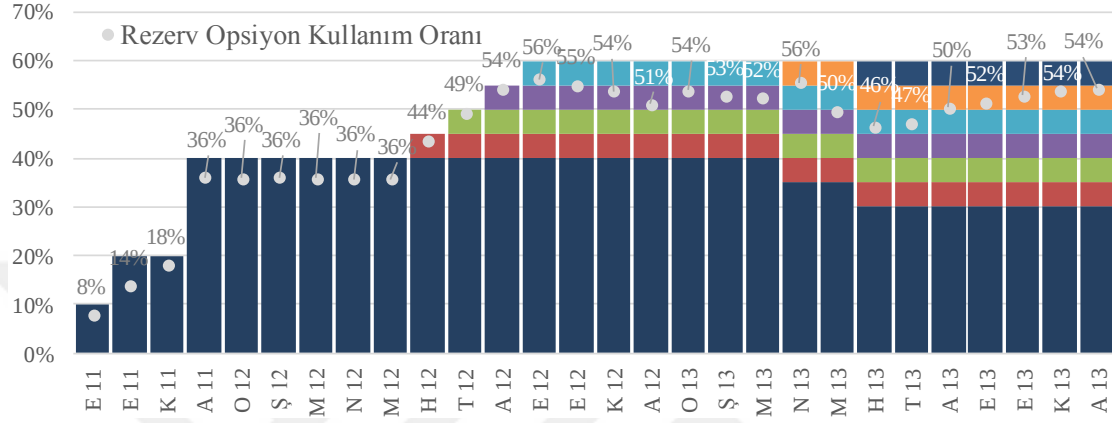


Grafik 6: Zorunlu Karşılık Rezerv Opsiyon Oranı ve Ağırlıklı Ortalama Opsiyon Katsayısı



⁷³ Aslaner, Çıplak, Kara ve Küçüksaraç, a.g.e., ss. 8-12.

Grafik 7: Zorunlu Karşılık Rezerv Opsiyon Dilimleri ve Gerçekleşen Rezerv Opsiyon Kullanım Yüzdesi



Kaynak: TCMB

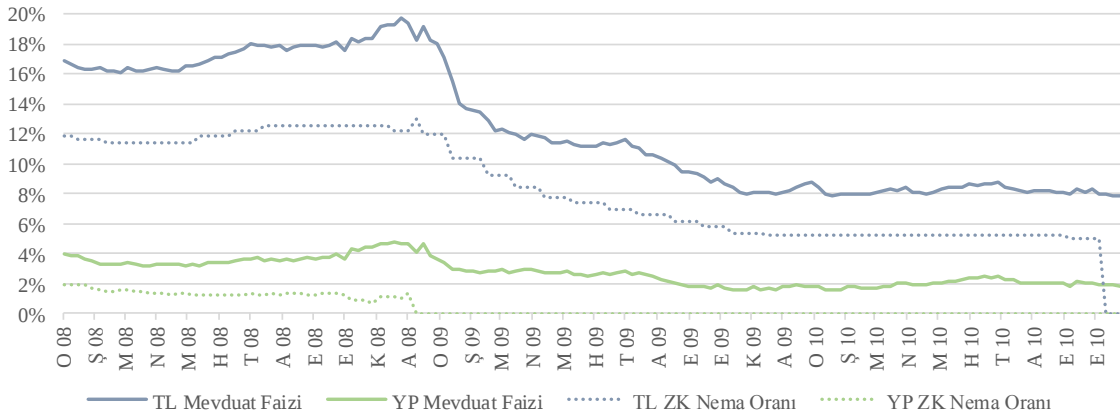
Zorunlu karşılık oranı, net faiz marjına kısmi ölçüde yön verebilmektedir. Ancak, rezerv opsiyon mekanizması aracılığı ile zorunlu karşılığın net faiz marjı ve de kredi hacmi üzerindeki halihazırdaki sınırlı etkisi iyiden iyiye azalmıştır. Zira zorunlu karşılığı döviz tutma imkanı sayesinde, zorunlu karşılığın alternatif maliyeti daha da düşürülmüştür. Zorunlu karşılığın TL tutulması durumunda, zorunlu karşılık miktarının BIST repo, T.C. Merkez Bankası repo ve para takası (“currency swap”) yoluyla tesis edilmesinin maliyeti oldukça yüksek olmuştur. Karşılığın rezerv opsiyonu çerçevesinde döviz tutulması durumunda ise maliyetin bir hayli düştüğü görülmüştür.⁷⁴ Dolayısıyla, zorunlu karşılık ile net faiz marjı açılmaya çalışılırken, rezerv opsiyonunun kullanımı tam tersi bir vektörel etki doğurmuştur. Dolayısıyla, rezerv opsiyonu mekanizmasının genel olarak kredi hacmindeki büyümeyi desteklediğini söylemek yanlış olmaz. Ayrıca, bankaların rezerv opsiyonu sayesinde zorunlu karşılığa bağlı Türk Lirası rezerv ihtiyacı da görece daralmıştır. Bir başka deyişle, bankaların T.C. Merkez Bankası’ndan talep ettikleri fon miktarında düşüş olduğu gözlenmiştir. Neticede, T.C. Merkez Bankası

⁷⁴ Sözgelimi 1 TL zorunlu karşılığın döviz ve altın tutulması durumundaki yıllıklandırılmış maliyeti ile aynı tutarda zorunlu karşılığın T.C. Merkez Bankası yada repo ile sağlanması durumunda oluşan yıllık maliyet arasında ciddi bir fark baş göstermiştir. Döviz tutulması durumundaki maliyet ortalama yüzde 3 iken, zorunlu karşılık tutarının diğer kaynaklardan elde edilmesi durumundaki maliyet yüzde 6’lar seviyesinde kalmıştır. Küçüksaraç ve Özel, a.g.e., s. 15-16.

fonlamasına olan ihtiyaç ve duyarlılık giderek önemsiz hale gelmiştir. Fonlamanın etkisini kaybetmesi ise kredi hacmindeki büyümeyi yavaşlatmaya yönelik faiz aksiyonları etkinsizleştirmiştir.

Son olarak, T.C. Merkez Bankası, zorunlu karşılıklar için bankalara uzun süre nema/faiz ödeyegelmiştir. Hem Türk Lirası hem de yabancı para zorunlu karşılıklar için farklı oranlarda faiz belirlenerek bankaların zorunlu karşılıklardan kaynaklanan maliyetlerinin düşürülmesi amaçlanmıştır. Söz konusu faiz oranları genellikle mevduat piyasa faizine kıyasla ancak sözkonusu faiz oranının çok altında belirlenmiştir. T.C. Merkez Bankası krizin geldiği 2008 yılsonuna kadar yabancı para mevduatları için, 2010 yılı sonuna kadar da Türk Lirası mevduatları için nema ödemeye devam etmiştir. Hatta sözkonusu zorunlu karşılık nema oranlarını piyasa mevduat faizleri paralelinde sıklıkla değiştirmiştir.

Grafik 8: Zorunlu Karşılık Nema Oranları ve Mevduat Faizi Oranları



Kaynak: TCMB

Zorunlu karşılık nema oranları 2008-2013 yılları arasında mevduat faizleri ile sıkı bir ilişki içerisinde olsa da, kredi faiz oranları ve de net faiz marjına etkisi oldukça sınırlı kalmıştır. Bankalar için zorunlu karşılıkların maliyetini artırmak adına önce yabancı para

zorunlu karşılıklar sonra da (2010 yılı Ekim ayında) Türk Lirası zorunlu karşılıklar için ödenen nema oranı sıfırlanmıştır.

1.2.2. Faiz Koridoru ve Aktif Likidite Yönetimi

Faiz koridoru, merkez bankasının piyasayı temel fonlama aracı olarak kullandığı politika faizine ek olarak, genellikle gecelik bazda borç verme ve borçlanma faiz oranlarının oluşturduğu aralıkta fonlama yapma uygulaması olarak tanımlanabilir. Gecelik borç verme faizi koridorun tavanını, borçlanma faizi ise tabanını oluşturur. Sözkonusu faiz oranları arasındaki aralığa ise, koridor ya da bant ismi verilir. Aslen arkasında bir repo işlemine dayanan borç verme ve borçlanma işlemleri piyasaya fazla likidite sunma ve piyasadan fazla likiditeyi çekmeyi amaçlar. Öte yandan, faiz koridoru kredi arzı ve kredi büyümesine yönelik bir araç olarak kullanılmıştır. Finansal istikrar odaklı politikalar çerçevesinde, faiz koridoru aracı kredi ve mevduat faizleri ile ilişkisini kapsamında makro-ihtiyatlı bir araç olarak kullanılmıştır.⁷⁵

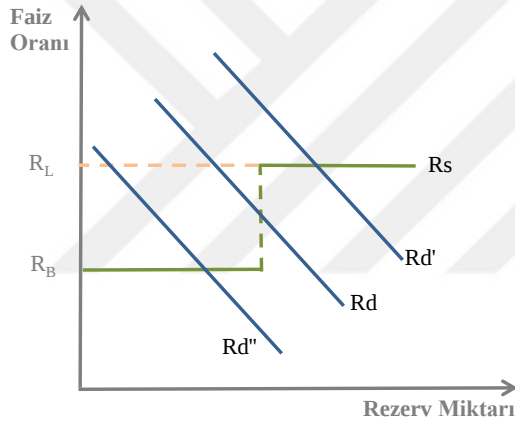
1.2.2.1. Faiz Koridoru ve Aktif Likidite Uygulamasının İşlevleri

Faiz koridoru uygulaması, merkez bankasının daha önceden belirlediği oranlar üzerinden, piyasada ihtiyaç duyulan likiditeyi gecelik (ve/veya haftalık) bazda borç vermesi ya da ihtiyaç fazlası likidite düzeyine bağlı olarak borçlanması için her gün hazır bulunması esasına dayanır. Merkez bankası, Şekil-5'te gösterildiği üzere, gecelik bazda R_L oranı üzerinden borç vererek bankalar arası piyasada faizlerin R_L üzerine çıkmasını engellerken, R_B oranından borçlanarak likidite fazlasının sebep olabileceği

⁷⁵ Türkiye’de 2010 yılının Mayıs ayına kadar piyasada likidite fazlası olması nedeniyle politika faizi olarak T.C. Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi kullanılmakta iken, zaman içinde piyasadaki likidite koşullarının değişmesi ile birlikte teknik bir ayarlama yapılarak politika faizi bir hafta vadeli repo faizi olarak belirlenmiştir. Yapılan operasyonel hedef değişikliği, T.C. Merkez Bankası’nın 2011 yılı sonlarından itibaren faiz koridorunu aktif kullanmak yoluyla gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını birbirinden farklı amaçlarla kullanabilmesinin önünü açmıştır. Ancak sözkonusu değişiklik neticesinde kredi faizleri T.C. Merkez Bankası politika faizine duyarsız hale gelmiş, faiz koridoru üzerinden fonlama yapıldığında kredi faizlerinde güçlü reaksiyonlara yol açmıştır. Sözkonusu koridor faiz oranı ve aktif likidite yönetiminin kredi hacmini faiz marjı üzerinden de etkileyebildiği ortaya çıkmıştır. TCMB, “Finansal İstikrar Raporu,” No. 16, Ankara, Mayıs 2013, ss. 78-79.

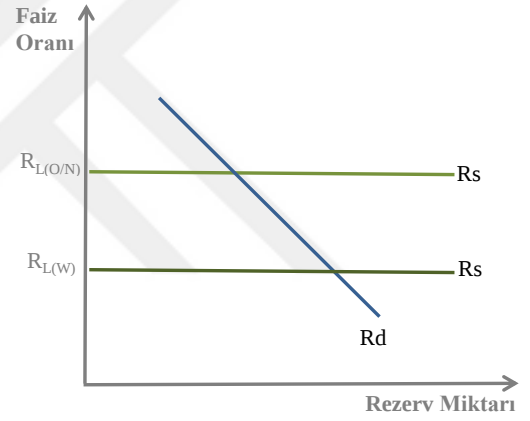
olası bir dalgalanmayı da engellemektedir. Merkez bankasının kendi belirlediği oranlardan sınırsız borç alıp vereceği varsayımı altında piyasa faizleri merkez bankasınca belirlenen faiz koridoru içinde gerçekleşecektir.⁷⁶ Geleneksel uygulamada faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik ve (genelde değişmeyen) dar bir bant olarak tanımlanmakta ve piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır.

Şekil 5: Koridor Faiz Uygulaması



R_L : Gecelik Borç Verme Oranı (Koridorun Üst Bandı)
 R_B : Gecelik Borç Alma Oranı (Koridorun Alt Bandı)
 R_d : Rezerv Talebi
 R_s : Rezerv Arzı

Şekil 6: Gecelik ve Haftalık Fonlama



$R_{L(O/N)}$: Gecelik Borç Verme Oranı (Üst Bant)
 $R_{L(W)}$: Haftalık Borç Verme Oranı (Teknik Faiz)
 R_d : Rezerv Talebi
 R_s : Rezerv Arzı

Kaynak: Walsh, a.g.e., ss. 542-547

Geleneksel anlamda faiz koridoru - aktif likidite yönetimiyle birlikte - bankalararası borçlanma piyasa faizlerini ve genel olarak tüm piyasa faizlerini istikrarlandırmak amacıyla kullanılmaktadır. Bir başka deyişle, ara bir hedef olarak faiz hedeflemesinin varolduğu bir parasal düzlemde ekonomik büyüme ve enflasyonu

⁷⁶ Carl E. Walsh, **Monetary Theory and Policy**, MIT Press, Third Edition, Massachusetts, 2010, ss. 543-547.

kontrol altına alan istikrarlandırıcı bir araç olarak işlev göstermektedir. Bilhassa faiz koridorunun görece dar bir bant üzerine kurulması ve likiditenin sıklıkla ve düzenli/öngörülebilir miktarlarda yönetildiği durumlarda, piyasa faizlerinin para otoritelerince istikrarlandırılmaya çalışıldığı gözlemlenmektedir.

Klasik para teorisi çerçevesinde, merkez bankasının para tabanı, yani bankacılık rezervleri ve dolaşımdaki para hacmi üzerinden para arzını ve faiz oranını kontrol ettiği mekanik bir düzenin varlığı öne sürülmektedir.⁷⁷ Böylelikle para arzını ve faiz düzeyini değiştirebildiği varsayılmaktadır. Likidite etkisi olarak iktisadi yazında yerini almış olan aksiyoma göre, merkez bankasının rezerv arz miktarını farklılaştırması, aktif olarak düzeyini belirlemesi ile öncelikli olarak merkez bankası fonlama faizinin sonra da kısa vadeli piyasa faizlerinin değiştiği varsayılmaktadır. Bu bağlamda, rezerv arzı ile piyasa faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Rezerv arzının normal seyrine göre genişlemesi/daralması, piyasa faizini düşürmekte/yükseltmektedir. Günlük rezerv arzı operasyonuna yön veren en önemli unsur, merkez bankası bilançosundaki otonom kalemlerdeki değişimdir. Otonom kalemler; döviz varlıkları, tahvil stoğu, dolaşımdaki nakit hacmindeki net değişimlerdir.⁷⁸ Merkez bankası düzenli olarak belirli periyotlarda (genellikle günlük bazda) otonom kalemlerdeki değişimin likidite koşulları üzerindeki etkisini telafi etmek ya da dengelemek amacıyla rezerv arzını düzenlemektedir. Merkez bankasının likidite pozisyonuna müdahale etmesi ile birlikte denge sağlanmakta ve bilhassa gecelik faizlerindeki dalgalanmanın önüne geçilebilmektedir. Normal ekonomik koşullar altında, otonom sebeplerle banka rezervleri düşmekte, rezerv açığı ortaya çıkabilmektedir. Karşılığında merkez bankası açık piyasa işlemleri kanalıyla sisteme

⁷⁷ Merkez Bankasının para arzı ve faiz oranlarını etkileyebilmek adına sahip olduğu araçları 3 grupta toplayabiliriz: Bankacılık rezerv miktarı ve dolayısıyla para tabanını etkilediği API ve reeskont araçları, ve son olarak para çarpanının unsurlarından biri olan zorunlu karşılık oranı aracı. Zorunlu karşılıklar para tabanını etkilemekle birlikte, faiz oranları üzerinde doğrudan değil dolaylı bir etkiye sahiptir. Bu sebeple, fonlama anlamında para arzının kaynakları API ve merkez bankasının son kredi veren kurum fonksiyonundan ileri gelen reeskont kredileridir.

⁷⁸ Özellikle büyük çapta ve sık döviz müdahalelerinin var olduğu dönemlerde, likidite koşulları da sıkça değişmektedir. Merkez bankası, sözkonusu otonom değişimleri dengelemek adına aynı sıklıkta ve çapta rezerv arzını uyarlamaktadır.

rezerv enjekte etmektedir. Ancak otonom sebeplerle banka rezervlerinde fazla oluşması durumunda, daha ziyade zorunlu karşılık oranında yapılacak bir artış ile rezerv fazlasının sistemden çekilmesi tercih edilmektedir.⁷⁹ Otonom kalemlerdeki değişim ve bu doğrultuda aktif likidite yönetimi sonucu banka rezervleri aracılığıyla faiz oranlarına istikrar kazandırılması hedeflenmektedir. Merkez bankasının, günlük likidite yönetimi dışında operasyonel ve/veya politik hedeflerin yenilenmesi durumunda ise, öncelikle açık, şeffaf ve doğrudan bir iletişim yoluyla piyasa beklentilerine yön verilmektedir. Uygun operasyonel hedefler (örneğin gecelik ya da haftalık faiz oranları) ve günlük rezerv yönetim methodları merkez bankası takdirince seçilerek, beklentiler gerçeğe dönüştürülmeye çalışılmaktadır. Özellikle hedef faiz oranındaki olası kırılganlığın önüne geçilebilmesi için, zorunlu karşılık oranının daha esnek ve/veya açık piyasa işlemlerinin daha aktif tarzda yönetilmesi şarttır. Zorunlu karşılık uzun bir dönem boyunca – örneğin iki haftalık periyodlarda, dönem ortalaması şeklinde uygulanması ve zorunlu karşılıklara merkez bankasınca faiz ödenmesi, faiz oranlarındaki kırılganlığı azaltmaktadır.⁸⁰ Faiz oranlarındaki kırılganlığın altında yatan bir başka sebep de, rezerv arzı yönetimindeki güçlüklerdir. Zorunlu karşılık hesaplama döneminin, karşılık tutma dönemi ile aynı zamana denk geldiği durumlarda, rezerv talebinin hergün doğru olarak tahmin edilmesi elzemdir. Zira otonom unsurlara bağlı likidite hareketlerini dengelemek için ve de bankaların karşılık tutma ve ödeme yükümlülüklerini yerine getirmeleri için gerekli rezerv ihtiyaçları gün begün değişiklik gösterebilmektedir. Merkez bankasının rezerv

⁷⁹ Borio, a.g.e., ss. 20-21

⁸⁰ Benzer şekilde, daha aktif bir likit/rezerv yönetimi de, gerek otonom faktörler gerekse politika değişikliği sebebiyle olsun, faizlerdeki kırılganlığa karşı bir kalkan oluşturacaktır. Bu bağlamda, sıklıkla repo/ters repo işlemleri tercih edilmektedir. Açık piyasada kesin alım/satım işlemlerine daha az rücu edilmektedir. Zira repo daha sık aralıklarla daha aktif bir likit yönetimine olanak vermektedir. Bir başka fark da, repo yapılabilmesi için işlemin altındaki menkul kıymetin likiditesinin (üzerindeki işlem hacminin) önemi yoktur, dolayısıyla işlem tanımına uyan her menkul kıymet repo için teminat oluşturmaktadır. Böylelikle bankaların işleme katılımı da artırılmaktadır. Ayrıca repo işlemi, kısa süreli icra edildiği için menkul kıymetin değerini de en az derecede etkilemektedir. Reponun kesin alım işlemine göre bir başka üstünlüğü, reponun özel piyasalarda (bankalararası repo piyasası gibi) da yapılabilmesinden ileri gelmektedir. Borio, a.g.e., ss. 40-41.

talebini doğru tahmin edememesi durumunda, arz-talep dengesizliğine bağlı olarak faiz oranlarında kırılganlık açığa çıkabilmektedir.⁸¹

Sözkonusu geleneksel işlevine ek olarak, faiz koridoru kredi hacmine özgülenmiş bir makro-ihtiyatlı politika aracı olarak da kullanılabilir. Faiz koridorunun görece geniş olduğu ve likidite yönetiminin müdahale aralığı ve miktarı açısından öngörülemez olduğu dönemlerde, fonlama faizi dalgalanabilmektedir. Fonlama faizinin dalgalanması ise, bankalar açısından faiz/maliyet ve hatta kısmen likidite riski oluşturmakta ve böylelikle bankaların kaynak maliyetlerini belirsizliğe sürüklemekte, aktif büyüme hızı üzerinde baskı oluşturabilmektedir. Bilhassa merkez bankası fonlarının bankaların birincil (kısa vadeli) fonlama kaynağı haline dönüştüğü dönemlerde, sözkonusu riskler bankaları daha ihtiyatlı davranmaya itmektedir. Bankalar, kredi kararlarında daha ihtiyatlı davranmaya yönlendirilmekte; kredi faizleri görece yükseltilmeye ve kredi arzındaki genişleme görece kısılmaya çalışılmaktadır. Bu anlamda, aktif likidite yönetimi ile birlikte faiz koridoru kredi hacmine özgülenmiş bir makro-ihtiyatlı politika aracı olarak kullanılabilir.

Günümüzde likidite etkisi ya da merkez bankasının rezerv arzını kullanarak aktif bir likidite yönetimi ile faiz oranlarını istediği şekilde değiştirebileceği varsayımının geçerliliği tartışılmaktadır. Merkez bankası operasyonel amaçları ve ara ve nihai hedefleri çerçevesinde gerekli gördüğü ölçüde rezerv arzını artırmakta ya da kısılmaktadır. Ne var ki, piyasaya enjekte ettiği likiditenin fazla rezerv olarak tutulması durumunda para tabanında ve dolayısıyla para arzında istenilen genişleme elde edilemeyebilmektedir.⁸² Bankalararası borçlanmanın zayıfladığı, risk algısının arttığı dönemlerde ya da faizlerin sıfıra yaklaştığı ekonomik durgunluk durumunda, mevduat çarpanı işlememekte, mevduat ve kredi hacminin büyümesi zayıflamaktadır. Zira böyle

⁸¹ Borio, a.g.e., s. 60.

⁸² Krugman ve Wells, a.g.e., s. 250; Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, 7. Basım, Pearson & Addison Wesley, New York, 2004, s. 371.

durumlarda bankalar daha çok fazla rezerv tutma eğilimine girmektedirler.⁸³ Bu gibi koşullarda rezerv arzı ile kredi ve mevduat hacmi arasındaki ilişki zayıflamaktadır. Benzer şekilde, risk iştahının yüksek olduğu dönemlerde, aktif bir yönetimle likiditenin kısılması da kredi arzı büyüme oranının düşürülmesi için yeterli olamamaktadır.

Günümüzde klasik teorinin para çarpanı görüşü gerçeği yansıtmaktan uzaktır. Zira mevduat tek başına kredi miktarını belirlememektedir. Tam tersine, liberal bir finansal sistem içerisinde, sermaye yeterlilik kısıtı (dışsal değişken) altında bankalar özgürce kredi miktarını tayin etmektedirler.⁸⁴ Neden-sonuç ilişkisi içerisinde, kredi hacmi mevduat miktarını saptamaktadır. Kredi arzı ise bankaların öz kaynakları, sermayeleri, varlık kaliteleri ve de risk algıları tarafından şekillenmektedir. Bu çerçevede bankalar, parasal şokları kendi bilançolarında absorbe edebilmekte ya da büyütebilmektedirler.⁸⁵

1.2.2.2. Faiz Koridorunun Kriz Sonrası Dönemde Makro-İhtiyatlı Bir Politika Aracı Olarak Türkiye'deki Kullanımı

Türkiye'de faiz koridoru uygulaması, krizden çıkış stratejisi çerçevesinde 2010 yılı Mayıs ayından itibaren uygulamaya konulmuş, 2010 yılı Kasım ayına kadar diğer geleneksel olmayan politikaları destekler nitelikte tasarlanmış ve 2011 yılı sonlarından itibaren görece daha sık başvurulmuştur. T.C. Merkez Bankası, mevcut sisteminde faiz

⁸³ Todd Keister ve James McAndrews, "Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?" FED New York Staff Reports, No. 380, Temmuz 2009, ss. 4-8.

⁸⁴ Sermaye yeterlilik rasyolarının uygulanmadığı bir bankacılık sisteminde dahi, banka sermaye yapısı ile kredi hacmi arasında önemli bir ilişki olduğu teyit edilmektedir. Sermayesi görece daha zayıf bankaların, sermayelerindeki değişimlere karşı kredi arzı anlamında daha duyarlı olduğu gözlemlenmiştir. Sermayelerindeki herhangi erimenin/aşınmanın kredi arzına olumsuz yansıdığı tespit edilmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Ben S. Bernanke ve Cara S. Lown, "The Credit Crunch," Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2, 1991, ss. 205-246.

⁸⁵ Piti Disyatat, "The Bank Lending Channel Revisited," BIS Working Papers, No. 297, Şubat 2010, ss. 3-4. Yapılan benzer bir araştırmada AMB'nın politika faiz değişimleri, piyasa faizlerine aksetmektedir. Ne var ki, aynı çalışma sözkonusu politika faizi değişimlerinin (ve de miktarsal genişleme hareketlerinin) kredi hacmine yön vermede pek de yeterli olmadığını ortaya koymaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Jerome Creel, Paul Hubert ve Mathilde Viennot, "Assessing the Interest Rate and Bank Lending Channels of ECB Monetary Policies," OFCE Working Paper, No. 25, Aralık 2013, ss. 1-10.

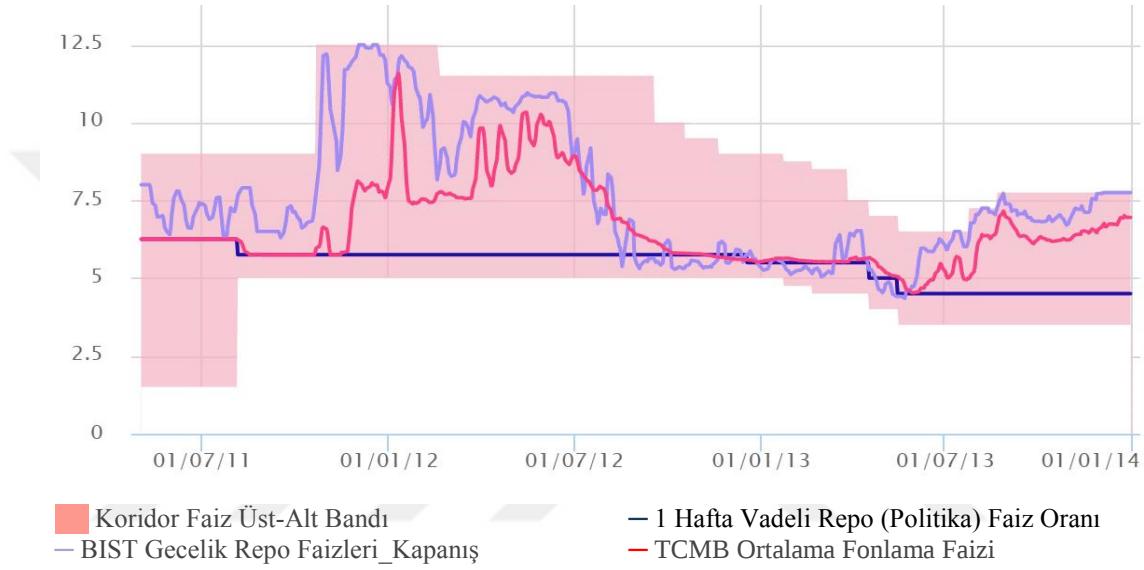
koridorunu makro-ihtiyatlı bir araç olarak aktif şekilde değerlendirmiştir. Öyle ki, birden fazla kısa vadeli faizin likidite politikası ile etkileşim halinde bir arada kullanılarak kredi-mevduat net faiz marjını dolaylı olarak yönetilmesi amaçlanmıştır. Bu anlamda aktif likidite yönetimiyle kredi hacmini hedefleyen birlikte makro ihtiyatlı bir politika aracı olarak öne çıkmıştır.⁸⁶ Başka bir deyişle, faiz koridoru aktif bir likidite yönetimi eşliğinde, bankaların kredi-mevduat net faiz marjına ve böylelikle kredi hacmine yön vermek amacıyla sistematik olarak kullanılmıştır. Bu bağlamda, koridorun üst bandının daha sık ve etkin kullanıldığı 2011 yılı sonlarından itibaren kredi hacminin makul seviyelere yaklaşmasına yardımcı olması amaçlanmıştır.

Faiz koridorunun genişliği, T.C. Merkez Bankası'nın likidite operasyonlarını kullanarak kısa vadeli piyasa faizlerinde günlük olarak yapabileceği değişikliklerin boyutunu (kısa vadeli faizin hangi aralıkta dalganabileceğini) belirlemektedir. Geleneksel sistemde kısa vadeli ortalama fonlama faizi ile piyasada oluşması hedeflenen faiz arasında bir fark gözetilmemektedir. Yeni sistemde ise likidite operasyonlarıyla bu iki faiz birbirinden ayrıştırılabilmektedir. Söz konusu farklılaşma, bazı dönemlerde T.C. Merkez Bankası'nın kredi (ve döviz kuru) kanallarını ayrı ayrı etkilemesine olanak tanımaktadır. Geleneksel sistemde ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi aylık frekanslarda Para Politikası Kurulu ("PPK") toplantılarında gözden geçirilmektedir. Yeni çerçevede ise küresel risk iştahındaki oynaklıklara vakitli olarak tepki verebilmek amacıyla ortalama fonlama faizi gerek duyulduğunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir. Özellikle faiz koridorunun yukarı yönlü genişletilmesi hem bankaların ortalama kaynak maliyetini hem de bankalar için belirsizliği artırmaktadır. Belirsizliğin arttığı böylesi dönemlerde ise bankalar daha ziyade faiz koridorunun üst bandı yakınlarında kredi fiyatlamalarını yapmayı tercih etmektedirler. Keza koridorun

⁸⁶ Mahir Binici, Hasan Erol, Hakan Kara, Pınar Özlü ve Deren Ünalı, "Faiz Koridoru Bir Makro-İhtiyatlı Araç Olabilir mi?" T.C. Merkez Bankası Ekonomi Notları, No. 2013-20, Ankara, Temmuz 2013, ss. 1-3.

üst bandının açıldığı 2011 Ekim ayını takiben kredi faizlerinde yükseliş gözlemlenmiştir.⁸⁷

Grafik 9: T.C. Merkez Bankası Faiz Koridoru ve BIST Gecelik Repo Faizi (%)



Kaynak: TCMB

T.C. Merkez Bankası, faiz koridoru ve aktif likidite yönetimiyle birlikte faiz hedefini netleştirmiştir. Mevduat ve kredi faizlerini ayrı ayrı farklı faiz araçlarıyla yönlendirmeye çalışmıştır. Bir yandan, bankaların kısa vadeli faiz riskini gözeterek kredi faizlerini (bilhassa ticari kredi faizlerini) koridorun üst bandına, diğer yandan da mevduat faizini haftalık repo faizi olan politika faizine yakınsamalarını amaçlamıştır. Kısacası, zorunlu karşılığı da kullanarak kredi-mevduat net faiz marjını farklılaştırmayı hedeflemiştir. Kredi hacmini dizginlemek amacıyla faiz koridorunun üst bandı yükseltilerek net faiz marjını genişletmek, neticede bankaları daha yüksek kredi

⁸⁷ A. Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası," T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No. 12/17, Haziran 2012, Ankara, ss. 9-10.

fiyatlamaları yapmaya ve net faiz marjını açmaya çalışmıştır.⁸⁸ Sonuç olarak kredi hacmindeki büyümenin kontrol altına alınmasına kısmen mümkün olabilmıştır.⁸⁹

Kriz ve sonrası dönemde uygulamaya konulan politik çerçevede T.C. Merkez Bankası, fonlama miktarı ve faizine dair belirsizliği açıkça bir makro-ihtiyatlı politika aracı olarak kullanmıştır. Belirsizliğin derecesi faiz koridorunun genişliğine ve miktar ihalesiyle birlikte kısa vadeli faizin tahmin edilebilirliğine bağlanmıştır. Nitekim T.C. Merkez Bankası'nın politika bileşiminde kısa vadeli faizlerin tahmin edilebilirliği azaltılarak faiz riski kanalının güçlendirilmesi amaçlanmıştır. T.C. Merkez Bankası'nın likiditeyi miktar ihalesi yoluyla yapması (sınırsız likidite sağlamaması) da bankalar açısından faiz riskini güçlendiren bir diğer unsur olmuştur. Ayrıca zaman zaman birden fazla aracın bir arada kullanması, geçmişe göre daha karmaşık ve sebep-sonuç ilişkisinin doğrulanmasının daha güç olduğu bir ortam meydana getirmiştir.⁹⁰

T.C. Merkez Bankası'nın zaman zaman gecelik BIST ("Borsa İstanbul") repo ve bankalararası borçlanma faizlerinin geniş bir koridorun içerisinde kalacak şekilde dalgalı bir seyir izlemesine izin vermesi bankalar açısından faiz (ve kısmen likidite) riski oluşturmuştur. Faiz koridoru aracının politika faizi ile birlikte kullanılması T.C. Merkez Bankası ağırlıklı ortalama fonlama oranındaki değişkenliği mümkün kılmıştır. Fonlama miktarı ve oranındaki değişkenliğin/oyunluluğun artması ise para piyasasında dalgalanmalara sebep olmuştur. Nihayetinde, bankaların kaynak maliyetleri daha da oynak hale gelmiştir. Hele ki likidite ihtiyacının arttığı dönemlerde oynaklık daha da belirginleşmiş maliyetler faiz koridorunun üst bandına yakınsamıştır.⁹¹

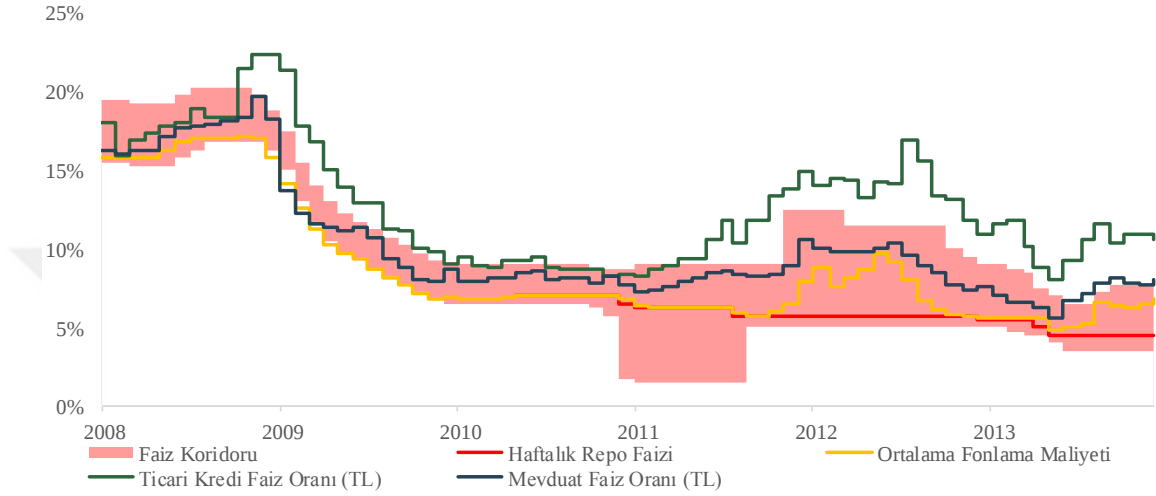
⁸⁸ Uğur Gürses, "Faiz Koridorunda Sendrom," Radikal Gazetesi Ekonomi Haberleri, 21.09.2012.

⁸⁹ Binici, Erol, Kara, Özlü ve Ünalı, a.g.e., ss. 1-16.

⁹⁰ Başçı ve Kara, a.g.e., ss. 7-8.

⁹¹ Aktif likidite yönetiminin ve faiz koridoru uygulaması ile maliyetlerde oynaklık artırılmıştır. Öte taraftan rezerv opsiyon mekanizması sayesinde likidite koşulları ve faiz oranlarındaki oynaklık azaltılmaya çalışılmıştır. Dolayısıyla geleneksel olmayan araçlar arasında da bir uyum sağlanması zor olmuştur. Detaylı bilgi için bakınız; Hande Küçük, Pınar Özlü, Anıl Talaslı, Deren Ünalı ve Canan Yüksel, "Interest Rate Corridor, Liquidity Management and The Overnight Spread," T.C. Merkez Bankası, Working Paper, No. 14/02, Ankara, Şubat 2014, ss. 1-17.

Grafik 10: Faiz Koridoru ile Ticari ve Mevduat Faiz Oranları İlişkisi



Kaynak: TCMB

Kredilerde arzu edilenin ötesinde bir hızlanma/yavaşlama gözlemlendiğinde T.C. Merkez Bankası fonlama miktarı ve maliyeti konusundaki belirsizliği artırarak/azaltarak özellikle likidite açığı olan kurumlar için kredi arzında bir sıkılaşmaya/bollaşmaya yol açmıştır. Bilhassa faiz koridoru yukarı yönlü genişletilerek likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılarak kredilere yön verilmeye çalışılmıştır. Zira bankalar böyle dönemlerde faiz riskini fiyatlarken, kaynak maliyeti olarak faiz koridorunun üst sınırını esas almışlardır. Böylelikle T.C. Merkez Bankası, net borç verici konumda olduğu bir piyasada, kredi faizleri ve böylelikle kredi büyümesini yönetmeye çalışmıştır. Ek olarak, T.C. Merkez Bankası'nın parasal sıkılaştırmaya giderek ortalama fonlama faizini dönem dönem artırdığı (ek sıkılaşma), bu sıkılaşmanın ne kadar ve hangi şiddette süreceği konusunu belirsiz bıraktığı 2011 yılı Ekim ayından başlayarak kredi faizlerinde gözle görülür bir yükseliş gözlenmiştir.⁹² Ne var ki, öncelikle küresel kriz sonrası dönemde

⁹² Ek olarak, 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 sınırlandırılmaya çalışılmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Kara, a.g.e., s. 10.

T.C. Merkez Bankası ve özellikle BIST repo kaynakları bankaların asli ve tek kaynakları olmamıştır. Bankalar diğer kaynakları da kullanarak piyasada likidite açığı olduğu dönemlerde ayarlamalara gitmişler ve de ek belirsizliklere maruz kaldıklarında zorunlu karşılık aracılığıyla likiditeyi gün ve gün ayarlamayı tercih etmişlerdir. Bankaların temkinli tutumu da fazla rezerv tutma eğilimlerine yansımış ve likidite şoklarına dayanıklı olmalarını sağlamıştır.⁹³

1.2.3. Zorunlu Karşılık Oranı, Faiz Koridoru ve Diğer Araçlar Arasındaki Etkileşim

T.C. Merkez Bankası, krizden çıkış stratejisi altında kriz sonrası dönemde yeni bir politika karması devreye sokmuştur. 2010 yılı Mayıs ayından itibaren zorunlu karşılık aracını münhasıran hem bankaların likidite ve ikraz edilebilir fon düzeylerini hem de kaynak maliyetlerini yönetebilmek amacıyla kullanmıştır. Zorunlu karşılık aracı ile münhasıran istediği etkinliği sağlayamayan T.C. Merkez Bankası 2011 yılı Haziran ayında, bankalararası piyasa faizi ile birlikte mevduat-kredi faizini kontrol edebilmek amacıyla ilave olarak faiz koridoru aracını devreye sokmuştur. Ek olarak yine kredi hacminin dizginlemesi amacıyla BDDK'nın regülatif kısıtlar koyması sağlanmıştır. 2011 yılı sonlarına doğru ise aktif likidite yönetimi anlayışı içerisinde kredi hacmini baskılamak amacıyla bu kez parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu arada rezerv opsiyon mekanizması ile de döviz rezerv tutulmasını teşvik etmeye ve zorunlu karşılıkların maliyetini düzenlemeye gayret göstermiştir. Ne var ki, tüm bu etkiler birbirinden ve beklenen de farklı sonuçlar meydana çıkarmıştır. Zorunlu karşılık aracı ile rezerv talebi artırılmak likidite ve maliyet kanalı etkin kılınmak istenirken, diğer yandan API ile ucuz ve bol likidite sağlanmıştır. Ayrıca rezerv opsiyon mekanizması ile bankaların zorunlu karşılık maliyetleri daha da düşürülmüştür. En önemlisi, yeni bir politika karmasının (yeni amaç, ara hedef ve araçlar) devreye sokulması iletişimde belirsizliklere ya da

⁹³ İsmail Anıl Talaslı, “Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yöntemi,” T.C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mayıs 2012, ss. 48-76.

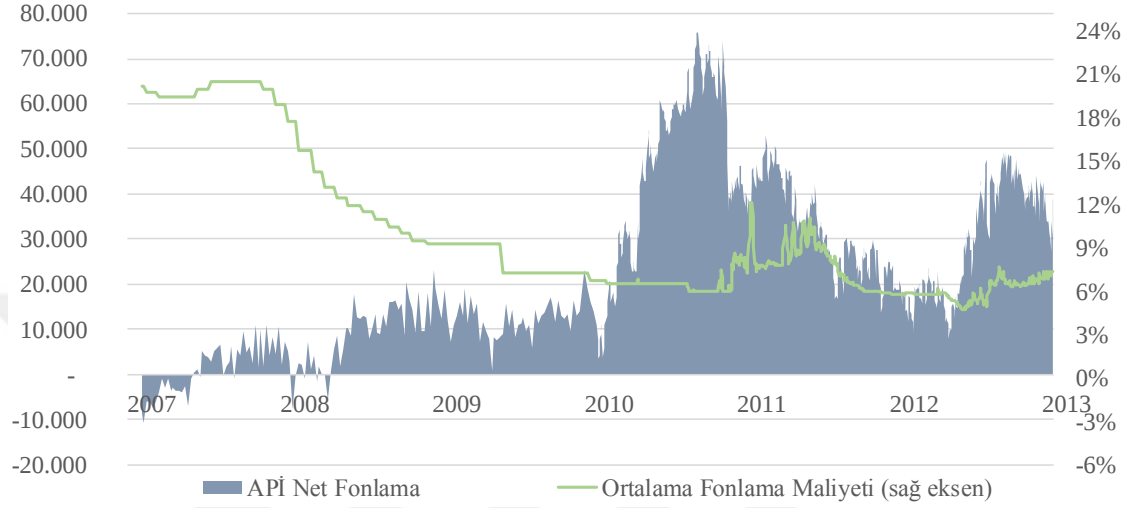
iletişim güçlüklerine yol açmış ve küresel ekonomik ve finansal gelişmelerle birleştiğinde politikaların etkinliğini sınırlamıştır.⁹⁴

T.C. Merkez Bankası, kredi fiyatlamalarında koridorun üst bandının önemli bir ağırlığa sahip olması nedeniyle, faiz koridorunu zorunlu karşılık aracına benzer şekilde kredi hacmini etkilemek amacıyla kullanmıştır. Ancak iki araç arasındaki çok temel bir fark mevcuttur; zorunlu karşılık aracı ile rezerv talebi, faiz koridoru (ve aktif likidite yönetimi) aracı ile rezerv arzı⁹⁵ kontrol edilmektedir. T.C. Merkez Bankası, 2010 yılından itibaren bir yandan zorunlu karşılık oranını artırarak rezerv talebi oluştururken diğeryandan net fonlama miktarını artırarak rezerv arzını genişletmiştir. Böylelikle hem rezerv talebi hem de rezerv arz düzeyi birlikte yükselmiştir.

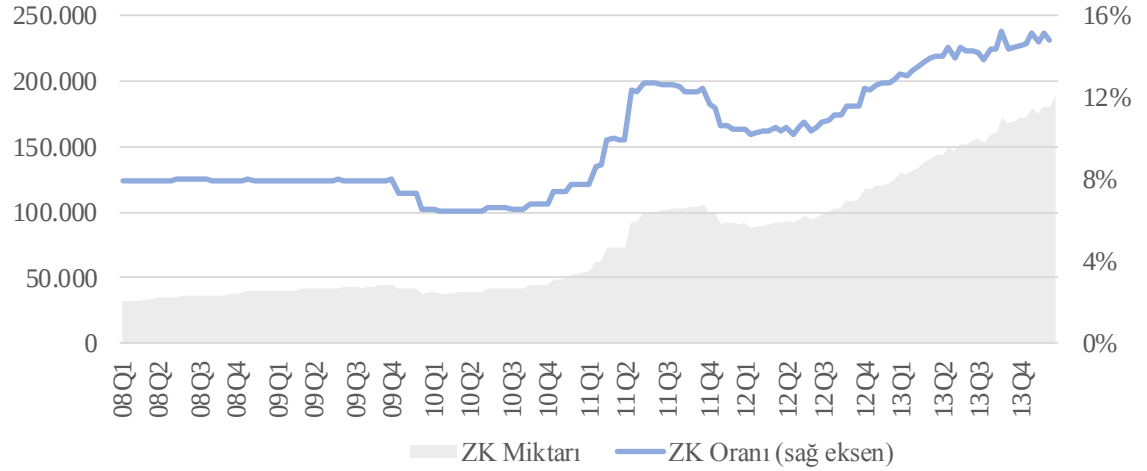
⁹⁴ Başçı ve Kara, a.g.e., ss. 7-8.

⁹⁵ Para otoriteleri operasyonel hedef ve politika araçlarını belirlerken fiyat istikrarı, büyüme ya da istihdam gibi makroekonomik göstergeleri temel almaktadır. Daha önceleri makroekonomik göstergeler ile parasal büyüklükler (M1-M2 gibi parasal büyüklükler) arasındaki ilişki gözetilirken, günümüzde artık kısa vadeli faiz oranının göreceli düzeyinin makroekonomik göstergeler üzerinde çok daha belirleyici olduğu kabul edilmektedir. Ne var ki günümüzde, merkez bankasının banka sistemindeki rezerv arzı ile oynayarak kısa vadeli faizleri kontrol ettiği kabulünün gerçekliği sorgulanmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Friedman ve Kuttner, a.g.e., s. 1346; s.1353.

Grafik 11: Açık Piyasa İşlemleri ve Fonlama Maliyeti (milyon TL - %)



Grafik 12: Zorunlu Karşılık Miktarı ve Ağırlıklı Zorunlu Karşılık Oranı (milyon TL - %)

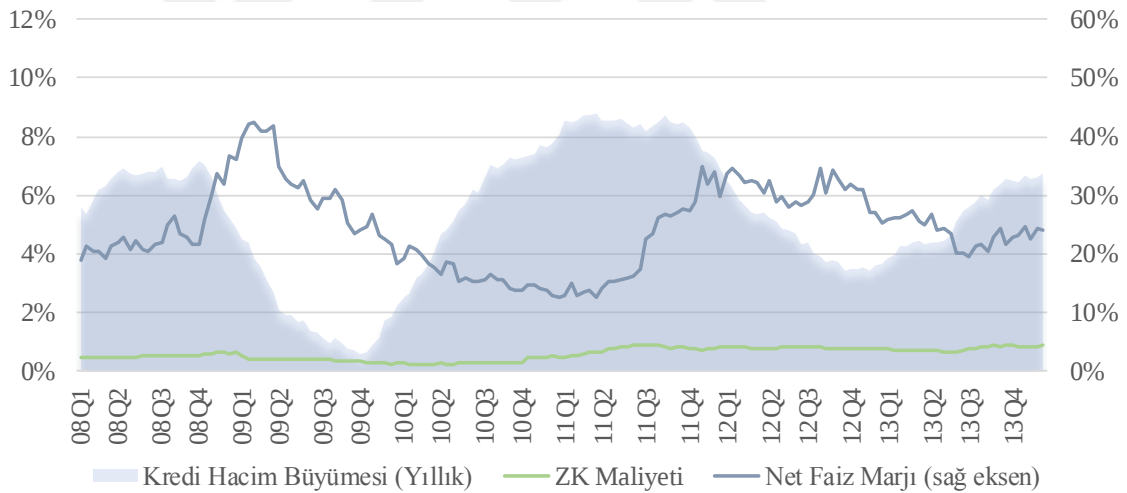


Kaynak: TCMB

Kredi hacminin tavan yaptığı 2011-2012 yıllarında, net fonlama ile sağlanan rezerv ile zorunlu karşılık ile çekilen rezervlerin büyük kısmı karşılanmıştır. Dolayısıyla, zorunlu karşılıkların likidite etkisi oldukça sınırlanmıştır.

Zorunlu karşılık oranlarını artırarak diğer yandan rezerv arzını genişletmekle, T.C. Merkez Bankası bankacılık sektörünün fonlama maliyetlerini yükseltmeyi ummuştur. Ne var ki aynı dönemde, T.C. Merkez Bankası ortalama fonlama maliyetleri ve de piyasa faizleri oldukça düşük seyrettiğinden, zorunlu karşılık oranı yükseltilmesine rağmen, zorunlu karşılıkların maliyetleri gayet düşük kalmıştır. Öyle ki, neredeyse net faiz marjına hiçbir önemli etkisi olmamıştır. Halihazırda düşük seyreden piyasa faizleri nedeniyle net faiz marjı daralmış ve doğal olarak kredi hacmindeki büyüme ivmelenmiştir.

Grafik 13: Zorunlu Karşılık Maliyeti, Net Faiz Marjı ve Kredi Hacim Büyümesi



Kaynak: TCMB

Faiz koridoru çerçevesinde faiz hedeflemesi bağlamında, zorunlu karşılık oranının belirli bir dönem içerisinde ortalama üzerinden uygulanması faiz hareketlerine (özellikle bankalararası piyasaya) istikrar kazandırmak için uygun bir destekleyici politika aracı olabilmektedir.⁹⁶ Zorunlu karşılık tutarının günlük değil de, iki haftalık bir

⁹⁶ Schaechter, a.g.e., ss. 8-9. Parasal büyüklüklerin ya da para arzının tek başına fiyat istikrarı gibi nihai politika hedeflerine ulaşmak için uygun bir operasyonel hedef olmadığı tartışması için bakınız; Michael Woodford, "How Important Is Money In The Conduct of of Monetary Policy," National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 13325, Ağustos 2007, ss. 1-44.

zaman zarfı içinde ortalama olarak tutulması gibi bir operasyonel hedef pratiği, rezerv talebinin faize olan negatif duyarlılığını/elastikiyetini azaltmaktadır.⁹⁷ Türkiye örneğinde de zorunlu karşılıkların dönem ortalaması olarak tesis edilmesi de, rezerv talebinin faiz elastikiyetini azaltarak faizlere istikrar kazandırıcı bir nitelik kazanmıştır.

Faiz koridoru uygulamasının söz konusu olduğu dönemde, zorunlu karşılık oranlarının artırılması/azaltılması rezerv talebini artıcağı/azaltacağı için, aslında koridoru oluşturan faiz hadleri üzerinden rezerv arzı yönetilmektedir. Önemli olan nokta, rezerv talep düzeyi ne olursa olsun koridor faiz oranlarının, merkez bankası değiştirmedeği sürece, sabit olmasıdır. Sözgelimi zorunlu karşılıkların yükseltilmesi/düşürülmesi sebebiyle rezerv talebinde ortaya çıkacak bir artış/düşüş piyasa faizlerinde koridor dışında bir dalgalanmaya sebep olmamaktadır.⁹⁸ Bu anlamda, T.C. Merkez Bankası'nın faiz hedeflemesi yaptığı bir ortamda zorunlu karşılık aracının etkinliği mümkün olmamıştır.

Sonuç olarak, merkez bankasının likidite ve maliyet etkilerinin varlığı son zamanlarda sorgulanmaktadır.⁹⁹ Halbuki para politikası yönetiminin kalbinde, politika

⁹⁷ Borio, a.g.e., s. 13

⁹⁸ Mishkin, a.g.e., ss. 407-408. Bankaların rezerv talebinin faiz elastikiyetinin, yani merkez bankası faizine olan duyarlılığının yüksek olduğu istisnai dönemler (özellikle zorunlu karşılık dönem sonlarında) hariç bankalararası piyasa faizi merkez bankası kararlarından pek de etkilenmeyebilmektedir. Detaylı bilgi için bakınız; Seth Carpenter ve Selva Demiralp, "The Liquidity Effect in the Federal Funds Market: Evidence from Daily Open Market Operations," Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 40, No. 1, ss. 1-24. Ayrıca bakınız; Hilton ve Hrun, a.g.e., ss. 101-116.

⁹⁹ Yapılan bir araştırmaya göre, ABD'de 2004-2006 yılları arasındaki yüzde 4'lük faiz artışını piyasadaki likiditeyi kısmak yoluyla gerçekleştirmek için piyasadan çekilmesi gereken meblağ (114 milyar ABD doları), söz konusu dönemde piyasada mevcut rezerv toplamının yaklaşık üç katı kadardır. Dolayısıyla söz konusu faiz artışını sadece likidite etkisi ile açıklamak mümkün gözükmemektedir. Sonuç olarak merkez bankasının rezerv miktarını değiştirmek suretiyle, likidite etkisi aracılığıyla, faizleri etkileme olanağı sınırlıdır. Merkez bankasının piyasayı etkilemekteki asıl gücü, beklenti yönetiminden ileri gelmektedir. Gelecek politika adımlarının açıklanması, bankalar için şimdi ve gelecek dönem arasında seçim yapmayı zorunlu kılmaktadır. Bankalar zamanla açıklanan politika değişikliğine henüz daha gerçekleşmeden ayak uydurmaktadırlar. Detaylı bilgi için bakınız; Friedman ve Kuttner, a.g.e., ss. 1370-1400. Benzer şekilde, bankacılık-dışı finansman araç ve piyasalarının artması ile finansal etkinlik artmaktadır. Söz konusu gelişmeler neticesinde, merkez bankasının banka rezervleri üzerindeki kontrolünün ve de politika araçlarının etkinliğinin giderek azaldığı ileri sürülmektedir. Ne var ki, gözden

araçlarının mekanik/deterministik etkilerinden daha ziyade iletişim stratejisi yer almaktadır. Rezerv talebinin faiz elastikiyetinin oldukça düşük ve beklentilerin sabitlendiği bir ortamda, T.C. Merkez Bankası'nın hedef ya da politika değişikliğini hayata geçirmesinin önkoşulu etkin bir iletişim stratejisi olmuştur. İletişimdeki kapalılık ve uygulamadaki belirsizlik/yönsüzlük ise finansal piyasalarda kırılганlığı artırmıştır. Kırılганlığın artması, politikanın etkinliğini ve T.C. Merkez Bankası'nın kredibilitesini (hedefine olan bağlılığını) giderek riske sokmuştur. Bu bağlamda, faiz koridoru ve aktif likidite uygulaması ve de zorunlu karşılık oranına dair yenilikler de bir nevi politika değişimi olarak algılanmış ve belirsizliği artırmıştır.¹⁰⁰ T.C. Merkez Bankası, zorunlu karşılıklarla etkin kılamadığı maliyet kanalını, fonlama miktarı ve maliyetinde bir belirsizliğe yol açarak risk primlerini yükseltme yoluyla sağlamaya çalışmıştır. Ne var ki, bankaların diğer kaynaklardan elde ettiği ucuz ve bol likidite sebebiyle pek de etkili olamamıştır.

kaçırılmaması gereken husus, özellikle kısa vadede faizlerin halen merkez bankası tarafından belirleniyor olmasıdır. Öyle ki birçok ülkelerde rezerv odaklı politikalar terkedilmekle birlikte zorunlu karşılık oranı dahi kullanılmamaktadır. Günümüzde merkez bankası parasal büyüklüklerden daha ziyade faiz oranı üzerinden takdir yetkisini kullanmaktadır. Dolayısıyla faiz oranları, merkez bankasının hem enflasyon hem de reel değişkenleri istikrarlandırmak için attığı adımların doğal bir sonucudur. Detaylı bilgi için bakınız; Micheal Woodford, "Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy," Federal Reserve Bank of New York Policy Review, Mayıs 2002, ss. 85-91.

¹⁰⁰ İletişim merkez bankasınca açık bir ilanla yapılması durumunda, bir takım dezavantajlar sözkonusu olabilmektedir. Öncelikle, şok şeklinde beklenmeyen (ya da zamanı tam olarak bilinmeyen) bir politika değişimini gerçekleştirme kabiliyeti sınırlanmaktadır. Ayrıca, merkez bankasının politika değişimindeki kararlılığı da piyasa oyuncuları tarafından sorgulanır hatta çoğunlukla test edilir hale gelmektedir. Bu durumda, açık piyasa işlemlerinde kullanılan faizlerin sabitlenip miktar ihalesi yapılması politika etkinliğini olumlu etkilemektedir. Ya da miktar ihalesinde, arz miktarının ciddi şekilde düşürülmesi bir mesaj içeriğindedir. Günlük likidite yönetim işlemleri ile politika değişikliğini destekleyen işlemleri ayırt etmek bu anlamda önemlidir. Detaylı bilgi için bakınız; Borio, a.g.e., ss. 79-95.

1.3. Ortodoks Olmayan Makro-İhtiyatlı Politika Araçlarının Reel Ekonomiyle İlişkisi: Kredi Hacmi, Para Aktarım Kanalları ve Banka Davranışları

Para otoritelerinin para politikasının zamanlaması ve de tesirini doğru değerlendirebilmek adına, para politika araçlarının aktarım mekanizması üzerinden reel ekonomik aktiviteye ve de enflasyona olan etkisini tüm yönleriyle kavramaları elzemdir. Finansal liberalizasyon ve yenilikçilik, piyasalardaki gelişim ve de merkez bankalarının politika evrimleri sonucunda, parasal aktarım mekanizması yani para politikalarının reel ekonomiyi etkilediği kanallar da evrimleşmekte farklılaşabilmektedir.¹⁰¹ Politikaların etkinliğini analiz edebilmek için öncelikle sözkonusu politika araçlarının, parasal ve reel etkilerini ve daha da önemlisi aktarım kanallarını doğru teşhis etmek ön koşuldur. Bu sebeple, doğru bir teorik ve ampirik yaklaşım geliştirebilmek adına, makro-ihtiyatlı politikaların finansal ve reel ekonomiye aktarım yolları incelenmektedir. Genel olarak para politikası araçlarının ve özelde makro-ihtiyatlı politika araçlarının nasıl ve hangi yollardan işlevsellik/etkinlik kazandığına dair yazında oldukça farklı görüşler mevcuttur.

Modern makroekonomik teoride kredi arzını belirleyen unsurlar ve öncelikli olarak da bankaların davranışları çoğunlukla analiz dışı bırakılmaktadır. Bir başka deyişle, bankaların kredi hacmi aracılığıyla makroekonomik devrevi dalgalanmalar üzerindeki tesirleri görmezden gelinmektedir. Ne var ki, son küresel krizi öncesi dönemde, gelişmiş ülkelerdeki bankaların ilk elden yönettiği gevşek kredi koşullarının devrevi hareketleri ne derece kuvvetlendirdiği ortak bir görüş halini almıştır. Oldukça gevşek para koşullarının hüküm sürdüğü bir ortamda finansal sektör oyuncularını olumlu devrevi hareketi destekleyerek finansal kırılganlıkları artırmışlardır. Sonuç olarak banka ve kredi temelli aktarım kanallarına dair yaklaşımlar baskınlık kazanmaya başlamıştır.

¹⁰¹ Jean Boivin, Micheal T. Kiley ve Frediric S. Mishkin, “How Has Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?,” **Handbook of Monetary Economics**, Vol. 3A, North-Holland, Amsterdam, 2011, s. 371; Claudio Borio ve Haibin Zhu, “Capital Regulation, Risk Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?” BIS Working Papers, Aralık 2008, ss. 10-11.

Amacı açısından da, çalışmanın yazındaki yerini ve katkısını ortaya koymak önem arz etmektedir. Çalışma, yeni bir yazının parçası olarak banka odaklı aktarım kanallarını ifşa etmeyi amaçlamaktadır. Bu anlamda aktarım kanallarına dair geleneksel kuramlardan oldukça farklılaşmaktadır. Öte yandan, banka odaklı yeni yazına da farklı bir bakış açısı getirmektedir.

1.3.1. Geleneksel Kuramlar

Gerek devrevi hareketler gerekse IS-LM modeli olsun kabul görmüş iktisadi teoriler, bugüne kadar finansal piyasalardaki gelişmelerin ve bankaların davranışlarının reel ekonomi üzerindeki etkisini görmezden gelmekte ya da önemsememektedirler. IS-LM modeline yöneltilen eleştirilerin odağında, kredi piyasasının göz ardı edilmesi vardır. Kredi piyasasının para piyasası ile ilişkisi ve de kredi piyasası kaynaklı şokların reel ekonomi üzerindeki çıktısı modelde ele alınmamakta, para politika araçlarının rolü sınırlanmaktadır.¹⁰² Bir başka deyişle, finansal yapı ve araçlar reel ekonomik çıktı için

¹⁰² Karl Brunner ve Allan H. Meltzer, “Money and Credit in the Monetary Transmission Process,” *The American Economic Review*, Vol. 78, No.2, Mayıs 1998, ss. 446-450. Örnek olarak likidite tuzağı fikri, IS-LM modeli çerçevesinde, para piyasasının reel piyasayla olan bağlantısını tamamen izole etmekte, paranın rolünü sınırlamaktadır. Keynesyen kuramda ise, faizlerin kısa dönemde değişebileceğini ancak tasarruf ve yatırımların kısa dönemde faize son derece duyarlı olduğunu, faizdeki değişimlerin tam esnek para talebi üzerinden absorbe edilerek fiyatlar ve gelire tesir edemeyeceğini ileri sürülmektedir. Örneğin mutlak tercih teorisinde parasal değişikliklerle faizlere yön verilmesi imkânsızdır. Sonuç olarak Keynesyen kurama göre, banka davranışları ve kredi tamamen analiz dışında bırakılmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Milton Friedman, “A Theoretical Framework for Monetary Analysis,” *Journal of Political Economy*, Vol. 78, No. 2, Mart-Nisan 1970, ss. 207-214. Ayrıca, Keynesyen ve Parasalcı yaklaşıma dair bir karşılaştırma için bakınız; Karl Brunner ve Allan H. Meltzer, “Friedman’s Monetary Theory,” *The Journal of Political Economy*, Vol. 80, No. 5, Eylül-Ekim 1972, ss. 837-849. Ancak Milton Friedman ile birlikte, paranın fiyatlar ve gelir üzerinde özellikle kısa dönemde belirleyici bir güce sahip olduğu kuramsallaştırılmaya başlanmıştır. Para miktarı [kısa dönemde] nominal gelir üzerinde önemli bir etkiye sahip olmakta iken uzun dönemde reel gelir üzerinde son derece etkisizdir. Birkaç on yıllık zaman zarfında sadece para dışı değişkenler önem arz ettiği, paranın makro büyüklüklerle uzun vadede ilişkisi olmadığı ileri sürülmektedir. Sonuç olarak, paranın kısa dönemde reel değişkenleri etkilediği, uzun dönemde ise yansız olduğu kabul edilmektedir. Detaylı bilgi için bakınız; Friedman, a.g.e., ss. 207-217; Milton Friedman, “Quantity Theory of Money,” **The New Pelgrave: A Dictionary of Economics**, Ed. John Eatwell, Murray Milgate ve Peter Newman, Macmillan, New York, 1987, ss. 2-4; Allan H. Meltzer, “The Transmission Process,” *Carnegie Mellon University and the American Enterprise Institute Conference Paper*, Mart 1999, ss. 1-3; Allan H. Meltzer, “Monetarism: The Issues and the Outcome,” *Atlantic Economic Journal*, Vol. 26, No. 1, Mart 1988, ss. 8-16. Ayrıca (Klasik yaklaşımın aksine)

gayet alakasız ve önemsiz kabul edilmektedir. Ne var ki, finansal piyasadaki hareketlerin bizzat devrevi dalgalanmalara yol açtığı gerçeği bu modellerin büyük bir eksikliğine işaret etmektedir. Yaşanan son finansal krizde de görüldüğü üzere, kredi piyasasındaki kötüleşme (artan kredi yükü, düşen varlık fiyatları ve batan bankalar) reel ekonomideki zayıflamanın pasif bir yansıması olmaktan çok öte, ekonomik aktivitenin yavaşlamasına hatta çökmesine sebep olan unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadırlar.

Devrevi hareketler kuramı önceleri paranın makro değişkenler ile ilişkisinin sınırlı olduğunu ve reel bir etki üretemeyeceğini kabul etmiştir. Sonradan para ve bankacılık sektörü reel devrevi dalgalanmalar teorisine eklenmiştir. Nominal parasal¹⁰³ değişimlerin reel ekonomik değişkenlere yöne verebileceği hipotezi kabul edilmemekle birlikte, (içsel) reel parasal gelişmelerin finansal hizmet maliyetlerini etkilediği varsayılmaktadır. Finansal hizmet maliyetlerindeki bir hareket, ekonomideki

Parasalcı yaklaşım, bir mübadele aracı olarak belirsizliği azaltması sebebiyle paranın bir reel getirisi olduğunu savunur. Şokların doğaları, etkileri ve kalıcılıklarının tam olarak algılanamadığı, dolayısıyla göreceli fiyatlar hakkında belirsizliğin hüküm sürdüğü koşullarda, mübadele aracı olarak paranın kullanımı belirsizlik ortamında bilginin elde edilmesi ve işlem yapılmasını olanaklı kılmaktadır. Dolayısıyla gelecek dönemdeki hasıla ve varlık fiyatlarına dair belirsizliğin ağırlaştığı koşullarda, bilgi edinme ve işlem yapmanın maliyeti ne derece artarsa, para tutmanın getirisi de o derece artmaktadır. Öte yandan, enflasyon ise para tutmanın maliyetini ifade etmektedir. Detaylı bilgi için bakınız; Allan H. Meltzer, “Monetary, Credit, and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, 1995, ss. 49-53.

Parasalcı akımdan etkilenen Neo-Keynesyen ve Neo-Klasik ekonomistler, paranın kısa dönemde fiyatlar ve reel ekonomik aktivite üzerinde önemli tesirleri olabileceğini kabul etmektedirler. Söz konusu kabul, kısa vadede de olsa denge durumundan uzaklaşma anlamını taşıdığından, ekonomide bir aksaklık olduğu zımni fikrini de içinde barındırmaktadır. Neo-keynesyen kuram, paranın kısa vadede yanlı olmasına bağlı olarak ekonomideki aksaklığı, “fiyatların yapışkanlığına” bağlamaktadır. Laurence Ball ve N. Gregory Mankiw, “A Sticky-Price Manifesto,” *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 4677, Mart 1994, ss. 2-5. Neo-Klasik kuram da, paranın kısa dönemde reel ekonomik etkilerinin varolabileceğini yani yanlı olabileceğini kabul etmekle birlikte, aksaklığın (denge durumundan uzaklaşmanın) temelinde yatan sebebin ekonomideki ajanların parasal değişimler ile alakalı “tam/yeterli bilgiye sahip olmamasına” bağlamaktadır. Robert E. Lucas, “Expectations and The Neutrality of Money,” *Journal of Economic Theory*, Vol.4, 1972, ss. 103-104, s. 116; Lawrence J. Christiano ve Martin Eichenbaum, “Liquidity Effects, Monetary Policy, and The Business Cycle,” *National Bureau of Economic Research Working Paper*, Vol. 4129, Ağustos 1992, ss. 1-3, s. 13, ss. 20-22.

¹⁰³ Nominal parasal değişimlerin reel etkilerine dair tarihi bir analiz için bakınız; Oliver Jean Blanchard, “Why Does Money Affect Output? A Survey,” **Handbook of Monetary Economics**, Vol. 2, Ed. Benjamin M. Friedman ve Frank Hahn, North-Holland, Amsterdam, 1990, Ch. 15, ss. 782-784.

tüm fırsat maliyetlerini değiştireceğinden, özellikle mevduat hacmi ve dolayısıyla krediler üzerinde belirleyici olabilmektedir. Söz gelimi, mevduatlara zorunlu karşılık veya yeni bir vergi uygulanması, mevduat tabanını, kredi hacmini ve geniş parasal büyüklükleri etkileyerek reel değişimlere neden olabilmektedir.¹⁰⁴

Geleneksel teorik yaklaşımlar, parasal değişimlerin finansal ve reel sonuçlarını ve aktarım kanallarını açıklamakta oldukça yetersiz kalmaktadır. Bu noktada, finansal piyasaları daha da odağa yerleştiren ve farklı aktarım kanallarını vurgulayan yeni bir teorik akım gelişmektedir. Genel olarak para politikası ve özelde makro-ihtiyatlı politikalarının aktarım kanalları, kredi ve banka odağında kısaca aşağıdaki tablodaki gibi sınıflanabilir.

¹⁰⁴ Charles I. Plosser, “Money and Business Cycle: A Real Business Cycle Interpretation,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 3221, Ocak 1990, ss. 15-16, ss. 22-23.

Tablo 2: Para Politikası Aktarım Mekanizması/Kanalları

Neo-Klasik Teori	Öncül	Ardıl	Açıklama
<i>Faiz, Sermaye Maliyeti ve Tobin'in q Teorisi</i>	Kısa vadeli faiz oranları	Sermaye maliyeti	Kısa vadeli faizlerdeki değişim, hanehalkı ve özel sektörün sermaye maliyetini ve dolayısıyla yatırımları etkiler
<i>Servet Etkisi</i>	Kısa vadeli faiz oranları	Varlıkların net bugünkü değeri	Kısa vadeli faizlerdeki değişim, varlık fiyatlarını ve dolayısıyla servet düzeyini değiştirmek suretiyle tüketimi etkiler
<i>Zamanlararası İkame</i>	Kısa vadeli faiz oranları	Tüketim profili	Kısa vadeli faizlerdeki değişim, bugün ile gelecek dönemler arası tüketim portföyünü değiştirir
<i>Kur Etkileri</i>	Kısa vadeli faiz oranları	Kur ve varlık portföyleri	Kısa vadeli faizlerdeki değişim, kur düzeyi ve de varlık portföy değeri üzerinden toplam talebi (özellikle dış talebi) etkiler
Diğer Teoriler	Öncül	Ardıl	Açıklama
<i>Regülasyon Kanalı</i>	Finansal kısıtlamalar	Tüketim düzeyi	Mevduat faiz oranı tavanı yada kredi hacim kısıtlamaları gibi finansal kısıtlamalar tüketimi etkiler
<i>Bilanço Kanalı</i>	Para politikası aksiyonları	Dış finansman primi değişimi	Para politikası, varlık fiyatları üzerinden hanehalkı ve özel sektörün dış finansman primini değiştirerek tüketim ve yatırımları etkiler
<i>Banka Temelli Kanallar</i>	Asimetrik enformasyon	Banka borçlanma kapasitesi	Asimetrik enformasyonun derecesine göre bankaların borç verme kapasitesi ve dolayısıyla tüketim etkilenir

Kaynak: Boivin, Kiley ve Mishkin, a.g.e., ss. 375-385.

1.3.1.1. Faiz Aktarım Kanalı

Modern ekonomik yaklaşımların faiz oranını para analizinin temeline yerleştiren ve tek aktarım mekanizması olarak gören analizleri çok uzun zaman ekonomi öğretisinin merkezinde yer almıştır. Bu yaklaşıma göre, para arzının ya da parasal büyüme hızının aşağı/yukarı çekilmesi, *ceteris paribus* faiz oranlarını yükseltirken/düşürürken, yatırım

ve harcamaları yavaşlatmakta/hızlandırmakta ve nihayetinde hasılaya yön vermektedir.¹⁰⁵

Modern teoriler,¹⁰⁶ paranın geçici de olsa reel değişkenler üzerinde etki üretebileceğini ileri sürmekle birlikte, reel etkilerin tanımı, etkinin büyüklüğü ve devamlılığı konusunda farklılaşmaktadırlar. Klasik ve Parasalcı kuramlar, rasyonellik varsayımının bir sonucu olarak paranın uzun dönemde “yansız” yani etkisinin nötr olduğunu savunmaktadırlar. Hicks’in IS-LM modelinde ise, para ve faiz oranı hasılayla ilişkilendirilmekte, faiz oranının yükseldiği/düştüğü dönemlerde harcama ve yatırımın (sermaye ve stok harcamalarının) ve dolayısıyla toplam hasılanın düşeceği/artacağı ileri sürülmektedir.¹⁰⁷

Parasalcı yaklaşım ise faiz aktarım kanalı analizine krediyi (veya kredi talebini) dahil ederek farklı bir boyut kazandırmışlardır. Parasalcı akıma göre aktarım mekanizması iki kanaldan işlemektedir: nakit bilanço ve faiz oranları. Para miktarında beklenmeyen bir artış olması halinde, para sahipleri ellerindeki fazla parayı (nakit bilanço) elden çıkarmak amacıyla finansal varlık alımına yönelmektedirler. Finansal varlık talebinin artmasıyla birlikte, varlık fiyatları yükselir ve faizler geriler. Nihayetinde, bireyler daha fazla harcama yapmaya teşvik edilmiş olur. Öte yandan, artan harcamalar bir yandan mal ve hizmet fiyatlarının tırmanmasına sebep olmaktadır. Fiyatların artması ise, para miktarının ve varlıkların reel değerinde aşınma olması

¹⁰⁵ Frederic S. Mishkin, “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism,” *Journal of Economic Perspective*, Vol. 9, No. 4, 1995, s. 4.

¹⁰⁶ Bunların içinde Klasik, Keynesyen, Parasalcı, Neo-Keynesyen, Neoklasik ve eklettik teoriler sayılabilir.

¹⁰⁷ Klasik Keynesyen IS-LM modelinde, para arzının artırılması faizlerin düşmesi ve beraberinde sermaye maliyetlerinin (“cost of capital”) gerilemesine yol açmaktadır. Sermaye maliyetlerinde gerileme ise, şirketlerin ve hanehalkının yatırım harcamalarını artırmaya teşvik etmektedir. Artan yatırım düzeyi ile hasıla da yükselişe geçmektedir. Fiyatların yapışkan olduğu ve reel faizlerin gerilediği varsayımına dayanan sözkonusu faiz aktarım kanalı halen geçerliliğini korumaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Frederic Mishkin, “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” NBER Working Paper Series, 1996, ss. 2-4.

anlamını taşımaktadır. Yükselen fiyatlar, bireylerin kredi taleplerinin artmasına ve nihayetinde faizlerin tekrar yukarı yönlü hareketine neden olmaktadır.¹⁰⁸

Sözkonusu klasik yaklaşımların faiz ve kredi aktarım mekanizması birçok yönden eksik görülmektedir: (i) faiz oranının, para talebi ile ilişkisi analiz dışı bırakılmakta, (ii) kısa vadeli faiz oranı mı yoksa yatırım ve sermaye birikimine yön veren uzun vadeli faiz oranına mı işaret ettiği sorusu cevapsız bırakılmakta, (iii) finansal varlık ile reel varlıklar arasında bir ayrıma gidilmemekte, paranın ikamesinin sadece tahvil mi yoksa tüm varlıklar mı olduğu açığa kavuşturulmamakta, (iv) parasal etkilerin geçici ya da kalıcı olduğu konusu ile nominal ve reel getiriler arasında ayırım muğlak kalmakta, (v) ayrıca parasal değişime verilen tepkinin homojen olduğu basitleştirici varsayımına dayanılmakta, (vi) ve en önemlisi finansal araçların ve kredinin rolü gözardı edilmekte, paranın sadece para tabanından ibaret olduğu kabul edilmektedir.¹⁰⁹

¹⁰⁸ Friedman, a.g.e., s.22; s. 30. Bu döngüde, parasal genişleme amacıyla merkez bankası tarafından satın alımı, bir başka deyişle hanehalkı ve bankacılık sektörü tarafından tahvil satışı gerçekleştirmektedir. Hanehalkı ve bankalar, elde ettikleri fazla rezervi bu kez daha yüksek riskli finansal varlıklar – örneğin özel sektör tahvili, hisse senedi, gayrimenkul vb. – olarak değerlendirmeye yönelmektedirler. Genişleme nihayetinde, birden fazla finansal varlık grubu etkilenir, finansal varlık ihracı teşvik edilir böylelikle sermaye piyasasından daha fazla fon sağlanarak yatırım ve harcamalar artış gösterir. Öte yandan, finansal varlıklar finansal olmayan varlıklara görece daha yüksek fiyatlanacağından bireyler, finansal olmayan varlıklardan daha fazla satın alarak bu varlıkların da fiyatının yükselmesine sebep olmaktadır. Ekonomi genelinde tüm varlık gruplarındaki fiyat artışları, bireylerin servetlerinde genişleme, zenginleşme demektir. Zenginleşen bireyler, hem sermaye malı hem de emek satın alımını tetikler. Böylelikle parasal genişleme finansal piyasalardan tüm piyasalara yayılmış olur. Sonuç olarak, parasal hareketler ile ekonomik devrevi hareketler arasında yüksek bir korelasyon bulunduğu söylenebilir. Detaylı bilgi için bakınız; Milton Friedman ve Anna J. Schwartz, “Money and Business Cycles,” **Money in Historical Perspective**, Ed. Anna Schwartz, University of Chicago Press, 1987, ss. 66-68. Paranın miktar teorisine göre, parasal genişleme sonucunda oluşan ve hanehalkı ve bankaların finansal varlıklar arasındaki tercihini açıklayan bu yaklaşım daha sonra, “portföy etkisi” olarak adlandırılmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Philip Cagan, “Introduction to The Channels of Monetary Effects on Interest Rates,” **The Channels of Monetary Effects on Interest Rates**, Ed. Philip Cagan, National Bureau of Economic Research, 1972, ss. 1-6; ss. 61-66.

¹⁰⁹ Bazıları paralarını hisse senedine, bazıları mal ya da reel varlıklara, diğerleri kısa vadeli finansal varlıklara ya da mevduata yönlendirirken bir kısım ise hiçbir aksiyon almamakta, dolayısıyla parasal değişimin zamanla algılanması ve tekrar dengeye gelinmesi varsayımı oldukça basitleştirilmiş bir varsayım olarak eleştirilebilir. Kaldı ki, sözkonusu aktarım mekanizması sadece para piyasasını değil tüm piyasalardaki göreceli fiyatları, beklentileri, toplam talep ve hasılayı, istihdamı ve hatta vergileri ve kamu harcamalarını etkilemektedir. Detaylı bilgi için bakınız; Meltzer, a.g.e., ss. 49-53.

Bahsi geçen mekanik yaklaşımı birçok yönden gerçeği yansıtmaktan uzaktır: Bankaların rezerv tutma ya da kredi/mevduat türetme tercihleri ve davranışları göz ardı edilmekte, kredi talebi yönü analiz dışı bırakılmakta, merkez bankasının para tabanını değiştirmesine bağlı olarak piyasa faiz oranlarına yön verdiği farzedilmekte, ancak gerçek hayatta likidite-faiz ilişkisinde nedensellik zıttı yönde işleyebilmektedir. Klasik para teorisinin mevcut para çarpanı eşitliği, özel sektör ve finansal aracılardan davranışlarını çok basite indirgemektedir. Oysaki parasal büyüklükleri biçimlendiren kredi arz ve talebi gibi unsurların arkasında özel sektör ve bankaların karlılık ve risk algıları, sermaye durumları gibi daha mikro bazda değişkenler yer almaktadır. Öte yandan, merkez bankasının fiyat hareketleri, finansal piyasalar ve ekonominin genel gidişatını göz önüne alarak, ekonomi için uygun faiz oranını sağlamak üzere gerekli likidite koşullarını (para tabanı üzerinden) sağladığı, yani faiz-likidite nedenselliğinin tam zıttı yönde çalıştığı gerçeği yadsınmaktadır. Bir başka deyişle, IS-LM düzleminde, LM eğrisi belirli bir faiz oranında “sıfır esnek” ve eksene dik değil bilakis paralel olabilmektedir.¹¹⁰

1.3.1.2. Tobin’in q ve Servet Aktarım Kanalları

Neo-klasik okula ait farklı aktarım mekanizmaları da analizlere eklemelenmeye çalışılmaktadır. Bunların başında Tobin’in q ve servet kuramı gelmektedir. James Tobin’in q teorisi,¹¹¹ parasal genişleme/daralmanın nominal faiz üzerinden fiziki (sermaye malları) ve finansal varlık fiyatlarına olan etkisine dikkat çekmektedir. Merkez bankası, piyasadaki para hacmiyle oynayarak, kısa vadede esnek olmayan ya da yapışkan fiyatlar varsayımı altında, hem talep seviyesi hem de değerlendirme üzerinden finansal varlıkların ve de mevcut fiziki varlıkların fiyatlarını ve dolayısıyla reel

¹¹⁰ Goodhart, a.g.e., s. 824; Schaechter, a.g.e., s. 14.

¹¹¹ “ q ” katsayısı mevcut/kullanımdaki bir fiziki varlığın (sermaye malının) piyasa değerinin, aynı fiziki varlığın değişim maliyetine oranını ifade etmektedir. Mevcut varlıkların piyasa değeri arttıkça q değeri de artmaktadır. Tobin, mevcut bir fiziki varlığın marjinal verimliliğinin q değerine olan oranını, söz konusu varlığın getirisi olarak ifade etmiştir. Altında yatan gerekçe, mevcut bir fiziki varlığın değişim maliyeti ve ve marjinal verimliliği sabitken, varlığın piyasa değerindeki artışın, varlığın getirisinin düşmesi anlamını taşımasıdır.

getirilerini değiştirebilmektedir. Sözelimi bir parasal genişleme faizleri düşürmekte ve dolayısıyla mevcut/kullanımdaki sermaye mallarının piyasa değerini artırmaktadır.¹¹² Sermaye mallarını ellerinde tutan şirketlerin net varlık değerleri de yükselmektedir. Sözkonusu hareket – yeni sermaye malı fiyatları ve de mevcut sermaye mallarının marjinal verimliliği kısa dönemde sabitken – şirketleri daha fazla sermaye yatırımı yapmaya yöneltmekte ve artan yatırım/talep düzeyiyle birlikte hâsıla yükselme eğilimi göstermektedir.¹¹³

Benzer şekilde servet kuramı, bireylerin net servet düzeylerinin, tüketimlerini belirleyen en kritik faktör olması önkoşuluna dayanmaktadır. Para politikasındaki gelişmelerin, bireylerin net servetleri üzerinden tüketim ve hasıla seviyesini etkilediği ileri sürölmektedir. Misal bir parasal genişleme nihayetinde mali varlıkların piyasa fiyatının artması ellerinde mali varlık tutan bireylerin servetlerini de artıracadıından, bireyler sözkonusu servet etkisi sebebiyle daha fazla tüketim yapma eğilimine girmekte ve hasıla yükselmektedir.¹¹⁴

Neoklasik okulun bir parçası olarak addedilen, Tobin'in q ve servet kuramları birçok yönden tatmin edici olmaktan uzaktır. Zira yatırım ve de konut ve dayanaklı mallara dönük tüketim harcamaları daha ziyade uzun vadeli reel faiz oranları ve üretkenlik gibi değişkenlerle yakından ilişkilidir. Kısa vadede dışsal parasal şoklar (parasal yenilikler) ile, uzun vadede şekillenen yatırım ve tüketim harcamaları arasında yüksek bir korelasyon mevcut değildir. Öte yandan, fiyat ve ücretlerin otomatik olarak uyarlandığı, bilgi ya da rekabet eksikliğinin bulunmadığı bir tam rekabet piyasasında,

¹¹² Gelirin sabit olduğu bir düzlemde, parasal genişlemeye bağlı olarak finansal varlık fiyatlarının ve dolayısıyla servet düzeyinin de artması zımmen varsayılmıştır. Servet arttıkça “işlem saikiyle” talep edilen para talebi görece düşmekte, sermaye mallarına olan talep yine görece artmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; James Tobin, “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No.1, Şubat 1969, s. 20.

¹¹³ A.e., ss. 17-26.

¹¹⁴ Franco Modigliani, “Monetary Policy and Consumption: Linkages via Interest Rate and Wealth Effects in the FPM Model,” **Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages**, Ed. The Federal Reserve Bank of Boston, Haziran 1971, ss. 18-58.

kısa vadeli faizlerin – söz gelimi bankalararası piyasa gecelik borçlanma faizi – reel ekonomik çıktıları olması teorik açıdan da mümkün değildir. Ayrıca, sermaye mallarının maliyetinin önemli ölçüde değişebilmesi için, parasal yeniliklerin ciddi boyutta ve şok şeklinde uygulanması gerekir. Ne var ki, para yönetiminde yenilikler genellikle ufak adımlarla ve tedrici şekilde uygulanır. Bir başka konu da zamanlamadır. Parasal yenilikler bir gecede etkisini gösterebilirken, yatırım malları maliyetleri ve yatırım getirilerinin değişimi, aylar hatta yıllar alabilmektedir. Sonuç olarak, varlık fiyatları odaklı aktarım mekanizmaları, teorik açıdan tatmin edici olmakla birlikte, kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimlerin uzun ömürlü varlıklara olan talebi değiştirmesi ampirik olarak açıklanmaktan uzaktır.¹¹⁵

1.3.1.3. Döviz Kuru Aktarım Kanalı

Parasal değişimlerin reel makroekonomik sonuçlar doğurduğuna dayanan bir başka aktarım mekanizmasının para birimleri arasındaki parite, yani döviz kuru üzerinden işlediği öne sürülmektedir. Beklenmeyen bir parasal genişleme, yerel para birimi cinsinden faizlerin görece düşmesi sonucunu doğurmaktadır. Bu gelişmeye bağlı olarak, yerel para birimi değer kaybederken, döviz kurları yükselmektedir. Kısa vadede fiyatların esnek olmadığı varsayımı altında, yurtiçinde üretilen mal ve hizmetler görece daha ucuz hale gelirken yurtdışı menşeli mal ve hizmetler görece pahalılaşmaktadır. İkame etkisiyle hem yurtiçi hem yurtdışı tüketim artarken, net ihracat ve de hâsıla olumlu etkilenmektedir.¹¹⁶

1.3.1.4. Regülasyon Aktarım Kanalı

Para otoriteleri, bankacılık düzenlemelerini değiştirmek suretiyle kredi piyasasına müdahalede bulunabilme imkânına da sahiptir. Söz konusu müdahale doğrudan kredi ve/veya mevduat piyasasını, finansal araçları ya da aracılık işleminin

¹¹⁵ Ben S. Bernanke ve Mark Gertler, “Inside the Blackbox: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, 1995, s. 28; ss. 33-34.

¹¹⁶ Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff, “Exchange Rate Dynamics Redux,” *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 4693, Nisan 1994, s. 15-21.

kendisini hedef alabileceği gibi bilhassa kısa vadeli faizleri değiştirmek suretiyle banka ve yatırımcıların karlılıklarıyla (ve risk iştahlarıyla) oynayarak da gerçekleştirilebilmektedir. Söz konusu regülatif müdahale teşvik ya da kısıtlama amaçlı kullanılabilir.¹¹⁷

1.3.1.5. Ahlaki Zaafiyet ve Asimetrik Enformasyon Temelli Aktarım Kanalları

Bir başka aktarım kanalı, ahlaki zaafiyet sorununun (“moral hazard”) kredi hacmine olan etkisine dayanmaktadır. Bilhassa politika faiz oranlarının kredi hacmini baskılamak amacıyla yüksek tutulduğu dönemlerde, düşen toplam talep düzeyi ve de varlık fiyatları paralelinde mevcut ve potansiyel kredi borçlularının net değerliliklerinde kayıp/zarar da doğabilmektedir. Bu şartlar altında, kredi piyasasına has bir ahlaki zaafiyet baş gösterebilmektedir: Kredi borçluları daha az değerlilikteki varlıklarına karşın daha fazla risk alma eğilimine girmektedirler. Söz konusu ahlaki zaafiyet riskine maruz kalan bankalar ise, kredi verme konusunda daha muhafazakâr davranabilmektedirler: Risk primi yükselmekte (ki bu risk primi dış finansman risk primi olarak kabul edilebilir) ve dolayısıyla daha yüksek faiz istenmekte ya da seçicilik artırılarak daha az miktarda kredi açılmaktadır. Nihayetinde, daha düşük bir kredi hacim büyümesiyle birlikte daha düşük bir harcama ve yatırım düzeyine evrinilmektedir.¹¹⁸

Ahlaki zaafiyet sorunu bankalar tarafında da gözlemlenebilmektedir. Merkez bankasının kriz dönemlerinde kredi akışının sektöre uğramasını engellemek amacıyla piyasaya likidite sunması ve böylelikle krizin etkilerini azaltmaya çalışması, bankacılık sektöründe bir ahlaki zaafiyet sorununun baş göstermesi ile sonuçlanabilmektedir. Merkez bankasının piyasaya müdahale beklentisini satın alan bankalar, daha yüksek bir risk iştahına sahip olabilmektedir. Bir başka ifadeyle, kriz dönemlerinde merkez bankası

¹¹⁷ Boivin, Kiley ve Mishkin, a.g.e., s. 381

¹¹⁸ Daraltıcı para politikasının bir başka sonucu da, kredi borçlularının yükselen faiz oranıyla birlikte daha yüksek finansman gider ve ödemelerine katlanmak zorunda kalmalarıdır. Hanehalkı ve özel sektörün kısa dönemde daha yüksek nakit çıkışı yapmaları ise, paradoksal bir şekilde dış fon ihtiyaçlarını şiddetlendirmektedir. Detaylı bilgi için bakınız; Boivin, Kiley ve Mishkin, a.g.e., ss. 383-384.

müdahalelerinin bir aksiyom haline gelmesiyle birlikte, bazı bankalar ilginç biçimde risk-sever bir tutum içine girebilmektedir. Sonuç olarak, banka bilançoları daha yüksek kaldıraçlarla birlikte daha yüksek kredi/mevduat rasyolarını görmektedir. Merkez bankası müdahalelerinin *ex post* faydalarıyla kıyaslanınca, bu tip bir ahlaki zaafiyet göze alınabilmektedir. Söz konusu şekilde bir müdahalenin, ekonomilerdeki risk maruziyetine bağlı olarak, bankaların sermaye ve borçluluk kararlarını dahi etkilemektedir.¹¹⁹

Banka temelli başkaca bir ahlaki zaafiyet de şu şekilde tanımlanabilir: Bankaların yüksek kaldıraç ve riskli kredi oranları, aslında bankaların temel işlevi olarak kabul edilen asimetrik enformasyon sorununun çözülmesinden ziyade sorunu şiddetlendirmektedir. Bankaların en önemli işlevlerinden bir tanesi asimetrik enformasyon sorununu çözmektir. Mevduat sahipleri, birikimlerini doğrudan girişimcilere aktarmak yerine bankaya yatırmaktadırlar; bankalar ise topladıkları mevduatları, girişimcilere kredi olarak kullanırmaktadırlar. Bu noktada, bankalar kredi alan girişimcilerin risklerini gerektiği gibi analiz edip, kredi kullandırım öncesi ve sonrasında kredi borçlusunu izleyip denetlemezlerse, olası bir kredi temerrüdü/batığında en çok mevduat sahipleri zarar görmektedirler. Bankalar mevduat sahiplerinin tasarruflarını krediye dönüştürürken izleme ve denetleme maliyetinden kaçınarak mevduat sahiplerinin tasarruflarının riske girmesi gibi bir ahlaki zaafiyete düşebilmektedir. Oysaki bankaların açtıkları krediler içerisinde kendi özkaynakları ne derece büyük bir yer alır ise, söz konusu ahlaki zaafiyet problemi de o derece çözülebilir; zira olası bir temerrüt/batık durumunda kaybedilen sadece mevduat sahiplerinin tasarrufu değil, bankaların özkaynakları da olacaktır. Bu olguya dayanarak, bankaların sermaye yapıları ne derece büyük ve güçlü olur ise mevduat toplama ve kredi açma kabiliyetleri ve de dolayısıyla kredi hacmi üzerindeki etkileri o derece büyük

¹¹⁹ Mark Gertler, Nobuhiro Kiyotaki ve Albert Queralto, “Financial Crises, Bank Risk Exposure, and Government Fiscal Policy,” New York University ve Princeton University, May 2011, ss. 1-19.

olmaktadır.¹²⁰ Bir başka bakış açısıyla, sermaye yapısı zayıf bankalar, yani görece düşük öz sermaye yüksek borçlanma ile kaynak sağlayan bankalar, daha fazla ve daha riskli kredi açma eğilimindedirler. Zira açtıkları kredinin performe etmemesi durumunda, riske maruz öz sermaye değeri daha düşük olmaktadır. Böylesi bir ahlaki zafiyet sonucu, daha düşük öz sermaye ile çalışan bankalar sermayelerine oranla daha yüksek miktarlarda ve daha riskli bir kredi portföyü oluşturabilmektedirler. Sermaye yapısı görece daha güçlü bankalar ise, genellikle daha az riskli ve daha az maliyetli bir kredi portföyü oluşturmayı tercih etmektedirler.¹²¹ Sermayesi görece güçlü (kaldıraç oranları düşük) bankaların piyasa faizlerindeki değişime olan duyarlılıkları, sermayesi görece zayıf olan (kaldıraç oranları yüksek) bankalara nazaran daha düşük olabilmektedir.¹²²

1.3.1.6. Bilanço Aktarım Kanalı

Net değerlilik ve dış finansman primi¹²³ (“external finance premium”) kavramlarını temel alan bilanço görüşü faizi odağa koyan klasik modellere alternatif bir

¹²⁰ Cesaire Meh ve Kevin Moran, “The Role of Bank Capital in The Propagation of Shocks,” Bank of Canada Economic Analysis Department, Ottawa, August 2009, s. 28.

¹²¹ Öte yandan banka sermaye yeterliliğine yönelik regülatif düzenlemeleri, para politikasından (ve dolayısıyla banka rezervleri üzerindeki etkilerinden) soyutlamak pek mümkün değildir. Zira para politikası tutumu bankaların karlılıklarına doğrudan nüfuz etmektedir. Bankaların dağıtılmayan karları ise sermayelerine eklenmekte olduğundan, para politikasının banka karları aracılığıyla sermaye yeterlilik rasyolarını etkilediği söylenebilir. Sözelimi kısa vadeli faizlerin olağandışı şekilde yükselmesi, bankaların karlarını eriterek sermayelerinin güçlenmesinin önüne geçebilmektedir. Skander J. Van den Heuvel, “Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission,” Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Vol. 8, Mayıs 2002, ss. 259-264.

¹²² Leonardo Gambacorta ve Federico M. Signoretti, “Should Monetary Policy Lean Against The Wind?: An Analysis Based on A DSGE Model With Banking,” BIS Working Papers, No. 418, July 2013, s. 10.

¹²³ Dış Finansman primi, bir işletmenin dışarıdan sağladığı fonun maliyeti ile kendi ürettiği fonun, yani dönem karının maliyeti arasındaki farktır. İşletmeler, hisse senedi ve tahvil/bono gibi sermaye piyasası araçlarıyla ya da banka kredisi yoluyla dışarıdan fon sağlayabilmektedir. Öte yandan, elde ettikleri karları temettü olarak dağıtılmayarak işletmede bırakılması yoluyla da içeriden fon sağlanabilir. Kısaca, dışsal ve içsel fonlar arasındaki maliyet farkı “dış finansman primi” olarak adlandırılmaktadır. Sözkonusu maliyet farkının sebebi, kredi piyasasında var olan “eksik bilgi/asimetrik enformasyon” yada “sözleşmelerin üretilme ve uygulanma maliyeti” gibi maliyetlerdir. Bankalar yada daha genel ifade ile aracı kuruluşlar borç alan ve borç veren kişiler arasındaki asimetrik enformasyon ve sözleşme yapma/uygulama gibi engelleri ortadan kaldırmaktadır. Bankaların kredi veren kurum olarak borç alanların kredibilitelerini değerlendirme, kredi borçlularını izleme ve tahsilat gibi giderleri ortaya çıkmaktadır. İşte içsel ve dışsal Finansman arasındaki maliyet farkı aslen bu maliyetlerden kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda, sözelimi parasal bir genişleme açık piyasa faiz oranlarını aşağı yönlü hareket ettirmektedir. Faiz oranlarının düşmesi ise, dışarıdan sağlanan fon maliyetinin (ve de dış finansman priminin) düşmesine ve dolayısıyla

aktarım mekanizması olarak değerlendirilebilir. Sözkonusu aktarım mekanizması çerçevesinde, para politikasının “dış finansman primi” ile ilişkisi üzerinden kredi piyasasına etkileri ele alınmaktadır. Kısaca işletmelerin dışarıdan ve içeriden temin ettikleri fonlar arasındaki maliyet farkı olarak nitelenen dış finansman priminin, parasal genişleme trendlerinde daralmakta, parasal sıkılaştırma trendlerinde genişlemekte olduğu öne sürülmektedir. Prim düzeyindeki değişimlerin ise, kredi hacmine ve dolayısıyla reel ekonomik değişkenlere yön verebildiği (hatta büyütürük yansıttığı) farzedilmektedir.¹²⁴

Bilanço kanalı, varlık fiyatları ile reel ekonomik değişkenleri birbiriyle ilişkilendiren belirgin bir aktarım mekanizması olarak ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda, kredi piyasası içsel dinamiklerinin ekonomideki şokları (gerek para politikasından gerekse teknoloji, maliye politikası ya da kaynak dağılımındaki değişikliklerden kaynaklansın) bir “finansal hızlandırıcı” mekanizması aracılığıyla büyütürük yaydığı öne sürülmektedir. Sözelimi gevşek bir para politikası neticesinde faizlerdeki aşağı yönlü bir hareket, şirketlerin varlık büyüklüklerini, karlılıklarını, nakit akışlarını ve net değeri artırmaktadır. Şirket varlık değeri artması, şirketlerin teminat olarak gösterebilecekleri değeri artması anlamına gelir. Borçlanmak için ödemek zorunda kaldıkları dış finansman priminin düzeyi, şirketlerin net varlık değeri (şirketlerin likit varlıkları ve teminat olarak gösterebilecekleri likit-olmayan varlıklarından mevcut yükümlülükleri çıkarılarak bulunacak değeri) bağılı olmaktadır. Parasal genişleme dönemlerinde şirketlerin net varlık değeri ve dolayısıyla kredi değeri olumlu etkilenmesi, şirketlerin dış finansman primlerine olumlu yansımaktadır. Parasal genişleme ile birlikte dış finansman primi düşüş göstermekte ve nihayetinde daha düşük maliyetlerle finansman sağlanması mümkün olmaktadır. Net değeri, ekonomik devrevi hareketler ile aynı yönde hareket etmektedir. Özel sektör ve hanehalkının sahip oldukları

kredi hacminin artmasına yol açmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Bernanke ve Gertler, a.g.e., s. 28; s. 34.

¹²⁴ Bernanke ve Gertler, a.g.e., s. 28.

varlıklar, sözkonusu ekonomik ajanların bilanço değerlerini ve dolayısıyla kredi değerliliklerini belirlemektedir. Sahip olunan varlıklar, bankalar açısından bir teminat niteliği taşıdığından, varlıkların fiyatındaki bir düşüş özel sektör ve hanehalkının teminat değerliliğini (ve borçluluk rasyolarını) ve böylelikle kullanabilecekleri kredi miktarını da düşürmektedir. Bankalar daha az kredi açmakta, sonuç olarak kısa vadede tüketim ve toplam talep düzeyi düşerken, uzun vadede görece kısıtlanan sermaye birikimi ve çalışma sermayesi sebebiyle toplam arz seviyesini düşürmektedir. Sözkonusu ekonomik ajanlar, zayıflayan nakit akışları sebebiyle, ellerindeki varlıkları satmakta ve sonuç olarak varlık fiyatları daha da düşmektedir. Bu kısır döngü, borç deflasyonu /durgunluğu olarak adlandırılmaktadır.¹²⁵

Sonuç olarak, bilanço kanalının odağında birey ve şirketlerin net değerlilikleri ya da teminat değerlilikleri yer almaktadır.¹²⁶ Söz konusu değerliliğin para politikasına bağlı olarak değişmesi neticesinde dış finansman priminin ve de kredi hacminin değiştiği kabul edilmektedir. Para politikası, sadece faizlere değil aynı zamanda birey ve şirketlerin finansal durumlarına da tesir etmektedir. Mesela, bir parasal bir genişleme, diğer değişkenler sabitken, faizleri aşağı yönlü hareket ettirmektedir. Bu tip bir hareket, doğrudan birey ve şirketlerin borç maliyetlerini düşürürken nakit akışlarına ve genel olarak finansal durumlarına olumlu yansımaktadır. Daha ucuz ve yüksek miktarda borçlanabilir duruma gelen birey ve şirketler harcama ve yatırımlarını artırmaktadırlar. Ayrıca parasal genişleme sonucu faizdeki düşüş, dolaylı olarak firmaların gelirlerine de

¹²⁵ Bernanke ve Gertler, a.g.e., s. 20.

¹²⁶ Net değerliliğin ya da teminat değerliliğinin kredi hacmi üzerindeki etkisini ve aktarım mekanizmasını inceleyen benzer bir çalışmada, gayrimenkullerin hem bir üretim faktörü hem de teminat olarak kullanıldığı ve arzının kısıtlı olduğu bir ekonomide, varlık değerlerinin ve bilhassa gayrimenkul değerinin şirketlerin kullanabilecekleri azami kredi limitini belirlediği varsayılmaktadır. Böyle bir düzlemde, sözgelimi teknoloji ve gelir dağılımı kaynaklı şoklar, tüm varlık değerlerini ve bu arada gayrimenkul değerlerini de değiştireceğinden kullanılacak kredi limitini de yeniden belirleyecektir. En ufak ve geçici bir şok dahi, varlık değerleri ve hasılda büyük ve sürekli dalgalanmalara sebep olabilecektir. Detaylı bilgi için bakınız; Nobuhiro Kiyotaki ve John Moore, "Credit Cycles," Journal of Political Economy, Vol. 105, No.2, 1997, ss. 211-217.

olumlu yansımadır. Söz konusu doğrudan ve dolaylı etkiler birey ve şirketlerin bilançolarını yani net değerliliklerini¹²⁷ belirlemektedir.

Dış finansman priminin düzeyini belirleyen en önemli içsel değişken, kredi piyasasındaki friksiyonlardır. Borç alan ile veren arasındaki asimetric bilginin kötüleştiği (risk priminin ve de kredi-mevduat faizleri arasındaki marjın arttığı) ve kredi ilişkisinden doğan maliyetlerin ciddi bir külfet teşkil ettiği durumlar, başlıca friksiyonlar ya da maliyetler olarak tanımlanmaktadır. Bu maliyetlerin kredi piyasasının akışını etkileyecek bir düzeye erişmesi, özel sektör ve hanehalkının karşılaştıkları dış finansman priminin yükselmesinin ardında yatan ana sebeptir.¹²⁸ Bu tip durumlarda para piyasasındaki değişimler, finansal hızlandırıcı mekanizması yani şirketlerin/bireylerin net değerlerindeki ve dolayısıyla dış finansman primindeki değişim aracılığıyla kredi piyasasında ve de ekonomi genelinde kendisinden büyük değişimler üretebilmektedir. Şöyle ki, finansal friksiyonların yükselmesi genel olarak potansiyel kredi borçlusu şirketler için proje getirilerinin düşmesi (hatta bazı projelerin getirilerinin negatife dönmesi), bankalar için ise fonlanabilir proje sayısının ya da kredi hacminin daralması ile sonuçlanmaktadır.¹²⁹

¹²⁷ Net değerlilik ifadesiyle, birey ve şirketlerin likit ve satılmaya hazır varlıkları işaret edilmektedir. Keza, bu varlıklar bankalar tarafından teminat olarak kabul edilmektedir.

¹²⁸ Özellikle friksiyonların arttığı kriz dönemlerinde bu kurumların finansal pozisyonlarının kötüleşmesi borç alan ve veren kişi ve kurumlar arasındaki fon transferini sektöre uğratabilmektedir. Bu kötüleşmenin en belirgin semptomu net faiz marjındaki artış, kredi hacimlerindeki daralma ve takipteki kredi sayı ve hacimlerdeki yükseliş olmaktadır. Bankaların pozisyonlarının görece zayıfladığı finansal kriz dönemlerinde fon maliyetlerindeki artış da, bankaların özkaynaklarından borç verebilir hale gelmeleri anlamını taşımaktadır. Başka bir ifade ile bankalar kriz dönemlerinde daha ziyade özkaynak güçlülüklerine bağlı olarak kredi sağlayabilmektedirler. Detaylı bilgi için bakınız; Mark Gertler ve Peter Karadi, "A Model of Unconventional Monetary Policy," New York University, 2011, ss. 3-4.

¹²⁹ Ben S. Bernanke, Mark Gertler, ve Simon Gilchrist. "The Financial Accelerator in A Quantitative Business Cycle Framework," **Handbook of Macroeconomics**, eds. J. B. Taylor ve M. Woodford, Vol. 1, Chapter 21, 1999, ss. 1341-1393. Friksiyonların ağırlaşması bir başka deyişle finansal aracılık maliyetlerinin artması, reel ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemektedir. Merkez bankası ne derece gevşek bir para politikası izlerse izlesin, banka kaynaklarının, özellikle mevduatların, hızla çekildiği dönemlerde bankalar bataabilmektedir. Bu riskin gayet farkında olan bankalar için kriz dönemleri, finansal aracılık maliyetlerinin arttığı dolayısıyla kredi hacminin daraldığı dönemler olmaktadır. Maliyetlerin artmasının başlıca sebebi, bankaların "iyi" ve "kötü" profildeki potansiyel kredi borçlularını ayırt etme olanağından ileri gelmektedir. Maliyetlerin artması ise, aslında ekonomi için yararlı ve fizibl olan projelerin fon

Bir friksiyon olarak dış finansman priminin varlığına dayanan bilanço görüşünün açıklamakta zorlandığı birtakım noktalar da yok değildir: Finansal hızlandırıcı mekanizması lineer bir düzen içerisinde açıklanmaktadır. Sadece dış finansman primine odaklanarak, kredi koşullarının diğer yönlerini gözardı etmektedir. Ayrıca, dış finansman primindeki sapmaları, aktarım mekanizmasının içsel bir yönü olmaktan daha ziyade, ekonomik dalgalanmalara sebep olan bir şok olarak yorumlamak daha doğru olabilir. Öte yandan kredi piyasasındaki gelişmeleri genel denge analizinin yegâne bağımsız değişkeni olarak ele almak da doğru sonuçlar veremeyebilmektedir.¹³⁰

1.3.2. Banka Odaklı Aktarım Kanalları

1.3.2.1. Banka Kredi Kanalı

Son zamanlarda banka bilanço yapılarını ve davranışlarını temel alan bir takım aktarım kanalları analiz edilmektedir. Banka kredi aktarım mekanizması, bankalar üzerinden para politikasının ekonomiyi etkilediği bir kanal olarak öne çıkmaktadır. Özellikle bankaların finans piyasası içerisinde baskın bir pozisyona sahip olduğu ve dolayısıyla hanehalkı ve özel sektörün finansman için bankalara bağımlı olduğu ekonomilerde bankaların açtıkları kredilerle yatırım ve harcamayı büyüttükleri bir aktarım kanalıdır. Bu anlamda, bankalar ekonomide özel bir rol oynamaktadır. Banka kredi aktarım kanalı çerçevesinde, kredi hacmi doğrudan bankacılık sektörü rezerv miktarı ile ilişkilendirilmektedir. Sözelimi bir parasal genişleme döneminde, banka rezervleri ve mevduat hacmi yükselmektedir. Dolayısıyla borç verilebilir fon düzeyi yani kredi hacmi de genişlemektedir. Kısacası, para politikasındaki değişimler bankaların borç verilebilir fon düzeyleri üzerinde belirleyici olmakta ve böylelikle aracılık edilen

bulamaması ve dolayısıyla reel ekonomik aktivitenin sekteye uğraması ile sonuçlanabilmektedir. Detaylı bilgi için bakınız; Ben S. Bernanke, “Non-Monetary Effects of The Financial Crisis in the Propagation of The Great Depression,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 1054, Ocak 1983, ss. 11-17.

¹³⁰ Boivin, Kiley ve Mishkin, a.g.e., s. 411.

kredi arz düzeyi ile oynanabilmektedir. Merkez bankası, doğrudan bankacılık sistemindeki rezerv düzeyini belirleyerek borç verilebilir fon düzeyini kısmen şekillendirebilmektedir.¹³¹

Fon düzeyinin yanısıra banka kredi kanalının etkinlik derecesini tayin eden bir diğer etken ise bankaların kendileri arasındaki rekabet yani bankacılık sektörünün rekabet yapısıdır. Etkin bir finansal aracılık sektöründe, genellikle kredi piyasasındaki rekabet mevduat piyasasına göre daha güçlü olmaktadır. Bankalar, potansiyel kredi müşterileri için kıyasıya bir rekabet içine girmekte ve sonuç olarak daha düşük marj (ve daha düşük bir kredi faiz oranı) ile kredi sağlamaktadırlar. Marjların görece sıkı olduğu böylesi bir rekabet ortamında, bankalar kar marjlarını mevduat faizlerini düşürerek sağlayabilmektedirler. Sonuç olarak, rekabetin varlığı, daha düşük maliyetle daha yüksek hacimde kredi sağlanabilmesine olanak sağlamaktadır.¹³²

Banka kredi kanalı görüşü, klasik makroekonomik teoriden birçok açıdan farklılaşmaktadır. Klasik makroekonomik teori, IS-LM modeli çerçevesinde rezervlerin para talebi üzerinden bono/tahvil getirilerini ve mevduat hacmini, yani banka bilanço pasifleri/kaynaklarını şekillendirdiği varsayımına dayanmaktadırlar. Oysaki bankalar, klasik makro teorisinin önermesinin aksine, sadece mevduat değil aynı zamanda kredi türeten kurumlardır. Para politikası, banka mevduatları üzerinden olduğu kadar banka kredileri üzerinden de işlevsellik göstermektedir. Kredi görüşünde, parasal bir genişleme

¹³¹ Finansal inovasyon ile büyük şirketlerin banka kredisine olan bağımlılığı azalmaktadır. Öte yandan bankaların mevduat dışında kaynak yaratma kabiliyetleri artmakta, böylelikle merkez bankasının özellikle kredi hacmi üzerindeki belirleyici gücü azalmaktadır. Yine de veriler göstermektedir ki, ekonomik ajanlar halen büyük oranda banka fonlamasına dayanmaktadır. Merkez bankası, faizler üzerinde sahip olduğu doğrudan güç sayesinde, yeterince etkin ve hızlı olmasa dahi kredi hacmini dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Kredi piyasasını etkin ve hızlı bir şekilde etkilemenin yolu ise, parasal hareketlerden daha ziyade kredi piyasasına yönelik düzenlemeler ve uygulamalardır. Detaylı bilgi için bakınız; Christina D. Romer ve David H. Romer, “Credit Channel or Credit Actions? An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 4485, Ekim 1993, ss. 91-110.

¹³² Michiel van Leuvensteijn, Christoffer Kok Sorensen, Jacob A. Bikker, ve Adrian van Rixtel, “Impact of Bank Competition on the Interest Rate Pass-Through in Euro-Area,” Banco De Espana Documento de Trabajo, No. 0828, 2008.

faizler üzerinden bankaların kredi arz miktarını, yani banka bilanço aktifleri/varlıklarını şekillendirmektedir. Banka kredi kanalının odağında bankalar, daha doğrusu banka kredileri yer almaktadır. Öyle ki, merkez bankası para hacmini daralttığında, bankalararası piyasa faizi ve dış finansman primi yükselmekte, banka kredisi yoluyla fon elde eden bireyler ve şirketlerin planladıkları harcama ve yatırımlar da daralmaktadır. Talepteki daralma ise, reel ekonomik sonuçlara, örneğin hâsıla ve istihdama doğrudan yansımaktadır.

Sonuçta hem klasik teorik yaklaşım hem de kredi görüşü yaklaşımında, faizler ile hâsıla ilişkilendirilmekte, ancak aktarım kanalları konusunda oldukça farklılaşmaktadırlar. Bir diğer ayrım ise, para ve benzeri likit varlıklar arasındaki “ikame edilebilirlik” derecesinden doğmaktadır. Klasik makroekonomik teori, para ile getirisi olan tüm finansal ve fiziksel varlıklar arasında tam ve mutlak bir ikame olduğu kabulüne bel bağlamaktadırlar. Bu kabulün doğal bir sonucu olarak, banka kredileri ile diğer banka varlıkları (nakit, bono/tahvil ve diğer hazır değerler) arasında bir fark gözetilmemektedir. Dolayısıyla banka aktif kompozisyonları ile kredi hacmi arasında bir kayıtsızlık/farksızlık mevcuttur. Ne var ki, nakit rezerv ve bono/tahvil gibi banka aktifleri bankaların kendi türettiği, hacmini kontrol ettiği varlıklar değilken, kredi bizzat bankaların türettiği bir varlıktır. Bunun karşılığında, banka kredi kanalı görüşünün tutarlı olabilmesi iki koşula bağlıdır: (i) Bankaların varlık kompozisyonlarını (kredi arzı da dâhil), parasal şoklardan tamamen izole edememesi; (ii) bireyler ve şirketlerin banka kredi arzındaki (ve şartlarındaki) değişimlere bağlı olarak reel harcamalarını değiştirebilmesi.¹³³ Bir parasal genişlemenin kredi hacmini artırmasının mevduat çarpanı (kredi talebindeki değişim) kanalıyla mı yoksa banka kredi kanalıyla (kredi arzındaki değişimle) mı işlediği daha ziyade sözkonusu koşullara bağlıdır.

¹³³ Sukanya Bose, “Monetary Policy and the Credit Channel: Evidence from India,” MPRA Paper, No. 28486, Münih, Ocak 2011, ss. 2-3.

Klasik makroekonomik kuramların önermelerinin ötesinde, banka kredi aktarım mekanizmasının yapısı, para politikasının etkilerini ve etkinliğini önemli ölçüde geciktirebilmekte ve hatta kısıtlayabilmektedir. Öyle ki, bankalar kredi kararlarında, likidite koşulları ve faiz oranlarındaki hareketlere kayıtsız kalabilmektedir. Sözgelimi parasal daralma sonucu mevduat tabanı daralsa dahi, hemen akabinde kredi hacmi düşmeyebilmektedir. Bankalar ellerindeki finansal varlıkları satarak ya da rezerv sistemi dışından fon sağlayarak, mevduat tabanındaki daralmayı telafi edebilmekte, kredi hacmini kendi takdirlerince belirleyebilmektedirler. Böylesi bir durumda, merkez bankasının kredi hacmine yön verme çabaları etkisiz kalabilmektedir.¹³⁴ Günümüzde merkez bankası politikalarının etrafından dolaşmak adına bankalar farklı kaynaklara sahiptirler. Parasal koşulların makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkisi incelenirken, genellikle bankaların dışsal şokları ya da devrevi hareketleri büyütme yönelik bir rol üstlendikleri farzedilmektedir. Böylesi bir hızlandırıcı rolün aksine bankaların özellikle sermaye yapılarındaki değişimlerin (finansal şoklar ya da krizler sebebiyle) bizzat kredi hacmi ve devrevi hareketlerin arkasındaki itici/çekici güç olduğu aksiyomu göz ardı edilmektedir.¹³⁵

1.3.2.2. Sermaye Kazancı Aktarım Kanalı

Varlık fiyatları, bankaların karlılıklarına ve dolayısıyla sermaye yapılarına etki etmek suretiyle kredi arzı üzerinde belirleyici rol oynayabilmektedir. Varlık fiyatlarının yükselmesiyle birlikte banka bilançolarında ellerinde tuttıkları finansal varlıkların değerine bağlı olarak sermaye kazancı oluşmaktadır. Bu kazanç, Şekil-7’de de gösterildiği üzere, pasif tarafta bankanın sermayesinin güçlenmesi ve bilançolarının

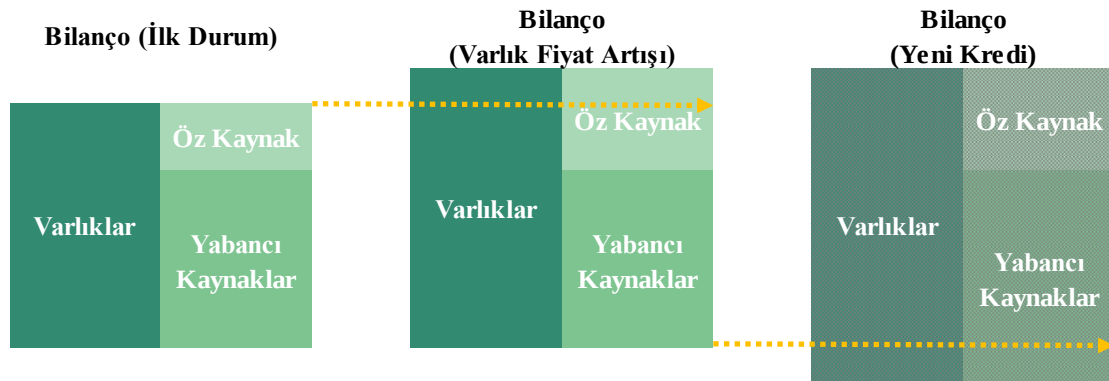
¹³⁴ Charles S. Morris ve Jr. Gordon H. Sellon, “Bank Lending and Monetary Policy: Evidence on a Credit Channel,” Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 1995, ss. 63-73; Ben S. Bernanke, “The Financial Accelerator and The Credit Channel,” The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty First Century Konferans Konuşması, Federal reserve Bank of Atlanta, Georgia, 15 Haziran 2007.

¹³⁵ Dışsal şokların doğası da, bankaların sermaye yapısı ve devrevi dalgalanmalar arasındaki ilişkide belirleyici olmaktadır. Bankaların sermaye yapısı, ekonomide arz yönlü bir şok (örneğin teknoloji şoku gibi) geliştiğinde yatırım, hâsıla ve enflasyon üzerinde daha belirleyici olabilirken, talep yönlü bir şok (örneğin para politikasındaki değişimler) geliştiğinde sözkonusu makroekonomik değişkenler üzerinde daha sınırlı bir etkiye sahip olmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Meh ve Moran, a.g.e., s. 19.

genişlemesi anlamına gelir. Bilançoda sermayenin artması ile birlikte kaldıraç oranları düşeceğinden bankalar, yeniden borçlanarak daha önceki durumdaki sermaye/kaldıraç (ya da riske maruz değer, “VAR”) rasyolarını yakalamaya çalışırlar. Sonuç olarak elde edilen yeni fonlar her zaman olduğu gibi krediye ya da yeni menkul kıymetlere dönüşerek aktife katılırlar. Kısacası, para politikasının bir çıktısı olarak faizlerdeki gevşeme varlık fiyatlarındaki artışa sebep olur ve kredi arzı yükselir. Ta ki, ilk durumdaki kaldıraç oranı tekrar yakalanıncaya kadar.¹³⁶

Banka varlıklarındaki sözgelimi banka aktifindeki menkul kıymetlerindeki değer artışı bankaların öz kaynaklarına yansımaktadır. Banka öz kaynaklarının artması ise, bankaların kaldıraç oranlarının görece düşmesi anlamını taşımaktadır. Bu durumda, sabit bir kaldıraç oranı hedeflemesi varsayımı altında bankalar daha fazla kredi kullanabilir hale gelmektedirler. Ayrıca bankalar yine varlıklarındaki menkul kıymetleri kullanarak, repo gibi marjinal borçlanma işlemleri de yapabilmektedirler.¹³⁷

Şekil 7: Varlık Fiyatlarındaki Artışın Kredi Hacmi Üzerindeki Etkisi



Kaynak: Tobias Adrian ve Hyun Song Shin, “Financial Intermediaries and Monetary Economics,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 398, Şubat 2010

¹³⁶ Tobias Adrian ve Hyun Song Shin, “Financial Intermediaries and Monetary Economics,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 398, Şubat 2010, s 4.

¹³⁷ Hyun Song Shin ve Tobias Adrian, “Liquidity and Leverage,” IMF Financial Cycles, Liquidity, and Securitization Conference Paper, Washington DC, 18 Nisan 2008, ss. 27-32.

Bu bağlamda bir ekonomideki bankacılık sektörü kaldıraç oranı ne derece yüksekse, faiz oranlarındaki değişimin varlık fiyatları üzerinden kredi hacminde oluşturduğu değişim o derece büyük olmaktadır. Örneğin negatif bir şok doğduğunda, varlık fiyatları düşmekte, ellerinde finansal varlık tutan bankaların sermayeleri hızla erimekte (bilançoları daralmakta) kaldıraç oranları yükselmektedir. Bankalar da risk fiyatlamasını ve dolayısıyla kredi faiz oranlarını yükseltmektedirler. Eğer sözkonusu sermaye erimesi büyük boyutlara ulaşırsa, bu durumda bankaların varlık yapılarını dönüştürmekten (finansal varlık satışı, kredi açmama ve mevcut kredileri geri çağırma gibi) başka seçenekleri kalmamaktadır.¹³⁸ Sonuç olarak bankaların sermaye yapıları çerçevesinde, varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar doğrudan kredi arzı ve dolaylı olarak makroekonomik büyüklükler üzerinde etki sahibi olabilmektedir.

Menkul kıymet değer kazançlarına ek olarak bankaların sermaye kazancının altında yatan bir diğer etmen de varlık yeniden değerlemelerinden ileri gelmektedir. Bankalar yükümlülük ve varlıklarını mevcut piyasa faizleriyle her dönemsonu tekrar değerlemektedirler. Faizlerin gerilediği bir ortamda yükümlülüklere göre vade yapısı daha uzun olan varlıkların değerlemeleri pozitif sonuç vermekte ve değerlemeye dayalı karlılıklar oluşmaktadır. Bankalar kredi sağlarken bir vade dönüşümü gerçekleştirmektedirler.

Mevduat, borçlanma senetleri, repo ve bankalararası borçlanma yoluyla elde ettikleri kısa vadeli fonları uzun vadeli kredilere dönüştürmektedirler. Bankaların bilançoları o denli büyüktür ki, bu kaynakların dağılımındaki aslında görece kritik

¹³⁸ Leonardo Gambacorta, “Monetary Policy and Risk-Taking Channel,” BIS Quarterly Review, Aralık 2009, s. 16; s.34. Gözden kaçırılmaması gereken bir diğer husus da, banka bilançolarının hızla küçüldüğü ve stres altına girdiği dönemlerde merkez bankalarının son kredi mercii olarak gidişata müdahale ederek sisteme doğrudan likidite sağlaması olgusudur. Merkez bankaları finansal istikrar amacıyla her ne kadar likiditenin maliyeti yani faiz oranları ile ilgilenseler de, likiditenin miktarı da maliyeti kadar önemlidir. Zira söz konusu likidite olanakları doğrudan bankaların bilançolarına akmakta ve dolaylı olarak kredi arzına dönüşmektedir. Gambacorta, a.g.e., s. 44.

marjinal değişimleri saklayabilmektedir. Bu sebeptendir ki banka kaynaklarının arasındaki yüzdesel dağılım da, en az bankaların kaldıraç oranları kadar önemli bir bilanço göstergesi niteliğindedir. Zira repo ve bankalararası piyasa gibi kaynaklar doğrudan piyasadaki değişimleri yansıttıklarından marjinal fonlama maliyetleri hakkında bilgi verirler.¹³⁹ Daha da önemlisi, varlıklarının/aktiflerinin ortalama vadesinin yükümlölüklerinin/pasiflerinin ortalama vadesinden uzun olması, varlıklarının herhangi bir andaki indirgenmiş net değerinin yükümlölüklerinin değerine göre faizlerdeki hareketlere daha duyarlı olması sonucunu doğurur. Daha basit bir anlatımla, varlıkların değeri, yükümlölüklere göre piyasa faizlerine daha duyarlıdır. Keza, faizlerin aşağı yönlü hareket ettiği bir dönemde, hem varlıkların hem de yükümlölüklerin indirgenmiş değeri yükselir. Ne var ki, varlıkların vadesi yükümlölüklere nazaran daha uzun olduğundan varlıkların yükümlölüklere göre bugüne indirgenmiş net değeri daha fazla artar. Düşük faizin cari olduğ u bu yeni durumda, varlık-yükümlölük değerlerindeki artış farkından dolayı bankaların karlılıkları yükselmektedir.¹⁴⁰

Kısa vadeli faizlerin banka karlılıkları üzerinde, kısa vadeli getiriler ile uzun vadeli getiriler arasındaki farkın yüksek olmasından ileri gelen başka bir etkisi daha mevcuttur. Teknik deyimiyle, getiri eğrisinin dik olduğ u dönemlerde, yeni açılan (marjinal) uzun vadeli kredilerin faizleri, bankaların söz konusu kredileri fonladıkları kısa vadeli marjinal kaynak maliyetlerinden bir hayli yüksek olabilmektedir. Netice olarak getiri eğrisinin dikleşt içi dönemlerde banka karlılıkları artmaktadır. Karlılıkla birlikte bankaların risk işt ahı ve de kredi arzı genişlemektedir. Getiri eğrisinin şekli, kredi arzının reel aktivite üzerindeki mevcut ve yakın gelecek dönemdeki etkisini anlamak adına da bir gösterge olarak izlenebilir.¹⁴¹

¹³⁹ Adrian ve Shin, a.g.e., s. 28.

¹⁴⁰ Adrian ve Shin, a.g.e., s. 52.

¹⁴¹ Tobias Adrian, Arturo Estrella ve Hyun Song Shin, “Monetary Cycles, Financial Cycles, and the Business Cycles,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 421, Ocak 2010, s. 6.

1.3.2.3. Banka Risk-Alma Kanalı

Faiz oranlardaki hareketler, bankaların sahip olduğu varlık değerlerini, faiz marjlarını ve kazanç ve nakit akışlarını, risk ölçümlemelerini ve risk algılamalarını farklılaştırmaktadır. En basit haliyle bir parametrik ölçü olarak faiz oranı, birçok projenin fizibilite durumunu, değerliliğini ve kredi risk değerlemelerini tayin etmektedir. Parasal değişimler yada faiz oranındaki hareketler, bankaların risk değerlemelerini ve risk algılayışını dönüştürmektedir. Sözgelimi bir parasal genişleme döneminde faizler düşmekte, neticesinde bankaların risk algıları iyileşmekte ve hem faiz hem de faiz-dışı kredi koşulları gevşemektedir. Söz konusu aktarım mekanizması, risk-alma kanalı olarak adlandırılmaktadır.¹⁴²

Finansal araçların ve özellikle de ticari bankaların kimi zaman devrevi hareketleri yönlendirdiği iddia edilebilir. Banka bilançolarındaki bir takım nicel değişkenler, bankacılık sektörünün risk algılayışı, riski fiyatlaması ve dolayısıyla reel ekonomik aktiviteye etkisi gibi bir takım ekonomik göstergelere öncül olabilmektedir. Bu çerçevede kredi arzındaki gelişmelerin doğrudan bankaların bilanço ve karlılıkları ile ilintili olduğu söylenebilir. Nitekim kısa vadeli piyasa faizlerindeki bir hareket, bankaların beklenen karlılıkları ve de risk iştahlarını etkilemektedir.¹⁴³ Özellikle sermaye piyasası araçlarının getirilerinin düştüğü durumlarda, bankalar daha fazla kredi sağlamak adına daha riskli kredi portföyleri oluşturabilmektedirler. Karlılığı sürdürmek amacıyla ortaya çıkan risk iştahındaki bu tırmanış, sadece kredi hacmini artırmamakta, aynı zamanda riskli kredilerin görece daha ucuz fiyatlanmasına da sebep olmaktadır. Benzer şekilde, merkez bankası politika öngörülebilirliğinin arttığı, yani piyasada belirsizliğin ortadan kalktığı dönemlerde, bankalar daha fazla risk almaya yönelebilmektedirler. Sonuç olarak banka risk-alma kanalı; politik belirsizliklerden ari ve bilhassa düşük faiz ortamında, karlılık arayışı içerisinde bankaların daha fazla risk

¹⁴² Borio ve Zhu, a.g.e., ss. 7-9.

¹⁴³ Adrian ve Shin, a.g.e., ss. 1-3.

olarak daha fazla kredi açması, yani kredi arzını artırması mekanizmasına dayanmaktadır.¹⁴⁴

Uzun süren düşük faiz dönemleri de bankaların risk iştahını artırmakta, bir başka deyişle risk duyarlılığını azaltmaktadır. Birincisi, uzun süreli düşük faiz, nakit akışını ve gelir değerlemeleri olması gerekenden daha iyi göstermektedir. Bankalar, faiz oranını kredi risk değerlemesi yaparken gelir ve nakit akımlarına yansıtmaktadırlar. İndirgeme faktörü olarak faiz oranının düşük olması gelir ve nakit akımlarını olması gerekenden daha iyi ve kredibl/güvenilir gösterebilmektedir. İkincisi, güvenilir menkul kıymet getiri oranlarının düşmesi, bankaları ve yatırımcıları daha yüksek riskli varlıklara/kredilere yatırım yapmaya itebilmektedir. Tabii ki, bankaların sermaye yapısı, risk ve karlılık karakterleri, bankacılık sektöründeki rekabet ve kurumsal düzenlemeler ve de makroekonomik ortam bankaların risk algılayışına tesir etmektedir. Getirilerin düşmesi, bankaları daha riskli ve dolayısıyla getirisi görece yüksek varlık arayışına sokmaktadır. Bankalar genellikle belirli bir kaldıraç oranını ya da riske maruz değeri kendisine ölçüt olarak kabul etmektedir. Genişletici bir para politikası sonrası varlık fiyatlarının yükselmesi bankaların kaldıraç oranlarını düşürmekte ve bankaların daha fazla riskli varlık edinmesini beraberinde getirmektedir.¹⁴⁵ Üçüncüsü, merkez bankası politikaları ne derece şeffaf ve tahmin edilebilir ise bankaların risk alma eğilimi de o derece güçlenmektedir. Son olarak, makroekonomik genişleme (büyüme) de bankaların risk iştahını artırmaktadır.¹⁴⁶

¹⁴⁴ Gambacorta, a.g.e., ss. 45-46.

¹⁴⁵ Söz konusu riskli getiri arayışına ek olarak, genişletici bir para politika duruşunun bir risk göstergesi olan kredi borcu takas sözleşmesi maliyetlerini düşürdüğü bilinmektedir. Bankalar riskli varlıklar edinip sonrasında söz konusu varlıklara karşı takas sözleşmesi ile riski sigortalayabilmektedir. Bankaların piyasa fiyat intibaklarına daha fazla maruz kalması, bankacılığın devrevi hareketlerle olan ilişkisini daha da sıkı hale getirmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; European Central Bank, “The Role of Banks in the Monetary Policy Transmission Mechanism,” ECB Monthly Bulletin, Ağustos 2008, ss. 85-98.

¹⁴⁶ Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta ve David Marques-Ibanez, “Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?” BIS Working Papers, No. 298, Mart 2010, s. 1.

İKİNCİ BÖLÜM

ORTODOKS OLMAYAN POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİ ODAKLI GENEL BİR ANALİZ (2008-2013)

2008 yılı sonlarına doğru ABD’de ipoteğe dayalı menkul kıymet piyasasında performe etmeyen varlıkların fiyatındaki ani ve şiddetli düşüş, sözkonusu menkul kıymetleri ellerinde tutan bankaları iflasa sürüklemiş, ardından sistematik bir finansal risk belirlemiştir. Halihazırda gevşek likidite koşullarında aşırı şişmiş olan finansal ve fiziki varlık fiyatları hızla gerilemiş, sözkonusu varlıkları bilançolarında taşıyan ve/veya teminat olarak tevdi etmiş olan finansal araçlar ciddi sermaye kayıplarına maruz kalarak likidite bulamaz hale gelmiş ve sonunda piyasalardaki işlem hacimleri hızla düşerek varlık fiyatlarındaki gerilemeyi daha da hızlandırmıştır. Finansal araçların sermaye kayıplarına bağlı olarak iflasa sürüklenmesi neticesinde finansal kriz başgöstermiş, tüm dünyada finans piyasaları çalkantılı bir çöküşe girmiştir. ABD finans piyasası kaynaklı kriz yayılarak küresel boyutta bir ekonomik krize dönüşmüştür.

2011 yılında bu kez Avrupa’da ülke borç krizleri ile küresel ekonomiler sarsılmıştır. Avrupa’daki kamu borç krizleri karşısında politik otoriteler uzun süre kayıtsız kalmış, piyasaları pek de tatmin etmeyen müdahalelere girişmişlerdir. Finansal sistem içindeki sorunlar, krizin küreselleşmesi ve de en önemlisi politik belirsizlikler gelişmiş ekonomilerinin uzun süre toparlanamamasına sebepler olmuştur. Avrupa’lı bankalar bir yandan sermayelerini güçlendirmek adına AMB kaynaklı fonları kullanırken, diğer yandan aktiflerini düşürmek için gelişmekte olan ülkelere (hem finans hem finans-dışı sektörlere) sağladıkları kredileri azaltmışlardır. Bilhassa 2011 sonrası dönemde küresel ekonomileri etkileyecek para politikalarının temelde Avro Bölgesi kaynaklı olduğu düşünülebilir.

Lokomotif ekonomilerdeki kriz sebebiyle önceki dönemlerde hızlı büyümeyi başarmış olan gelişmekte olan ülkelerde büyüme 2009 yılı itibariyle hız kaybetmeye başlamıştır. Hem ticaret hem sermaye kanalı kapanarak, gelişmekte olan ülkeleri de krize sürüklemiştir. Sonrasında toparlanan gelişmekte olan ekonomiler, 2010 yılından itibaren yoğun sermaye girişlerinin de etkisiyle ivmelenme kazanmıştır. Finansal krizi aşmak amacıyla gelişmiş ekonomilerde girişilen parasal ve miktarsal genişleme hareketleri, gelişmekte olan ülkelere yoğun bir sermaye girişini tetiklemiştir. Neticede, birçok gelişmekte olan ekonomide ulusal para birimleri aşırı değerlenmiş, genel talep düzeyindeki artışa bağlı olarak varlık fiyatları yükselmiş, iç-dış ekonomik dengesizlikler ortaya çıkmış ve finansal ve makroekonomik istikrar zaman zaman kırılgan bir hal almıştır. Bilhassa 2011 yılından itibaren gelişmekte olan ülkeler söz konusu aşırılıklara baş etmeye, ısınan ekonomilerini soğutmaya ve yüksek hızlı büyümeyi daha sağlam bir temele oturtmaya çalışmışlardır.¹⁴⁷ Ardından Avrupa’da yaşanan kamu borç krizi ile küresel ekonomik gündem tekrar büyüme haline gelmiş, öncelikler değişmiştir. 2013 yılında somutlaşan son evrede ise, gelişmekte olan ekonomilerden sermaye çekilişlerine bağlı olarak döviz kurundaki yukarı yönlü kırılganlık finansal ve fiyat istikrarını tehdit eder hale gelmiştir. Türkiye’nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ekonomiler ise, bu kez hem içerdeki ısınma hem de sermaye çekilişlerinin doğurduğu kırılganlıkla başetmek zorunda kalmışlardır.

Sonuç olarak, iki büyük krizi içinde barındıran 2008-2013 döneminin, gelişmekte olan ekonomiler ve Türkiye ekonomisi adına farklı yansımaları olmuştur. Ekonomiler sürekli bir dengelenme arayışı içerisinde hızla evrilmiş, hedefler ve öncelikler sıklıkla hizalanmış ve sonucunda politika ve araçlar çeşitlenmiştir. Bu bağlamda Türkiye’de de finansal istikrar hedefi ve ortodoks olmayan makro-ihtiyatlı araçlar ekonomi genelinde en çok tartışılan konular haline gelmiştir.

¹⁴⁷ Qianying Chen, Andrew Filardo, Dong He ve Feng Zhu, “International Spillovers of Central Bank Balance Sheet Policies,” Hong Kong Monetary Authority & Bank for International Settlement, Kasım 2011, ss. 2-4.

2.1. Küresel Ekonomik Görünüm (2008-2013)

2.1.1. Küresel Kriz ve Geleneksel Olmayan Politikalar Devrinin Başlangıcı

2008 yılında, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki güçlü büyüme trendinin desteğiyle tüm dünyada enflasyonist bir baskı hissedilmiştir. Gelişmekte olan ekonomilere karşı yatırımcıların risk iştahının artması küresel para koşullarını oldukça gevşetmiş, sözkonusu ülkelerdeki iç talebin canlı kalmasına yardımcı olmuştur. Bu koşullar, gelişmekte olan ekonomiler kaynaklı bir küresel enflasyona zemin hazırlamıştır. Öyle ki, gıda ve enerji fiyatlarındaki tırmanış, Asya krizinden bu yana sağlanan fiyat istikrarını tehdit edecek bir boyuta ulaşmıştır.¹⁴⁸ Aynı dönemde gelişmiş ekonomilerde hüküm süren düşük reel faiz oranlarına rağmen beklenen büyümenin elde edilememesi finansal krizin öncü işaretleri olmuş, büyüme ve enflasyon arasındaki alışverişin kötüleşmesi kriz için gerekli ortamı hazırlamıştır.

Gelişmiş ekonomilerde hüküm süren gevşek likidite koşulları varlık fiyatlarının¹⁴⁹ şişmesine yol açmış, bankalar bol likidite ve düşük faizden yararlanarak yüksek risklerle konut kredisi açmışlardır. Bankaların sözkonusu riskli konut kredilerini menkul kıymetleştirme yolu ile bilançolarının dışına atması, konut kredi hacmindeki büyümeye ve varlık fiyatlarındaki şişmeye destek olmuştur. ABD'deki konut sektöründeki sıkıntıların, ipoteğe dayalı menkul kıymet araçlarında temerrütler üzerinden finansal piyasalara aksetmesi ile 2008 yılının son çeyreğinde beklenen kriz

¹⁴⁸ Richard Berner ve David Cho, "Global Forecast Snapshot: The Global Economy in One Place," Morgan Stanley Research Global Economics Team, Temmuz 2008, ss. 1-3

¹⁴⁹ Varlık fiyatlarının şişmesi yada finansal kırılganlık halini alması konusu oldukça tartışmalıdır. Varlık fiyatlarındaki kırılganlığın altında yatan sebep yapısal bir dönüşüm değilse ve de reel ekonomik değişkenleri etkileyebilecek ölçüde büyükse, merkez bankasının sözkonusu finansal kırılganlığa müdahalesi elzem hale gelmiş demektir. Tabii ki, etkinin ölçüsü biraz da ekonomik ajanların döngü başındaki finansal durumlarına bağlıdır. Kaldıraç/borçluluk seviyesinin düşük olması döngünün şiddetini sınırlayabilmektedir. Öte yandan, yapısal olmayan bir sebeple finansal kırılganlığın artması iki şekilde mümkün olabilmektedir: (i) Düzenleme ve denetleme tarafındaki zayıf/yetersiz uygulamalar, (ii) piyasa psikolojisi olarak da adlandırılan yatırımcılar tarafında hâsıl olan yanılgılar. Detaylı bilgi için bakınız; Ben Bernanke ve Mark Gertler, "Monetary Policy and Asset Price Volatility," National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 7559, Şubat 2000, ss. 21-22.

patlak vermiştir. Stres altındaki bankalara yönelik alınan erken ve etkin regülatif ve parasal reaksiyonlara rağmen, ABD finans sektörü kaynaklı bir krizle sarsılmış ve akabinde finansal piyasalardaki panik havası ekonomik aktivitenin uzun sürecek bir dönem boyunca zayıflaması ile sonuçlanmıştır.¹⁵⁰

İpoteğe dayalı menkul kıymetler, hanehalkının ipoteğe konu konut kredilerini ödeyememesine bağlı olarak sözkonusu ciddi boyuttaki değer kayıplarına maruz kalmıştır. Haliyle sözkonusu menkul kıymetleri ellerinde tutan ABD yatırım bankalarının aktiflerindeki erime sermayelerini silip süpürmüştür. Öte yandan, menkul kıymet fiyatlarının düşmesi ile teminat değerlilikleri de düşmüş, Fed (“Fed: Federal Reserve Bank”) ve bankalararası piyasadan sözkonusu teminat karşılığında likidite alan yatırım bankaları likidite bulamaz duruma gelmişlerdir. Nihayetinde zor durumda kalan bazı yatırım bankalarının iflas etmesine izin verilmiş, bu durum sistemik bir finansal krizi beraberinde getirmiştir.

Kriz ile birlikte parasal genişleme devreye sokulmuş, para piyasalarına bol likidite sunulmuştur. Bol likidite koşulları ve sıfıra yakınsayan politika faiz oranları neticesinde piyasa faiz oranları da sıfır noktasına yaklaşmıştır. Ne var ki ekonomik aktivitedeki toparlanmanın istenilen düzeyde olmamış, kriz ekonominin geneline yayılmıştır. Ardından Fed açık piyasa işlemlerinin ötesine geçerek tarihinde ilk kez miktarsal/parasal genişlemeyi (“QE1: Quantitative Easing-1”) uygulamaya sokmuştur. Geleneksel para politikalarının etkisiz olması sonucu gelişmiş ekonomilerin (Amerika, Japonya, İngiltere ve Avrupa Parasal Birliği) para otoriteleri, alışlagelmedik araç ve enstrümanlarla parasal genişlemeye girişmişlerdir. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren G-20 zirvelerinde alınan kararlar çerçevesinde, eşgüdüm içerisinde likiditeyi arttırma ve finansal kuruluşları destekleme operasyonları, kapsamlı mali teşvik paketleri ile devam ettirilmiştir. Miktarsal genişlemenin arkasında yatan rasyonelite:

¹⁵⁰ Stephen King ve Stuart Green, “That Sinking Feeling” HSBC Macro Global Economics 2008 Q4, ss. 1-2; Berner ve Cho, a.g.e., ss. 1-7.

- (i) Bankaların rezerv ihtiyaçlarını karşılamak,
- (ii) Ekonomik aktiviteyi canlandırmak amacıyla (kısa ve) uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek,
- (iii) Satın alınan ipotēge dayalı menkul kıymet ve de altındaki gayrimenkullerin fiyat düşüşlerini sınırlamak olmuştur.¹⁵¹

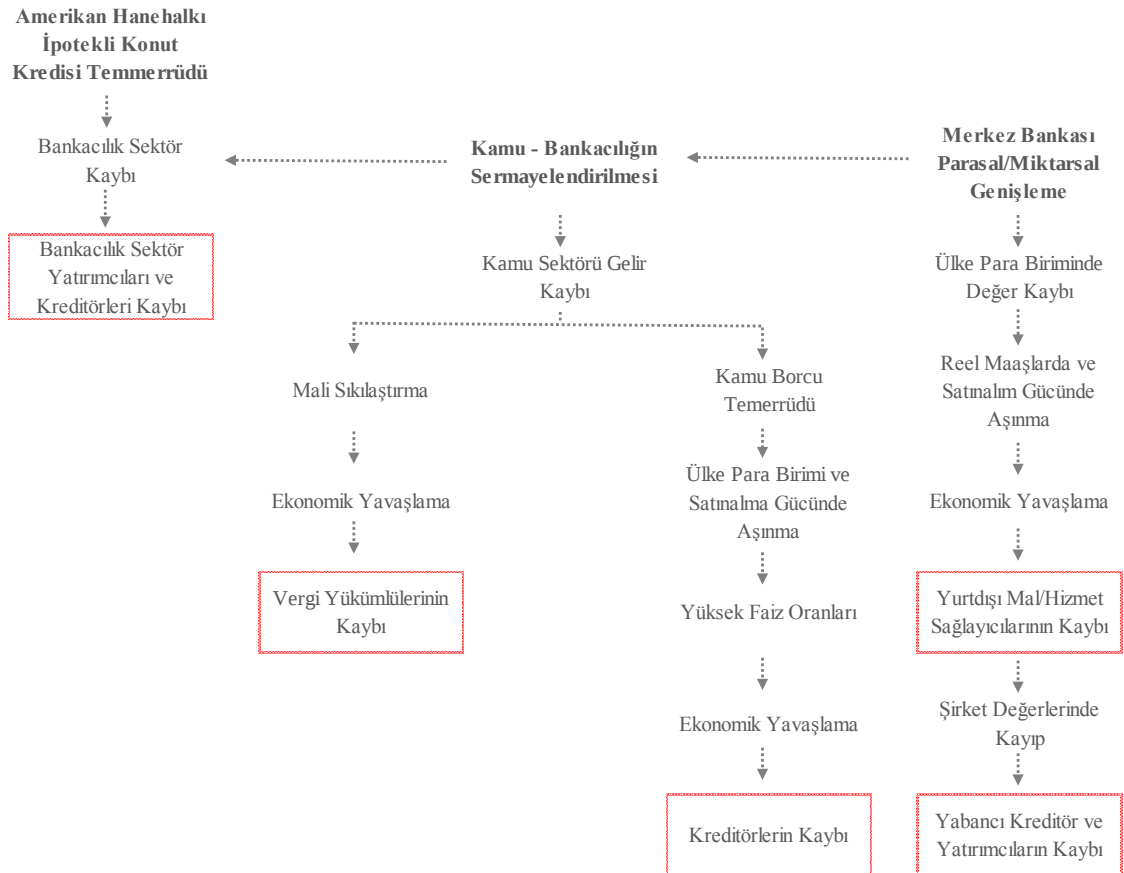
Birinci miktarsal genişleme olarak bilinen bu varlık satınalım hareketi çerçevesinde krizin başladığı 2008 Eylül ayından 2010 Mart ayına kadar toplam 1,750 milyar ABD doları piyasaya bırakılmıştır.¹⁵²

¹⁵¹ Joseph Gagnon, Matthew Raskin, Julie Rémache ve Brian Sack, “Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No: 441, March 2010, ss. 2-6. Bu minvalde, 2008 Kasım ayında Federal Açık Piyasa Komitesi (“FOMC: Federal Open Market Committee”) tarafından açıklanan ilk miktarsal genişlemede, Fed 500 milyar ABD doları tutarında ipotēge dayalı menkul kıymet ve 100 milyar ABD doları tutarında ABD hükümeti sponsorlu ve/veya garantili şirket (Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae) borçlanma senedi satın alımı yapma kararı almıştır. 2009 Mart ayında ise FOMC, ek olarak 750 milyar ABD doları tutarında mortgage-destekli menkul kıymet ve ek olarak 175 milyar ABD doları tutarında ABD hükümeti sponsorlu ve/veya garantili şirket borçlanma senedi satın alma kararı almışlardır. Ayrıca 300 milyar ABD doları tutarında uzun vadeli ABD Hazine tahvil alımı yapılmasına karar vermiştir. Birinci miktarsal genişleme olarak bilinen bu varlık satın-alım hareketi çerçevesinde krizin başladığı 2008 Eylül ayından 2010 Mart ayına kadar toplam 1,750 milyar ABD doları piyasaya bırakılmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Federal Open Market Committee Press Release, 25 Kasım 2008, Çevrimiçi (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>) ve (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>)

¹⁵² Birinci miktarsal/parasal genişleme kapsamında Fed genel olarak aşamalar halinde 3 farklı politika aracını devreye sokmuştur. Krizin öncü sarsıntıları duyulmaya başlandığı dönemde, likidite şokuna maruz kalıp finansal strese giren bankaları rahatlatmak adına reeskont kredi imkânı tanınmıştır. Lehmann Brothers’ın iflasının ardından, varlık fiyatlarındaki çöküşü engellemek ve piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamak adına finansal varlık (özel kesim tahvil/bonosu, hükümet ajanslarının ihraç ettiği sabit getirili menkul değer ve mortgage-tabanlı menkul değerler) satın alımları uygulamaya konulmuştur. Üçüncü aşamada, iflası sistematik bir risk oluşturabilecek (“too big to fail”; iflas etmek için çok büyük) finansal kurumlara doğrudan finansal destek sağlanmıştır. Bu kapsamda, Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (“TARP: Troubled Asset Relief Program”) ile JP Morgan Chase ve AIG gibi finansal kurumlara kredi garanti desteği ve hatta sermaye aktarımı yoluna gidilmiştir. Fed, böylelikle tarihinde ilk kez özel sektör kredi riskine maruz kalmıştır. Mark Gertler ve Nobuhiro Kiyotaki, “Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis,” **Handbook of Monetary Economics**, Vol. 3A, Ed. Benjamin M. Friedman ve Michael Woodford, North-Holland, Amsterdam, 2011, ss. 547-599.

Avrupa Merkez Bankası (“AMB: European Central Bank”) da krizle başetmede benzer bir yaklaşım sergilemiştir: Uzun-vadeli refinansman operasyonu çerçevesinde Avrupa’lı bankalara çok düşük faiz oranlarıyla 3 yıla kadar yüklü miktarda likidite tahsis edilmiş, buna karşılık AMB tarafından kabul edilen teminat havuzu (teminat araçları) genişletilmiş ve tevdi edilen mevduata karşılık tutulması gereken zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür. Bankalara ihtiyaç duydukları likiditeyi sağlamak adına İngiliz Bankası (Bank of England, “İB”) ve Japon Bankası (Bank of Japan, “JB”) tarafından benzer adımlar atılmıştır.

Şekil 8: Finansal Krize Bağlı Kayıplar



Kaynak: Bloomberg

Bilhassa ABD'deki miktarsal genişleme tamamen maliyetsiz olmamıştır.¹⁵³ Müdahale hem ABD içinde hem de dünya genelinde borçlu-alacaklı taraflar için bir yeniden dağıtım halini almıştır. Yasal takibe düşen krediler ve performe etmeyen yapılandırılmış sermaye piyasası ürünleri bankaların sermayelerini eritmiştir. Bankaların sermayelerini iyileştirmeye yönelik miktarsal genişleme şeklinde sermaye enjeksiyonları, borç yükünün bankalardan alınarak kamu ve hanehalkının üstüne yıkılmasına neden olmuştur. Hâlihazırda hanehalkı gelirindeki erime, reel olarak hanehalkının borç stoğunu azaltmasına köstek olmuştur. Büyük bankaların iflas etmesi önlenmiş, borçlar yapılandırılmasa dahi sermaye enjeksiyonları ile performe etmeyen borçların sermaye üzerindeki etkisi massedilmiştir. Faizlerin düşük tutulması, birikim sahibi yatırımcıların kazançlarına tırpan vurmuş, kredi borçluları için ise ödeme kolaylığı sağlamıştır. Borç-alacak yükü orantısızca alacaklının aleyhine değişmiştir. Diğer yandan, Fed'in miktarsal genişleme ile piyasaya sürdüğü para doğrudan gelişmekte olan ülkelere akmış, ABD doları hızla değer kaybetmiştir. ABD finansal varlıklarını elinde tutan yabancı yatırımcıların alacakları kendi para birimleri bazında değer kaybetmiş, borçlu durumda olan ABD şirketleri ise kur düşüşünden ticaret kanalıyla (artan ihracat potansiyeliyle) yararlanmışlardır. ABD'deki finansal varlık fiyatlarının (düşen faiz oranları neticesinde) yükselmiş olması ile yatırımcılar için finansal varlıklar olması gerekenden daha pahalı kılınmıştır.¹⁵⁴ Diğer taraftan, değer kaybeden ABD doları, gelişmekte olan ülkelerin ihracat potansiyellerini aşındırmıştır. Sermaye girişleri hacimce artarak gelişmekte olan ülkelerde enflasyon, cari açık ve varlık fiyatlarında şişmeye yol açmıştır.¹⁵⁵ Kriz ve politik reaksiyonlar Avrupa'da da

¹⁵³ Miktarsal genişleme ile yoğunlaşan sermaye akımları, iç talep dinamikleri ve kendi aralarında büyük ticaret hacmi sayesinde hızlı büyüyen gelişmekte olan ekonomilerde ciddi bir reaksiyona sebep olmuştur. Söz konusu ekonomiler sermaye girişini, kredi hacmini (zorunlu karşılık ve teminat karşılıkları yoluyla) ve iç talebi doğrudan kontrol altına almaya çalışarak sıkılaştırmaya gitmişlerdir. Miktarsal genişlemenin gelişmekte olan ülkeler düzeyindeki doğrudan maliyeti yüksek enflasyon (yüksek emtia fiyatları) ve bazı ülkelerde cari açık olarak kendini göstermiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha, "A Mis-firing Growth Engine," HSBC Macro Global Economics, 2011 Q1 Report, ss. 12-13.

¹⁵⁴ King, Ward ve Jha, a.g.e., ss. 17-19.

¹⁵⁵ Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha, "An Uphill Struggling," HSBC Macro Global Economics, 2011 Q3 Report, ss. 20-21.

eşitsizliklere yol açmıştır. Avrupa Merkez Bankası'nın Avro bölgesindeki bankaları rahatlatmaya yönelik likidite koşullarını gevşetme girişimi sonucu, banka bilançolarına enjekte edilen ucuz likidite, Almanya gibi güçlü ekonomilerin borçlanma enstrümanlarına ek talep üretmiş ve kredi faizlerini tarihi düşük seviyelere çekmiştir. Öte yandan, borç krizinde olan ülkelerde faizler yükselme eğilimine girmiş, borçlanma hem fiyat hem likidite bulma anlamında zorlaşmış ve sözkonusu ülkelerin kredi ve sermaye piyasaları olumsuz etkilenmiştir.¹⁵⁶

2009 yılının ilk yarısında ekonomiyi canlandırma paketleri ve olağanüstü parasal ve finansal girişimlere rağmen, küresel ekonomik görünüm umutsuz bir hal almıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde çöken talep düzeyi, tüm dünya ekonomisini durma noktasına getirmiştir.¹⁵⁷ 2009 yılının ikinci yarısında ise krizin dip noktasından dönüşü işaret eden bir takım ekonomik göstergeler ve de bankacılık sektöründeki görece istikrar belirmiş olsa da, ekonomik çöküşün boyutu, ilerki dönemdeki yönelimleri ve etkileri öngörülemediği.¹⁵⁸ 2009 yılı sonlarına doğru gelişmiş ekonomilerdeki finansal istikrar tekrar sağlanmış ancak kriz sonrası oluşan olumsuz küresel makroekonomik tablo iyileşmemiştir. Gelişmiş ülke bankacılık sistemi eski günlerinden oldukça uzakta kalmıştır. Zira varlığa dayalı menkul kıymetleştirme ve teminatlı borç satışı yoluyla kriz öncesi dönemde bankalar, mevduat tabanlarından bağımsız olarak kredi hacimlerini genişletebilmişlerdir. Söz konusu menkul kıymetlere olan talebin kesilmesi ve sermaye piyasalarındaki panik havası bankaların menkul kıymetleştirme işlemlerinin sonunu getirmiştir. Yani kredi hacmi mevduat hacmiyle sınırlanmıştır. Ayrıca kredi ve sermaye piyasalarında ihraç ve ticaret hacmi oldukça gerilemiştir. Gelişmiş ülkelerde ve bilhassa ABD'de, piyasa riskine maruz kalan bankalar kredi arzını kısımlardır. Para otoriteleri her ne kadar banka kaynak maliyetlerini düşürmeye ve kredi arzını genişletmeye yönelik

¹⁵⁶ Karen Ward ve Madjur Jha, "A Colossal Muddle," HSBC Macro Global Economics, 2012 Q3 Report, ss. 50-51.

¹⁵⁷ Stephen King ve Stuart Green, "For Those in Peril," HSBC Macro Global Economics, 2009 Q2 Report, ss. 1-3;

¹⁵⁸ Stuart Green ve Janet Henry, "And Now For the Hard Part..." HSBC Macro Global Economics, 2009 Q3 Report, ss. 8-10.

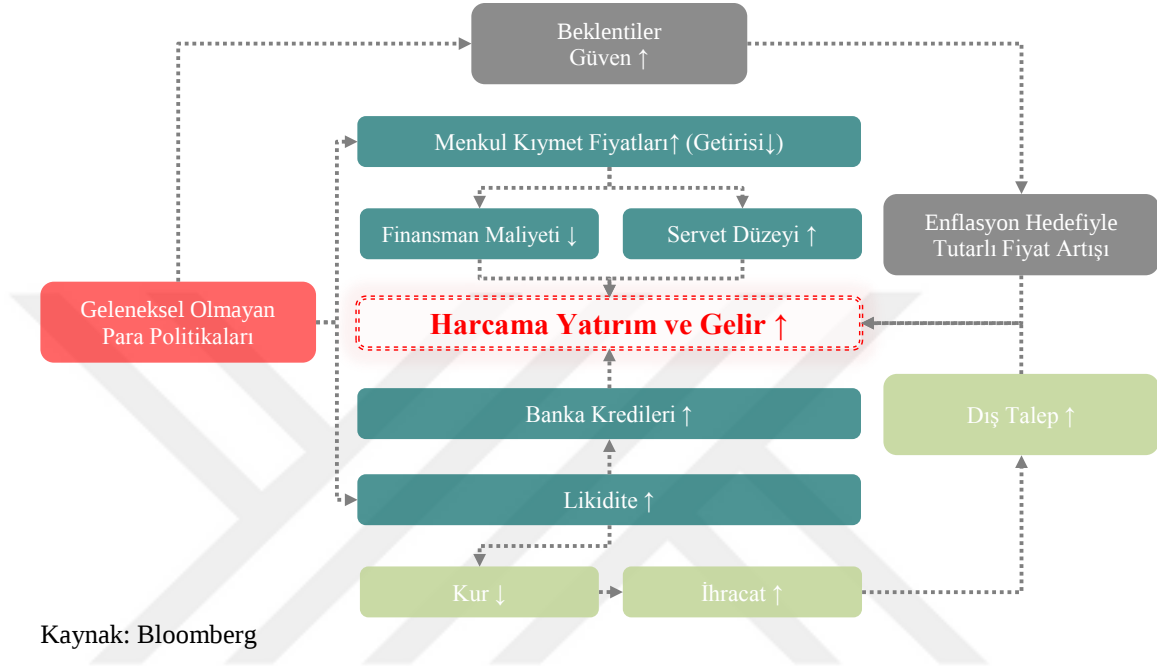
politikalar uygulasa da, girişimler sonuçsuz kalmıştır. Gerek miktarsal/parasal genişleme, gerek düşük politika faiz oranı, gerekse banka sermayelerinin doğrudan güçlendirilmesine yönelik aksiyonlar bankaların atıl rezervlerini krediye dönüştürmelerine yetmemiştir. Kredi talebi tarafında ise, faizlerin düşmesi ve finansal varlık fiyatlarına istikrar kazandırılması ile bireylerin servetlerinin ve bankalar nezdindeki kredi değerliliklerinin artırılması hedeflenmiştir. Böylelikle bireylerin kendilerini daha varlıklı hissederek harcama düzeylerini artıracakları umulmuştur. Ne var ki, reel ücretlerdeki düşüş hanehalkının alım gücünü öylesine yıpratmıştır ki, sözkonusu “varlık fiyatı kanalı” etkisiz kalmıştır. Benzer şekilde şirketler, yatırım harcamalarını kıstamışlar ve stok birikim hızlarını düşürerek likit kalmaya çalışmışlardır. Toplam talep düzeyinde bir istikrar ortamı oluşsa da istenilen düzeyde bir canlanma gerçekleşmemiştir. Ekonomiyi canlandırma girişimleri etkisiz kalmış olsa da, hiç şüphesiz ki ortodoks olmayan para politikaları ve maliye politikaları olmaksızın ekonomik kriz daha da derinleşebileceği ortak kanaati doğmuştur.¹⁵⁹

Diğer yandan hanehalkı, özel sektör ve yatırımcılar para istifleme ve saklamaya başlamışlar, daha da önemlisi hızlı bir borç geri ödeme sürecine girmişlerdir. Küresel krizin belirsizliği içerisinde, finansal borçluluk oranının tarihi yüksek seviyelerde olması gelişmiş ülke hanehalkı ve özel sektörünün hızlı bir borç ödeme sürecine girmesiyle sonuçlanmıştır. Böylelikle paranın dolaşım hızı düşmüştür. Hem bankaların kredi kabiliyetlerinin sınırlandırılması hem de paranın dolaşım hızının düşmesi, parasal/miktarsal genişlemenin reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkinliği sınırlamıştır.¹⁶⁰

¹⁵⁹ Kredi kanalına alternatif olarak, Fed’in hazine kağıtlarını satın alması sözkonusu kağıtların getirisini daraltmış, yatırımcıları daha riskli finansal varlık (özel sektör tahvil/bonosu gibi) alımlarına yönleltmeye çalışmıştır. Böylelikle şirketlerin sermaye piyasasından daha uygun koşullarda borçlanması amaçlanmıştır. Ancak tüm bu uygulamalar kısa vadede istenilen ölçüde etkin olamamıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Stephen King, Stuart Green ve Madjur Jha, “Wresting with Debt,” HSBC Macro Global Economics, 2010 Q3 Report, s. 19-25; s. 44.

¹⁶⁰ Stuart Green ve Janet Henry, “The Tipping Point” HSBC Macro Global Economics, 2009 Q4 Report, s. 1; Öyle ki, gelişmiş ekonomilerde gözlemlenen bir ölçü olan M1/GSYİH büyüme oranı kriz döneminde düşmüştür. Dolaşımdaki para ve vadesiz mevduattan oluşan M1’in GSYİH’ye göre büyüme oranı likidite koşullarının ne derece gevşek ya da dar olduğuna işaret etmektedir. Söz konusu parasal büyüklük, reel

Şekil 9: Geleneksel Olmayan Politikaların Beklenen/Amaçlanan Etkileri



Kaynak: Bloomberg

Parasal/miktarsal genişleme yoluyla, para pompalayarak kredi aktarım mekanizması üzerinden ekonominin canlandırılması umulsa da, sağlığını yitirmiş bir finansal sistem içerisinde ödenmeyen/ödenemeyecek olan kredilerin hacmi tam olarak kestirilemediğinden, bankaların durumu da tam olarak netlik kazanmamıştır. Böylesi bir ortamda, bankaların nakit rezerv tutma eğilimlerinin bir sonucu olarak pompalanan maliyetsiz para bankacılık sektöründe park etmiştir. 2009 yılında bankalararası borçlanma piyasası neredeyse işlevsiz hale gelmiştir. Doğal bir sonuç olarak, gelişmiş ülkeler bankacılık sisteminden gelişmekte olan ekonomilerin bankacılık sistemine yönelen fon akımları da iyiden iyiye zayıflamıştır. Ülke risk primlerindeki tırmanış, sınır ötesi fon akımlarını zayıflatan ve ülke risklerini açığa çıkaran bir faktör olarak ortaya

ekonomik işlemlerde kullanılan likiditeyi ifade ettiğinden M1/GSYİH büyüme oranları rasyosunun 2009 yılında düşmesi parasal dolaşım hızının ve dolayısıyla reel ekonomik aktivitenin yavaşladığına/yavaşlayacağına delalet etmiştir. Kısacası reel ekonomik aktivite düzeyi gerilemiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Joachim Fels and Manoj Pradhan, “A New Global Liquidity Cycle,” Global Economics Team Global Outlook, 14 Ocak 2009, ss. 3-4.

çıkıştır.¹⁶¹ Grafik-14'te görüldüğü üzere, VIX kırılganlık endeksi zirveye ulaşırken ve MSCI dünya borsa endeksi çakılmıştır.

2010 yılı gelişmiş ekonomiler adına canlanmadan uzak kalındığı bir yıl olmuştur. Kamu maliyesindeki kötüleşme, durgunluk beklentilerinin ağır basması ve finansal kurumların iflaslarının tekrarlanması korkusu gelişmiş ülkeleri derinden sarsmaya devam etmiştir. Geleneksel olmayan para politikası, düşük faiz oranları ve canlandırıcı kamu maliyesi politikaları her ne kadar finansal varlık fiyatlarını desteklese de reel ekonomik canlanmayı sağlam temellere oturtmaya yetmemiştir. Enflasyon oranı, tüketici güven endeksi, üretim endeksleri ve de öncü göstergeler gerçek bir canlanmadan uzak kalındığını açıkça göstermiştir. Bankaların kredi iştahlarının azalmasıyla birlikte özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmeler fonlama kısıtı içerisine girmişler ve bu durum sermaye stok birikimine olumsuz yansımıştır. Öte yandan büyük işletmeler, ekonomik ve finansal belirsizlikler sebebiyle nakit akışlarında daha muhafazakâr bir tutum takınmışlar, finansal borçlarını azaltıp stoklarını büyütmemeyi tercih etmişlerdir. Neticede, parasal/miktarsal genişleme kredi kanalını işler hale sokmaya yetmemiş ve stok büyüme hızı gerilemiştir. Gelişmiş ekonomilerdeki talep kaynaklı finansal şok, daha sonraları küresel emtia fiyatlarındaki artış ve sermaye stoğunun erimesiyle bir arz şokuna doğru ilerlemiştir.¹⁶²

Gelişmekte olan ekonomilerdeki krize karşılık, Çin başta olmak üzere gelişmekte olan ülkeler 2010 yılının bilhassa ikinci yarısında hızlı bir büyüme trendinin içerisine girmişlerdir. 2009 yılına kıyasla daha gevşek kredi koşulları, yatırım harcamalarının hız kazanması, kendi aralarındaki ticari ilişkilerdeki yoğunlaşma gelişmekte olan ülkelere hızlı büyüme fırsatı tanımıştır.¹⁶³ Gelişmekte olan piyasalarda hisse senedi ve özel kesim tahvil piyasasındaki ticaret hacmi canlanmış ve getiriler ve risk primleri düşmüştür. Hanehalkındaki hızlı servet artışı ve krediye erişim olanaklarının gelişmesi kredi

¹⁶¹ King ve Green, a.g.e, s. 3.

¹⁶² Stephen King ve Stuart Green, "More Hurdles to Cross," HSBC Macro Global Economics, 2010 Q1 Report, ss. 1-19.

¹⁶³ A.e., ss. 1-3.

piyasasına olumlu yansımış ve iç talebi desteklemiştir. Gevşek küresel likidite koşulları, yüksek getiri arayışı ile birlikte artan risk iştahı ve kendi aralarındaki ticaret hacmindeki yoğunlaşmadan faydalanmayı bilmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerdeki genel olumlu ekonomik görünüm ve de sermaye piyasalarındaki görece yüksek getiri oranları sermaye girişlerini hızlandırmış, gelişmekte olan ülke para birimleri hızlı bir değer kazanma sürecine girmişlerdir.¹⁶⁴

2.1.2. Avrupa Ülke Borç Krizleri ve İkinci Miktersal Genişleme Dalgası

Finansal aracıları kurtarmak ve de ekonomiyi canlandırmak adına yapılan girişimler, bu kez Avrupa’da kamu sektörünü borç krizine sürüklemiştir. 2010 yılında yüksek kamu borcu sebebiyle Yunanistan, İspanya, İtalya, Portekiz gibi Güney Avrupa’lı ülkelerin borçlanma imkânları daralmış, ülke risk primleri artmıştır.¹⁶⁵ Finans piyasaları, sözkonusu ülkelerin kamu borçları kaynaklı ikinci bir krize girme tehlikesiyle yüzyüze kalmışlardır. AB (“Avrupa Birliği”) ve IMF (“International Monetary Fund”) kaynaklı bir kurtarma paketi ve AMB’nin sözkonusu ülke hazinelerinin ihraç ettiği sabit getirili varlıkları satın alarak desteklemesi sonucu krizin büyümesi ve diğer ülkelere sıçraması önlenmiştir. Ülkelerin yüksek borçluluk oranları, kamu maliyesi politikalarında daralmaya gidilmesini zorunlu kılmış, hüküm süren kriz ortamında ülkeler kemer sıkamak zorunda kalmışlar ve ekonomik canlanma umutları suya düşmüştür. Nihayetinde ekonomik çöküş yüksek kamu borcu olan ülkelere daha da derinleşmiştir. Kısacası, yüksek borç, düşük toplam talep ve deflasyon batılı

¹⁶⁴ Gelişmekte olan ülkelerdeki kredi temerrüt takas sözleşmesi CDS (“Credit Default Swap” yada kredi temerrüt takas sözleşmesi) oranlarındaki düşüş ve enflasyondaki ılımlı gidişat ve sermaye girişlerine bağlı olarak nominal getirilerdeki gerileme, gelişmekte olan ülke risk primlerinin olumlu seyrini yansıtmıştır. Gelişmekte olan ülkeler, ekonomideki aşırı ısınma (varlık fiyatlarındaki şişme ve özellikle hanehalkı tarafındaki kredi hacmindeki büyüme) riskine karşı, gevşek para politikasını dengelemek amaçlı, krizin ilk dönemine göre daha sıkı bir maliye politikası izlemeye başlamışlardır. Bazı ülkeler ise, doğrudan sermaye ve kredi piyasalarına müdahale ederek, sermaye girişlerini ve kredi hacmindeki büyümeyi kısımaya çalışmışlardır. Detaylı bilgi için bakınız; Stephen, Green ve Jha, a.g.e., 2010 Q4 Report, ss. 20-21.

¹⁶⁵ Stephen King, Stuart Green ve Madjur Jha, “Battle Scars,” HSBC Macro Global Economics, 2010 Q2 Report, ss. 1-2. Finansal kırılganlıklar içerisinde borçlanma sıkıntısına giren bu ülkeler, daha sonra kamu harcamalarını azaltmak, daha yüksek vergileme oranları uygulamak, emeklilik yaşını yükseltmek ve reel anlamda maaşları düşürmek zorunda kalmışlardır. A.e., s. 11.

ekonomilerin gündemi haline gelmiştir.¹⁶⁶ Hanehalkı ve özel sektör borcu kamu sektörü borcuna dönüşmüştür. Sadece Avrupa değil, ABD kamu maliyesi ve borçluluk seviyesi de ekonominin geneline göre yükselmiştir.¹⁶⁷

Öte yandan, sermaye harcamalarındaki hızlı çöküş Batılı ekonomilerin potansiyel üretim kapasitelerini yani toplam arz düzeyini de zayıflatmıştır. Söz konusu olumsuz tablo, Fed'in 2010 Kasım ayında 600 milyar ABD Doları büyüklüğünde ikinci bir miktarsal/parasal genişleme dalgası ("QE2: Quantitative Easing-2") daha başlatmasına yol açmıştır. 2011 Eylül ayında ise, Fed miktarsal genişlemede operasyonel bir dönüşüme girişmiştir. Uzun vadeli finansal varlık alımları yoğunlaştırıp kısa vadeli varlıkları satmaya başlamıştır. Böylelikle faizlerin zaman yapısını dönüştürerek uzun vadeli faizleri de düşük tutmayı amaçlamıştır. Ne var ki, tüm bu gelişmeler 2011 yılında ABD ekonomisini daha iyi bir konuma taşımaya yetmemiştir. 2011 yılında pompalanan yüksek likidite ile faizler sıfıra yakın bir noktaya gelmiş, ancak kredi koşulları gevşememiş sıkılaşmıştır. Yürütülen destekler sayesinde daha derin bir krize sürüklenmekten korunan Batılı ekonomiler, yüksek borçluluk ve eriyen hanehalkı geliri sebebiyle arzu edilen canlanmaya erişememiştir. Hanehalkının borçlarını hızla ödeme eğilimleri, düşük ücret artışı ve reel ücretlerdeki gerileme ile yüksek işsizlik hanehalkı tarafında harcamaların daha da daralması ile neticelenmiştir.¹⁶⁸

Avrupa'daki kamu borç krizi sebebiyle bankalar bilançolarını kuvvetlendirme çabası içinde yüksek düzeyde fazla rezerv tutmayı tercih etmiş, rezervleri krediye dönüştürmemişlerdir. Öte yandan hanehalkı ve şirketler harcamadan ziyade tasarrufa

¹⁶⁶ Stephen King, Stuart Green ve Madjur Jha, "Emerging Elation, Western Stagnation," HSBC Macro Global Economics, 2010 Q4 Report, s. 10; ss. 40-41; ss. 48-49; Paolo Batori, "Sovereign Credit, Rates & FX," Morgan Stanley Research Europe CEEMEA Investor, 11 Mayıs 2010, s. 1.

¹⁶⁷ King, Green ve Jha, a.g.e., 2010 Q3 Report, s. 17.

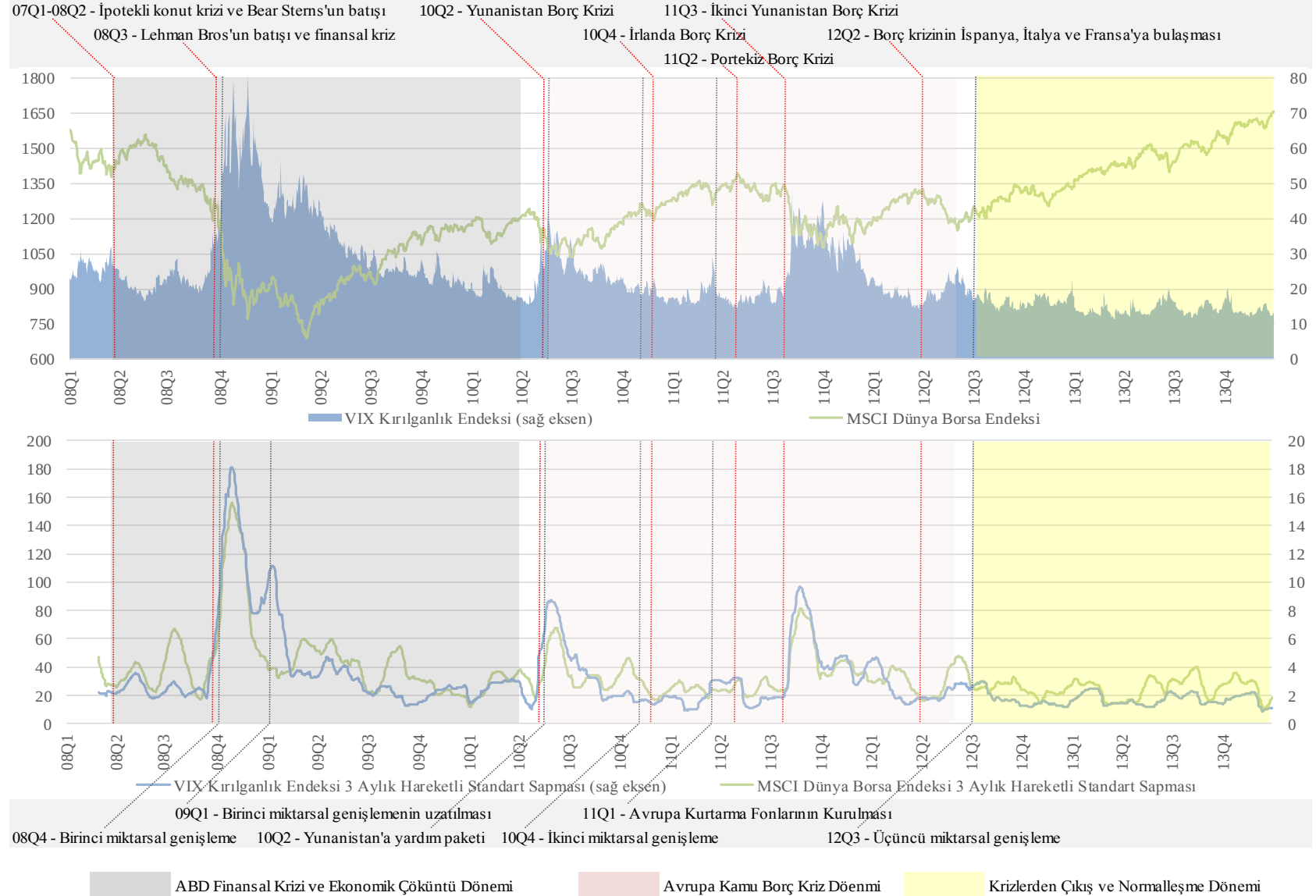
¹⁶⁸ Ayrıca miktarsal genişleme paralelinde, yatırım teşvikleri ve maaş üzerindeki vergilerde indirim gibi bir takım mali uygulamalar da yürürlüğe sokulmuştur. Detaylı bilgi için bakınız; King, Ward ve Jha, a.g.e., ss. 8-9; ss. 20-22; ss. 42-43; Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha, "The Big Chill," HSBC Macro Global Economics, 2011 Q4 Report, s. 36.

yönelmiş, mevcut borçluluk seviyelerini düşürmeyi tercih etmemişlerdir. Ülke borç krizleri ile birlikte, Avrupa’da kamu sektörü de borçlarını azaltmaya başlamıştır. Hâlihazırda krizde olan ekonomiler harcama ve yatırımdaki düşüşle birlikte toparlanma aşamasına bir türlü geçememiştir. Daha da kötüsü İrlanda, Portekiz ve Yunanistan gibi ülkelerde kamu borçlarının yeniden yapılandırılması gerekmiş, ancak uzun süre politik sebeplerle konuya çözüm getirilememiştir.¹⁶⁹ Kamu borç krizi 2011 yılının ikinci yarısında Avrupa’nın en büyük üçüncü ekonomisi, dünyanın en büyük tahvil/bono piyasası olan İtalya’ya sıçramıştır. Giderek yayılan Avrupa borç krizi (ve beraberindeki politik kriz), ABD’deki düşük büyüme performansı ve de gelişmekte olan ülkelerdeki miktarsal sıkılaştırma politikalarıyla aynı döneme denk gelmiştir. Tüm bu belirsizlikler, krizle boğuşan gelişmiş ekonomilerde likidite bolluğunun devam edeceğini ve faizlerin uzun bir süre daha sürüneceğini belirginleştirmiştir.¹⁷⁰

¹⁶⁹ Küresel kriz öncesi dönemdeki olağanüstü ekonomik canlılık, kriz dönemi öncesinde birey ve şirketlerin çok yüksek oranda borçlanmalarına sebep olmuştur. Büyüme beklentilerinin yüksek olduğu sözkonusu dönemde fiziki ve finansal varlık fiyatları yükselmiş, yükselen fiyatlarla birlikte yapay şekilde servet birikimi hızlanmıştır. Sahip oldukları servet düzeyi ve uygun finansal koşullara bağlı olarak hanehalkı ve şirketler daha fazla borçlanabilmiştir. Kriz ile birlikte tüm bu süreç terse dönmüş ve özel sektör borçluluk seviyeleri düşmeye başlamıştır. Detaylı bilgi için bakınız; King, Ward ve Jha, a.g.e., ss. 9-11, s. 17; ss. 44-45.

¹⁷⁰ Joachim Fels, Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos, “How Uncertainty Begets More Certainty,” Morgan Stanley Research The Global Monetarist Analyst, 13 Temmuz 2011, ss. 1-3; Joachim Fels, Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos, “Dangerously Close to Recession,” Morgan Stanley Research Global Economics, 17 Ağustos 2011, ss. 1-17.

Grafik 14: VIX ve MSCI Kırılganlık Endeksleri Çerçevesinde Kriz Dönemi Gelişmeleri



Kaynak: Bloomberg; Thompson Reuters

Ülke borç krizleri, Avrupa bankalarını zora sokmuştur. Bankalar bilançolarını küçültüp, sermayelerini güçlendirmeye çalışmışlardır. Neticede bankacılık sistemine bağımlı olan Avrupalı şirketler kaynak bulmakta zorlanmış ve yatırımlar gerilemiştir. Tam bu sırada uygulamaya sokulan yeni bankacılık düzenlemeleri ile Avrupalı bankaların sermaye gereksinimleri (sermaye yeterlilik rasyoları çerçevesinde) daha da artmış ve kredi piyasasındaki hareketlilik giderek düşmüştür. Her ne kadar parasal/miktarsal genişleme ile bankalar likidite açısından rahatlatılmaya çalışılsa da, hem bankalararası borçlanma piyasasındaki işlem hacmi hem de kredi hacmi daralmıştır. Kısacası bankalar risk almaya yanaşmamışlardır.¹⁷¹ Sınır ötesi yatırımları ve kredileri bulunan Avro bölgesi bankaları yabancı ülke risklerini azaltmayı ve sendikasyon borçlanmalarını düşürmeyi hedeflemişlerdir.¹⁷²

Gelişmekte olan ekonomiler, Avrupa kamu borç krizinden etkilenmekle birlikte farklı bir ekonomik tablo sergilemeye devam etmiştir. Finansal risklerin tekrar artmasına rağmen küreselleşen para akımları sayesinde gelişmiş ülkelerdeki yüksek likidite geliştirmekte olan ülkelere akmaya devam etmiştir. Söz konusu likidite girişi bu kez geliştirmekte olan finansal piyasalarda kırılğanlıklara sebep olmuştur. Fon girişleriyle birlikte yerel para birimleri aşırı değer kazanmış, kredi hacmi ve varlık fiyatları şişmiş, güçlü iç talebin ittiği enflasyon ve cari açık sorunları gün yüzüne çıkmıştır. Öte yandan, geliştirmekte olan ülkeler aşırı ısınmayı önlemek adına pek de geleneksel olmayan

¹⁷¹ Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha, “When The Wheels Fall Off,” HSBC Macro Global Economics, 2012 Q1 Report, ss. 2-24. AMB, repo finansmanında geçerli teminat olarak kabul ettiği menkul varlıkların içeriğini genişletmiş ve finansman vadesini üç yıla kadar uzatmıştır. Ayrıca finansman faiz oranları düşürülmüş ve APİ ile likidite genişletilmiştir. Böylelikle bankaların üzerindeki refinansman baskısının azaltılması amaçlanmıştır. Ayrıca kamu borcu yüksek Avrupa ülkelerinin kamu tahvillerinin APİ ile satın alınması, getirilerdeki aşırı yükselişin de önüne geçilmesini ve finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını olanaklı kılmıştır. İspanya ve İtalya gibi büyük ekonomilerde kamu borcunun refinansmanına da böylelikle yardımcı olunmuştur. Ne var ki, Avro bölgesindeki Almanya ve Hollanda gibi bazı ülkeler kriz ortamında dahi iyi bir ekonomik büyüme performansı sergilemişken, özellikle Akdeniz ülkeleri ekonomik daralma, yüksek işsizlik ve istikrarsız bir finansal tablo ile yüzleşmek zorunda kalmışlardır. Ülkeler arasındaki ekonomik ayrışma daha da somutlaşmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha, “Green Shoots, Weak Roots,” HSBC Macro Global Economics, 2012 Q2 Report, ss. 48-49.

¹⁷² Ward ve Jha, a.g.e., ss. 11-13.

politikalarla parasal/miktarsal sıkılaştırmaya gitmişlerdir.¹⁷³ Bilhassa Hindistan, Rusya, Brezilya ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere akan sermaye sayesinde sözkonusu ülkelerde kredi işlemleri olağanüstü seviyelere ulaşmıştır. Ekonomik toparlanma paralelinde kredi piyasası da tekrar dinamizm kazanmıştır. Faizler görece düşük tutulmuş, daha çok ortodoks olmayan araçlarla sıkılaştırma çabası içine girilmiştir. Ancak Türkiye gibi ülkelerdeki kredi hacmi büyümesi, ekonomik büyüme oranının çok daha ötesine geçerek, aşırı ısınma ve finansal kriz riskini günyüzüne çıkarmıştır. Her ne kadar borçluluk oranları (kredi penetrasyonu) gelişmekte olan ülkelerde görece oldukça düşük seviyelerde kalmış olsa da, kredi hacmindeki yüksek ivmelenme endişe kaynağı olarak baş göstermiştir.¹⁷⁴ Diğer yandan çözümsüzlük içinde sürmekte olan Avrupa kamu borç krizi ve düşük küresel ekonomik büyüme, gelişmekte olan ülkeleri bir yeniden dengelenme sürecine sokmuştur. Bu dengelenme sürecinde ikinci bir küresel kriz korkusuyla 2011 yılı sonlarına doğru Türkiye, Brezilya ve Rusya gibi gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası parasal genişlemeye dönüş yapmışlardır. Faiz oranları, zorunlu karşılıklar ya da döviz müdahaleleri şeklinde sıkılaştırmaya ara verilmiştir.¹⁷⁵

¹⁷³ King, Ward ve Jha, a.g.e., 2012 Q1 Report, ss. 2-24; AMB, repo finansmanında geçerli teminat olarak kabul ettiği menkul varlıkların içeriğini genişletmiş ve finansman vadesini üç yıla kadar uzatmıştır. Ayrıca finansman faiz oranları düşürülmüş ve API ile likidite genişletilmiştir. Böylelikle bankaların üzerindeki refinansman baskısının hafifletilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca kamu borcu yüksek Avrupa ülkelerinin kamu tahvillerinin API ile satın alınması, getirilerdeki aşırı yükselişin de önüne geçilmesini ve finansal piyasalarda istikrarın istikrara kavuşturulmasını sağlamıştır. İspanya ve İtalya gibi büyük ekonomilerde kamu borcunun refinansmanına da böylelikle yardımcı olunmuştur. Ne var ki, Avro bölgesindeki Almanya ve Hollanda gibi bazı ülkeler kriz ortamında dahi iyi bir ekonomik büyüme performansı sergilemişken, özellikle Akdenizli ülkeler ekonomik daralma, yüksek işsizlik ve istikrarsız bir finansal tablo ile yüzleşmek zorunda kalmışlardır. Ülkeler arasındaki ekonomik ayrışma daha da somutlaşmıştır. King, Ward ve Jha, a.g.e., 2012 Q2 Report, ss. 48-49.

¹⁷⁴ Bu bağlamda T.C. Merkez Bankası da, içinde zorunlu karşılık aracı ve aktif likidite yönetimi ve faiz koridorunun yer aldığı ortodoks olmayan miktarsal bir sıkılaştırma programını uygulamaya geçmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Joachim Fels, Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos, "Is There an EM Credit Bubble?" Morgan Stanley Research The Global Monetarist Analyst, 25 Mayıs 2011, ss. 1-8; Joachim Fels, Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos, "Is There an EM Credit Bubble?" Morgan Stanley Research The Global Monetarist Analyst, 6 Temmuz 2011, s. 5.

¹⁷⁵ Joachim Fels, Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos, "Is EM Growth at Risk," Morgan Stanley Research The Global Monetarist Analyst, 28 Eylül 2011, ss. 1-5.

2.1.3. Üçüncü Miktarsal Genişleme ve Krizden Çıkış

Daha önce girişilen ortodoks olmayan politik hamlelerin sonuç vermemesi üzerine, 2012 yılının Eylül ayında Fed, bu kez süresiz olarak her ay 40 milyar ABD doları değerinde finansal varlık alımını öngören üçüncü bir miktarsal/parasal ("QE3: Quantitative Easing-3) genişlemeyi uygulamaya sokmuştur. Özellikle konut ipoteğine dayalı menkul kıymetlerin piyasadan satın alınması suretiyle konut fiyatlarındaki aralıksız gerilemenin önü alınmaya çalışılmıştır. Ancak ekonomik canlanma için gerekli iç ve dış talep koşullarından yoksunken, üstüne üstlük bir de arz yönlü şoklarla boğuşmak zorunda kalınmıştır. Kuzey Afrika ve Orta Doğu'daki jeopolitik riskler sebebiyle petrol fiyatları yüksek seyrini korumuş, yeni yatırımlar askıda kalmış, yeni iş olanakları azalmış ve beraberinde gelişmiş ekonomilerde işgücüne katılımı yadsınamaz bir düşüş gözlenmiştir. Başta ABD olmak üzere gelişmiş ekonomilerin hâsıla potansiyeli aşınmıştır.¹⁷⁶

Yüksek likidite pompalanması neticede, ABD'deki finansal varlık getirileri görece yükselmiş ve likidite kısmen de olsa tekrar ABD sermaye piyasasına akmaya başlamıştır. Nihayet Fed büyüme, işsizlik ve ipotekli gayrimenkul satışlarındaki görece iyileşmeyi baz alarak, 2013 yılı Ağustos ayında üçüncü miktarsal genişleme dalgasına aşamalı olarak son vereceğini açıklamış ve 2013 yılı Aralık ayında finansal varlık alım hacimlerini fiilen tedrici olarak kısımaya başlamıştır. Aynı dönemde yürütülen kamu

¹⁷⁶ Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha, "Why Pump-Priming Isn't Working?" HSBC Macro Global Economics, 2012 Q4 Report, ss. 9-17; ss. 36-37. ABD, Japonya ve Kanada gibi gelişmiş ülkelerde, şirketler kriz döneminde dahi karlılıklarını korumayı başarmışlardır. Kısmen işgücünden tasarruf ederek ve kısmen sermaye yatırımlarını öteleyerek karlı kalmayı bilmişlerdir. Sermaye yatırımları düzeyi GSYİH'ya oranla giderek düşmüştür. Şirketler daha ziyade karlarını temettü olarak dağıtmayı ve/veya hisselerini piyasadan geri satın almayı tercih etmişlerdir. Böylelikle piyasa değerliliklerini artırmayı başarmışlardır. Bu durum miktarsal/parasal genişlemenin etkisiyle tahvil getirilerinin iyiden iyiye sıfıra yaklaştığı sözkonusu piyasalarda, yatırımcıların gözünde hisse senedi piyasalarını daha cazip hale getirmiştir. Ayrıca tahvil getirilerinin sıfıra yaklaşması, sermaye piyasasına erişimi olan şirketlerin sermaye piyasasından düşük maliyetle borçlanmalarına imkan tanımış olsa da, yatırımcılar nezdinde karşılık bulmamıştır. ABD'deki düşük faiz ve yüksek likidite ortamı, kredi hacmini bir ölçüde hareketlendirmiş olsa da, Avro bölgesi, İngiltere ve Japonya gibi ekonomilerde kredi hacmi düşmeye devam etmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Stephen King ve Madjur Jha, "The Great Rotation," HSBC Macro Global Economics, 2013 Q1 Report, ss. 14-16; Stephen King ve Madjur Jha, "Tapering Tremors, China Chill," HSBC Macro Global Economics, 2013 Q3 Report, ss. 9-12

bütçe açığı politikasında da sıkılaştırılmaya gidilmiştir.¹⁷⁷ 2013 yılında, istihdam ve büyüme rakamlarındaki iyileşme, konut piyasasındaki hareketlenme, tüketici ve üretici öncü endekslerindeki pozitif seyir, Fed'i miktarsal genişlemeyi tedricen sonlandırmaya yöneltmiştir. Her ne kadar işsizlik rakamları kriz öncesi dönemdeki haline geri dönememiş ve gerçekleşen enflasyon oranı orta vadeli enflasyon hedefinin altında kalmış olsa da, miktarsal genişlemede sona gelinmiştir. 2013 Ağustos ayında açıkladığı program çerçevesinde 2013 Aralık ayından itibaren Fed, düzenli olarak piyasadan aldığı finansal varlık miktarını tedricen azaltmaya ve sonlandırmaya başlamıştır. Öte yandan, 2016 yılı ortalarına kadar özellikle kısa vadeli faizleri düşük tutarak ekonomik canlanmayı desteklemeyi sürdüreceğini açıklamıştır. Beklentilerdeki iyileşme ile finansal varlık getirileri yavaş adımlarla da olsa iyileşmiş, likiditenin ABD sermaye piyasasına yönelmesine neden olmuştur. Söz konusu nedensellik ilişkisinin kaçınılmaz son halkası, likiditenin uzun süre sonra gelişmekte olan ülkelere ayrılması olmuştur.¹⁷⁸

2013 yılında, sermaye piyasaları görece sığ olan ve genellikle kısa vadeli sermaye girişleri ile cari açıklarını kapatabilen bir takım gelişmekte olan ülkelerin para birimleri, likidite çekilişleri ile hızla değer kaybetmeye başlamış ve enflasyon görünümleri kurlardaki ani artışla daha da bozulmuştur. Kriz döneminde likidite girişleri sonucu fiziki ve finansal varlık fiyatlarında yaşanan tırmanış hanehalkını daha yüksek bir servet seviyesine taşımıştır. Hanehalkı bol likidite ve söz konusu servet etkisi ile daha ucuza ve daha fazla borçlanabilir hale gelmiştir. Birçok gelişmekte olan ekonomide, borçlanma ile birlikte hanehalkı harcamaları artmış ve iç talep güçlenmiştir. 2013 yılında gelişmekte olan piyasalardan ani likidite çekilişleri ile birlikte güçlü iç talep iç ve dış dengedeki yapısal kırılganlıkları tekrar gün yüzüne çıkarmıştır.

¹⁷⁷ Stephen King ve Karen Ward, "Pass the Parcel," HSBC Macro Global Economics, 2013 Q4 Report, s. 18.

¹⁷⁸ A.e., ss. 38-39.

2.2. Kriz Dönemi Türkiye Ekonomisi ve T.C. Merkez Bankası Para Politikaları

Gelişmiş ülke piyasaları kaynaklı finansal kriz, bıçak gibi kesilen ticaret hacmi ve hızlı sermaye çıkışları yoluyla gelişmiş ekonomilerden hızla gelişmekte olan ekonomilere yayılmıştır. Daha sonra ise tüm finansal piyasalara ve küresel ekonomi geneline bir korku hâkim olmuştur. Türkiye de diğer gelişmekte olan ekonomiler gibi, krizle mücadele etmeye ve ekonomik aktiviteyi canlı tutmaya yönelik politikaları devreye almıştır. Neyse ki güçlü kamu maliyesi ve sağlıklı bir bankacılık sistemi (görece yüksek sermaye ve düşük tahsil edilemeyen alacak miktarları) Türkiye'nin küresel riskleri bertaraf etme gücünü artırmıştır. Ayrıca hanehalkının düşük borçluluk seviyesi ve mevcut hanehalkı kredilerinin neredeyse tamamının yerli para cinsinden oluşu, küresel krizin patlak verdiği dönemde borçluluğa bağlı finansal riskleri kısmen sınırlamıştır.

Küresel krizin yayılması ile birlikte, T.C. Merkez Bankası, gelişmiş ekonomilerdeki emsalleri gibi 2008 Kasım ayından 2009 yılı sonuna kadar geçen dönemde ilk etapta faiz indirimlerine girişmiş, politika faiz oranında yaklaşık yüzde 10 gibi yüksek bir faiz indirimi gerçekleştirilmiştir.¹⁷⁹ Krizle mücadele amaçlı politikalar çerçevesinde gelişmekte olan ülkeler grubunda açık ara en yüksek faiz indirimi gerçekleştirilen ülke Türkiye olmuştur. T.C. Merkez Bankası'nın zamanında ve hızlı aksiyon alması kısmen ekonomik çöküntünün önüne geçmiştir. Söz konusu parasal

¹⁷⁹ Kriz döneminde piyasanın ihtiyaç duyduğu likidite koşullarını sağlamak adına politika faizi tarihi düşük seviyelere indirilmiştir: Türkiye'de 2008 Kasım'ında yüzde 16,75 olan politika faiz oranı, 2009 yılı sonuna kadar yüzde 6,50'ye kadar gerilemiştir. Ayrıca, repo ihalelerinde önerilen likidite miktarı artırılmıştır. Buna ek olarak, Türk Lirası zorunlu karşılık oranı, ilk kez bu dönemde bir makro-ihtiyatlı politika aracı olarak devreye sokulmuş ve yüzde 6 olan karşılık oranı yüzde 5'e çekilmiştir. Döviz piyasasında bir likidite sıkışıklığı yaşanmaması adına borç verme faiz oranları düşürülmüş, döviz satım ihaleleri devreye sokulmuş ve yabancı para zorunlu karşılık oranı yüzde 11'den yüzde 9'a indirilmiştir. Repo ve özellikle zorunlu karşılık oranındaki indirimler aslen likidite pompalamak suretiyle ödeme/transer ve kredi mekanizmasının etkin işleyişinin sağlanmasını amaçlamıştır. Turalay Kenç, M. İbrahim Turhan ve Onur Yıldırım, "The Experience with Macro-Prudential Policies of the Central Bank of the Republic of Turkey in Response to the Global Financial Crisis," The World Bank Policy Research Working Paper, No. 5384, 2011, ss. 1-7.

genişlemenin ekonomi üzerindeki etkisi ise ancak 2010 yılında kendini göstermeye başlamıştır.¹⁸⁰

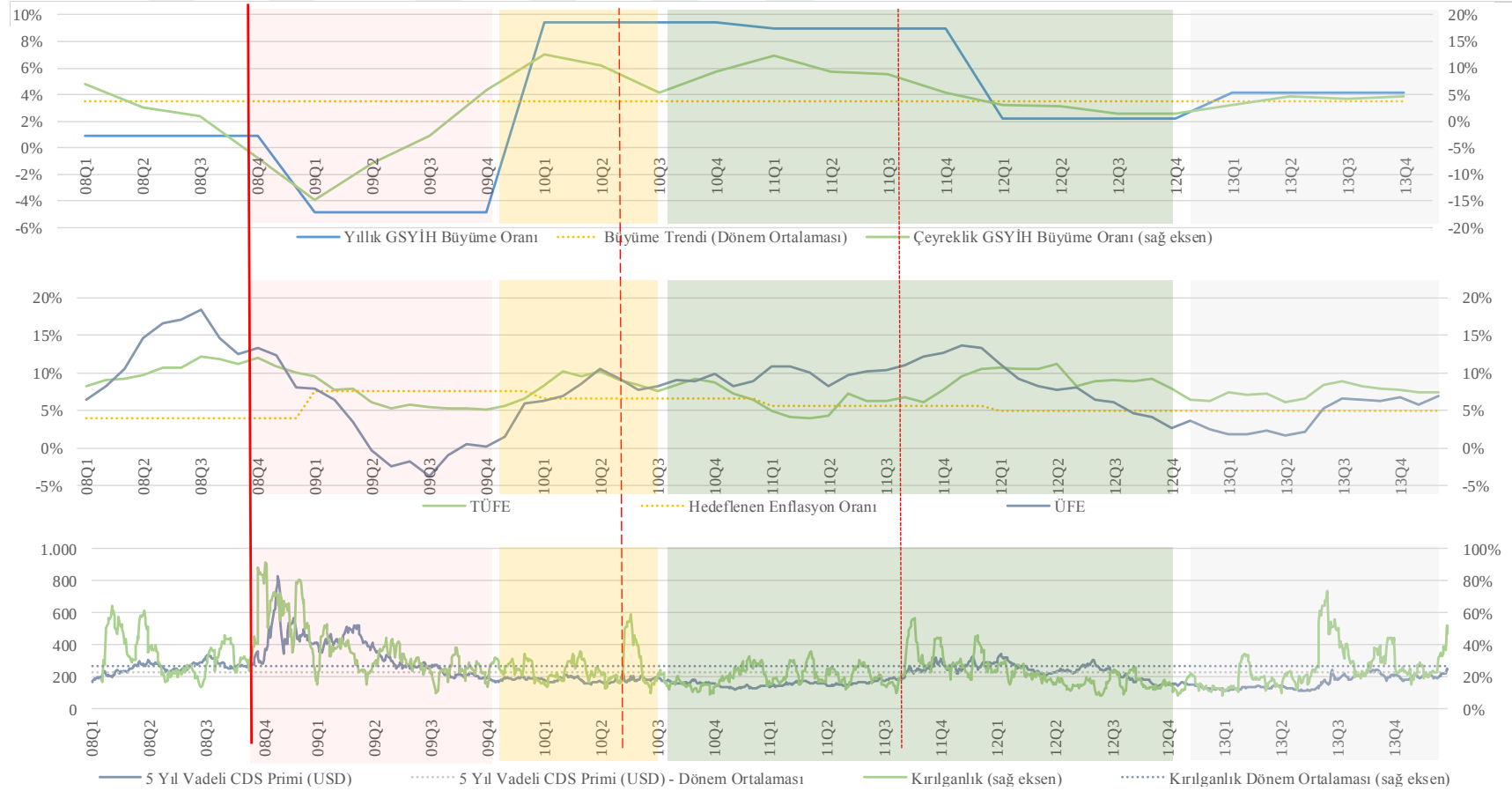
2010 yılından itibaren makro hedeflerde ve uygulanan politika ve araçlardaki paradigmatik değişimin yansımaları Türkiye’de de açıkça görülmeye başlanmıştır. Krizle birlikte ciddi bir küçülme geçiren Türkiye ekonomisi toparlanarak sonraki yıllarda yıllarında yıllık bazda yüzde 9 gibi yüksek büyüme oranlarına ulaşmıştır.¹⁸¹ Krizden çıkışla birlikte finansal piyasalarda aşırılıklar başgöstermiştir. Finansal piyasaları istikrarlandırmak adına bir takım geleneksel olmayan politika araçlarına başvurmuşlardır. Bunların başında, zorunlu karşılık oranı gelmiştir. Finansal istikrarı sağlamak adına bir makro-ihtiyatlı politika aracı olarak kullanıldığında, farklılaştırılabilen (rezervin vadesi, para birimi gibi unsurlara bağlı olarak), belirli bir kural/yaklaşımına bağlı kalmaksızın zamanla değiştirilebilen ve özellikle kullanımı kolay bir politika aracı olarak seçilmiştir. Ayrıca, aktif likidite yönetimi ve faiz koridoru politikaları ile birlikte kullanıldığında etkili olacağı umulmuştur. Kısacası, Türkiye’de enflasyon kaygılarının biraz daha ikincil plana atıldığı ve finansal istikrarın öncelikli hedef olarak gözetildiği bir kriz yönetimine evrinilmiştir. Bu çerçevede, enflasyonun belirlenen orta vadeli hedeflere uyumunu sağlama doğrultusunda adımlar atılacağı belirtilmekle birlikte, finansal istikrara yönelik temkinli bir “krizden çıkış stratejisi” para yönetiminin rehberi olmuştur. Stratejide, gerekli likiditeyi sağlamaya yönelik yapılmış olan zorunlu karşılık oranlarındaki düşüşün geri çekilmesi planlanmış ve tedricen uygulanmıştır.¹⁸²

¹⁸⁰ Tevfik Aksoy, “CBT Cuts 50 and Prepares for the End of Easing,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 15 Ekim 2009, s. 1.

¹⁸¹ Stephen King, Karen Ward ve Madhur Jha, “An Economic Oil Slick,” HSBC Macro Global Economics, 2011 Q2 Report, ss. 13-14.

¹⁸² TCMB, “Para Politikası Çıkış Stratejisi,” Ankara, 14 Nisan 2010, s. 11.

Grafik 15: 2008-2013 Dönemi Büyüme, Enflasyon ve Kırılganlık Göstergeleri



* Kırılganlık endeksi, BIST 100 endeksinin 10 günlük hareketli ortalamasının standart sapmasının yıllıklandırılması ile türetilmiştir.

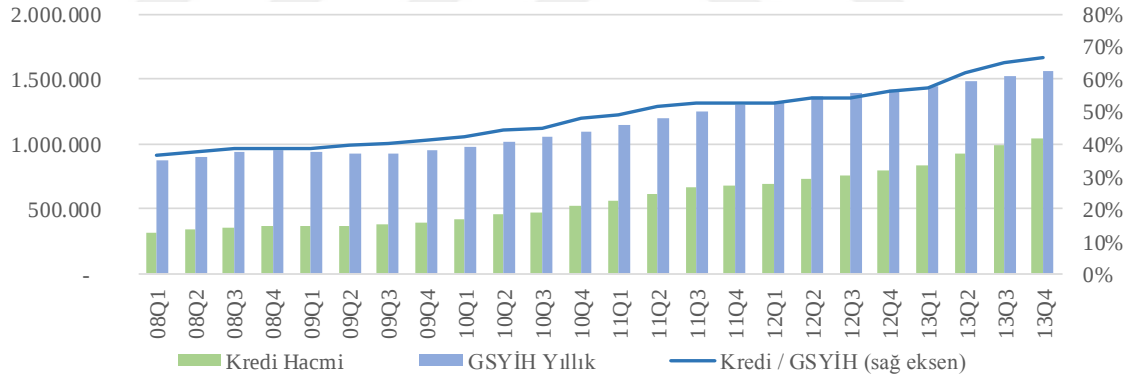
- Küresel Finansal Kriz
- Avrupa Kamu Borç Krizi
- Yunanistan Borç Krizi

- Kriz Dönemi
- Ekonomik Canlanma Dönemi
- Hızlı Büyüme Dönemi ve Yeni Politik Eğilimler
- Dengeleme Arayışı ve Normalleşme Dönemi

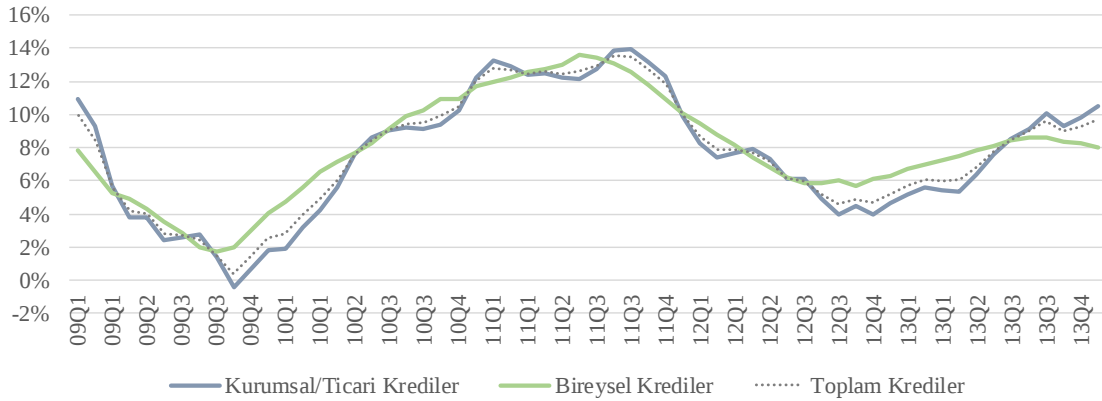
Kaynak: TCMB, Bloomberg

Kredi hacmi genişlemesi 2010 yılından itibaren T.C. Merkez Bankası'nın açıkladığı yüzde 15-25'lik büyüme hedefinin epey üstünde seyretmiştir. Olağanüstü kredi hacmi genişlemesinin beslediği güçlü iç talep koşullarına bağlı olarak özellikle cari açık ekonomideki kırılganlığı 2010 yılı başlarından itibaren giderek artırmıştır. Kendi başına bir sorun olmaktan öte, küresel finansal piyasadaki risk algılamalarının olumsuz yönde değişmesi cari açığın bir kırılganlık kaynağı olarak görülmesine ve neticesinde ani sermaye hareketlerine sebep olmuştur. Nihayet 2010 yılı Aralık ayında T.C. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu'nun aldığı kararlar, zorunlu karşılık oranları geleneksel olmayan bir tarzda hem fiyat hem de finansal istikrar için politika aracı olarak öne çıkarılmıştır.¹⁸³

Grafik 16: Kredi/GSYİH (milyon TL - %)



Grafik 17: Reel Kredi Büyüme Oranı (TÜFE 2003=100)

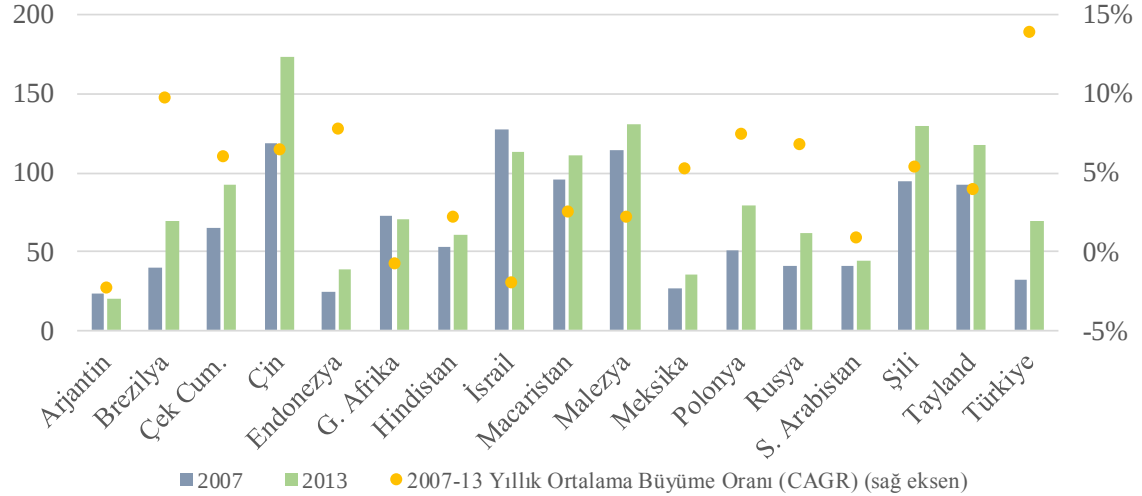


¹⁸³ Kenç, Turhan ve Yıldırım, a.g.e., ss. 10-12.

Kaynak: TCMB, TÜİK.

Kredi hacim büyümesi finansal istikrar açısından yönetilebilir seviyelere çekilmiş olmakla birlikte, 2012 yılının son çeyreğinden itibaren bireysel krediler kaynaklı yeni bir ivmelenme yakalayarak hedefin üzerinde gerçekleşmiştir.¹⁸⁴ Sonuç olarak Türkiye, gelişmekte olan ülkeler içinde 2008-2013 kredi/GSYİH oranı en çok artan ülkelerden biri olmuştur. Türkiye yüksek kredi büyümesi ile benzer ülkeler arasında öne çıkmıştır.¹⁸⁵

Grafik 18: Türkiye ve Diğer Gelişmekte Olan Ülkelerin Özel Sektör Kredi Borç Seviyesi (GSYİH'ya Oranla %)



Kaynak: BIS Credit to GDP Gaps Statistics; The Economist, "Pulled Back In," 14 Kasım 2015, <http://www.economist.com/news/briefing/21678215-world-entering-third-stage-rolling-debt-crisis-time-centred-emerging>

Gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan para politikalarının ve tarihi düşük seviyelerdeki faiz oranlarının uluslararası yatırımcıları getiri arayışına yönlendirmesi, 2012 yılının ikinci yarısından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının yeniden hızlanmasına neden olmuştur. Türkiye para otoriteleri makro-ihyatlı politikaları uygulamaya koyarak söz konusu oynaklığın iç ve dış denge üzerinde

¹⁸⁴ TCMB, a.g.e., Mayıs 2013, ss. 41-45.

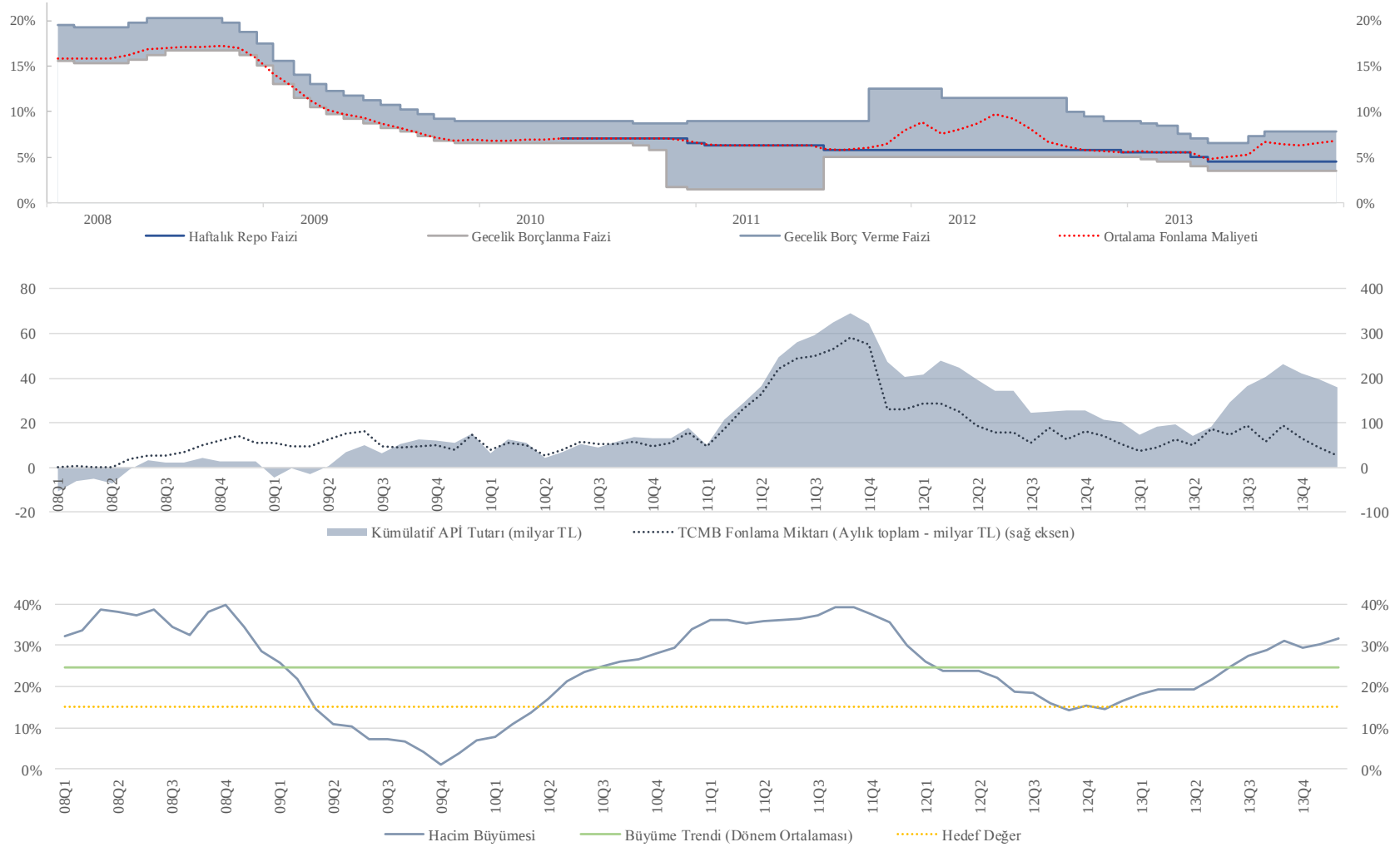
¹⁸⁵ Gelişmekte olan benzer ülkelere kıyasla, bankacılık sektörü aktiflerinin GSYİH'ye oranı 2009-2013 döneminde Brezilya'dan sonra en çok Türkiye'de artış göstermiştir. TCMB, "Finansal İstikrar Raporu," No. 17, Ankara, Kasım 2013, s. 1; s. 23.

yarattığı baskıyı gidermek yönünde çaba harcamaktadır. Türkiye’de de bu doğrultuda geliştirilen yeni politika araçlarının etkili bir şekilde devreye alınması arzu edilen yöndeki sonuçlarını gecikmeli olarak ve sınırlı bir etkiyle göstermeye başlamıştır. Kredi hacmi dönem boyunca yüksek seyretmiş, küresel olumsuz gelişmeler ve de kısmen yurtiçinde alınan politik ve regülatif aksiyonlar aracılığıyla kredi hacmi sınırlandırmaya çalışılmıştır.¹⁸⁶ 2012 yılı son çeyreği ve 2013 yılı ilk çeyreğinde sermaye akımlarının güçlü seyretmesinin etkisiyle finansal istikrara dair riskleri dengelemek amacıyla bir yandan kısa vadeli faiz oranları düşürülürken, diğer yandan döviz rezervlerini artırıcı yönde makro-ihhtiyatlı tedbirlere devam edilmiştir. Bu çerçevede kısa vadeli faizler kademeli olarak indirilerek küresel faiz oranları ile daha uyumlu hale getirilmiştir.¹⁸⁷

¹⁸⁶ TCMB, a.g.e., Mayıs 2012, ss. 38-39.

¹⁸⁷ TCMB, a.g.e., Mayıs 2013, s. 15.

Grafik 19: 2008-2013 Dönemi TCMB Faiz Oranı, APİ Fonlama Miktarı ve Kredi Hacmi Büyüme Oranı



Kaynak: TCMB

Öte yandan, güçlü sermaye girişleriyle birlikte kredi büyümesinin referans değerinin üzerinde seyretmesi nedeniyle 2013 yılının başında likidite politikası normalleştirilirken, rezerv opsiyon katsayıları ve zorunlu karşılık oranlarında artışa gidilmiştir. Ayrıca sermaye hareketlerine bağlı olarak faiz oranlarında ve döviz kurlarında meydana gelebilecek ani hareketlere karşı duyarlılığı artıran bu durum, finansal istikrar açısından bir risk unsuru olarak öne çıkmış ve makro-ihtiyatlı politika araçlarına olan ihtiyacı artırmıştır. Bu kapsamda 2012 yılı sonlarından itibaren kredilerde gözlemlenen kayda değer ivmelenme sonucu zorunlu karşılıklara ilişkin sıkılaştırıcı yönde ölçülü adımlar atılmaya devam edilmiştir.¹⁸⁸ 2012 ve 2013 yılları, genel olarak makro ve finansal istikrarı sağlama adına ekonomiyi soğutma çabalarının somutlaştığı bir dönem olmuştur. Zira diğer gelişmekte olan ekonomilerdeki seyre paralel olarak Türkiye’de de yüksek büyüme rakamlarına ulaşılması ekonomide birtakım dengesizlikler/istikrarsızlıkların ortaya çıkmasına sebep olmuştur: yüksek enflasyon ve cari açık. 2012 yılı ortalarından itibaren Türkiye’de de özel sektör sermaye yatırımları gerilemiş, hanehalkı harcamaları ile iç talep büyümenin itici gücü olmuştur. Türk Lirasındaki değer kaybı ve 2013 yılsonuna doğru yükselen faizler ile birlikte harcamalar da görece yavaşlamıştır.¹⁸⁹

2.2.1. Kriz Dönemi Türkiye’de Genel Ekonomik Durum (2008Ç4-2009Ç3)

2008 yılında özellikle gıda ve enerji kaynaklı küresel enflasyonist ortamdan Türkiye de nasbine düşeni almıştır: T.C. Merkez Bankası enflasyon hedeflerinin üstünde kalarak enflasyonla mücadelede güvenilirliğini zora sokmuştur.¹⁹⁰ Enflasyon ve de yükselen cari açık sebebiyle, ekonomik büyümeyi kısma pahasına T.C. Merkez Bankası Mart-Temmuz 2008 döneminde bir dizi faiz artırımına gitmiş ve 2008 yılı Kasım

¹⁸⁸ TCMB, a.g.e., Mayıs 2013, s. 15.

¹⁸⁹ Detaylı bilgi için bakınız; King ve Ward, a.g.e., ss. 9-20; ss. 79-80.

¹⁹⁰ Stephen King ve Stuart Green, “Don’t Look Now!,” HSBC Macro Global Economics 2008 Q3 Report, ss.8-15; s. 72; Berner ve Cho, a.g.e., ss. 1-3; s. 7. Yüksek enflasyon, T.C. Merkez Bankası’na olan güveni sarsmakla kalmamış, ülke risk primine de olumsuz yansımıştır. Neticede, yükselen risk primi, piyasa faizlerinin de yükselmesine yol açmıştır. EM Economist, a.g.e., 2 Mayıs 2008, s. 5.

ayına¹⁹¹ kadar sıkı para politikası tutumunu değiştirmemiştir. Böylesi net bir parasal sıkılaştırma süreci, piyasa faizlerinde ciddi bir artışla sonuçlanmıştır.¹⁹² Öyle ki, Türkiye'deki politika faiz oranı nominal ve reel anlamda diğer gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranının oldukça üzerine çıkmıştır.¹⁹³ Sonuç olarak yüksek enflasyonla mücadele amaçlı alınan faiz artırımı kararları hem talep hem de arz kaynaklı mevcut çıktı açığını daha da genişletmiş, büyümeyi geçmiş yıl ortalamalarının altında bırakmıştır.¹⁹⁴

2008 yılı sonunda ABD merkezli finansal kriz hızla diğer ülke finans piyasalarına da bulaşmıştır. Küresel risk iştahı sebebiyle süreklilik kazanan fon girişleri, birden oluşan panik havasıyla yerini hızlı fon çekilişlerine bırakmıştır. Akabinde sözkonusu kriz, finans piyasalarından reel ekonomik alana sıçramıştır. Türkiye yönetilebilir bütçe yapısı, güçlü banka bilançoları ve de düşük hanehalkı borcu sayesinde görece daha az etkilenmiştir. Bunun yanında, cari açık sebebiyle yüksek özel sektör döviz borçları başlıca risk unsurları olarak öne çıkmıştır.¹⁹⁵

Küresel krizle birlikte 2009 yılında Türkiye, hızla düşen talep seviyesi ve sarsılan güven ortamının etkisiyle durgunluğa girmiştir. Ekonomik alanda alınan radikal

¹⁹¹ Tefik Aksoy, "Surprise Rate Cut Heralding A Funded IMF Stand-by?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 20 Kasım 2008, s. 1.

¹⁹² EM Economist, "Next Week in Emerging Markets," Morgan Stanley Research Global Outlook, 18 Nisan 2008, s.18; EM Economist, "Next Week in Emerging Markets," Morgan Stanley Research Global Outlook, 9 Mayıs 2008, ss. 2-3; Tefik Aksoy, "Turkey: Further Signs of Easing Growth," Morgan Stanley Research Europe Economics, 16 Mayıs 2008, ss. 1-2; Tefik Aksoy, "CBT Hikes 50bps – Somewhat Softens Its Tone," Morgan Stanley Research Europe Economics, 16 Haziran 2008, ss. 1-2; Tefik Aksoy, "Asymmetric Move on Policy Rates," Morgan Stanley Research Europe Economics, 17 Temmuz 2008, s. 1; Tefik Aksoy, "Quick Comment: Growth Rate Drops Sharply," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Eylül 2008, ss. 1-2; Tefik Aksoy, "Quick Comment: Inflationary Challenges Mounting Amid Slowdown in Growth," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Kasım 2008, s. 1; Tefik Aksoy, "Highest Monthly CPI Print in Five Years – Revising Our Forecasts," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Kasım 2008, ss. 1-2;

¹⁹³ EM Economist, "Next Week in Emerging Markets," Morgan Stanley Research Global Outlook, 25 Temmuz 2008, s.8; Tefik Aksoy, "Policy Rate Still the Highest," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 18 September 2008, s. 1

¹⁹⁴ EM Economist, a.g.e., 23 Mayıs 2008, ss. 27-28.

¹⁹⁵ Stephen King ve Stuart Green, "Lost ... and Not Yet Found" HSBC Macro Global Economics 2009 Q1 Report, s. 68.

aksiyonlar, büyümeyi korumayı hedeflemiş olsa da ekonomiyi durgunluktan uzak tutmaya yetmemiştir.¹⁹⁶ İç ve dış talebin zayıflaması ve emtia fiyatlarının gevşemesi¹⁹⁷ iç ve dış ekonomik dengeye olumlu yansımış olsa da, mevcut ekonomik yavaşlama para yönetiminin yeni gündemi, yegâne kaygısı haline gelmiştir. Nitekim üretim ve kapasite kullanım oranları ile tüketici güven endeksi tarihi düşük seviyelere gerilemiştir.¹⁹⁸ 2009 yılı sonlarına doğru ekonomik durgunluk iyiden iyiye belirginleşmiştir. Tekrardan ekonomik canlanmayı sağlamak adına kamu harcamaları artırılmıştır. Öte yandan, agresif ve hızlı bir şekilde daha önce uygulanmakta olan parasal sıkılaştırma terse çevrilerek parasal genişlemeye geçilmiştir. Yurtdışı fon akımları da süratle zayıflamıştır.¹⁹⁹ Yurtiçi yatırımcılar ise en güvenilir liman olarak devlet borçlanma kâğıtlarına rağbet gösterir hale gelmişlerdir. Bankalar, kredi musluklarını kısarak rezervlerini hem sermaye yeterlilikleri hem de karlılık saikiyle, devlet borçlanma kâğıtlarında değerlendirmişlerdir.²⁰⁰ Sonuç olarak düşük risk iştahı, bankaların kredi musluklarını kısması ve iç ve dış talepteki zayıflık Türkiye adına 2009 yılında ekonomik daralma ile sonuçlanmıştır.

Sözkonusu olumsuz ekonomik tablo sebebiyle Türkiye için hem kamu maliyesi hem de para idaresi anlamında yeni politikaların hayata geçirildiği bir yıl olmuştur. T.C.

¹⁹⁶ Tevfik Aksoy, "In the Absence of Growth," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Ocak 2009, s. 3.

¹⁹⁷ Küresel finansal krizle birlikte bilhassa enerji fiyatlarındaki süratli düşüş, beraberinde elektrik ve doğalgaz maliyetlerinin de düşmesini sağlamış ve enflasyon oranı beklenenden daha hızlı bir düşüş sürecine girmiştir. Emtia fiyatlarındaki gevşeme ise çekirdek enflasyonda aşağı yönlü bir seyir olarak kendini göstermiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Tevfik Aksoy, "Turkey: Would the CBT Be Tempted to Cut More than 50bp?" Morgan Stanley Research Economics – EMEA, 17 Aralık 2008.

¹⁹⁸ Tevfik Aksoy, "January Inflation – Best Ever," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Şubat 2009, s. 1; Tevfik Aksoy, "Macro-Conditions Deteriorating Rapidly – Looking For Policy Action," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Mart 2009, ss. 1-3; Tevfik Aksoy, "The First Contraction in 28 Quarters," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 31 Mart 2009, ss. 1-2; Tevfik Aksoy, "Another One of Those Slow Recovery Stories," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Eylül 2009, ss. 1-2.

¹⁹⁹ King ve Green, a.g.e., s. 70; Tevfik Aksoy, "A Very Decisive Move by the CBT," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 19 Şubat 2009, s. 1.

²⁰⁰ Stuart Green ve Janet Henry, "For Those in Peril," HSBC Macro Global Economics, 2009 Q2 Report, ss. 15-26.

Merkez Bankası kriz döneminden 2010 yılına kadarki dönemde yüzde 10'un üzerinde bir faiz indirimi yapmış, krediler üzerinden iç talebi ve özellikle tüketimi kısıtlı da olsa olumlu etkilemiştir.²⁰¹

2.2.2. Ekonomik Canlanma ve Yeni Ekonomi Politikası Karması (2009Ç4-2011Ç2)

Türkiye 2009 yılsonu ve 2010 yılı başlarında gelişmekte olan ekonomilerde hüküm süren olumlu havadan payına düşeni almıştır. 2010 yılı gelişmekte olan ülkeler için krizle geçen 2009 yılından farklı bir tabloya sahne olmuştur. Gelişmekte olan ekonomiler genel olarak sağlam kamu maliyesi ve bankacılık sistemi sayesinde, krizin ilk dönemini görece az hasarla atlattılar ve yükselen iç taleple tedrici bir toparlanma sürecine girmişlerdir.²⁰² Hem sermaye girişlerindeki hareketlenme hem de ticaret kanalının tekrar aktifleşmesi ile ekonomi durgunluktan çıkmayı başarmışlardır. Faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte özellikle iç talebin ittiği zayıf da olsa bir büyüme yakalanmıştır. Bu arada küresel risk iştahındaki olumlu dönüşüm sayesinde, T.C. Hazinesi ve de özel şirketler borçlarını kolaylıkla refinance edebilmişlerdir.²⁰³ Tarihi düzeyde düşük faiz oranları, güçlü banka bilançoları ve pozitif dönen ekonomik görünüm kredi piyasasına az da olsa hareketlenme getirmiştir.²⁰⁴

2010 yılının ilk yarısında enflasyon oranı, beklentilerin çok üzerinde gerçekleşmiştir. Bu sebeple T.C. Merkez Bankası da faiz indirimlerine son vermiş ve

²⁰¹ Cari açığın daralması, 3 yıllık Orta Vadeli Plan çerçevesinde mali disiplinin sağlanması, yeni IMF programı ve kamu sektörünün gerekli refansmanı özellikle yurtiçi bankalardan sağlayabilmiş olması, 2010 yılında Türkiye'yi rahatlatmıştır. Özellikle bütçe dengesi, ekonomik canlanma beraberinde 2010 yılının ikinci yarısında iyileşmiştir. Öte yandan görece düşük borçluluk seviyesi kamu maliyesi tarafında, Türkiye'yi birçok dengi ülkeye göre yatırımcılar gözünde daha cazip kılmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; CEEMEA Economics Team, "Bouncing Back from the Brink," Morgan Stanley Research CEEMEA, 15 Ocak 2010, ss. 27-31; Paolo Batori, "Credit, Rates & Currencies," Morgan Stanley Research CEEMEA Investor, 13 Temmuz 2010, ss. 17-18; Tevfik Aksoy, "An Encouraging Medium-Term Plan: Maintain Optimism," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Kasım 2010, ss. 1-3.

²⁰² Green ve Henry, a.g.e., s. 8.

²⁰³ King ve Green, a.g.e., 2010 Q1 Report, s. 66.

²⁰⁴ King, Green ve Jha, a.g.e., 2010 Q4 Report, ss. 68-69.

faizleri uzun süre sabit tutulacağıının açık iletişimini yapmıştır.²⁰⁵ Enflasyon her ne kadar yüksek de seyretse, küresel krizin etkilerinin devam etmesi T.C. Merkez Bankası'nın faiz artırımını olasılık dışı bırakmıştır. Halihazırda kredi hacmi büyümesindeki zayıf trend, olası bir faiz artırımını ile daha da kötüleşebilir ve iç talebi daha da zayıflatabilir hale gelmiştir. Ayrıca muhtemel bir faiz artırımını sonrası, Türk Lirasının değer kazanma olasılığı, kur üzerinden ihracata yani dış talebe ket vurabilir duruma gelmiştir. Dolayısıyla T.C. Merkez Bankası, 2010 yılının ilk aylarındaki düşük büyüme hızı ve yüksek enflasyon oranı karşısında sıkışmış, hareketsiz kalmıştır.²⁰⁶

2010 yılının ikinci yarısı kamu harcamaları ve tüketim ve yatırıma yönelik teşviklerin de sayesinde Türkiye'de biraz daha farklı bir ekonomik tabloya sahne olmuştur. Harcamalar ve sabit sermaye yatırımlarının etkisiyle oldukça yüksek bir ekonomik büyüme trendi yakalanmıştır.²⁰⁷ Ayrıca yılsonuna doğru enflasyon oranı da gevşemeye başlamıştır. Enflasyon tarafındaki olumlu seyir, T.C. Merkez Bankası'nın faizleri yükseltmesi yönündeki üzerindeki baskıyı hafifletmiştir. Neticede T.C. Merkez Bankası 2010 yılı başında açıkladığı "krizden çıkış stratejisini" 2010 Nisan ayı itibariyle uygulamaya koymuştur. Uygulanan politika karması çerçevesinde;

- (i) Gecelik repo yerine haftalık repo işlemleri aracılığıyla fonlama yapılması,
- (ii) Politika faiz oranlarının sabit tutulması,

²⁰⁵ Tevfik Aksoy, "Inflation is Back and Likely to Stay for a While," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Ocak 2010, ss. 1-3; Tevfik Aksoy, "CBT Holds Rates and Maintains Stance," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Ocak 2010, s. 1; Paolo Batori, "Sovereign Credit, Rates & FX," Morgan Stanley Research Europe CEEMEA Investor, 26 Ocak 2010, s. 14; Tevfik Aksoy, "CBT Revises Forecasts and Turns Less Dovish," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Ocak 2010, ss. 1-2; Chuan Lim ve Paolo Batori, "Pay 5y Turkish CCS," Morgan Stanley Research CEEMEA Rates Trade Idea, 18 Şubat 2010, ss. 1-2.

²⁰⁶ Tevfik Aksoy, "Weak Recovery and High Inflation – Between A Rock and A Hard Place," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 8 Mart 2010, ss. 1-2; Tevfik Aksoy, "Inflation Up To Double Digits But No Impact On Policy," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Mayıs 2010, s. 1.

²⁰⁷ Tevfik Aksoy, "The Fastest Growth in CEEMEA – Revising Up Our GDP Forecast," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Eylül 2010, ss. 1-3; Tevfik Aksoy, "Still Strong Growth: Revising Up Our Forecasts," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Aralık 2010, ss. 1-2.

- (iii) Açık piyasa işlemleri ile piyasaya kriz nedeniyle piyasaya sunulan ucuz ve bol likiditenin tedricen azaltılması,
- (iv) Bankaların mevduat karşılığında T.C. Merkez Bankası nezdinde tuttuğu zorunlu karşılık oranlarının hem Türk Lirası hem yabancı para birimi bazında yükseltilmesi,
- (v) Sermaye girişlerine bağlı olarak Türk Lirasının aşırı değerlenmesi önlemek amacıyla piyasadan günlük ihalelerle döviz satın alınması öngörülmüştür.²⁰⁸

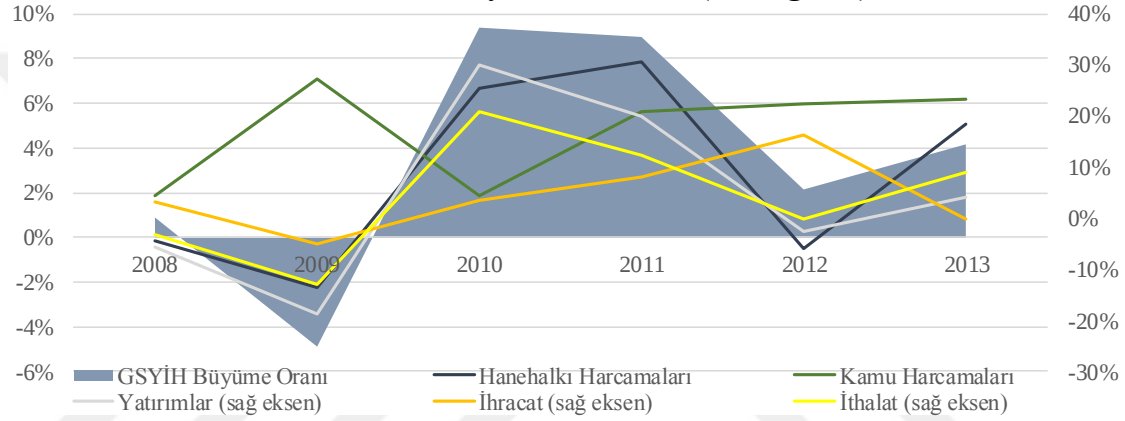
Sözkonusu strateji çerçevesinde T.C. Merkez Bankası döviz müdahalesi, faiz ve zorunlu karşılıklar araçlarından oluşan farklı bir politik karmayı uygulamaya geçirmiştir. Politika faizini aşağı çekmiş, gecelik faiz koridorunu genişletmiş ve zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir. Politik karma ile birbirinden farklı politik hedeflere ulaşılacak istenmiştir: (i) düşük faiz ile spekülasyon sermaye girişlerini caydırmak, (ii) zorunlu karşılıklar ile bankaların kaynak maliyetlerini yükselterek kredi hacim genişlemesini kontrol altına almak, (iii) faiz koridoru uygulaması ile bankaları daha aktif likidite yönetimine teşvik etmek ve mevduat vadelerine göre zorunlu karşılıkları ayarlayarak bankaların kaynak/finansman maliyetini farklılaştırmak amaç edinilmiştir. T.C. Merkez Bankası bu açıkladığı strateji çerçevesinde, finansal bir risk unsuru olarak gördüğü hızlı kredi büyümesini dizginlemeye yönelik yoğun bir uğraş içine girmiştir. Ne var ki, özellikle zorunlu karşılık aracının bir zaman kayması ile kısıtlı ölçüde etkin olabileceği çok zaman geçmeden görülmüştür.²⁰⁹

²⁰⁸ Tevfik Aksoy, "Ignore Headline Inflation for Now; Core at Historical Lows," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Ekim 2010, ss. 1-2. 2010 yılı ikinci çeyreğinde ağırlığını hissettirmeye başlayan Türkiye'deki güçlü büyüme profili, ABD'deki miktarsal genişlemenin itici gücüyle yüksek miktarda yabancı sermaye girişine zemin hazırlamıştır. Önceleri tahvil/bono piyasasına sonrasında ise hisse senedi piyasasına yabancı yatırımcı akını yaşanmıştır. Sermaye girişi sayesinde, yüksek büyümenin dış dengede ortaya çıkarttığı cari açık sorununun üstü kapanmıştır. Ayrıca, döviz girişi ile Türk Lirası değer kazanmaya başlamış, bu durumu engellemek adına T.C. Merkez Bankası düzenli olarak piyasadan döviz satın almış, uluslararası rezerv stoğunu genişletmiştir. Küresel yatırım iştahının artması, özel sektörün borç refinansmanını kolaylaştırmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Tevfik Aksoy, "Wide C/A Deficit: Too Early to Panic, Too Late to Ignore," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 15 Kasım 2010, ss. 1-3.

²⁰⁹ King, Ward ve Jha, a.g.e., 2010 Q4 Report, ss. 68-69.

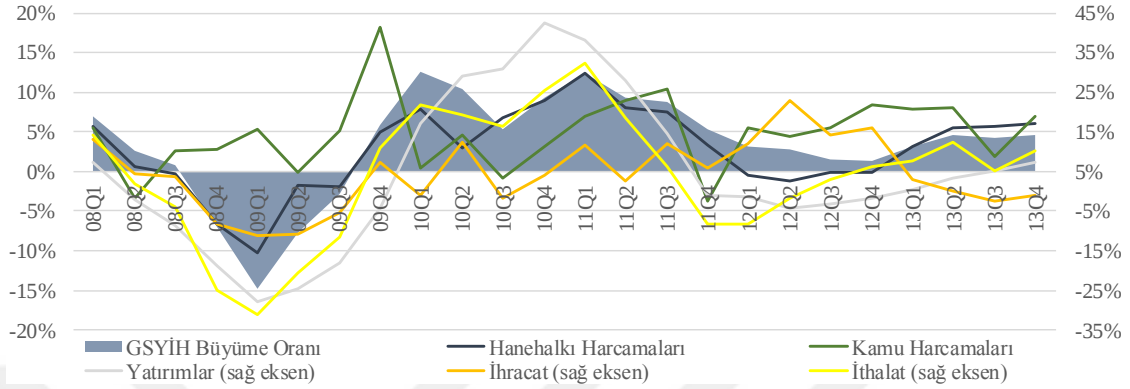
Güçlü yurtiçi harcama ve yatırımlar, 2011 yılında Türkiye’yi dünyada en hızlı büyüyen ekonomi haline getirmiştir. Yüksek büyüme ve yüksek emtia fiyatlarına rağmen enflasyonun tahmin edilen seviyelerde kalması T.C. Merkez Bankası’nın kredibilitatesini kuvvetlendirmiştir.²¹⁰

Grafik 20: Yıllık Bazda GSYİH Büyüme Oranları (% Değişim)

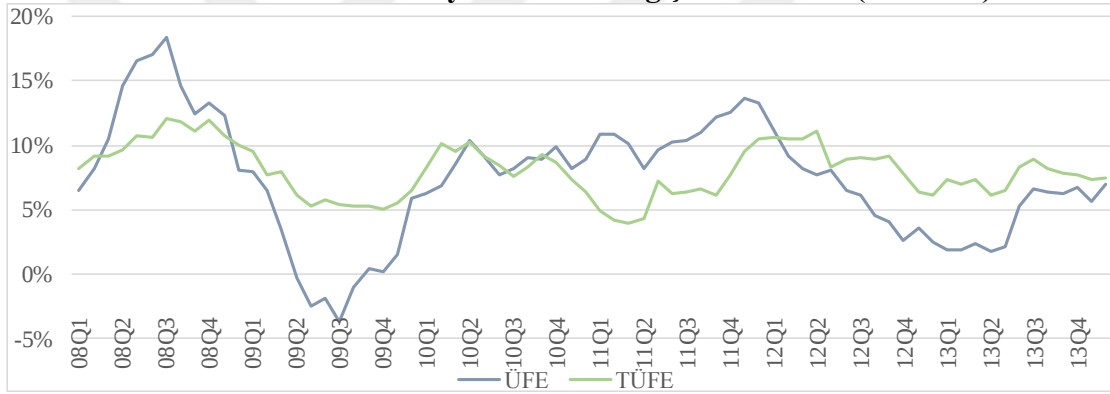


Grafik 21: Çeyreklik Bazda GSYİH Büyüme Oranları (% Değişim)

²¹⁰ Öte yandan, küresel emtia fiyatlarındaki tırmanış ve döviz kurlardaki gevşeme (Türk Lirasının değer kazanması) cari açığın genişlemesine sebep olmuştur. Ne var ki, hem banka ve şirketlerin yurtdışından kolay ve ucuz finansman sağlaması hem de yabancı portföy yatırımları cari açığın finansmanını mümkün kılmıştır. İç talep düzeyinin güçlü ve tasarruf oranının düşük olduğu ekonomik konjonktürde dış finansmanın kalitesi – sadece enflasyon ve cari açık değil – finansal istikrar bağlamında önem kazanmıştır. Ayrıca bankaların yurtiçinde bono ihraç etmeye başlamaları yabancı yatırımcılar için görece yüksek getirili yatırım enstrümanlarını çeşitlendirmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Tefvik Aksoy, “Inflation Is About to Enter an Uncharted Territory,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Ocak 2011, ss. 1-3; Tefvik Aksoy, “Headline Inflation to Post an All-time Low (Temporary),” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Şubat 2011, s. 1; Tefvik Aksoy, “Inflation: Low for Longer?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Mayıs 2011, s. 1. Tefvik Aksoy, “Why We (Still) Agree with the CBT,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 23 Haziran 2011, s. 2. Tefvik Aksoy, “Overheated Views on a Non-Overheating Economy,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Temmuz 2011, ss. 1-3.



Grafik 22: Tüketici ve Üretici Fiyat Endeks Değişim Oranları (Yıllık %)



Kaynak: Bloomberg, TCMB

2.2.3. Avrupa Borç Krizi ve Yeniden Dengelenme Arayışı (2011Ç3-2012Ç4)

2011 yılı ikinci yarısında dünyada Türkiye ekonomisini farklı bir yöne sürükleyecek yeni bir ekonomik düzlem oluşmaya başlamıştır. Avrupa'daki kamu borç krizi yayılarak büyümüş ve ABD'deki ekonomik performans da yeterince iyileşmemiştir. Sonuç olarak ikinci bir küresel kriz endişesini doğmuştur. Güçlü iç talep koşulları ekonomi üzerinde hüküm sürse de bu kez Avrupa'da patlak veren kamu borç krizi Türkiye'deki olumlu ekonomik gidişata dış talepteki düşüş ve Türk Lirasındaki değer artışı yoluyla ket vurmuştur ve büyüme üzerinde baskı oluşturmuştur.²¹¹

²¹¹ King, Green ve Jha, a.g.e., 2010 Q4 Report, ss. 68-69.

İkinci bir küresel kriz olasılığı karşısında T.C. Merkez Bankası da politikalarını (krizden çıkış stratejisini) tekrar gözden geçirmek durumunda kalmıştır. 2011 yılı ikinci yarısı ve 2012 yılı bir yeniden dengelenme süreci içerisinde geçmiştir. T.C. Merkez Bankası ortodoks olmayan politika ve araçlarıyla bir yandan fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamaya diğer yandan ikinci bir küresel kriz tehdidine karşı büyümeyi desteklemeye çaba harcamıştır. Küresel krizin tekrar hortlaması riskine karşı ekonomik canlılığı koruma çabası Türkiye’de tekrar ana gündem haline gelmiştir. 2011 yılsonuna doğru, enflasyonist tehdide rağmen, T.C. Merkez Bankası gündeminde ekonomik büyüme tekrar ağır basmıştır. Öncelikle 2011 yılı Ağustos ayında politika faizi (haftalık repo faizi) 50 baz puan düşürülmüş, gecelik borç verme faizi ise sabit bırakılmıştır. T.C. Merkez Bankası, faiz indirimiyle küresel ekonomik endişelere ortak olduğunu açıkça ortaya koymuştur. Ayrıca ilk olarak 2011 yılı Ekim ayında T.C. Merkez Bankası, zorunlu karşılık oranlarını sembolik de olsa tüm yabancı para mevduat vadeleri için 50 baz puan düşürmüştür.²¹² Zorunlu karşılık oranları üzerindeki bu hamle T.C. Merkez Bankası’nın ikinci bir kriz olasılığı karşısında, krizden çıkış stratejisinden bir sapma olarak yorumlanmıştır.²¹³

Avrupa kamu borç krizinin çözümsüzlük içerisinde diğer Avro Bölgesi ülkelerine sıçraması sonucu, T.C. Merkez Bankası daha da temkinli bir tavır almıştır. 2012 Şubat ayı sonunda gecelik borç verme oranını yüzde 12,50’den yüzde 11,50’ye çekmiştir.²¹⁴ Aynı saikle, gecelik borç verme faiz oranı 2012 yılı Kasım ayında yüzde 9’a kadar düşürülmüştür. Türkiye ekonomisi, her ne kadar güçlü iç talep kaynaklı olağandışı yüksek büyüme hızını kaybetmiş olsa da gelişmiş ülkelerdeki ekonomik durgunluk dalgasından uzak kalmayı başarmıştır. Bir yandan zorunlu karşılıklar, karşılık

²¹² Tevfik Aksoy, “CBT Strikes Back,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 5 Ekim 2011, s. 1.

²¹³ Tevfik Aksoy, “Monetary Policy: Orthodox Enough?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Ağustos 2011, ss. 1-2; Tevfik Aksoy, “How to Interpret the CBT’s Decision,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 23 Ağustos 2011, ss. 1-2.

²¹⁴ Tevfik Aksoy, “A Rate Cut but No Easing,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 21 Şubat 2012, s. 1.

opsiyon katsayısı ve BDDK müdahaleleri, diğer yandan (değişken) faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi aracılığıyla hem kredi hacmindeki hem de döviz kurundaki kırılganlık, finansal istikrar ve de iç ve dış dengenin korunması amacıyla törpülenmeye çalışılmıştır.²¹⁵ Ancak ortodoks olmayan politik karma, iç ve dış dengesizlikleri düzeltmede etkisiz kalmıştır.

Avrupa borç krizi kaynaklı ikinci bir küresel krize girme riski ile yüzyüze kalan yabancı yatırımcılar, özellikle gelişmekte olan ülkelere karşı daha muhafazakâr bir tavır takınmışlardır. Yabancı sermaye girişi hız kesmiş ve Türk Lirasında zaman zaman keskin değer kayıpları yaşanmıştır. Bu durum, cari açıkla mücadele edilen ekonomik bir ortamda endişe kaynağı olmuştur. T.C. Merkez Bankası, döviz kurunda olası yukarı yönlü kırılganlığın önünü alabilmek için bu kez karşı bir hamle ile döviz satış ihalelerine başlamıştır.²¹⁶ Döviz kurlarındaki artışın banka ve şirket bilançolarını olumsuz etkileyebileceği ve kırılganlığın piyasaya olan güveni azaltacağı düşüncesi de T.C. Merkez Bankası'nın döviz piyasasına müdahalesini gerekli kılmıştır.²¹⁷ Zaman zaman piyasaya verdiği likidite miktarını kısırarak döviz kurunun yukarı yönlü ani hareketini engellemeyi amaç edinmiştir. Diğer yandan, haftalık ve gecelik borçlanma faizinin oluşturduğu koridor içerisinde efektif fonlama maliyetini ayarlamayı hedeflemiştir. Her ne kadar efektif fonlama maliyeti ile oynasa da bol likidite koşulları içerisinde bankalar kısa bir aradan sonra kredi açmaya hızla devam etmiştir.²¹⁸

²¹⁵ Tevfik Aksoy, "Is a Soft Landing Possible?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 16 Ocak 2012, ss. 1-6.

²¹⁶ Tevfik Aksoy, Pasquale M. Diana, Michael Kafe, Andrea Masia, Alina Slyusarchuk, Jarek M. Strzalkowski, Jacob R. Nell, "Back to 2008? Contagion Risks and Policy Responses in CEEMEA," Morgan Stanley Research CEEMEA Economics, 9 Ağustos 2011, ss. 1-2; s. 4. Öte yandan Türk Lirasındaki değer kayıpları, hisse senedi piyasası getirilerinin üzerine çıkarak ABD doları bazında kompozit getiri oranını negatif bölgeye taşımıştır. Yine de Türkiye'nin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından notu yükseltilmiştir. Maria Kozintseva, "First Impressions: EEMEA Equity Strategy Dashboard," Morgan Stanley Research Europe, 27 Eylül 2011, s. 1.

²¹⁷ Tevfik Aksoy ve James K. Lord, "Turkey: CBT Strikes Back –Will It Work? Long TRY versus CZK," Morgan Stanley Research Europe Strategy and Economics, 10 Kasım 2011, ss. 1-4.

²¹⁸ Tevfik Aksoy, "What Is April Inflation Implying?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Mayıs 2012, ss. 1-2.

2012 yılı sonlarına doğru dış talep yeniden canlanmaya başlamış ve ihracat ekonomik büyümeye katkı sağlamıştır. Döviz kurundaki yukarı yönlü hareket sonucu, cari açık dengelenmiştir. Enflasyonla mücadele anlamında hedeflerin gerisinde kalan T.C. Merkez Bankası'nın görece sıkı para politikası cari açığı iyileştirme konusunda kısmen başarılı olmuştur. Cari açığın finansmanı ise büyük oranda, özel sektörün yurtdışı borçlanmaları ile finanse edilmiştir. Küresel likidite bolluğu yurtdışı finansmanı hem fiyatı hem miktarı açısından kolaylaştırmıştır.²¹⁹

T.C. Merkez Bankası, yeniden dengelenme ile birlikte 2012 yılı sonlarına doğru kredi hacmindeki büyümeyi de kontrol altına alabilmiştir. Ekonomik canlılığı korumak ve finansal kırılganlıklarla başetmek için giriştiği hamleler tamamen maliyetsiz olmamıştır: Döviz piyasasını istikrarlandırmak adına zaman zaman kullandığı parasal sıkılaştırma 2012 yılı başlarından itibaren, GSYİH'ya dengeli bir hal vermekle birlikte, büyüme hızını düşürmüştür. Net ihracattaki iyileşme ve kredi hacmindeki dengelenme ile hafifleyen iç talep, 2012 yılının ilk yarısında ekonomiyi dengeli ama daha düşük bir büyüme patikasına sokmuştur. Ekonomi görece soğutulmuş, döviz ve kredi piyasaları görece istikrara kavuşmuş, cari açık dengelenmiştir.²²⁰

2.2.4. Normalleşme Süreci (2013Ç1-2013Ç4)

2013 yılı genel olarak küresel likidite koşullarının da etkisiyle Türkiye adına büyüme hızının düştüğü bir dönemin başlangıcı olmuştur. Yatırım harcamaları hız

²¹⁹ Tevfik Aksoy, "The Worst Is Over: C/A Improvement in Progress," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Ocak 2012, s. 1; Tevfik Aksoy, "Current Account Made Easy," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 12 Mart 2012, ss. 1-2; Tevfik Aksoy, "The CBT's Well-Engineered Rebalancing," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 2 Temmuz 2012, ss. 1-3; Tevfik Aksoy, "The Easing Temptation: Will CBT Resist," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 5 Temmuz 2012, s. 1.

²²⁰ Tevfik Aksoy, "Rebalancing? Check. Soft Landing? Check. Easing?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 16 Temmuz 2012, ss. 1-3. İmalat sanayii, kapasite kullanımı, reel sektör ve tüketici güven endekslerindeki olumsuz yönelimler, küresel ekonomik krizin derinleşmesi korkusu içerisinde, ekonomi yönetimini tekrar büyüme yönünde adımlar atmaya itmiştir. Dolayısıyla, kredi hacmini kısma adına girişilen aktif likidite yönetimi, faiz ve zorunlu karşılık politikası kredi hacmindeki büyümeyi kontrol altına almış aa büyümeyi de olumsuz etkilemiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Tevfik Aksoy, "Mission Accomplished?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 29 Ekim 2012, ss. 1-4.

kesmiş, doğrudan yabancı yatırımlar durma noktasına gelmiştir. Görece yavaşlayan kredi hacmi sebebiyle iç talep gerilemiştir. Net ihracatın 2013 yılı başından itibaren tekrar negatife dönmesi ile cari açık daha da büyümüştür. Kısacası büyüme cephesinde hanehalkı tüketimi ve kamu harcamalarına bel bağlanmıştır. Bilhassa yılsonuna doğru kurdaki yukarı yönlü oynaklığı baskılamak adına uygulanan parasal sıkılaştırma, oldukça düşük bir büyüme oranı olarak ekonomiye yansımıştır.

Finansal istikrar anlamında, 2013 yılının ilk ve ikinci yarısı birbirinden farklı görünümlere sahne olmuştur. 2013 yılı Mayıs ayında Fed'in üçüncü miktarsal genişleme²²¹ kapsamında aylık düzenli olarak yaptığı uzun-vadeli menkul satınalım program miktarını tedricen azaltabileceğini açıklaması²²² ve yılsonunda uzun zamandır uyguladığı miktarsal genişlemeyi sonlandıracağı açıklaması, 2013 yılını geliştirmekte olan ülke ekonomileri için iki farklı resme bürümüştür. 2013'ün ilk yarısında finansal istikrar sağlanmışken, bilhassa 2013'ün ikinci yarısında hızlı sermaye çıkışları ve döviz kuru kaynaklı bir istikrarsızlık Türk finans piyasalarını domine etmiştir. T.C. Merkez Bankası'nın halihazırda finansal piyasalardaki kırılganlıkla (döviz ve faiz oranlarında oynaklığına karşı) mücadelesini daha da karmaşık hale getirmiştir. T.C. Merkez Bankası'nın ortodoks olmayan politika araçları – zorunlu karşılık ve rezerv opsiyon kaysayısı ve faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi – aktif olarak kullanılmasına rağmen piyasadaki oynaklığı gidermeye yetmemiştir. Faiz politikasını halihazırda kullanmış olan T.C. Merkez Bankası, ortodoks olmayan politik karma (aktif likidite yönetimi, zorunlu

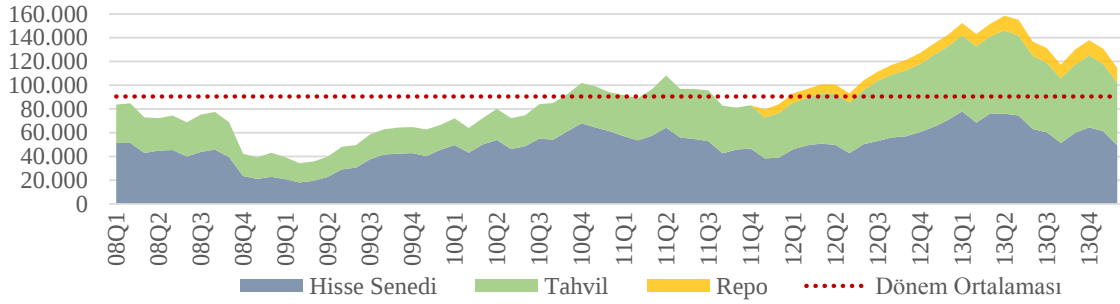
²²¹ Üçüncü miktarsal genişleme ("QE3" veya "Quantitative Easing 3") programı 2012 Eylül ayında açıklanmış ve hemen akabinde aylık 40 milyar ABD doları tutarında piyasadan ipoteğe dayalı menkul kıymet satın alınmaya başlanmıştır. Ardından 2012 Aralık ayında uzun-vadeli ABD hazine borçlanma kağıtları da programa dahil edilerek satınalım miktarı aylık 85 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Federal Open Market Committee (FOMC), Fed Press Release, 13 Eylül 2012, Çevrimiçi (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120913a.htm>) ve Federal Open Market Committee (FOMC), Fed Press Release, 12 Aralık 2012, Çevrimiçi (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20121212a.htm>).

²²² Ben S. Bernanke, "The Economic Outlook," Before the Joint Economic Committee, U.S. Congress Testimony, Washington, DC, 22 Mayıs 2013; Ben S. Bernanke, FOMC Press Conference, 19 Haziran 2013, Çevrimiçi (<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf>); Federal Open Market Committee (FOMC), Fed Press Release, 18 Aralık 2013, Çevrimiçi (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20130918a.htm>).

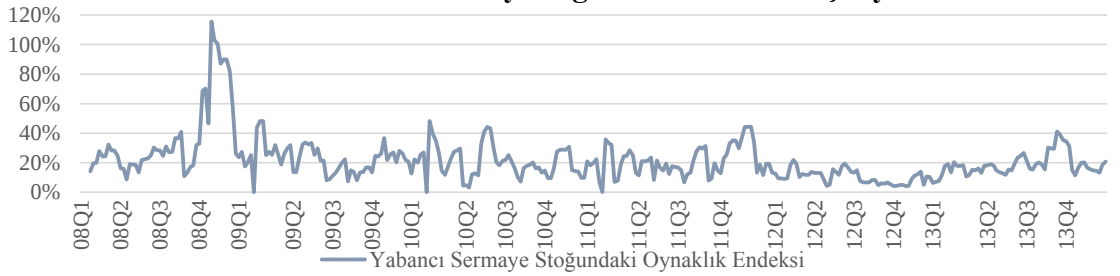
karşılık ve karşılık opsiyon katsayısı) ile finansal kırılganlıklarla başetmede yetersiz kalmıştır.²²³

2013 yılı ilk yarısındaki güçlü küresel risk iştahı ve Türk finansal piyasalarındaki canlılık nedeniyle, ülke CDS risk primleri oldukça ciddi ölçüde gerilemiş ve ülke kredi derecesi, yatırım yapılabilir seviyeye ulaşmıştır.²²⁴ Yabancı sermaye Türk finans piyasalarına park etmiştir.

Grafik 23: Yabancı Yatırımcı Portföy Stoğu (milyon ABD Doları)



Grafik 24: Yabancı Yatırımcı Portföy Stoğu Yıllıklandırılmış Oynaklık Oranı



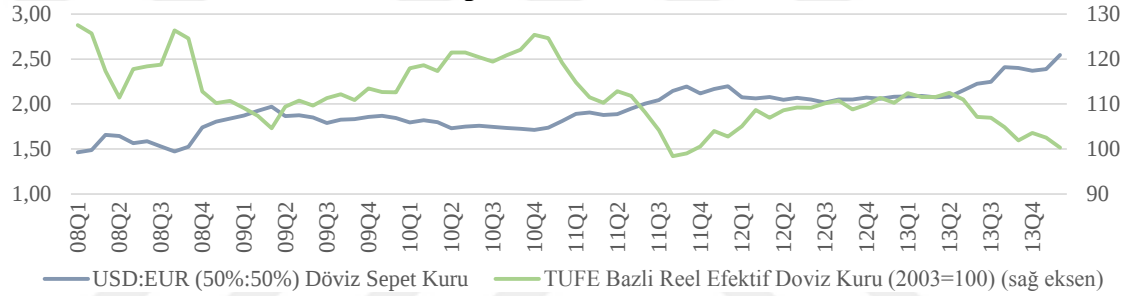
Kaynak: Bloomberg

²²³ Tefik Aksoy, "Will It Get Better or Worse?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Haziran 2013, ss. 1-6; cari açık ve sermaye girişleri için bakınız; Tefik Aksoy, "The Current Account Saga Continues," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Ekim 2013, ss. 1-3.

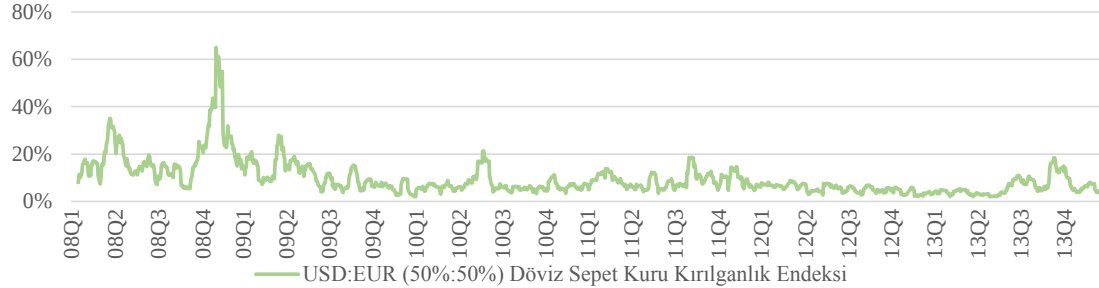
²²⁴ Tefik Aksoy, "No More Junk Talks – Finally Full Investment Grade," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 17 Mayıs 2013, ss. 1-2.

Devam eden sermaye girişleri ile birlikte 2013 yılının ilk yarısında döviz kurundaki düşüş, hem dış dengeyi olumsuz etkileyeceği hem de ihracat kapasitesini aşındıracağı endişesi ile T.C. Merkez Bankası'nı faiz indirimine yönlendirmiştir. Ne var ki, hâlihazırda hedef üzerinde seyreden enflasyon ortamında reel faizlerin negatif olduğu bir durumda dahi, 2013 yılı ortalarına kadar Türk Lirası rezerv para birimleri karşısında değerini korumaya devam etmiştir.²²⁵

Grafik 25: Reel Efektif Kur ve Sepet Döviz Kuru



Grafik 26: Sepet Döviz Kurundaki Yıllıklandırılmış Oynaklık Oranı



Kaynak: Bloomberg

Küresel krizi izleyen dönemde Türk Lirası'ndaki aşırı değerlenme sonucunda T.C. Merkez Bankası, özellikle 2013 yılında büyümeyi kur üzerinden dış ticaret ile desteklemek amacıyla faizleri düşürmüştür. 2012 Aralık ayından 2013 yılı ortalarına kadar yapılan faiz indirimleri ile Türk Lirasının aşırı değerlenmesi engellenmeye

²²⁵ Tefik Aksoy, "Cut It, ROC It and TRY It," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 16 Mayıs 2013, ss. 1-2.

çalışılmıştır.²²⁶ Ne var ki, T.C. Merkez Bankası'nın döviz kuruna odaklanarak²²⁷ faiz aracını kullanması daha önce varolan politika esnekliği ortadan kaldırmıştır. Faizler hem düşürülmüş hem de faiz koridoru daraltılarak etkinliği kısıtlanmıştır. Hâlihazırda ortodoks olmayan araçların etkinsizliği ile birlikte faiz politikasındaki esnekliğin kaybedilmesi T.C. Merkez Bankası'na olan güveni sarsmıştır. 2013 yılı ikinci yarısında küresel ekonomik ve yerel politik gelişmelerin de etkisiyle ekonomik büyüme tekrar sıkıntılı bir patikaya girmiştir.²²⁸

2013 yılının ikinci yarısında ise, ABD'deki üçüncü parasal genişlemenin sonlandırılacağına açıklanmasını takiben ABD'deki faizlerin yükselmesi ve hisse senedi piyasasının toplanması gibi gelişmeler tüm gelişmekte olan ülke piyasalarına olumsuz yansımıştır. Birçok gelişmekte olan ülke ve Türk sermaye piyasalarından sermaye çıkışları yaşanmıştır. Yoğunlaşan sermaye çıkışları finansal piyasalarda oynaklığı tetiklemiştir. T.C. Merkez Bankası finansal piyasalarda artan oynaklığı dizginlemek amacıyla 2013 yılı Temmuz ayında tekrardan faiz koridorunun üst bandını şok şeklinde bir hareketle yukarı çekmiştir. Ayrıca döviz kurundaki bu kez yukarı yönlü hareketi baskılamak amacıyla API ile piyasaya sunduğu Türk Lirası likiditeyi gerekli gördüğünde kısacağını ilan etmiş ve ardından uygulamaya sokmuştur. Döviz satım

²²⁶ Eş zamanlı olarak karşılık opsiyon katsayıları artırılarak, bankaların T.C. Merkez Bankası nezdindeki döviz mevduatlarını artırmaları sağlanmış, Türk Lirası'ndaki aşırı değerlenme eğiliminin önü alınmaya çalışılmıştır.

²²⁷ T.C. Merkez Bankası, kendi oluşturduğu reel efektif döviz kuru endeksinin 120-130 bandında kalması gerektiğini, endekte yıllık yüzde 2'nin üzerinde bir büyümenin aşırı değerlenme olarak yorumlayacağını ve bu doğrultuda Türk Lirası'ndaki ani ve şiddetli değer artışlarına karşı gerekirse kısa vadede faizleri düşüreceğini açıklamıştır. Tabii sadece döviz kuru dengelemek amacıyla değil büyüme hedefini de desteklemek amacıyla faizler indirilmiş, faiz koridoru daraltılmıştır. Böylelikle T.C. Merkez Bankası, kredi hacminin yanına bir de döviz kuru ara hedefini koyarak finansal istikrar kavramının kapsamını genişletmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Tevfik Aksoy, "Everybody Else Is Doing It So Why Can't We?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 9 Mayıs 2013, ss. 1-4.

²²⁸ Tevfik Aksoy, "This Inflation Is Hard to Digest – Revising Our Forecast," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Temmuz 2013, s. 3; Tevfik Aksoy, "A Q&A on Turkey: A Reflection of 50 Meetings," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 15 Temmuz 2013, ss. 1-3; Tevfik Aksoy, "Yet Another Disappointment with Inflation," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Kasım 2013, s. 1. Ayrıca sermaye çıkışlarının yaşanması ile kötüleşen cari açık sonucu, dış dengede de oldukça zor günler yaşanmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Tevfik Aksoy, "What to Make of the Current Account," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Kasım 2013, ss. 1-3.

ihaleleri ile de sözkonusu uygulamalarını desteklemeye çalışmıştır.²²⁹ Netice itibariyle döviz kurundaki yönetilemez kırılganlık sebebiyle T.C. Merkez Bankası, faizleri şok şeklinde yükseltmek ve Türk Lirası likiditeyi sıkmak zorunda kalmıştır. Ne var ki, parasal sıkılaştırma Türk Lirası'nın ani ve aşırı değer kaybını engelleyememiştir. Piyasadaki kırılganlık artmış, T.C. Merkez Bankası düşük tutulan faiz oranlarını değiştirmeksizin bir süreliğine piyasayı şifahi telkin ve işaretleri ile yönlendirmeye çalışmıştır. Öte yandan zorunlu karşılık ve karşılık katsayısı araçları ve de gerek doğrudan gerek ihale yöntemiyle yürütülen döviz satım ihaleleri pratik anlamda kırılganlığı ortadan kaldırmaya yetmemiştir. 2013 yılı ikinci yarısında finansal piyasalarda yaşanan (bilhassa faiz oranları ve döviz kurundaki) oynaklıklar göstermiştir ki; (i) karşılık opsiyon katsayısı/mekanizması döviz kurundaki oynaklığı gidermekte yeterli ve etkin bir araç olamamış, (ii) faiz oranları ve bilhassa faiz koridorunun üst bandı gereğinden fazla indirilmiş ve esneklik ve manevra alanı (piyasa faizlerini etkileme olanağı) kaybedilmiş, (iii) para politikasının küresel likidite/risk koşullarına göre yeniden ayarlanması zorunlu hale gelmiştir.²³⁰

2.3. Finansal İstikrar Hedefi ve Ortodoks Olmayan Politikaların Etkinliği Çerçevesinde 2008-2013 Dönemi Türkiye’de Bankacılık Sektörü Eğilimleri/Davranışları

T.C. Merkez Bankası'nın finansal istikrar hedefi bağlamında kredi hacmini kontrol altına alma çabası, Türk bankacılık sektöründeki davranışsal ve tercihsel dönüşümün doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bankacılık sektörü bilançosu 2008-2013 yıllarını kapsayan küresel kriz döneminde ciddi bir dönüşüme sahne olmuştur. Kriz

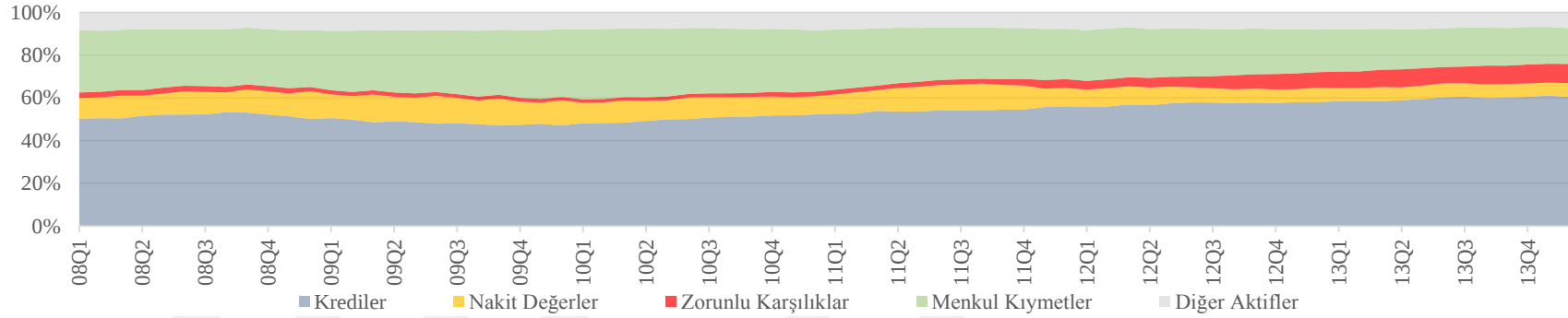
²²⁹ Tevfik Aksoy, “Tightening Is More than Measured,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 23 Temmuz 2013, s. 1; Tevfik Aksoy, “A Small Step but in the Right Direction,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 19 Kasım 2013, s. 1.

²³⁰ Tevfik Aksoy, “Chance to Regain Flexibility,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 19 Temmuz 2013, s. 1.

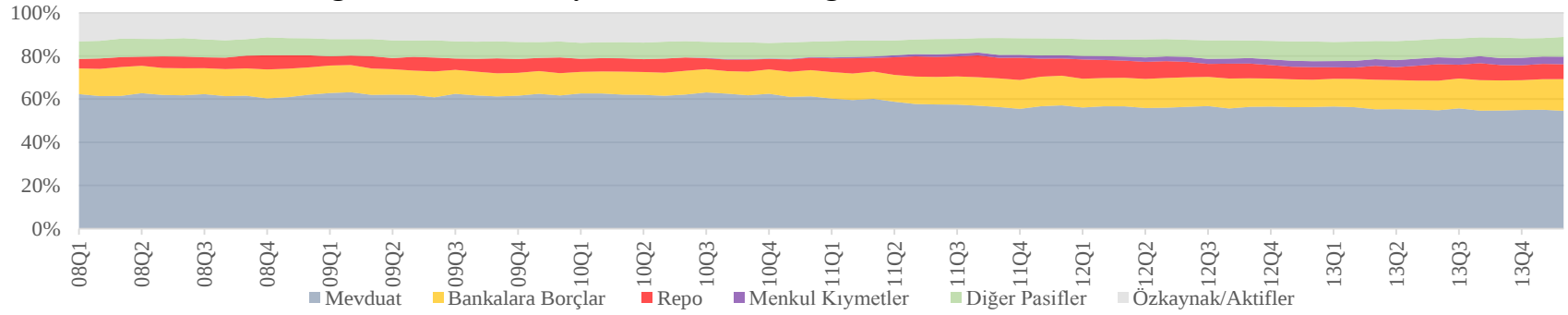
öncesi dönemde banka varlıklarının yüzde 33'ü tahvil/bonolardan (sabit getirili menkul kıymetlerden) oluşmuşken, kriz sonrası dönemde yüzde 17'lere kadar gerilemiştir. Bankalar, tahvil/bono yerine kredi varlıklarını daha da genişletmişlerdir. Öyle ki, kredilerin varlıklara oranı yüzde 44'ten yüzde 60'ların üzerine çıkmıştır. Bu gelişme paralelinde, kriz öncesi dönemde yüzde 80'lerin altında olan Türk Lirası kredi/mevduat oranı yüzde 110'lara kadar yükselmiştir. Kredi hacmindeki büyümeye nihayetinde, kriz öncesi dönemde birçok banka için yüzde 20-25 seviyelerinde olan sermaye yeterlilik rasyoları, kriz sonrasında regülatif sınır olan yüzde 12'lere kadar gerilemiştir. Türk bankacılık sektöründeki davranışsal ve tercihsel dönüşüm, bankaların bilanço pasiflerine de yansımıştır. Bankalar yüzde 55 gibi büyük bir oranda kaynaklarını mevduat kanalından sağlamaya devam etmekle birlikte, bankalararası borçlanma ve T.C. Merkez Bankası repo kanalları daha sık kullanılır hale gelmiştir. Öte yandan, bankalar yurtdışından ucuz ve kolay likidite sağlayabilir konuma gelmişler ve neticede yüksek kaynak maliyetini borçlanmalar ile görece düşürebilmişlerdir. Karlılık anlamında ise, net faiz marjının daralması ve faiz dışı gelirlerin BDDK tarafından tırpanlanması neticesinde özkaynak ve varlık karlılıkları kontrol altına alınmıştır.²³¹

²³¹ Magdalena L. Stoklasa, Samuel Goodacre ve Laura C. Sisson, "Value Visible, Despite Higher Bear Case Weighting," Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 20 Haziran 2013, s. 5.

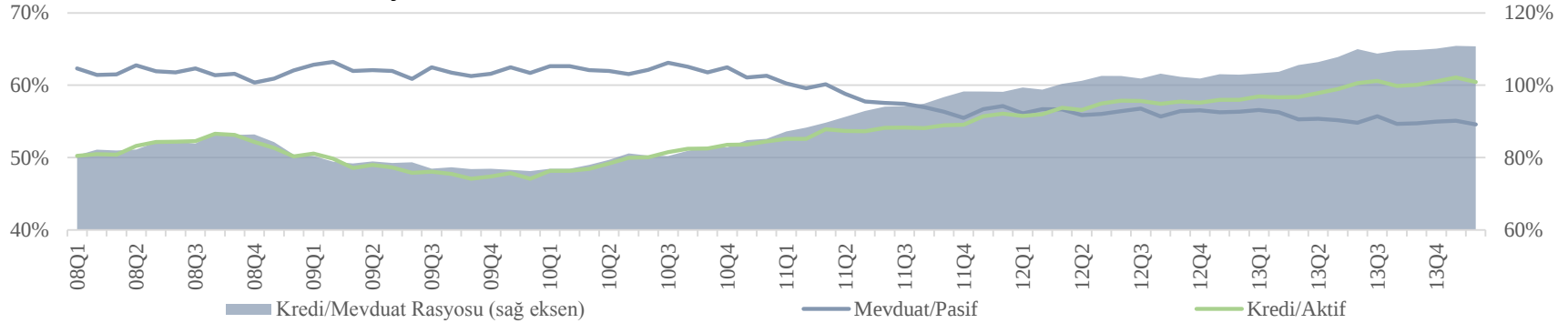
Grafik 27: Kredi ve Diğer Aktif Kalem Paylarının Oransal Değişimi



Grafik 28: Mevduat ve Diğer Pasif Kalem Paylarının Oransal Değişimi



Grafik 29: Kredi/Mevduat Rasyosu



Kaynak: BDDK

Bankacılık adına kriz döneminde en belirgin değişim, faizlerin düşmesi ile birlikte net faiz marjının daralması, ancak bunun karşılığında kredi hacminin olağanüstü büyüme rakamlarına erişmesi olmuştur. Bir başka bilanço varlığı olan tahvil/bonoların getirilerinde de önemli bir başka gelişme yaşanmıştır. Sermaye girişleri sonucu T.C. Hazine kağıtlarına olan yüksek talep, kriz dönemi ve sonrasında tahvil/bono getirilerini iyiden iyiye daraltmıştır. 2012 yılında yüzde 10'larda olan karma tahvil/bono getirileri 2013 yılında yüzde 6-7'lere kadar gerilemiştir. Dolayısıyla sadece kredi-kaynak (mevduat) faizleri arasındaki farkın daralması değil, tahvil/bono getirisi ile kaynak maliyetlerindeki farkın daralması da net faiz marjını ve net faiz gelirini düşürmüştür.²³² Kısaca, düşen net faiz marjına rağmen karlılığını korumak adına bankalar daha fazla kredi vermeyi tercih etmişlerdir. Öte yandan, bankalar ağırlıklı olarak mevduat ile finansman sağlamakla birlikte kriz sonrası dönemde büyük ölçüde alternatif kaynaklara yönelmişlerdir. İhraç edilen menkul kıymetlerden sağladıkları kaynağı artırmış, diğer finansman ihtiyaçlarını da ağırlıklı olarak repo işlemlerinden elde edilen fonlar ve yurtdışı bankalara borçlar yolu ile sağlamaya devam etmişlerdir. Yurtdışı borçlanmaları bankaları hem maliyet hem vade açısından oldukça rahatlatmış, yurtiçi fonlara önemli bir alternatif olmuştur. Ayrıca Avrupa borç krizi sonrası dönemde artan finansman maliyetlerinin de etkisiyle özkaynakları ile finansman eğilimine girmişlerdir.²³³

²³² Magdalena L. Stoklasa, Samuel Goodacre ve Laura C. Sisson, "Halkbank and Vakıfbank: State Banks Holding Their Own," Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 17 Ocak 2013, ss. 1-7. Ancak, özellikle KOBİ ve bireysel kredi tabanı görece daha geniş olan bankaların faiz marjın ve gelirleri görece daha yüksek kalabilmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; A.e., s. 7.

²³³ TCMB, a.g.e., Mayıs 2012, ss. 44-45. T.C. Merkez Bankası'nın uyguladığı likidite politikasına bağlı olarak 2012 yılında kredi ve mevduat faiz oranları gerilemiştir. 2011 yılında, kredi büyüme hızının makul seviyelere çekilebilmesi için maliyet artırıcı yönde alınan tedbirlere ve 2011 yılı Ekim ayından 2012 yılı ortalarına kadar uygulanan parasal sıkılaştırma nedeniyle faiz oranlarının faiz koridorunun üst sınırına yakın seviyelerde tutulmasına bağlı olarak kredi faizleri genellikle artan bir seyir izlemiştir. 2012 yılının ortalarından itibaren piyasaya verilen likiditenin artırılması ve ortalama fonlama maliyetinin kademeli olarak düşürülmesine bağlı olarak tüketici kredileri faiz oranlarında daha belirgin olmak üzere genel olarak kredi faiz oranlarında gerileme gözlenmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; TCMB, "Finansal İstikrar Raporu," No. 15, Ankara, Kasım 2012, ss. 43-60.

2.3.1. Kriz Dönemi T.C. Merkez Bankası Aksiyonları ve Bankacılık Sektör Görünümü (2008Ç4-2009Ç3)

Türkiye’de bankacılık sektörünün görünümü, daha küresel kriz öncesi dönemde kötüleşmeye başlamıştır. Ekonomik yavaşlama paralelinde, bankacılık sektörü kazançları gerilemiş, varlık kalitesi (kredilerin geri dönüşü) tehlikeye girmiş ve karlılıklar düşmüştür. Konut ve taşıt kredileri hızla daralmış, tüketici kredileri ve kredi kartı hacmindeki artış ise hız kaybetmiştir. Kredi talebindeki düşüşle birlikte kredi piyasasındaki rekabet daha da sıkı bir hal almış, banka karlılıkları aşınmıştır.²³⁴ T.C. Merkez Bankası’nın giriştiği parasal genişleme bankacılık sektörüne enjekte ettiği ek likidite ve giriştiği diğer politik müdahaleler, 2009 yılında kredi piyasasına canlılık getirememiştir. Bankalar ellerindeki rezervleri yüksek getirisi sebebiyle tahvil/bono piyasasına park etmişlerdir.²³⁵ Yabancı yatırımcılar ise sermaye piyasasından çekilmiştir.²³⁶

Küresel finansal kriz döneminde, T.C. Merkez Bankası’nın faizleri aşağı çekerek piyasaya yüksek likidite sunması ile bankacılık sektörü rahat bir nefes almıştır. Türkiye’de 2008 Kasım ayında yüzde 16,75 olan politika faiz oranı, 2009 yılı sonuna kadar yüzde 6,50’ye kadar gerilemiştir. Ayrıca, repo ihalelerinde önerilen likidite miktarı artırılmıştır. Buna ek olarak, Türk Lirası zorunlu karşılık oranı, ilk kez bu dönemde bir makro-ihtiyatlı politika aracı olarak devreye sokulmuş ve yüzde 6 olan

²³⁴ Magdalena L. Stoklasa, “Turkish Banks – Trends Tracker: No.1” Morgan Stanley Research Europe Industry View, 5 Eylül 2008, ss. 10-12; s. 16.

²³⁵ Tevfik Aksoy, “Current Account to Widen: TRYing Too Much?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 2 Haziran 2008, s. 2; s. 4; Tevfik Aksoy, “What Is Hot and What Is Not in Ankara,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Haziran 2008, s. 3; Tevfik Aksoy, “Inflation Report Brings Forecast Revisions; Signals an End to The Hiking Cycle,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 28 Temmuz 2008, s. 1; Tevfik Aksoy, “Would CBT Intervene in TRY?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Ağustos 2008, s. 2; Tevfik Aksoy, “A Good Case for the CBT to Pause” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 12 Ağustos 2008, s. 2; Tevfik Aksoy, “Rates on Hold – No Surprises” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Ağustos 2008, s. 1-2; Tevfik Aksoy, “Downgrading Growth Forecasts Once Again” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Kasım 2008, s. 3; Tevfik Aksoy, “External Financing in 2009: How Much Is Needed” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Kasım 2008, s. 7

²³⁶ Tevfik Aksoy, “Positioning In Bonds and Equities,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 6 Ekim 2009, ss. 1-3.

karşılık oranı yüzde 5'e çekilmiştir. Döviz piyasasında bir likidite sıkışıklığı yaşanmaması adına borç verme faiz oranları düşürülmüş, döviz satım ihaleleri devreye sokulmuş ve yabancı para zorunlu karşılık oranı yüzde 11'den yüzde 9'a indirilmiştir. Repo ve özellikle zorunlu karşılık oranındaki indirimler ile aslen piyasaya ihtiyaç duyduğu likidite pompalamak suretiyle ödeme/transer ve kredi mekanizmasının etkin işleyişinin sağlanmasını amaçlamıştır. Krizin ve de faiz oranlarındaki gevşemenin bir neticesi olarak 2009 yılı ilk çeyreğinde sermaye çıkışları yaşanmış ve kurdaki dalgalanma yönetilemez bir hal almıştır. Bunun karşısında T.C. Merkez Bankası, 2009 yılı Mart ayından itibaren günlük ihalelerle düzenli olarak ve bazı durumlarda doğrudan müdahale ile döviz satarak piyasaya istikrar kazandırmaya çalışmıştır. Hem Türk Lirası likiditeyi sterilize etmeyi hem de enflasyonda döviz kaynaklı olası bir yukarı yönlü bozulmayı engellemeyi amaçlamıştır.²³⁷

T.C. Merkez Bankası faiz indirimleri, tahvil/bono getirilerini aşağı çekmeye yetmemiştir.²³⁸ Yurtiçi bankalar, kredi hedeflerini bir yana bırakarak karlılıklarını korumak ve riskten kaçınmak amacıyla bono/tahvil piyasasına yönelmişlerdir. Bir başka deyişle, düşen kredi talebi ve bankaların risk iştahının zayıflaması neticesinde, bankalar yeni kredi açmaktan çekinir hale gelmiş, rezervleri bono/tahvil kâğıtlarına bağlamışlardır. Nihayetinde banka aktifleri arasındaki dağılım ciddi ölçüde menkul değerler lehine değişmiştir.²³⁹ T.C. Hazinesi'nin yüksek borç refinansman programı da, tedavüldeki bono/tahvil hacmini yukarı taşımıştır. Ancak 2009 yılı sonuna doğru bankaların talebine bağlı olarak bono/tahvil fiyatları yükselmiş, getiriler 2009 yılsonuna

²³⁷ Detaylı bilgi için bakınız; Tefik Aksoy, "CBT Steps in to Stem TRY Volatility – Is It Enough?"

Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 9 Mart 2009, ss 1-3.

²³⁸ Tefik Aksoy, "Bold Move by the CBT: Policy Rate Down by 125bps," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 18 Aralık 2008, s. 1.

²³⁹ Tefik Aksoy, "Taking Stocks and Revising Forecasts," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 17 Haziran 2009, s. 8. Krizin ve de faiz oranlarındaki gevşemenin bir neticesi olarak 2009 yılı ilk çeyreğinde sermaye çıkışları yaşanmış ve kurdaki dalgalanma yönetilemez bir hal almıştır. Bunun karşısında T.C. Merkez Bankası, 2009 yılı Mart ayından itibaren günlük ihalelerle düzenli olarak ve bazı durumlarda doğrudan müdahale ile döviz satarak piyasaya istikrar kazandırmaya çalışmıştır. Hem Türk Lirası likiditeyi masetmeyi hem de enflasyonda döviz kaynaklı olası bir yukarı yönlü bozulmayı engellemeyi amaçlamıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Aksoy, a.g.e., 9 Mart 2009, ss 1-3.

doğru daralmıştır.²⁴⁰ Bir başka deyişle, tahvil/bono ya da sabit getirili menkul kıymetlere olan talep, getirilerin daralması ve işlem hacminin (piyasadaki likiditenin) düşmesiyle sona yaklaşmıştır.²⁴¹

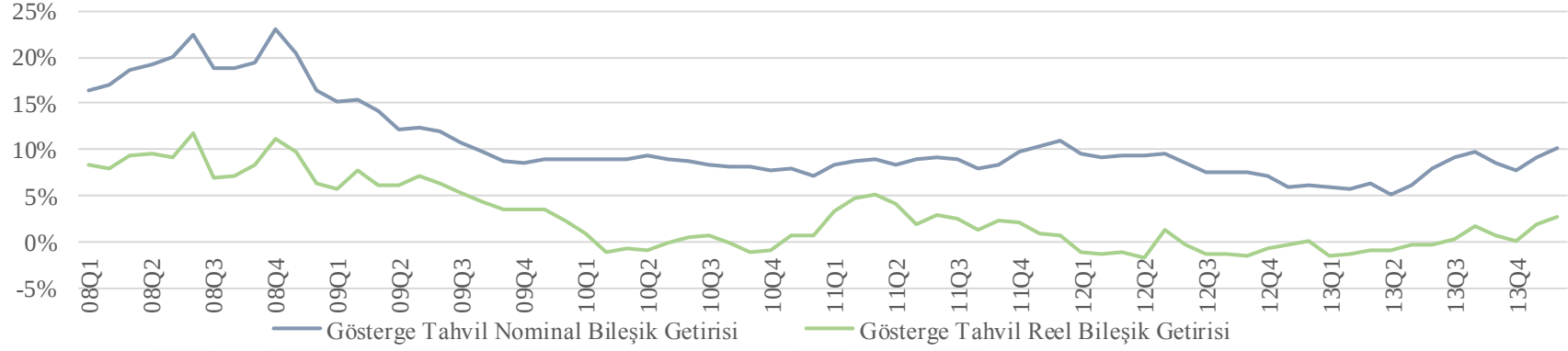
T.C. Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine ve gevşek para politikası duruşuna rağmen, küresel finansal krizin etkisiyle yurtiçi bankalar önceleri mevduat ve kredi faiz oranlarını aşağı çekmeyi tercih etmemişlerdir. Bankalar, mevduat tabanlarını korumak adına mevduat faizlerinde kaydedeğer bir indirim yapmaktan çekinmişlerdir. Bilhassa borçlanma ve likidite riskiyle karşı karşıya kalmamak adına mevduat faizlerini yüksek tutmaya çalışmışlardır. Ayrıca yükselen döviz fiyatları karşısında, Türk Lirası mevduatlardaki olası bir bozulmanın da yüksek faizle önüne geçmeyi amaçlamışlardır.²⁴² Bankalararası borçlanma faizleri de yükselmiştir. 2009 yılında T.C. Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine rağmen yüksek seyreden piyasa ve kredi faizleri kredi hacminin düşük kalmasına sebep olmuştur.

²⁴⁰ Tevfik Aksoy, "Positioning Is Still TRY Supportive," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 8 Nisan 2009, ss. 1-3; Tevfik Aksoy, "Testing the Borrowing Limits in October," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Ekim 2009, ss. 1-2.

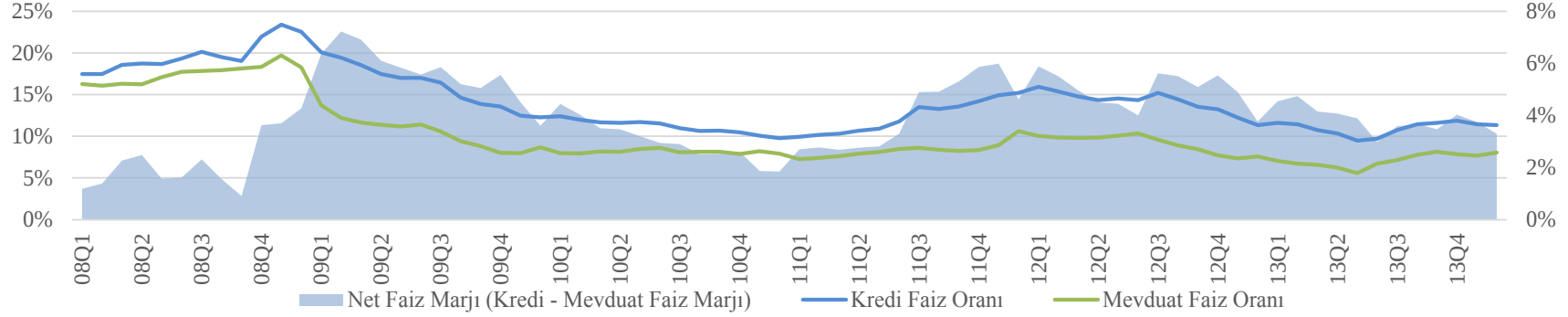
²⁴¹ CEEA Economics Team, "Rebounding, Still Far from Tightening," Morgan Stanley Research Europe, 16 Aralık 2009, s. 3.

²⁴² Tevfik Aksoy, "When to End Monetary Easing and Bring in the Technical Rate Cut," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 24 Haziran 2009, s. 2; Tevfik Aksoy, "Turkey: Direction of Yields Ahead of Hefty Redemptions," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Temmuz 2009, s. 2. Faiz ve getiriler gevşemiş olsa da mevduat faizleri, yüzde 12 civarında seyretmeye devam etmiştir. Böylelikle mevduatlardaki bozulma engellenmiş, yerli mevduatların ortalama vadesi 4 ayda sabitlenebilmiştir. Aksoy, a.g.e., s. 8.

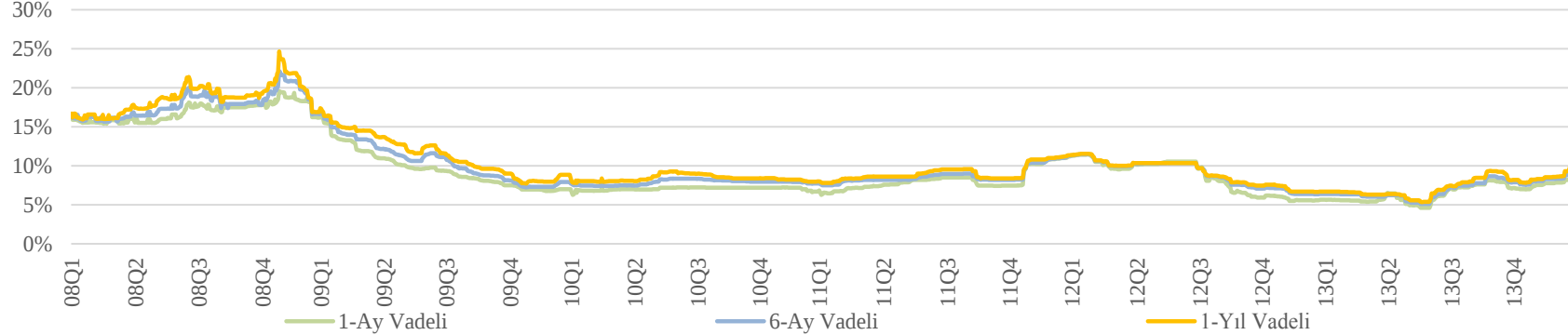
Grafik 30: T.C. Hazinesi 2 Yıl Vadeli Gösterge Tahvili Nominal ve Reel Getiri Oranları



Grafik 31: Kredi ve Mevduat Faiz Oranları (Ağırlıklı Ortalama Haftalık Oranlar Üzerinden)



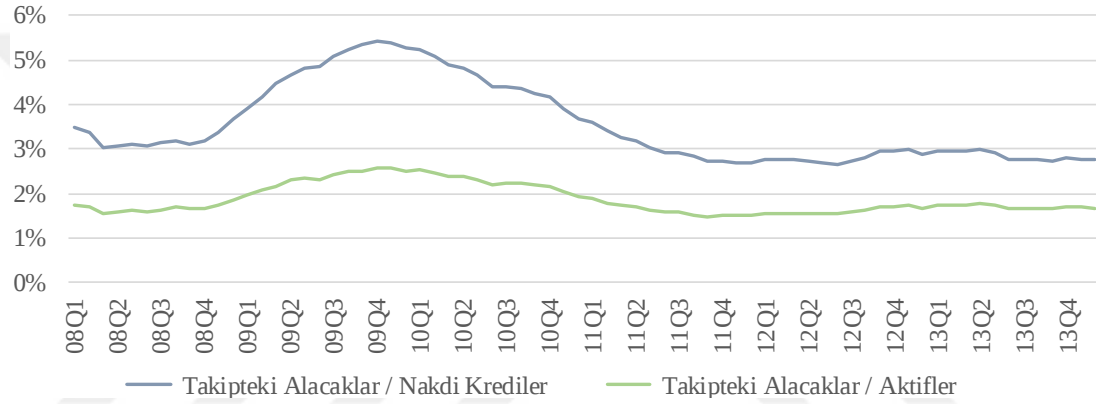
Grafik 32: Bankalararası Borçlanma Faizi (TRLIBOR)



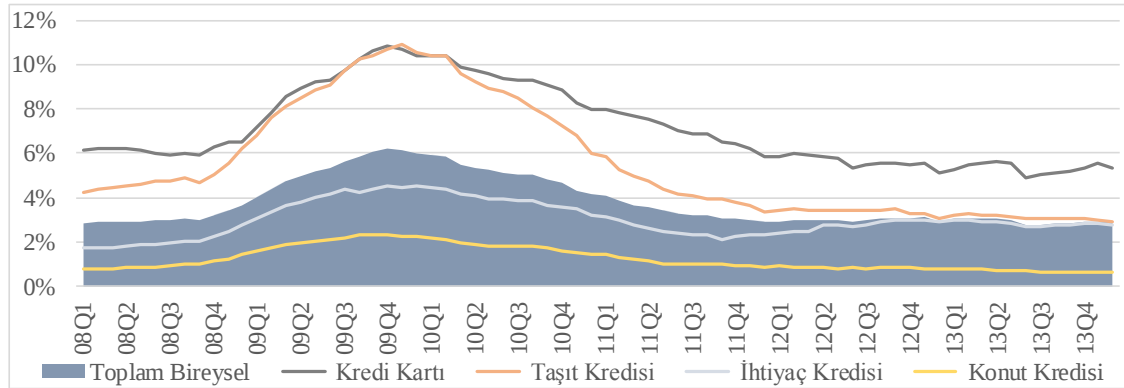
Kaynak: Bloomberg, TCMB

2009 yılı gelişmekte olan ülke ve de Türk bankaları için, kaynak bulmanın zorlaştığı ve dış kaynak maliyetinin görece arttığı bir yıl olmuştur. Ayrıca varlık kalitesi de, takipteki kredi hacmine bağlı olarak, 2008 yılının son çeyreği ile 2009 yılını içeren dönemde bozulmuş ancak sonrasında istikrara kavuşmuştur.

Grafik 33: Bankacılık Sektör Geneli Takipteki Alacak Oranları



Grafik 34: Bireysel Kredi Takipteki Alacak Oranları



Kaynak: BDDK

Yine de bankaların sermayesini eritecek ve herhangi bir finansal krize sebep olabilecek boyutta olumsuz bir durum yaşanmamıştır. Türk bankaları, güçlü sermaye yapısı, sağlam fonlama/mevduat tabanı ve görece düşük takipteki kredi seviyesi ile finansal krizden görece az etkilenmişlerdir. Öte yandan, kredi yoluyla değil ama menkul kıymet ve hazine işlem getirileri sayesinde bankalar karlılıklarını da korumayı başarmışlardır.

Özellikle öz sermaye karlılığı anlamında, mevcut borçların refinansmanı ya da mevduat ile ikamesi yoluyla, istikrar sağlanmıştır.²⁴³

Yabancı bankaların piyasadan çekilmesi, kurumsal kredi segmentindeki rekabeti hafifleterek Türk bankalarına kredi piyasasında nefes aldirmiştir. Öte yandan, kurumsal kredilerdeki görece büyüme, özellikle yabancı para cinsinden kredilerdeki büyüme eğilimi sürmüştür. 2009 yılı sonlarına doğru Türk Lirası'nın ABD Doları karşısında değer kazanma eğilimi karşısında, büyük ölçekli şirketler yabancı para cinsinden borçlanmayı seçmişlerdir. Yabancı bankaların piyasadan çekilmesiyle birlikte, özellikle aktifçe büyük Türk bankaları, kurumsal kredi pazarını domine ederek, bu segmenti karlılıklarını korumak adına hedef seçmişlerdir. Sonuç olarak bireysel kredilerdeki ivmelenme zayıflasa da, büyük şirketlere açılan kurumsal krediler büyümeye devam etmiştir. Öte yandan KOBİ'lere olan risk iştahı gitgide kaybolmuş ve KOBİ kredi hacmi daralmıştır.²⁴⁴ Kamu bankaları ise, ekonomik canlılığı sağlama adına güçlü mevduat tabanını kullanarak diğer bankaların boşalttığı tüketici ve KOBİ kredi piyasasına ağırlık vermişlerdir.²⁴⁵

2.3.2. Krizden Çıkış Stratejisi ve Hızlı Kredi Büyümesi (2009Ç4-2011Ç4)

Bankalar, bileşik getiri oranları düşmüş olsa da 2009 yılında olduğu gibi 2010 yılı ilk çeyreğinde de varlık seçimlerini T.C. Hazine tahvil/bonosu gibi sabit getirili araçlardan yana kullanmış, kredi ve mevduat büyümesi görece yavaş seyrini sürdürmüştür. Bir anlamda T.C. Hazinesi, özel sektörü yurtiçi borçlanma piyasasının

²⁴³ Magdalena L. Stoklasa ve EMEA Banks Team, "Structurally Attractive, Yet Cyclical Challenges Persist," Morgan Stanley Research Europe EMEA Banks, s. 1; s. 6; s. 51. Türk bankalarının takipteki kredi alacakları yüzde 5 civarına kadar çıkmıştır. Özellikle KOBİ ve bireysel kredilerdeki geri ödeme performansının düşmesi takipteki kredi tutarını yukarı çekmiştir. Kurumsal krediler tarafında ise, takip oranı neredeyse yüzde 0 civarında kalmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; A.e., s. 23; s. 47.

²⁴⁴ Stoklasa, a.g.e., 5 Eylül 2008, ss. 10-12; s. 16.

²⁴⁵ Stoklasa, a.g.e., s.18.

dışına itelemiştir. Öte yandan sorunlu/takipteki kredi oranı, kriz sonrası makro iyileşme ile birlikte düşmeye başlamıştır.²⁴⁶

2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren ABD'deki ikinci miktarsal genişleme ve olağanüstü ekonomik büyüme neticesinde yabancı yatırımcı risk iştahı artmış, bilhassa tahvil/bono piyasasına yabancı sermaye girişleri yoğunlaşmıştır. Her ne kadar doğrudan yabancı yatırım seviyesi kriz öncesi dönemdeki düzeyleri erişemese de portföy yatırımları sermaye girişi ihtiyacını karşılamıştır. Ayrıca büyük ölçekli banka ve şirketlerin doğrudan yurtdışından borçlanma kabiliyetlerinin artması da borçlanma yoluyla da olsa sermaye girişini desteklemiştir. Bu dönemde tahvil/bono getirilerinin iyice daralması ve risk algısındaki düzelme ile birlikte bankalar aktiflerindeki kredi payını tekrardan artırmak durumunda kalmışlardır. Belirgin olarak tüketici kredileri piyasasında arz ve talep koşulları iyileşme sürecine girmiştir. Bankaların da kendilerini daha güvende hissettikleri konut ipotekli krediler erişilebilir hale gelmiştir. Bankalararası rekabetin de etkisiyle düşük maliyetle uzun vadeli konut kredileri verilmeye başlanmıştır. Ayrıca tüketicilerin kredi kartı talebi ve paralelinde kart ihracı hızla artmış ve tüketimi desteklemiştir. Bu dönem kredi hacminin temel olarak ivme kazandığı bir dönem olmuştur.²⁴⁷

Kriz dönemi para politikası büyüme hedefi üzerine kurulmuş iken, 2010-11 yıllarında enflasyonun da sahneden çekilmesiyle birlikte, yeni hedef finansal istikrar olmuştur. Bu çerçevede, öncelikle yüksek kredi hacmi büyümesinin ekonomide aşırı ısınma ve yurtiçi varlık değerlerinde aşırı değer kazancına sebep olacağı endişesi doğmuştur. Yeni politika karması ise politika faiz oranları, aktif likidite yönetimi,

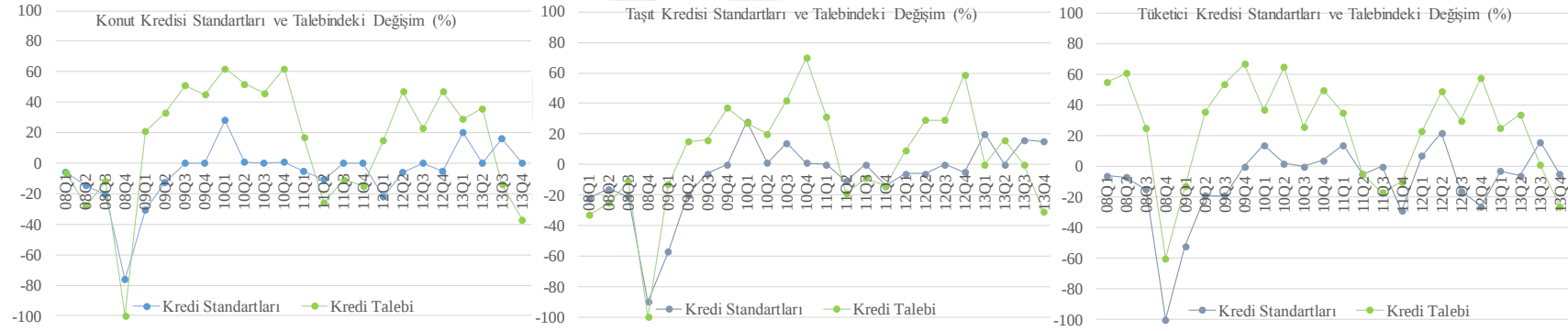
²⁴⁶ CEEMEA Economics Team, "Focusing on Greece Contagion and the Fiscal Health in the Region," Morgan Stanley Research CEEMEA, 15 Şubat 2010, s.19.

²⁴⁷ Tefik Aksoy, "Revising Up Growth Forecast and Changing the Timing of Rate Call," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Mayıs 2010, s. 3; Tefik Aksoy, "Turkey: Improved Fundamentals, Recovering Growth and Broadly Contained Risks," Turkey Economics Chartbook, 4 Haziran 2010, ss. 4-8; CEEMEA Economics Team, "Focusing on Balance of Payments Dynamics in CEEMEA," Morgan Stanley Research CEEMEA Macro Monitor, 4 Ekim 2010, ss. 4-6.

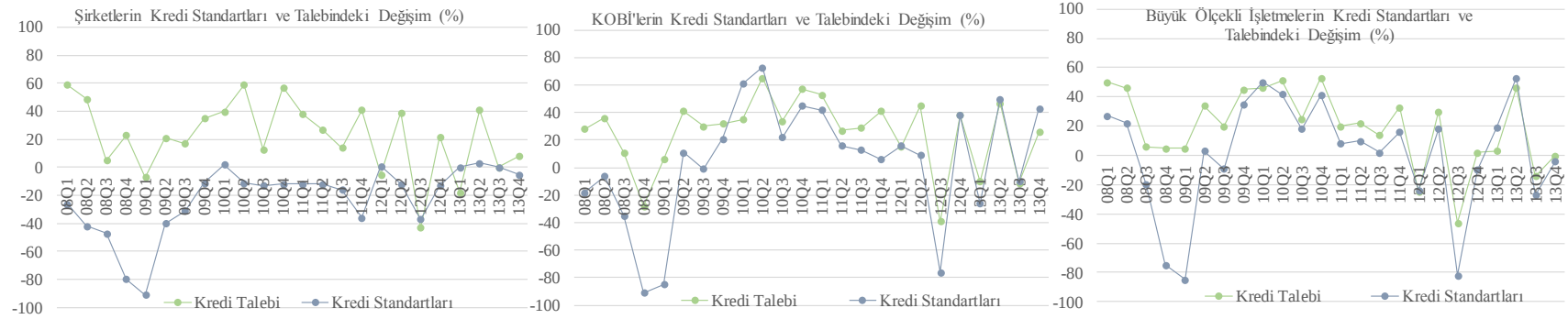
zorunluk karşılıklar ve döviz müdahalelerinden teşkil edilmiştir. Pek de ortodoks olmayan bu politik karmanın esasını ise düşük faiz ve yüksek zorunlu karşılık politikası oluşturmuştur. Finansal istikrar kapsamında kredi hacmi büyümesinin, politika hedefi olarak tanımlanması paradigmatik bir politika değişimi olmuştur. Faizlerdeki düşüş ve gevşek likidite koşulları altında krediye erişimin kolaylaşması ve hanehalkının kredi talebinin canlanması ile kredi hacmi olağan sınırlarının dışına çıkmıştır. T.C. Merkez Bankası, politika kararlarında ekonomik göstergelerin yanında kredi hacmi büyümesini de göz önünde tutmaya başlamıştır. Kredi hacim büyümesinin yıllık bazda yüzde 40'lara çıkmış, akabinde T.C. Merkez Bankası sözkonusu oranı yüzde 20'lere çekmeyi hedeflediğini açıkça beyan etmiştir. Ayrıca politik mülahazalarında kredi hacmini dizginlemenin öncelikli hedefi haline geldiğini açıklamıştır. T.C. Merkez Bankası'nın zorunlu karşılıkları tedricen ve küçük oranlarda artırması, banka kredi fiyatlamalarına maliyetlerine uzun süre neredeyse hiç yansımamıştır. Güçlü kredi talebi ve bankaların kredi aktifiüretme iştahı kredi hacmindeki ivmelenmenin temelini oluşturmuştur.²⁴⁸

²⁴⁸ Tefik Aksoy, "New Approach to Monetary Policy: Will Creativity Be Rewarded?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Ocak 2011, ss. 1-3.

Grafik 35: Bireysel Krediler Anketi – Banka Kredi Standartları ve Kredi Talebindeki Değişim



Grafik 36: Kurumsal/Ticari Krediler Anketi – Banka Kredi Standartları ve Kredi Talebindeki Değişim



Kaynak: TCMB

Yoğun sermaye girişine bağlı olarak, Türk Lirasının aşırı değerlenmesi yeni bir ekonomik olgu olmamakla birlikte, ekonomik toparlanmanın ve iç talebin güçlü olduğu evrede, T.C. Merkez Bankası'nı köşeye sıkışmıştır. Zira politika faizi etkin bir araç olmaktan çıkmıştır: faizi yukarı ya da aşağı yönlü değiştirmenin ciddi maliyetleri olduğu farkedilmiştir. Sermaye girişini ve Türk Lirasının aşırı değerlenmesini engellemeye yönelik olası bir faiz indirimi, hâlihazırda aşırı ısınmış ekonominin daha da fazla ısınmasına yol açabilecek bir nitelik kazanmıştır. Neticede olası bir faiz indirimi kredi hacminin daha da ivmelenmesi ve de varlık fiyatları ve enflasyonun yönetilebilir sınırların dışına çıkmasına yol açabilecek bir potansiyele erişmiştir. Öte taraftan, ekonomiyi soğutmaya yönelik olası bir faiz artırımını ise görece getiri oranının yükselmesine bağlı olarak daha fazla sermaye girişi ve Türk Lirasının daha fazla değerlenmesi ile sonuçlanabilecek bir etkiye erişmiştir. Türk Lirasının değerlenmesi ise, dış ticaret dengesinin bozulması ve daha da önemlisi ihracat sektörlerinin kurun etkisiyle rekabetçiliğini ve karlılığını yitirmesiyle sonuçlanabilecek duruma gelmiştir. Kaldı ki, cari politika faiz oranını yükseltmenin ekonomiyi soğutma noktasında hiç de etkili olamayacağı ihtimali doğmuştur: Bankalar ve genel olarak finansal araçların yurtdışından kolaylıkla ve ucuza borçlanabildiği bir ortamda faizleri artırımın kredi hacmini düşürmede etkisiz kalması normal bir durum halini almıştır. Dışarıdaki parasal/miktarsal genişlemenin bir yansıması olarak, finansal araçlar yerel fonlamayı kolaylıkla dış kaynaklarla ikame edebilmişlerdir.²⁴⁹

Kredi hacmindeki olağandışı yükseliş, T.C. Merkez Bankası'nı yeniden zora sokmuştur. Faizleri yükseltmek sermaye girişlerini daha da güçlendireceğinden, faiz artışı yoluyla kredi talebini kesmek seçenek dışı bırakılmıştır. Sermaye girişi ve Türk Lirasının aşırı değerlenmesi, likidite bolluğuna dayalı kredi hacim büyümesi, varlık fiyatlarındaki şişme ve finansal istikrar ile birlikte iç ve dış dengedeki bozulma temayülü

²⁴⁹ Barry Eichengreen, Mohamed El-Erian, Arminio Fraga, Takatoshi Ito, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad, Raghuram Rajan, Maria Ramos, Carmen Reinhart, Helene Rey, Dani Rodrik, Kenneth Rogoff, Hyun Song Shin, Andres Velasco, Beatrice Weder di Mauro ve Yongding Yu, **Rethinking Central Banking**, Committee on International Economic Policy and Reform, Eylül 2011, s. 10.

T.C. Merkez Bankası'nı aksiyon almaya yöneltmiştir.²⁵⁰ 2010 yılı Nisan ayında açıklanan çıkış stratejisi kapsamında, piyasadaki likidite miktarını düşürüp, fonlamayı gecelik değil de haftalık repo işlemleri ile – gecelik faiz oranından biraz daha yüksek bir faiz oranı üzerinden – yapmaya başlamıştır. Böylelikle hem bankaları kaynak maliyetlerine bağlı olarak kredi faizlerini yükselmeye, hem de bankaları daha iyi bir likidite yönetimi ve bankalararası piyasadan borçlanmaya itmiştir.²⁵¹

Çıkış stratejisi kapsamında 2010 yılı Nisan ve Ağustos aylarında ise, yabancı mevduat zorunlu karşılık oranlarında ufak artışlara gidilmiştir. 2010 Eylül ayında ise hem Türk Lirası hem yabancı para mevduatlara uygulanan zorunlu karşılık oranları yükseltilmiştir. Sonuç olarak krizin patlak verdiği dönemde düşürülen zorunlu karşılık oranları tekrardan yükseltilmiştir. Ne var ki, ilk kez Türk Lirası mevduat zorunlu karşılık oranı yükseltilerek, piyasadan ciddi miktarda likidite çekilmiş, para tabanı daraltılmaya çalışılmıştır. Sonuç olarak, bankaların kredi kullandırılabilir fon miktarı kısılmaya çalışılmıştır. Ayrıca, zorunlu karşılıklar için T.C. Merkez Bankası'nın mudi bankalara ödediği faiz oranı da yüzde 0'a indirilmiş, yani zorunlu karşılıklar için faiz ödeme uygulaması yürürlükten kaldırılmıştır. Böylelikle banka karlılıkları da sınırlandırmaya çalışılmıştır. Öte yandan yabancı para likiditenin zorunlu karşılık olarak piyasadan çekiliyor olması da, hem Türk Lirasının aşırı değerlenmesini önlemiş hem de döviz rezerv stoğunu büyütmüştür.²⁵²

²⁵⁰ Tefik Aksoy, "If It ain't Broken Don't Fix It: CBT Watch," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 15 Aralık 2010, ss. 1-2.

²⁵¹ Tefik Aksoy, "Same Policy Rate, Different Language," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Nisan 2010, s. 1; Tefik Aksoy, "A Stealth Tightening," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Nisan 2010, ss. 1-2.

²⁵² Tefik Aksoy, "Quick Comment: Reserve Requirement Hike," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 23 Eylül 2010, ss. 1-2. Döviz rezervleri artırmak adına T.C. Merkez Bankası, günlük düzenli 40 milyon ABD dolarlık (opsiyonel olarak 80 milyon ABD dolarlık) döviz alım ihalelerine ek olarak yüksek miktarda döviz alımı yapmaya başlamıştır. 2010 yılsonunda bu sayede döviz rezervleri artırılmış ve döviz piyasasına görece istikrar gelmiştir. Detaylı ilgi için bakınız; Tefik Aksoy, "CBT Brings Flexibility and Uncertainty to FX Markets; A Good Thing, in Our View," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Ekim 2010, ss. 1-2.

Kredi piyasasındaki güçlü trendi kırmaya yetebilecek büyüklükte bir zorunlu karşılık artışı 2010 yılında gerçekleşmemiştir. Ayrıca yapılan zorunlu karşılık oranı artışı, para koşullarını sıkılaştırmaya yetmemiştir. Karşılık oranındaki değişimin faiz oranındaki değişime göre banka bilançoları ve davranışı üzerindeki etkisi neredeyse 1/10x kadar sınırlı olmuştur. Başka bir deyişle ancak yüzde 10'luk bir zorunlu karşılık oranı artışı, yüzde 1'lik bir faiz oranı artışına denk gelmiştir. Dolayısıyla faizlerin düşük tutulması, ancak öbür taraftan zorunlu karşılıklarda zayıf artışlar yapılması likidite koşullarını sıkılaştırmayı sağlayamamıştır. Zorunlu karşılıkların bir makro-ihtiyat politika aracı olarak T.C. Merkez Bankası (Para Politikası Kurulu tarafından değil) Yönetim Kurulu tarafından yönetilmesi, zorunlu karşılıklarda radikal girişimleri engelleyen bir başka faktör olmuştur.²⁵³ Öte yandan, zorunlu karşılık politikasının uygulama ve etkinlik kazanma zamanı da önem arz etmiştir. T.C. Merkez Bankası dahi zorunlu karşılıkların etkilerinin ancak 3 ay sonra kendini hissettirmeye başlayabileceğini kabul etmiştir. Söz konusu gecikme süresi, zorunlu karşılıkları etkisiz kılan bir başka faktör olmuştur.²⁵⁴

Zorunlu karşılık oranlarının artırılması ve karşılıklara uygulanan faizin yüzde 0'a indirilmesi, bankalararası borçlanma piyasasına doğrudan yansımıştır. Bankalar fazla likiditeyi T.C. Merkez Bankası'nda tutmak yerine bankalararası piyasada borçlanmayı tercih etmişlerdir. Bankaların kendi aralarındaki borçlanmaları likiditenin daha verimli tahsisine olanak sağlanmış ve kredi piyasasındaki rekabeti daha da güçlendirmiştir.²⁵⁵ Öte yandan, T.C. Merkez Bankası'nın Türk Lirası'ndaki aşırı değerlenme eğilimini sınırlama adına giriştiği döviz satın alımı şeklinde müdahaleler, piyasaya ek likidite

²⁵³ Aksoy, a.g.e., 15 Aralık 2010, ss. 1-2.

²⁵⁴ Marianna Kozintseva, "In CBT We Trust (But Remain EW Turkish Equities)," Morgan Stanley Research Europe EEMEA Equity Strategy, 23 Mart 2011, ss. 1-6.

²⁵⁵ Paolo Batori, "Credit, Rates & Currencies," Morgan Stanley Research CEEMEA Investor, 28 Eylül 2010, ss. 16-17.

sunmuştur.²⁵⁶ Bir başka deyişle, zorunlu karşılıklar yoluyla piyasadan çekilen likidite, döviz alım ihaleleriyle geri enjekte edilmiştir.

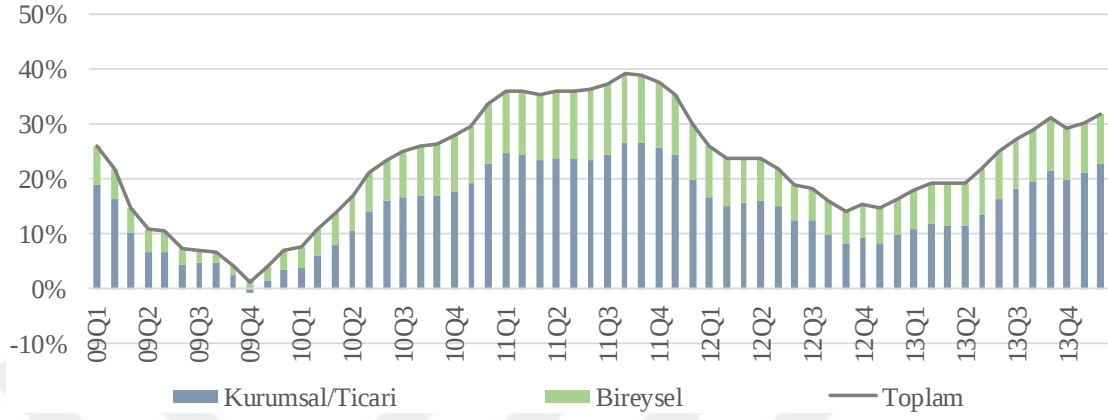
Zorunlu karşılık aracı, 2010 yılında kredi hacmi büyüme oranı üzerinde etkisiz/yetersiz kalmıştır. Yılsonunda kredi hacmindeki genişleme, yıllık yüzde 45'lere kadar yükselmiştir. Bol likidite koşullarının hüküm sürdüğü bir ortamda, zorunlu karşılık aracı tek başına kredileri kısma yeterli olmamıştır. Özellikle tüketici kredisi talebindeki canlanma da sürece ivme kazandırmıştır. Bankaların, zorunlu karşılıktan doğan alternatif maliyetleri mevduat oranlarına yansıtması, kredi hacmindeki büyümeyi desteklemiştir.²⁵⁷

T.C. Merkez Bankası politika karması ve bilhassa zorunlu karşılık oranı aracı, 2011 yılı ilk yarısında da kredi hacmindeki olağanüstü büyümeyi kesmeye yetmemiştir. Özellikle bireysel krediler (konut, araç ve ihtiyaç kredileri) yüksek ivme ile genişlemeye devam etmiştir.

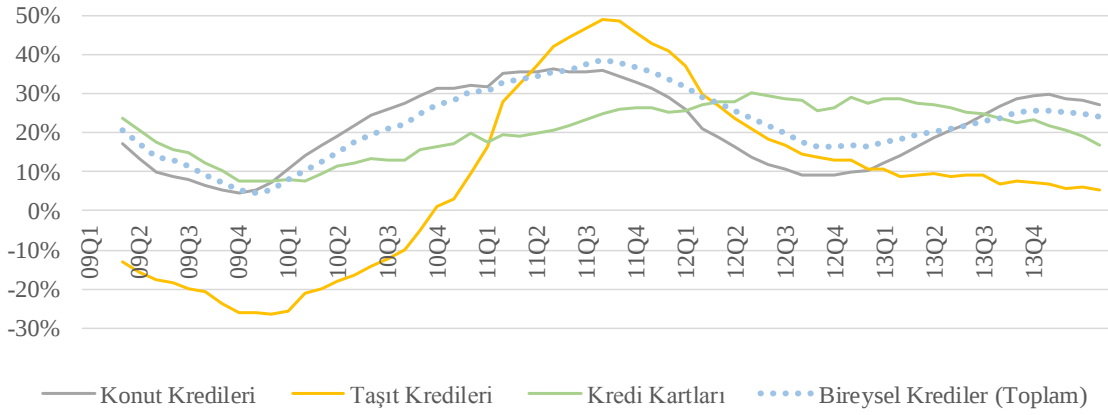
Grafik 37: Kurumsal ve Bireysel Kredilerin Kredi Büyüme Oranına Katkıları

²⁵⁶ Reel efektif döviz kuru endeksindeki aşırı değer artışının, yani Türk Lirasının özellikle ABD Doları ve Euro karşısında değer kazanmasının, dış denge ve büyümeyi tehdit edebileceği düşünülmüştür. Tabii ki, likidite girişlerine bağlı olarak Türk Lirası'ndaki aşırı değerlenmeyi dengelemek maliyetsiz olmamıştır. T.C. Merkez Bankası, piyasadan likidite çekmek amacıyla döviz alımı yapmış, piyasaya sürdüğü Türk Lirası likiditeyi ise zorunlu karşılık oranındaki artış ile çekmiştir. Sonuçta hem tasarruf sahipleri hem de bankalar ve kredi kullananlar için ek bir maliyet ortaya çıkmıştır. James Lord ve Vitali Meschoulam, "Currency Intervention Risks – A Scorecard Approach," Morgan Stanley Research EM Profile, 4 Kasım 2010, s. 4.

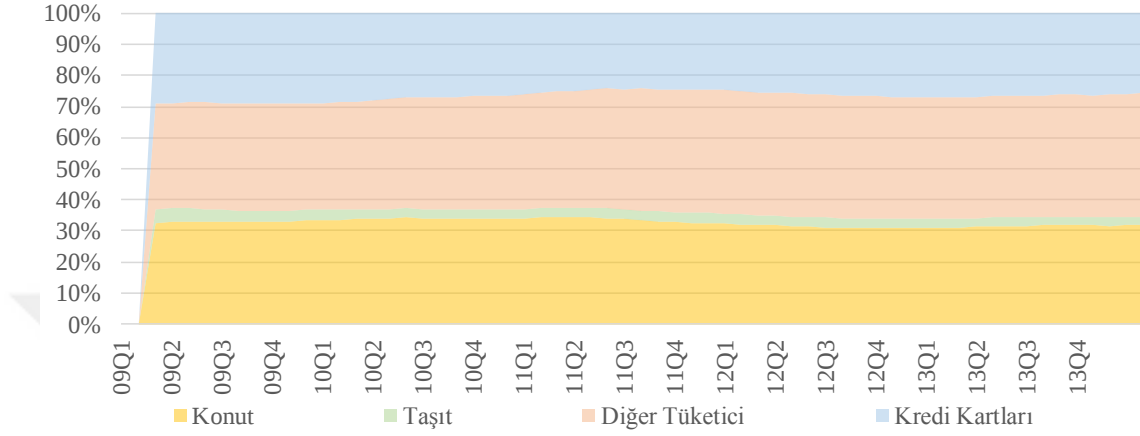
²⁵⁷ Tevfik Aksoy, "RRR Hike was not Sufficient – More Action Needed," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Kasım 2010, ss. 1-2.



Grafik 38: Bireysel Krediler Kırılımının Değişimi



Grafik 39: Bireysel Kredi Kırılımının Değişimi



Kaynak: BDDK

Bir başka deyişle, ortodoks olmayan politik karma, 2011 yılı ilk yarısında arzu edilen düzeyde etkin olamamış ve kredi hacminin olağanüstü büyümesi devam etmiştir.²⁵⁸ T.C. Merkez Bankası, zorunlu karşılık politikasıyla herhangi bir kredi türünü hedefleyemediğinden tüketici kredileri özelinde politika etkisiz kalmıştır. Gelişmekte olan ülkeler arasında 2008-2010 döneminde en hızlı kredi hacmi büyümesi yaşayan ülke Türkiye olmuştur. Zorunlu karşılık politikası, piyasa faizlerini yukarı yönde itmiş olsa da kredi hacmindeki büyümeyi kesmeye yetmemiştir.²⁵⁹

2011 yılı ilk yarısında yaşanan küresel çaptaki emtia fiyat artışı ve güçlü iç talep koşulları, Türkiye’de enflasyon riskini tekrar açığa çıkarmıştır. Politika faizini kısarak sermaye girişlerini yavaşlatmak ve böylelikle Türk Lirasındaki aşırı değerlenmenin önüne geçmek mümkün olmamıştır. Zira olası bir faiz indirimi hâlihazırda yüksek kredi hacim büyümesini daha da ateşleyerek iç talebi ve enflasyonu yönetilebilir olmaktan çıkarabilir hale gelmiştir. Bu noktada, sadece T.C. Merkez Bankası’nın değil, BDDK ve T.C. Maliye Bakanlığı gibi kurumların hem kredi hacmi hem harcanabilir gelir ve

²⁵⁸ Tevfik Aksoy, “How Comfortable Is the CBT?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 6 Mayıs 2011, ss. 1-3.

²⁵⁹ Kozintseva, a.g.e., ss. 1-6.

tasarruf oranını dengeye taşımak adına birlikte hareket etmesi zorunluluk teşkil etmiştir. Oysaki sözkonusu iş birliği bilhassa BDDK nezdinde uzun süre gerçekleştirilememiştir.²⁶⁰ Ancak 2011 yılı Haziran ayında BDDK, bir takım sıkılaştırmalara gidebilmiştir. Bu müdahale sonrasında büyük bankalar, özellikle bireysel ihtiyaç kredisi faiz oranlarını yükseltmiştir.²⁶¹

Kriz sonrası dönemde bankacılık sektörü marjinal fonlama anlamında T.C. Merkez Bankası'na bağımlı hale gelmiştir. Bu durumun doğal bir neticesi olarak, BDDK müdahaleleri, kredi faiz oranlarına yukarı yönde hareket ettirmiştir. Ne var ki, politika faiz oranı reel anlamda yüzde 0'a yakın bir seviyede saplanmıştır. Tahvil/bono piyasası reel getirileri de yabancı yatırımcıların risk iştahı sayesinde yüzde 0 noktasına yakınsamıştır.²⁶²

Müdahalelere rağmen, bilhassa kamu bankalarının takındıkları agresif rekabetçi tavrın da etkisiyle kredi faiz oranlarını düşük tutmaya çalışan bankalar, 2011 yılının ikinci yarısında, BDDK'nın müdahalesinin de etkisiyle, mevduat faizlerini düşürme yoluna gitmişlerdir. Kamu bankalarının mevduat faiz oranlarını indirme girişimi, özel bankalar tarafından da taklit edilmiştir. Sözkonusu durum özellikle mevduat piyasasında

²⁶⁰ Küresel kriz ve özelleştirmelerin hız kesmesi ile doğrudan yabancı yatırımcı girişleri son on yılın en düşük seviyelerine gerilemiştir. Dolayısıyla cari açığın finansmanı yurtdışı borçlanmalara ve yabancı portföy yatırımlarına bel bağlamıştır. Sözkonusu finansman yapısı, kırılganlığı artırmıştır. Öte yandan, cari açığa rağmen T.C. Merkez Bankası'nın döviz alımları ile uluslararası rezervler hızla yükselmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Tefik Aksoy, "Current Account Will Get Worse Before It Gets Better," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 12 Ocak 2011, ss. 1-3.

²⁶¹ Tefik Aksoy, "Will the CBT Hike? MPC Preview," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 22 Haziran 2011, ss. 1-3. BDDK, 2011 yılı Haziran ayında kredilerde dinamik karşılık uygulamasına geçmiştir. Bu kapsamda, tahsil edilemeyen kredi alacakları bakiyesi yüksek bankalar ile tüketici kredilerinin toplam kredileri içindeki payı yüzde 20'yi aşan bankalar, kullandıkları krediler için sermayelerinde daha yüksek oranda karşılık ayırmak zorunda bırakılmışlardır. Ayrıca düzenleme ile nakdi ve gayrinakdi kredi riskine esas tutarlar da artırılmıştır. Sermaye karşılıklarının bu şekilde artırılmış olması bankalar için ek bir maliyet doğurmuş ve kredi maliyetlerine de yansımaları umud edilmiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Mehmet Nayıs, "BDDK'dan Kredilere Neşter," Sabah Gazetesi, 19 Haziran 2011, (çevrimiçi) <http://www.sabah.com.tr/ekonomi/2011/06/19/bddkdan-kredilere-nester>.

²⁶² Tefik Aksoy, "Low for Longer: Revising Down Our Rate Forecast," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Temmuz 2011, ss. 1-5.

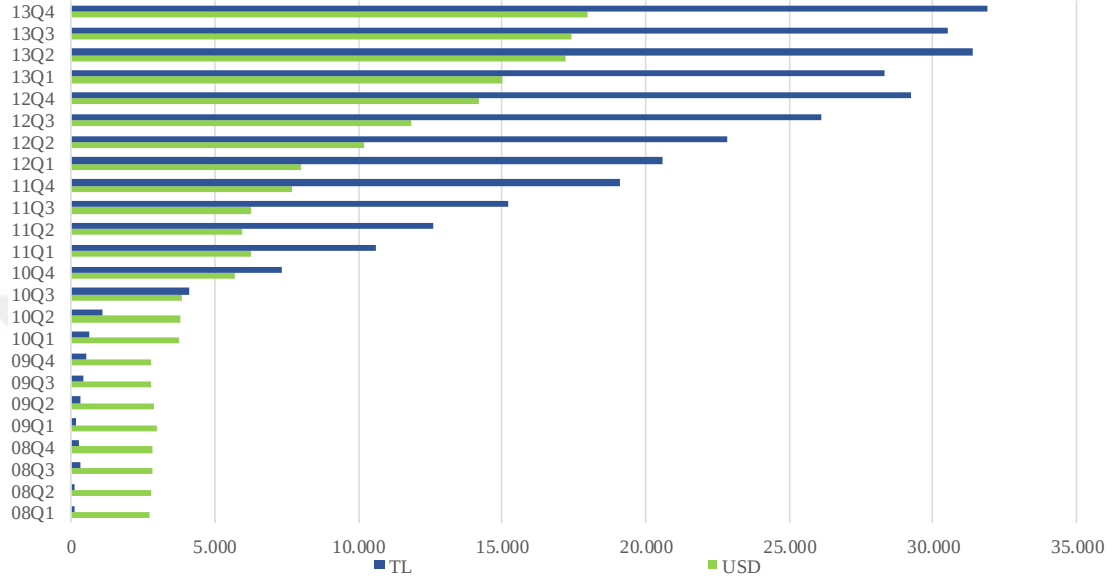
rekabet koşullarını hafifletmiştir. Böylelikle bankalar, daha önce regülasyon (zorunlu karşılık ve sermaye karşılık oran artışı) sebebiyle maruz kaldıkları kaynak maliyet artışlarını kısmen telafi edebilmişlerdir. Avrupa kamu borç krizi kaynaklı ikinci bir küresel kriz riskine karşın büyüme tekrar öncelikli gündem haline gelmiş ve kredi piyasası bir süre kendi haline bırakılmıştır.²⁶³

Kredi hacmini etkileyen bir başka faktör de refinansman kolaylığı olmuştur. 2008-2009 kriz döneminde Türkiye'deki banka ve şirketlerin refinansman oranı yüzde 50'lere kadar düşmüştür. Özel sektörün hem borçlarını azaltma eğilimi hem de fon bulmaktaki zorluklar sebebiyle sözkonusu dönemde refinansman olanağı daralmıştır. 2011 yılında ise banka ve şirketlerin borç refinansman oranı yüzde 100'ün üstüne çıkmıştır. Bol ve ucuz likidite sebebiyle bankalar, kaynak maliyetlerini düşürmek ve portföy çeşitliğini sağlamak adına yurtdışı borçlarını refinance etmişlerdir. Bu durum, kredi piyasasına da olumlu yansımıştır.²⁶⁴

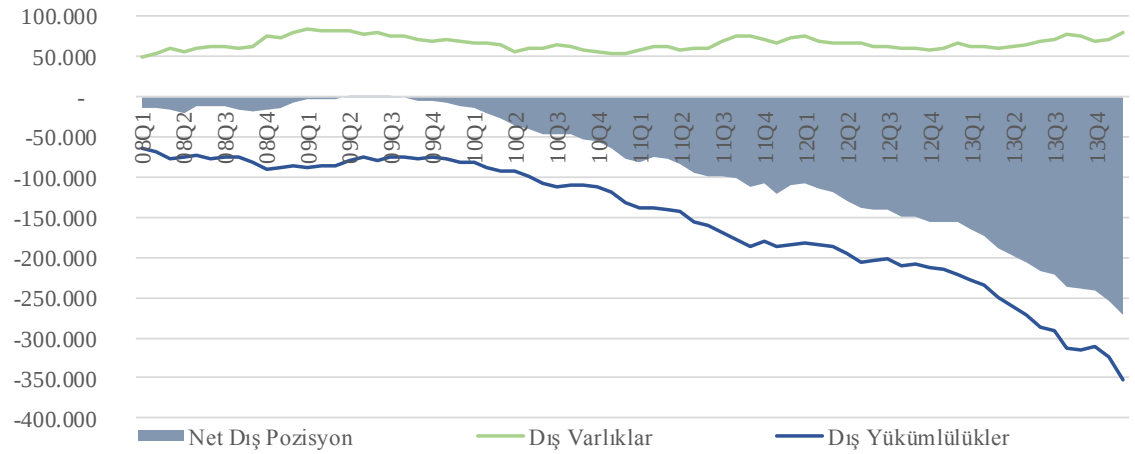
²⁶³ Tevfik Aksoy, "Impression from the Ground (Trip to Ankara/İstanbul)," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 9 Eylül 2011, ss. 1-5.

²⁶⁴ Tevfik Aksoy, "Progress in C/A: Widening in Non-Energy Deficit Stopped," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Ekim 2011, ss. 1-3. Avro bölgesindeki borç krizine rağmen özel kesim dış finansman sağlama konusunda herhangi bir zorluk yaşamamıştır. Öyle ki, cari açığın neredeyse yarısı özel kesimin dış finansmanı ile kapatılmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Tevfik Aksoy, "The Only Way Is Down: Current Account at Peak?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Aralık 2011, s. 1.

Grafik 40: Bankacılık Menkul Kıymet İhracı (TL ve USD - Milyon)



Grafik 41: Bankacılık Yurtdışı Net Dış Pozisyonu (milyon TL)



Kaynak: Bloomberg

Bilhassa 2011 yılında girişilen zorunlu karşılık politikası ile mevduat kaynağı bankalar için daha pahalı hale getirilmeye çalışılmış olsa da bankalar söz konusu ek maliyeti kısmen absorbe ederek kısmen mevduat sahiplerine yansıtarak kredi piyasasındaki büyümeyi korumayı tercih etmişlerdir. Bazı bankalar, görece bol ve ucuz likiditenin ve

güçlü kredi talebinin de etkisiyle kredi piyasasına daha fazla nüfuz etme (pazarı büyütme) yönünde bir reaksiyon vermişlerdir. Bilhassa hanehalkı borçluluk seviyesinin GSYİH'ya oranla düşük olması, bankaların tüketici kredisi pazarını genişletmesine olanak tanımıştır. Oldukça önemsiz sayılabilecek derecede küçük tahsil edilemeyen alacak rasyosu da bankaları daha rahat davranmaya itmiştir.²⁶⁵

Kredi hacmindeki olağanüstü büyümenin yanısıra, 2011 yılı sonunda bu kez döviz kurundaki kırılganlığın finansal ve fiyat istikrarı hedeflerini zora sokacağı endişesi ağır basmıştır. 2011 yılı ortasından itibaren döviz piyasasındaki kırılganlığı azaltmak amacıyla döviz satış operasyonu yürüten T.C. Merkez Bankası, kırılganlığın önünü alabilmek adına, 2011 Kasım ayı sonunda 5 maddelik bir aksiyon planı açıklamıştır. Fiyat istikrarı ve finansal istikrara ek olarak, faiz koridorunun etkin kullanımı (etkin likidite yönetimi), zorunlu karşılıklar ve döviz rezerv politikaları aksiyon alanları olarak belirlenmiştir. Aksiyon planının dikkat çekici yönü, fiyat istikrarının yanı sıra kredi ve döviz piyasasına yönelik ortodoks olmayan politika araçlarını kullanma eğiliminin daha da somutlaşmış olmasıdır. Gevşek likidite koşullarını düzeltmek öncelikli amaç haline gelmiştir. Bu çerçevede, (yüzde 5,75 faiz oranı uyguladığı) haftalık repo işlem hacmini daha sınırlı tutup daha yüksek faizle (yüzde 12 faiz oranı ile) sunduğu gecelik likidite hacmini artırarak fonlama maliyetini faiz koridorunun üst bandına yaklaştırmayı planlamıştır. Kısmen gecelik kısmen haftalık fonlama yaparak fonlama maliyeti yüzde 5,75'ten yüzde 7-8 seviyelerine taşınmıştır. Sözkonusu faiz farkı, parasal sıkılaştırma eğilimini ortaya koymuş, ancak daha da önemlisi bankalar için ciddi bir belirsizlik üretmiştir. Zira haftalık ve gecelik kaynak maliyetleri arasında çok ciddi bir fark mevcut olmuştur. Sıkılaştırma eğilimi, sadece hacim kanalıyla değil maliyet kanalıyla da kendisini göstermiş, bankaların kaynak maliyetlerini artırma çabası sonuç vermiştir.

²⁶⁵ Magdalena L. Stoklosa ve Samuel Goodacre, "Not out of Woods Yet," Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 16 Ocak 2012, ss. 1-19.

Hâlihazırda yükselme trendinde olan bono/tahvil ve bankalararası faizlerin yanı sıra, mevduat ve kredi faiz oranlarının da yukarı yönlü hareketi arzulanmıştır.²⁶⁶

T.C. Merkez Bankası'nın 2011 yılsonunda uygulamaya geçirdiği 5 maddelik sıkılaştırma programı kapsamında piyasaya sunulan likidite miktarı azaltılmış, fonlama maliyetleri efektif olarak artırılmış ve zorunlu karşılıklar görece yüksek tutulmuştur. Program, banka kaynak maliyetlerini artırmış ve neticede bankaların net faiz marjı daralmıştır. Hem repo ve bankalararası borçlanma faizleri hem de mevduat faizlerindeki yukarı yönlü hareket kredi faizlerine de aksetmiştir. Bilhassa mevduat faizlerindeki artış, bankaların net faiz marjın ve gelirlerini daraltmıştır. Zorunlu karşılıkların döviz ve altın olarak tutulma opsiyonunun sağlanması ve opsiyon katsayısı gereğince döviz/altın olarak tutulan karşılıkların katsayılarının 1'den yüksek olması, bankaların üzerindeki zorunlu karşılık yükünü bir nebze daha ağırlaştırmıştır. Sıkılaştırmanın bankalar açısından doğurduğu asıl etki ise, politika karmasının kaynak maliyetlerini tahmin edilemez hale getirmiş olmasıdır. Zorunlu karşılık politikasının öngörülebilirliğini yitirmesi, T.C. Merkez Bankası'nın bazen gecelik ya da haftalık bazı zamanlarda ise hem gecelik hem de haftalık fonlama yapması ile maliyetlerin bir koridora bağlanması, piyasaya sürülen likidite miktarının günden güne farklılaşması, döviz müdahaleleri gibi aksiyonlar bankaların kaynak maliyetlerini kısa vadede daha oynak hale getirmiştir.²⁶⁷ Ayrıca

²⁶⁶ 5 maddelik aksiyon planı, T.C. Merkez Bankası'nın ortodoks olmayan politikasını daha da karmaşıklaştıran bir başka konuyu daha gün yüzüne çıkarmıştır: Finansal istikrar hedefi çerçevesinde döviz piyasasına müdahale. Zorunlu karşılıkların döviz ve altın olarak tutulma olanakları getirilmiştir. Böylelikle döviz rezerv düzeyinin zorunlu karşılıklar aracılığıyla değiştirilmesi mümkün kılınmıştır. Döviz piyasasına müdahale isteği açıkça ortaya konmuştur. Detaylı bilgi için bakınız; Tefik Aksoy, "Decisive Action from CBT: Banks Enter a Dark Corridor," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Ekim 2011, ss. 1-3; Tefik Aksoy, "Can The CBT Pull A Rabbit Out of The Hat?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 25 Ekim 2011, ss. 1-3; Tefik Aksoy, "CBT Was Right: CPI Jumps to a 20-Month High," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 5 Aralık 2011, s. 1.

²⁶⁷ Bahsi geçen dönemde mevduat faizlerindeki 100 baz puanlık artışın net faiz marjında 12-20 baz puanlık, net faiz gelirinde ise yıllık bazda yüzde 4-6 civarında bir kayba yol açtığı tahmin edilmektedir. Bankalar sözkonusu gelir kaybını, kısmen hazine gelirlerini artırarak ve kısmense kredi maliyetlerine yansıtarak kompanse etmeye çalışmışlardır. Detaylı bilgi için bakınız; Magdalena L. Stoklosa, Tefik Aksoy ve Samuel Goodacre, "Funding Downside," Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 27 Kasım 2011, ss. 1-5.

belirsizlik ortamı kısa vadeli sermaye girişlerine set olmuştur. Ne var ki, belirsizlik ortamı ve sermaye girişlerindeki yavaşlama döviz kurunda yukarı yönlü bir kırılganlığa sebep olmuş ve kur kaynaklı bir enflasyon riski ortaya çıkmıştır.²⁶⁸

2.3.3. Avrupa Borç Krizi ve Yeniden Dengelenme Arayışları (2012Q1-2012Q4)

Avrupa kamu borç krizinin çözümsüzlüğe bırakılması ve yavaşlayan küresel ekonomik aktivite sebebiyle 2012 yılının ilk çeyreğinde büyümenin korunması Türkiye’de tekrar öncelikli gündem haline gelmiştir. Bu bağlamda T.C. Merkez Bankası, faiz koridorunun üst bandını aşağı çekmiş, efektif olarak faiz indirimi yapmıştır. Faiz indirimiyle birlikte bilhassa tüketici kredi faiz oranları da, 2012 Şubat ayında tepe noktasını gördükten sonra, tekrar aşağı yönelmiştir. Gecelik faizdeki gevşeme ile birlikte mevduat faiz oranlarında da bir gerileme yaşanmıştır. Sonuç olarak net faiz marjı tekrar genişleme eğilimine girmiştir. Ayrıca Avrupa’da krizin tekrar hortlaması ile birlikte AMB’nin uzun-dönem refinansman opsiyonu kanalıyla bankalara olağandışı büyüklüklerde likidite sunması, Türk bankalarının işine gelmiştir. Bankalar, bir başka ucuz ve bol likidite kaynağına daha sahip olmuşlar ve kaynak çeşitliliğini artırmışlardır.²⁶⁹

2012 yılı ikinci yarısından itibaren tekrar genişleyen net faiz marjı ve tarihi düşük sayılabilecek tahsil edilemeyen alacaklar, bankaların karlılıklarını korumalarına destek olmuştur. Ne var ki, kredi/mevduat rasyosunun yüzde 100’e dayanması ile fonlama kısıtlarının ortaya çıkması ve sermaye yeterlilik rasyolarında sınıra gelinmesi kredi hacminin önündeki en büyük engel haline gelmiştir.²⁷⁰

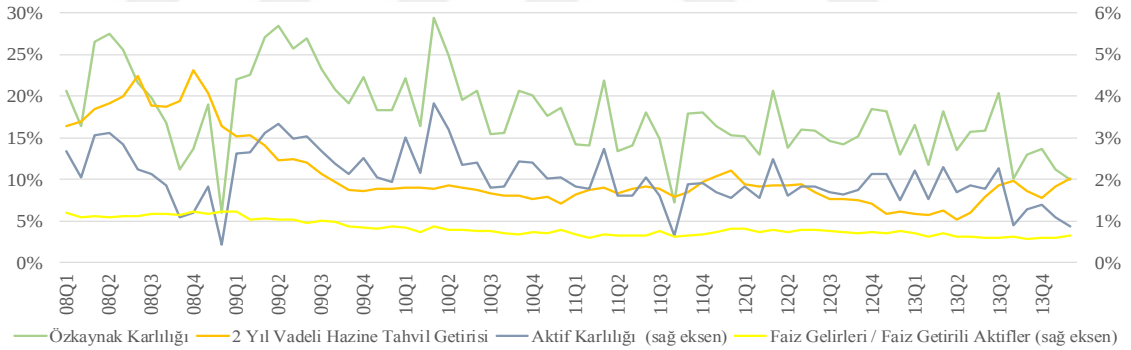
²⁶⁸ Tevfik Aksoy, “Impressions from the Ground,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Mart 2012, ss. 5-6.

²⁶⁹ A.e., ss. 1-3.

²⁷⁰ Magdalena L. Stoklosa ve Samuel Goodacre, “Strong End to 2012; Earnings Risks Rise into 2013,” Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 16 Ekim 2012, ss. 1-10.

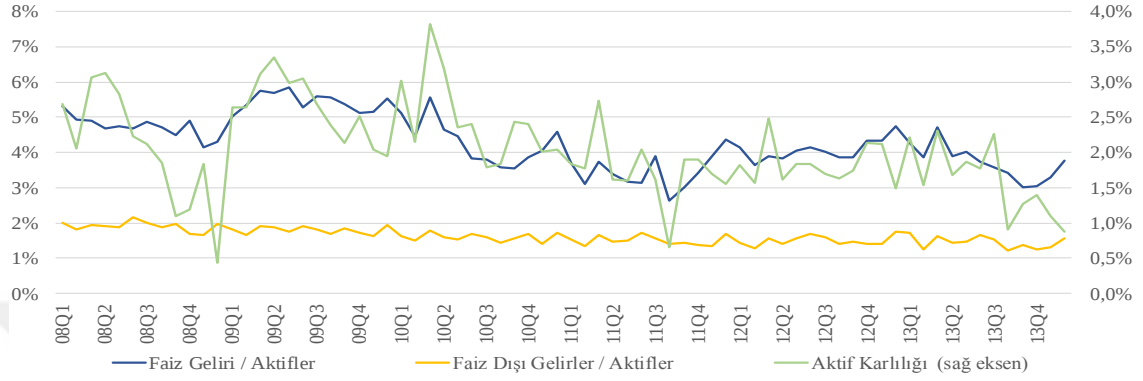
Krizden çıkış stratejisi çerçevesinde devreye sokulan aktif likidite yönetimi ve koridor faiz uygulaması bankaların kaynak maliyetlerini görece artırmış olsa da kredi hacmini istenilen düzeyde dizginlememiştir. Söz konusu gecelik fonlama oranı, bankaların efektif kaynak maliyetinin her halükârda üstünde kalmıştır. Bankaların fonlama maliyetleri gerçekleşen enflasyon oranlarının dahi altında seyretmiştir. Söz konusu düşük maliyetler kredilere de yansımış ve kredi hacmindeki büyümeyi tekrar canlandırmıştır. Özellikle tüketici ve ev kredileri finansman maliyetleri gerilemiştir. Sonuç olarak banka gelirleri, özkaynak karlılığı anlamında yüzde 15 gibi (geçmiş yıllardaki kadar olmasa da) yüksek seviyelerde kalabilmiştir.²⁷¹

Grafik 42: Bankacılık Sektörel Özkaynak ve Aktif Karlılıkları



²⁷¹ Erol Danış, Magdalena L. Stoklosa, Tevfik Aksoy, Batuhan Karabekir, Marianna Kozintseva, James K. Lord, “Banks in the Spot Light,” Morgan Stanley Research Europe Turkey: Bosphorus View, 13 Haziran 2012, ss. 1-2. Aktif likidite yönetimi ve koridor faiz uygulaması, sermaye piyasasını da etkilemiştir. Zira efektif faiz oranının yükselmesi/düşmesi, bankalararası faizlerin yükselmesi/düşmesinin ötesinde, bankaların sahip oldukları tahvil/bono ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin miktarını da belirlemiştir. Likiditenin görece kısılması ve/veya faizlerin artması, bankaların ellerindeki tahvil/bono gibi menkul kıymetleri satması ve ek likidite üretmeleri ile neticelenmiştir. Dolayısıyla API efektif faiz oranları ile tahvil/bono gibi menkul kıymetlerin getirisi arasında ciddi bir korelasyon hasıl olmuştur. Detaylı bilgi için bakınız; Aksoy, a.g.e., 16 Temmuz 2012, s. 4.

Grafik 43: Faiz ve Faiz Dışı Karlılık Oranları



Kaynak: BDDK

T.C. Merkez Bankası 2012 yılından itibaren likidite ve faiz oranları üzerinden finansal piyasaları aktif bir şekilde yönlendirmede kısmen başarılı olmuştur. Efektif fonlama maliyeti aracılığıyla kredi (ve de döviz) piyasasını üç ayrı kanaldan yönlendirebilmiştir. Gecelik borç verme kanalının da açılması ile politika faizi yanında gecelik faiz vasıtasıyla bankaların kaynak maliyetlerinde doğrudan belirleyici rol oynamaya çalışmıştır. Gecelik borç verme faizi uzun bir süre mevduat faiz oranlarının tavanını belirlemiş ve kredi faizleri üzerinde de dolaylı da olsa belirleyici olmuştur. Başka bir deyişle, bankalar mevduat faiz oranlarının tavanını gecelik borç verme oranı olarak belirlemişlerdir. İkinci olarak faiz koridoru içerisinde, koridorun aşağı/yukarı yönlü genişletilmesi/daraltılması piyasayı yönlendirmekte oldukça uygun bir iletişim aracı haline gelmiştir. Her ne kadar T.C. Merkez Bankası fonlaması, banka kaynaklarının yüzde 4-5 gibi küçük bir bölümünü oluşturmuş olsa da, bankalara gelecek ekonomik ve parasal yönelimler konusunda yol göstermiştir. Üçüncü ve son olarak, efektif faiz oranının koridor içerisinde değişkenlik sergilemesi, T.C. Merkez Bankası'na Türk Lirası likidite üzerinden döviz piyasasındaki oynaklığı baskılamada esneklik sağlamıştır. Döviz kurundaki ani düşüş/yükseliş hareketlerine karşı likiditeyi bollaştırmak/kısımak ya da efektif faiz oranını yükseltmek/alçaltmak şeklindeki politika

uygulamaları T.C. Merkez Bankası'na döviz kuruna doğrudan müdahalenin dışında bir kanal daha açmıştır.²⁷²

2012 yılı başlarında bankaların kredi/mevduat rasyolarını dengelemek amacıyla giriştikleri mevduat toplama rekabeti, mevduat faiz oranlarını tekrar yükseltmiştir.²⁷³ Mevduat kaynağının da bankalar için görece maliyetinin artması ve sıkılaştırma ile birlikte API kaynağını da efektif faiz bağlamında daha pahalı hale gelmesi bankaların net faiz marjı iyiden iyiye daraltmıştır. Nihayetinde bankalar kredi faiz oranlarını yukarı yönlü revize ederek net faiz marjını tekrar genişletmeye çalışmışlardır. Hem kredi/mevduat oranının yüzde 100'lere gelmesi hem de net faiz marjının daralması, kredi hacim büyümesinin yüzde 15-20 seviyelerine kadar inerek normalleşmesini sağlamıştır.²⁷⁴ Bazı büyük özel bankalar düşen karlılığın da etkisiyle sermayelerini büyütememiş ve sermaye yeterlilik rasyo sınırına yaklaşmışlardır. Enflasyondaki düşüş ve olumsuz küresel ekonomik durum, net faiz marjındaki düşüşü yapısal hale getirmiştir.

Kredi hacmi büyümesinin ardındaki itici güç, kurumsal kredilerden daha ziyade tüketici kredileri olmuştur. Konut harici yeni yatırım yapma konusundaki isteksiz duruş, halihazırda kapasite kullanım oranlarındaki boşluk ve de görece düşük seyreden reel sektör güven endeksi gibi göstergeler şirketlerin yatırım amaçlı kredi kullanmayı tercih etmediklerini işaret etmiştir. Öte yandan büyük şirketler yatırımları için yurtdışından ucuza kolay finansman sağlayabilmiştir. Bu bağlamda, kredi hacminin itici gücü tüketici kredileri (bilhassa ihtiyaç ve konut kredileri) olmuştur. Kredi ile güçlenen talep ise hem iç ve dış ekonomik dengeyi hem de finansal istikrarı zaman zaman zora sokmuştur.²⁷⁵

²⁷² Aksoy, a.g.e., 16 Temmuz 2012, s. 4; T.C. Merkez Bankası, düzenli döviz alımlarının yanısıra, karşılık opsiyon katsayısı ile piyasadaki döviz miktarını ayarlamaya çalışmıştır. Karşılık opsiyon katsayısını tedricen artırarak, hem ülke hem de bankacılık döviz rezervlerini artırmayı başarmıştır. Böylelikle bankaların açık döviz pozisyonları ya da borçları sebebiyle maruz kalabilecekleri risklere karşı önlem almaları da sağlanmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Tevfik Aksoy, "ROC and Cut," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 20 Kasım 2012, s. 2.

²⁷³ Aksoy, a.g.e., 26 Mart 2012, s. 3.

²⁷⁴ Stoklosa ve Goodacre, a.g.e., 16 Ocak 2012, s. 19.

²⁷⁵ Aksoy, a.g.e., 29 Ekim 2012, s. 3.

2.3.4. Ekonomik Soğuma ve Normalleşme (2013Q1-2013Q4)

2012 yılı ortalarından ayından itibaren büyümeyi koruyabilmek ve üçüncü miktarsal genişleme dalgasına bağlı sermaye girişlerini kontrol edebilmek amacıyla T.C. Merkez Bankası, 2013 yılında faiz indirimlerine girişmiştir. Böylelikle kredi hacminin yüzde 15-20’ler seviyesinde istikrar kazanması ve iç talebin canlı tutulması amaçlanmıştır. Bankalar da, hızla kredi tabanlarını büyötmek için rekabet etmekten çekinmemiş, tekrar agresif bir tavır takınmışlardır. Buna karşılık, zorunlu karşılık oranları yüksek tutulmuş ve net faiz marjını daraltılmıştır. Karşılık opsiyon katsayısı olanağı genişletilerek bankaların zorunlu karşılıkları yabancı para cinsinden tutması teşvik edilmiştir. T.C. Merkez Bankası da döviz alım ihaleleriyle uluslararası rezerv stoğunu güçlendirmiştir. Bir yandan da, üçüncü miktarsal genişleme dalgası ile gelen kısa vadeli sermaye girişlerine ket vurmak amacıyla küçük faiz indirimleri aracılığıyla piyasaya sinyal göndermeyi amaçlamıştır. Sermaye girişlerini kontrol altına alma saikinin altında yatan ara hedef ise Türk Lirası’nın aşırı değer kazanmasını önleyerek ihracat kapasitesinin aşınmasını engellemek olmuştur.²⁷⁶ T.C. Merkez Bankası, 2013 Şubat ayında bir yandan gecelik faiz oranlarını aşağı çekmiş diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını hem Türk Lirası hem döviz bazında artırmıştır. Karşılık opsiyon katsayısını yükselterek Türk Lirası mevduat için daha fazla oranda döviz tutabilme olanağı sağlamıştır.²⁷⁷

²⁷⁶ Bir yandan faiz indirimi yapılırken diğer yandan zorunlu karşılıkların yüksek tutulması, para politikasının gevşeme mi yoksa daralma niteliğinde mi olduğu tartışmasını doğurmuştur. Oysa ki T.C. Merkez Bankası, ortodoks olmayan para politikası çerçevesinde, faiz indirimleri ile bir yandan hem büyümeyi destekleme hem de döviz kurunu kontrol etmeye çalışmış; diğer taraftan zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve aktif likidite yönetimiyle banka maliyetlerini ve kredi hacmi büyümesine istikrar kazandırmayı amaçlamıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Tefvik Aksoy, “If They Cut It, They Won’t Come,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 22 Ocak 2013, ss. 1-2. Ne var ki, bankalar için yurt dışından ucuza borçlanma olanağı, zorunlu karşılık politikasının etkinliğini engellemiştir. Kriz dönemi boyunca, bankaların yurtdışı borçlanmaları giderek kolaylaşmıştır. Detaylı bilgi için bakınız; Tefvik Aksoy, “Significant Adjustment: What Is Next?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Şubat 2013, s. 3; Tefvik Aksoy, “Normalisation or Just Another New Normal?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 16 Nisan 2013, ss. 1-2.

²⁷⁷ Merkez Bankası 2013 Şubat ayı ortasında gecelik borç alma ve verme faizlerini 25 baz puan düşürerek sırasıyla yüzde 4,50 ve yüzde 8,50 olarak belirlemiştir. Aynı zamanda, zorunlu karşılık oranını Türk Lirası

2012 yılı ortasından 2013 yılı sonuna kadarki dönemde T.C. Merkez Bankası'nın giriştiği faiz indirimleri ve de getirilerdeki düşüş paralelinde net faiz marjındaki daralma, doğrudan bankaların karlılık rasyolarına yansımıştır. Özkaynak ve varlık karlılık oranları 2013 yılında tüm zamanların en düşük seviyelerine gerilemiştir. 2010 yılında başlayan sözkonusu süreç sonucunda özvarlık karlılıkları yüzde 14-15 seviyelerine kadar gerilemiştir.²⁷⁸ Karlarının yaklaşık yüzde 70'i kredi gelirlerinden, yüzde 15'i faiz dışı işlem gelirlerinden, geri kalan kısmı ise hazine ve diğer işlem/değerleme gelirlerinden oluşmuştur.²⁷⁹

Sözkonusu dönemde bankalar hızlı bir kredi tabanı büyümesi yakalamışlar, sermaye yeterlilik rasyolarında regülatif sınırlara dayanmışlardır. Banka sermayelerinin toplam varlıklarına oranı yüzde 12-13'e kadar gerilemiştir. Bir başka dikkat çekici gelişme, banka borçlarının toplam kaynaklarına oranının yüzde 20'lere kadar marjinal yükselişi olmuştur. Kredilerin banka varlıklarının yüzde 60'ından daha fazlasını oluşturması, kredi/mevduat rasyosunun yüzde 100'ü aşması ile sonuçlanmıştır.²⁸⁰

ABD'deki miktarsal genişlemenin sonlandırılacağına açıklanması ile birlikte 2013 yılı ikinci yarısında düşük küresel yatırım iştahı zayıflamaya ve likidite koşulları sıkılaşmaya başlamıştır. T.C. Merkez Bankası'nın aktif likidite yönetimi (düşük faizle

mevduat için 25 baz puan, döviz mevduat için 50 baz puan yükseltmiştir. Böylelikle 1,4 milyar TL ve 940 milyon ABD Dolarını, toplamda yaklaşık 3 milyar TL'yi, zorunlu karşılık olarak bankalardan çekmiştir. Böylelikle mevduat kaynağını daha pahalı hale getirmeyi amaçlamıştır. Öte yandan, karşılık opsiyon katsayısını artırarak Türk Lirası mevduat için yabancı para zorunlu karşılık tutma olanağı genişletilmiştir. Hem TL hem de döviz zorunlu karşılıkların, döviz olarak tutulması hem bankaların hem de T.C. Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini artırmasına sebep olmuştur. Ayrıca ihalelerle birlikte döviz piyasasından döviz çekilmesi Türk Lirası'nın değerlendirilmesine kısmen engel olmuştur. Detaylı bilgi için bakınız; Tevfik Aksoy, "What Is the CBT Doing?" Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 19 Şubat 2013, s. 2.

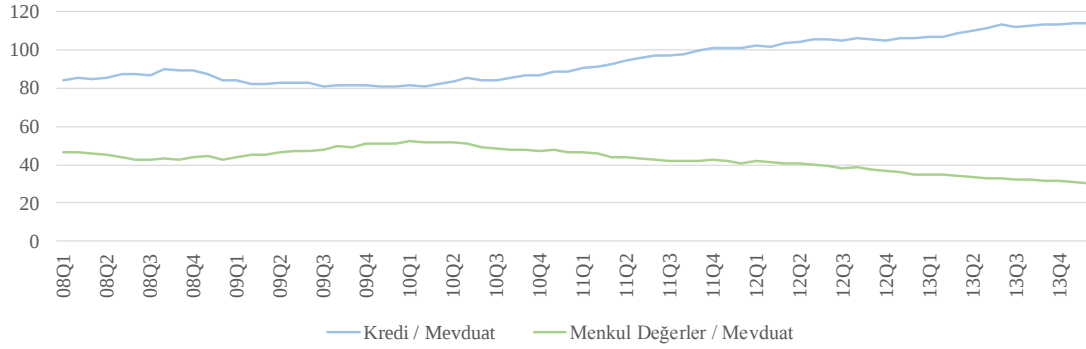
²⁷⁸ Magdalena L. Stoklasa, Samuel Goodacre, Tevfik Aksoy ve Laura C. Sisson, "Field Trips Fuels Our Longer-Term Caution on NIMs," Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 23 Mayıs 2013, ss. 1-2.

²⁷⁹ A.e., s. 11.

²⁸⁰ A.e., s. 12.

ancak kısıtlı miktarda fonlamaya geçmesi) ve Türk finansal piyasalarındaki kırılganlığın artmasıyla birlikte bankalar daha temkinli davranmaya özen göstermişlerdir. Rekabet içerisinde mevduat faizlerini 150-200 baz puan kadar artırarak mevduat tabanlarını genişletmeyi ummuşlardır. Öte yandan kredi faizlerini sabit tutarak, daha düşük bir net faiz marjı ile daha fazla kredi satmaya çalışmışlardır. Bunun neticesinde 2013 yılında kredi hacmi büyümesi tekrar yüzde 25-30'ları görmüş, kredi/mevduat oranı yüzde 100'lerin üzerine çıkmıştır.²⁸¹

Grafik 44: Kredi/Mevduat ve Menkul Kıymet/Mevduat Oranları



Kaynak: BDDK

2013 yılı ortalarından itibaren, miktarsal genişlemenin tedricen sonlandırılacağına açıklanmasına müteakip, bu kez şiddetli sermaye çekilişleri yaşanmaya başlanmıştır. Bankalar da döviz pozisyonlarını kapatabilmek amacıyla, karşılık opsiyon katsayısı kapsamında döviz olarak tuttukları karşılıkları kısmen çekmek zorunda kalmışlardır. Yükselen kur, sadece finansal istikrarı değil fiyat istikrarını da tehdit edici bir boyuta ulaşmıştır. Döviz üzerinden fiyatlardaki geçişkenlikle enflasyon oranı hedeflenenin oldukça üzerinde kalmıştır.²⁸² 2013 yılı sonlarından itibaren finansal istikrar bağlamında yeni kaygı kaynağı döviz kurlarındaki yukarı yönlü dalgalanmalar olmuştur.

²⁸¹ Aksoy, a.g.e., 15 Temmuz 2013, s. 4; Tefik Aksoy, "A Question of Confidence and Credibility," Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Kasım 2013, ss. 1-3.

²⁸² Fed'in finansal varlık alımını aşamalı olarak sonlandıracağı beklentisi ile Türkiye'deki siyasi bir takım siyasi gerilimlerin aynı zamana denk gelmesi finansal piyasalardaki kırılganlığın dozunu artırmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL İSTİKRAR ODAKLI ORTODOKS OLMAYAN POLİTİKALARA İLİŞKİN UYGULAMALI BİR MODEL VE AMPİRİK BULGULAR

3.1. Metodolojik Yaklaşım

Kısıtlı araştırma, analitik araç ve veri sebebiyle makro-tebdirli politikaların etkinliği üzerine zengin bir yazın ve de sistematik bir araştırma yaklaşımı geliştirilememiştir. Örneğin, makro-ihtiyatlı politikaların kredi büyümesine olan etkisi birçok araştırmada niceliklendirilememiş, aralarındaki ilişki anlamlı bir ampirik zeminde kısıtlı sayıda çalışmada ele alınabilmektedir. Bu yönüyle özgün bir çalışmadır. Zira ampirik bir zeminde anlamlı bir sistematik içerisinde makro-ihtiyatlı politika araçları analiz edilmektedir. Metodolojik yaklaşım çerçevesinde; ampirik açıdan sorunsal (ampirik çalışmanın hedef ve amaçları), araştırma yaklaşımı (sorular ve formülasyon), verilerin niteliği, kurulan modeller, bir takım metodolojik kısıtlar ve son olarak bulgular ve analiz sonuçları ilgili bölümler içerisinde sistematik bir şekilde sunulmaktadır.

Ampirik çalışmanın iki sorunsalı, başka bir ifadeyle tanımlanması ve tespit edilmesi gereken iki noktası bulunmaktadır: (i) makro-ihtiyatlı politikaların kredi hacmi ile ilişkisi çerçevesinde etkinliğini test etmek, (ii) kredi hacmini yönlendirdiği ileri sürülen finansal piyasa ve banka parametrelerini ifşa etmek. Makro-ihtiyatlı politikalar özelinde, zorunlu karşılık aracının likidite ve maliyet kredi hacmi üzerindeki dolaylı etkileri test edilmektedir. Ayrıca faiz koridoru uygulaması çerçevesinde faiz koridorunun üst bandını oluşturan gecelik borç verme faizinin kredi faizi ile olan ilişkisi

Detaylı bilgi için bakınız; Tevfik Aksoy, “A Bad Mix,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Haziran 2013, ss. 1-2; Aksoy, a.g.e., 13 Temmuz 2013, ss. 1-3.

koridor faizi öncesi ve sonrası dönemler çerçevesinde test edilmektedir. Ampirik çalışmanın ikinci sorunsalı kapsamında, kredi hacmine yön verdiği düşünülen sermaye yeterlilik rasyosu, piyasa riski, bankaların yabancı kaynak büyümesi gibi değişkenlerin kredi hacmi ile nedensellik ilişkisinin boyutu ortaya konmaktadır.

Ampirik çalışmanın yöneldiği amaç, keşfedici, tanımlayıcı, açıklayıcı ve politika-odaklı bir analiz sunmaktır. Keşfedici yönüyle, analize konu değişkenler ve aralarındaki ilişkiyi ortaya koymak üzere en iyi methodun belirlenmesine çalışılmaktadır. Ayrıca değişkenler detaylı bir şekilde tanımlanarak bir zaman serisi içerisinde değişimi incelenmektedir. Açıklayıcı yönüyle, bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasındaki ilişkinin büyüklüğü (bir başka deyişle bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkinliği boyutu) tespit edilmeye ve açıklanmaya gayret edilmektedir. Son olarak bağımsız değişkenlerin etkinliği ya da etkinsizliğine sebep olan koşullar/etkenler belirlenerek politika tavsiyelerinde bulunulmuştur.

Ortaya konulan bilgi, araştırma stratejisi ve methodu açısından hem niceliksel hem de niteliksel öğeler taşıyan bir araştırma yaklaşımı benimsenmiştir. Niceliksel anlamda ekonometrik verinin oluşturulmasının ardından değişkenlerin birbiri ile aralarındaki nedensellik ilişkileri, hipotez geliştirilmesi ve geliştirilen hipotezin test edilmesi çalışmalarına yer verilmektedir. Bu anlamda ilgili veriler derlenip analiz edilerek, değişkenler arasındaki ilişki farklı ekonometrik modellerle analiz edilmektedir. Niteliksel anlamda ise, mevcut bilgiye ve farklı görüşlere dayanarak farklı bir perspektif ile konuya yeni bir yaklaşım katılması amaçlanmaktadır. Araştırma yaklaşımı çerçevesinde, ilgili veriler zaman serileri şeklinde toplanıp, derlenip ön bir analize tabi tutulmaktadır. Veriler arasında ilişkilendirme yapılması noktasında uygun modeller seçilip uygulanarak araştırma bulguları yapılandırılmakta ve organize edilmektedir. Son aşamada ampirik çalışmanın amacını dönük objektif yorumlara dayanan analizler sunulmaktadır.

Analizlerde ikincil veri kaynakları esas alınmaktadır. Bloomberg, TCMB, BDDK, TÜİK ve benzeri kurumların veri tabanlarından alınan resmi veri ve istatistiki bilgilerin derlenmesi, özetlenmesi, analizi, yorumlanması suretiyle çalışmanın iskeletini oluşturan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin arka planı sunulmaktadır. Birçok farklı değişkene ait panel veriler 2008-2013 yılları arasındaki dönemde haftalık, iki haftalık ve aylık zaman serileri içerisinde incelenmektedir. Model ve analizlere konu veriler, finansal piyasalar ve bankacılık sektörünün tamamına ait toplulaştırılmış sektörel verileridir. Değişkenlere ait verileri ilişkilendirme kapsamında, kısıtlanmamış vektör oto-regresyon (“unrestricted VAR ya da Vector Auto-Regression”) modelleri ve de etki-tepki fonksiyonlarından (“impulse-response function”) yararlanılmıştır. Makro-ihtiyatlı politika araçlarının çok uzun bir dönem kayması olmaksızın bir dönemlik bir gecikme ile etkilerini gösterdiği varsayılmıştır. Söz konusu gecikme dönem seçimi yapılırken, niteliksel verilerin yanında Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri metodlarından da yararlanılmıştır. Bu kapsamda en düşük rezidüel toplamını veren gecikme dönemi seçilmektedir.

Belirtilen metodolojik yaklaşımın sınırları birtakım faktörler tarafından çizilmektedir. Çalışmanın teorik kısıtları şunlardır: (i) makro-ihtiyatlı politika araçlarının etkilerinin diğer geleneksel para politika araçlarının etkilerinden ayırt edilmesi, (ii) kredi hacim büyümesinin sadece kredi arzı bağlamında ele alınması, (iii) makro-ihtiyatlı politika araç etkilerinin doğru niceliklendirilmesi noktasında çalışmanın amacına dönük bir takım istatistiksel eğilimlerin izole edilmesi.

3.2. Uygulamalı Analiz ve Ampirik Bulgular

Türkiye’de zorunlu karşılık aracı, krizin etkilerinin küresel boyutta yayılması müteakiben ilk olarak 2009 yılının Ekim ayında ekonomiyi canlandırmak amaçlı karşılık

oranları düşürülmüştür. Zorunlu karşılık aracının makro-ihtiyatlı bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanması, küresel krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin ortadan kalktığı 2010 yılında olmuştur. Krizden çıkış politikası çerçevesinde, 2010 Nisan ayından itibaren kredi hacmindeki olağandışı büyümeyi hedef alarak (Avrupa kamu borç krizinin ikinci bir küresel krize yolaçacağı korkusuyla bir süre tedbiri amaçlı geçici olarak düşürüldüğü bir dönem haricinde) 2013 yılı sonuna kadar efektif olarak tedrici şekilde yükseltilmiştir. Bu süreçte zorunlu karşılığın oranları dışında niteliğinde de yoğun ve ciddi düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Zorunlu karşılıklar için T.C. Merkez Bankası tarafından verilen nema oranı, vadeye ve para birimine göre oran farklılaştırma, tabi olan fonların kapsamı, tesis şekli ve dönemi, tabi olan finansal kuruluşlar, rezerv opsiyonu gibi birçok konuda niteliksel düzenlemeler getirilmiştir. Bu sebeple, zorunlu karşılık oranlarının, tek başına kredi hacmi üzerindeki etkisinin niceliksel bağlamda incelenmesi anlamlı olmamaktadır. Daha ziyade, zorunlu karşılıkların etkilerinin, finansal kurumların toplulaştırılmış bilançoları ve gelir tabloları üzerinden incelenmesi doğru bir yaklaşımdır.

Hakim yazının ve T.C. Merkez Bankası'nın önermesi bağlamında, zorunlu karşılıkların faiz hadleri ve buna bağlı olarak makroekonomi üzerindeki etkisinin iki kanaldan işlevsellik gösterdiği öngörülmektedir. Bunlardan maliyet kanalı ile zorunlu karşılık değişimleri doğrudan faiz marjına yansımakta, çünkü bu politika nedeniyle yükümlülüklerin maliyetini mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı ayarlamak suretiyle telafi edilmesi amaçlanmaktadır. Diğer taraftan, likidite kanalı ile zorunlu karşılıklardaki artış nedeniyle bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak üzere T.C. Merkez Bankasından borçlanma ihtiyaçları artmakta, buna bağlı olarak kredi verme davranışları etkilenmektedir. Özellikle faiz koridoru ve diğer likidite araçları ve yöntemleri ile olan etkileşim dikkate alındığında, zorunlu karşılıkların kredi arzı üzerindeki etkisinin likidite kanalıyla da etkin bir şekilde çalışması öngörülmüştür.²⁸³

²⁸³ Alper ve Tiryaki, a.g.e., ss. 1-8.

Zorunlu karşılık aracı, kredi hacmini kontrol etme amacına özgülenmiş makro-ihhtiyatlı bir politika aracı olarak ele alınmış, klasik yaklaşımlar çerçevesinde likidite ve maliyet kanalları üzerinden etkileri analiz edilmiştir. Öncelikle zorunlu karşılıkların “likidite etkisi” ele alınarak, ikraz edilebilir banka aktifleri üzerindeki daraltıcı/genişletici etkisi test edilmiştir. Sonrasında ise, “maliyet kanalı” ele alınarak zorunlu karşılık oranlarındaki artışın mevduat ve/veya kredi maliyeti (faiz oranları) ile olan ilişkisi incelenmiştir.

Faiz koridoru uygulaması da, kredi hacmini kontrol altına almak amacıyla bir makro-ihhtiyatlı politika aracı olarak devreye sokulmuştur. Böylelikle iki farklı kanaldan, koridor faizi üst bandı olan gecelik borç verme faizi ve politika faizi olan haftalık faiz oranı üzerinden fonlama yapılmıştır. İki faiz oranı arasındaki fark kullanılarak zaman zaman ağırlıklı fonlama maliyeti üzerinde belirsizlik oluşturulmaya ve bankaların kaynak maliyetlerinin yükseltimesine çalışılmıştır. Daha önemlisi, koridorun üst bandı kredi faiz oranlarını kontrol etmek amacıyla kullanılmaya çalışılmıştır. Bu kavramsal bağlamda, koridorun üst bandı (bağımsız değişken) ile ticari faiz oranları (bağımlı değişken) arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Seçilen değişkenler arasındaki ilişki iki alt dönem halinde incelenmiştir: faiz koridorunun uygulamaya alındığı 2011 yılı Haziran ayı öncesi ve sonrası olarak birbirinden ayrılmıştır.

3.2.1. Zorunlu Karşılık Likidite Kanalı Modeli

Bankacılık rezervleri genel olarak zorunlu karşılıklar (zorunlu rezervler) ve serbest mevduat/fonlar (fazla rezervler) olarak ikiye ayrılabilir. Merkez bankası, zorunlu karşılıklar aracılığıyla bankaların zorunlu ve serbest rezerv düzeylerinin etkileyebilmektedir. Zorunlu karşılık oranı üzerinden zorunlu ve serbest rezerv düzeylerinin ve dolayısıyla serbest fon düzeyine bağlı olarak kredi hacminin tayin edilebileceği ileri sürülmektedir. zorunlu karşılık oranlarının (ve/veya rezerv opsiyon katsayılarının) değiştirilmesinin *ceteris paribus*, (i) bankaların serbest yani ikraz

edilebilir fonların düzeyine ve (ii) kredi hacmine etki ettiği aksiyomu test edilmektedir.²⁸⁴ Zorunlu rezervler, serbest rezervler ve de kredi hacminden müteşekkil çok değişkenli zaman serilerinden oluşan böylesi bir sisteme en uygun analiz modeli olarak VAR (“Vector-Autoregression” yada “Vektör-Otoregresyon”) modeli seçilmiş ve bir değişkende meydana gelen dışsal bir şokun diğer değişkenler üzerindeki etkisi, etki-tepki fonksiyonu kapsamında tespit edilmeye çalışılmıştır.

3.2.1.1. Değişkenler ve Yöntem

Stok değişkenlerin zaman serileri 2009 yılı sonundan 2013 yılı sonuna kadarki dönemde iki haftalık zorunlu karşılık dönemleri halinde derlenmiştir. Seçilen dönem, 2009 yılındaki ekonomiyi canlandırma amaçlı zorunlu karşılık oranlarındaki indirimlerin sona ermesinden, zorunlu karşılık aracının terk edilmeye başlandığı 2013 yılı sonuna kadarki aralığı kapsamaktadır. Söz konusu dönemdeki zorunlu karşılık ve rezerv opsiyon katsayısına bağlı olarak efektif olarak tutulan zorunlu karşılık miktarı bağımsız değişken olarak seçilmiştir. Tesis edilen zorunlu karşılık miktarındaki değişimin serbest yani ikraz edilebilir fonlar üzerinden kredi hacmini etkilediği varsayımı altında, serbest fon miktarı ve de kredi hacmindeki değişimler bağımlı değişkenler olarak ele alınmıştır.

Değişkenlere ait zaman serilerinin stok değerlerinin basit yüzde değişimleri analize konu edilmiştir. Yüzde değişim oranları, VAR etki-tepki fonksiyonunda kullanmak üzere ilk dereceden²⁸⁵ farkları alınarak durağan (“stationary”) hale getirilmiştir. Başka bir deyişle, etki-tepki fonksiyonu çerçevesinde değişkenlere ait zaman serilerinin oto-kovaryansı “ γ ” tüm zaman serisi boyunca sabitlenmiştir.²⁸⁶

²⁸⁴ Krugman ve Wells, a.g.e., ss. 247-249; Mishkin, a.g.e., ss. 369-374.

²⁸⁵ Değişkenlerin, örneğin efektif olarak tesis edilen zorunlu karşılık miktarının (“RR”) birbirini izleyen dönemler arasındaki yüzde değişimleri $rr_{t-1} = [(RR_t/RR_{t-1})-1]$ şeklinde hesaplanmıştır. Değişkenlerin, örneğin zorunlu karşılık miktarındaki yüzde değişimi durağanlaştırmak amacıyla birinci dereceden farkları ise $rr'_t = (rr_t - rr_{t-1})$ şeklinde alınmıştır.

²⁸⁶ Zaman serilerinde herhangi bir mevsimsellik etkisi söz konusu olmaması sebebiyle ayrıca bir mevsimsellikten arındırma yapılmamıştır. Değişkenlerin her ikisinin de bilanço aktif kalemi olması sebebiyle, bilanço aktif büyüme oranı ile herhangi bir indirgeme yapmanın değişken değerleri arasındaki ilişkiyi etkilemeyeceğinden herhangi bir indirgemeye de gerek duyulmamıştır.

Üç değişkenli basit bir etki-tepki fonksiyonunda;

$$\psi_{rr,ff,g} = \begin{bmatrix} g_{i, t+s} \\ ff_{i, t+s} \\ rr_{i, t} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} g_{i, t+s-1} \\ ff_{i, t-1} \\ rr_{i, t-1} \end{bmatrix} \dots + \begin{bmatrix} \epsilon_g \\ \epsilon_{ff} \\ \epsilon_{rr} \end{bmatrix} \quad (1)$$

Ψ : etki-tepki fonksiyonunu, değişken g : kredi hacmindeki yüzde değişimi, rr : efektif olarak tesis edilen zorunlu karşılık miktarındaki yüzde değişimi, ff : bankaların serbest fon miktarındaki yüzde değişimi, ϵ : değişikliği (“innovation”) yada dışsal şoku ifade etmektedir.

Kurulan etki-tepki fonksiyonunda sistem şu şekilde tanımlanmıştır:

$$\psi_{rr,ff,g} = \frac{\delta_{ff,t+1} \cdot \delta_{g,t+1}}{\delta_{rr,t}} \quad (2)$$

Etki-tepki fonksiyonundaki rr - ff - g şeklindeki sözkonusu sıralama iktisat ve finans yazınında likidite etkisi olarak bilinen aksiyoma dayanmaktadır. Her bir değişkene ait şokun etkisini diğerlerinden ayırtırmak amacıyla Cholesky ayrıştırma metodu (“Cholesky decomposition - dof”) kullanılmıştır. Değişkenlerde ortaya çıkabilecek her bir dışsal şok tecrit edilmiş ve izlenmiştir.

Zorunlu karşılıklardaki bir şokun bir dönem gecikme ile içsel değişkenler yani bankalar serbest (ikraz edilebilir) fonlarında ve kredi hacmi üzerindeki etkisi incelenmiştir. Gecikme dönemi, başka bir deyişle serbest fonlar ve kredi hacmindeki yüzde değişimlerin, zorunlu karşılık miktarındaki yüzde değişime tepki verme süresi bir dönem olarak kabul edilmiştir. Finansal pozisyonları, varlık durumları, rasyoları gün ve gün değişen aktif ve rekabetçi bir bankacılık sektörünün varlığı dikkate alındığında,

gecikme döneminin daha uzun olmasının pek de mümkün olamayacağını ortaya koymaktadır.²⁸⁷

3.2.1.2. Model Sonuçları

Tablo 3: Serbest Rezervler Üzerinden Kredi Hacim Büyüme Tahmin Sonuçları

	$D(rr)$	$D(ff)$	$D(g)$
$D(rr(-1))$	(0.07559) [-9.34817]	(0.17346) [4.52409]	(0.01177) [0.68472]
$D(ff(-1))$	(0.03384) [-2.38868]	(0.07766) [-5.85177]	(0.00527) [1.95537]
$D(g(-1))$	(0.50882) [-0.01047]	(1.16770) [-1.48240]	(0.07925) [-7.35481]
C (sabit terim)	(0.00426) [0.12170]	(0.00978) [-0.04556]	(0.00066) [0.11495]
R-Kare	0.459157	0.423792	0.362679
Ayarlanmış R-Kare	0.443404	0.407010	0.344116
Toplam Kare Artıkları	0.200247	1.054653	0.004857
F-İstatistiği	29.14779	25.25168	19.53802

Gözlem Sayısı: 107

Örnekleme Dönemi: 11/12/2009 3/01/2014

Standart hatalar parantez “()” içinde verilmiştir.

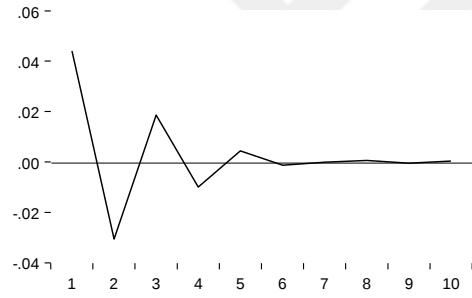
²⁸⁷ VAR rezidüel seri korelasyon Lagrange Çarpımı Testi çerçevesinde 2 gecikme dönemine kadar rezidüeller arasında herhangi bir seri bağlantı olmadığı doğrulanmıştır. Polinom kökleri yaklaşımı çerçevesinde de modül (“modulus”) değeri de test edilmiş, bir gecikme dönemi varsayımı altında VAR modelinin stabilite/durağanlık koşulunu karşıladığı görülmüştür.

T-İstatistiği köşeli parantez “[]” içinde verilmiştir.

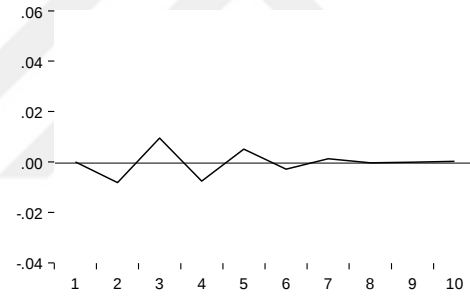


Cholesky Metodu - Bir Standart Sapmalı Şoka Tepkiler

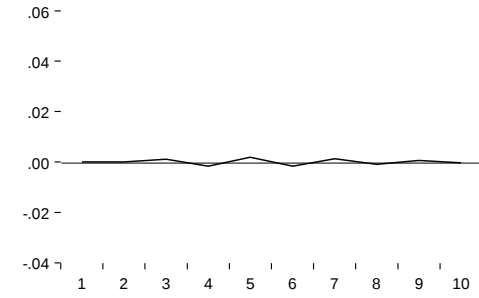
D(rr)'nin D(rr)'ye Tepkisi



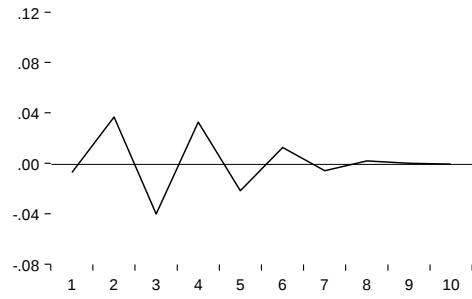
D(rr)'nin D(ff)'ye Tepkisi



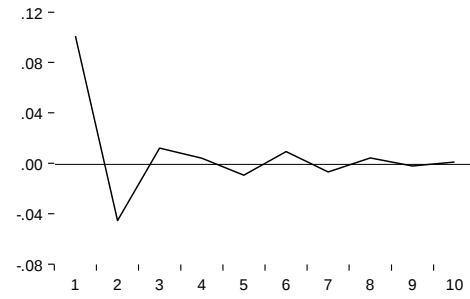
D(rr)'nin D(g)'ye Tepkisi



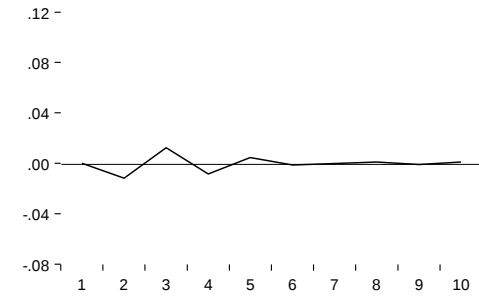
D(ff)'nin D(rr)'ye Tepkisi



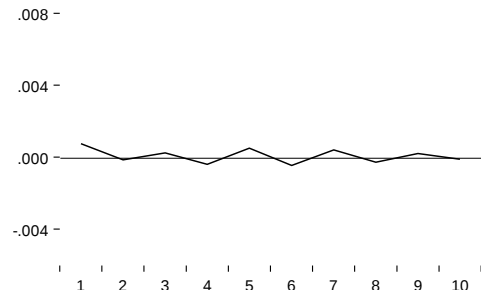
D(ff)'nin D(ff)'ye Tepkisi



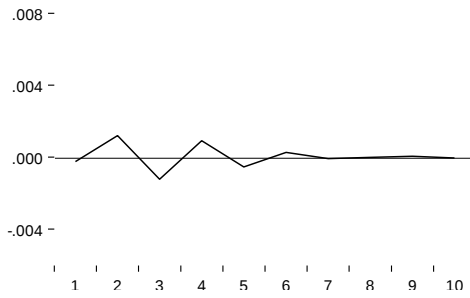
D(ff)'nin D(g)'ye 'ye Tepkisi



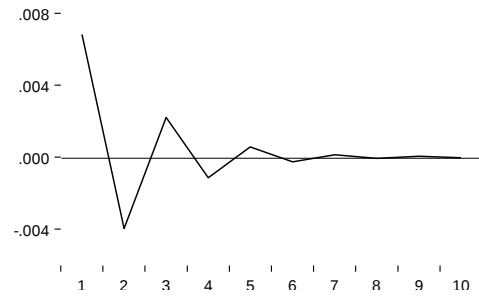
D(g)'nin D(rr)'ye Tepkisi



D(g)'nin D(ff)'ye Tepkisi



D(g)'nin D(g)'ye Tepkisi



Cholesky ayrıştırma yöntemi çerçevesinde, bir standart sapmalık etki-tepki fonksiyonları incelendiğinde, zorunlu karşılık miktarındaki bir standart sapmalık şokun serbest fonlar üzerinde kaydadeğer bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Şoku izleyen 6-7 dönem boyunca serbest fonlar dalgalanmaktadır. Öte yandan, söz konusu şokun doğrudan kredi hacmi üzerindeki etkisi oldukça önemsiz gözükmektedir. Benzer şekilde serbest fonların kredi hacmi üzerindeki etkisi de göz ardı edilebilecek düzeydedir. Sonuç olarak modelin amacı açısından, zorunlu karşılıkların likidite kanalı üzerinden doğrudan ya da dolaylı olarak kredi hacmini yönlendirdiğini ileri sürmek mümkün değildir.

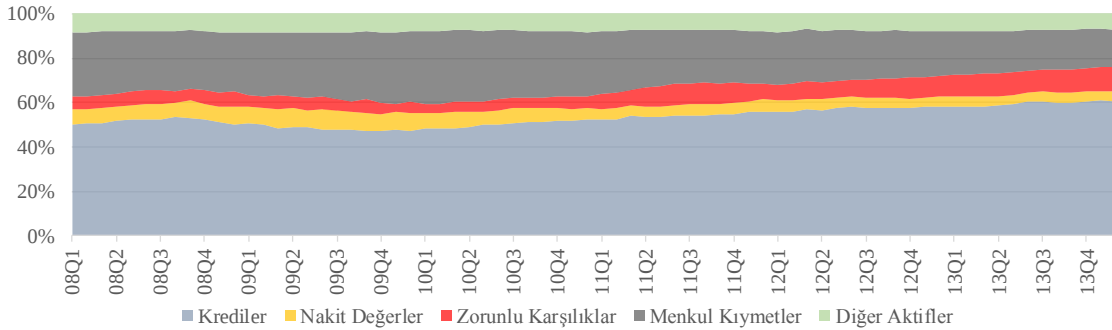
3.2.1.3. Model Sonuçlarının Değerlendirmesi

Likidite kanalı büyük ölçüde bankaların likidite yönetimi tercihlerine bağlı olarak etkinlik göstermektedir. Likidite yönetimi ise, bankaların yükümlülükleri karşılığında kendi hesaplarında ne kadar serbest rezerv bulunduracaklarına karar verme süreci olarak tanımlanabilir. Bankalar, nakit işlem ve transfer hacimleri gereğince likidite tutmak durumundadırlar. Bankalar, müşterilerine karşı yükümlülükleri ve de mevzuat gereği her gün yeterli likiditeye sahip olmak zorundadırlar.²⁸⁸ Ayrıca, bankalar hedefledikleri likidite rasyolarını karşılamak amacıyla da yeterli likiditeye sahip olmalıdırlar. Öte yandan likiditenin bir alternatif maliyeti söz konusudur. Zira bir kaynak maliyeti olan serbest rezervler, kredi ya da menkul kıymet şeklinde nema getiren bir aktife dönüştürülebilir. Dolayısıyla, banka elinde ne kadar çok serbest rezerv bulundurursa katlanacağı fırsat maliyeti o derece yüksek olmakta ve karlılığı sınırlanmaktadır. Bu minvalde, bankalar likidite yükümlülükleri ile fazla likidite tutmanın alternatif maliyeti arasında bir denge kurmayı hedef edinmektedirler.

²⁸⁸ Fon çıkışları karşısında hesaplarında yetersiz serbest rezerv bulunduran bir banka, söz konusu net rezerv açığını finanse etmek zorundadır. Bu net rezerv açığının finansmanı için bankanın kullanabileceği dört tür finansman şekli söz konusudur: Merkez bankasından reeskont kredisi alabilir, bankalararası piyasadan borçlanma yoluna gidebilir, elindeki menkul kıymetlerin bir kısmını piyasa koşullarında satabilir, kredileri çağırabilir (vadesinden önce ödenmesini isteyebilir).

Oturmuş iktisadi yaklaşımlara göre, zorunlu karşılıkların rolü serbest rezerv miktarı üzerinden kredi hacmine yön verebilmesinde saklıdır. Zorunlu karşılıkların artması/azalması *ceteris paribus* serbest rezerv düzeyini daraltması/genişletmesi ve dolayısıyla kredi arzını ya da toplam kredi hacmini daraltması/genişletmesi beklenmektedir. Ne var ki nedenselliğin çıkış noktası ve yönü, oturmuş iktisadi yaklaşımlardan farklılaşmaktadır. Öyle ki, serbest rezerv düzeyi zorunlu karşılıklardan daha ziyade bankaların risk tercihleri tarafından tayin edilmektedir. Bankaların serbest rezerv tutma gereksinimlerinin iktisadi dalgalanmaların genişleme dönemlerinde görece hafiflediği, daralma dönemlerinde ise şiddetlendiği gözlemlenmektedir. Benzer şekilde, bankaların risk ve karlılık iştahları (aktiflerini büyütme yönündeki eğilimleri), genişleme dönemlerinde yükselmekte, daralma dönemlerinde ise düşmektedir. Dolayısıyla bankaların serbest rezerv eğilimleri ile risk iştahları (kredi arzını genişletme tercihleri) ters yönde hareket etmektedir. Bir başka deyişle, bankaların risk iştahlarının yükseldiği/düştüğü dönemlerde, kredi hacmi artarken/düşerken serbest rezerv miktarının daralması/genişlemesi söz konusu olmaktadır.

Grafik 45: Bankacılık Sektörü Aktif Dağılım Değişimi (2008-2013)



Kaynak: BDDK

Grafik-45'ten de görüleceği üzere Türkiye'de krizin etkilerinin sürdüğü 2009 yılı boyunca kredilerin aktifler içindeki payı daralmış ve nakit değerlerde (serbest rezervlerde) yükseliş gözlenmiştir. Küresel risk iştahındaki toparlanmayla birlikte krediler tedricen ancak sürekli surette aktifler içindeki payını artırmıştır. Öte yandan

nakit değerler (serbest rezervler) oransal olarak giderek daralmıştır. Zorunlu karşılık miktarının aktifler içerisindeki payının oransal olarak yükselmesi, serbest rezervleri daraltmış gibi gözükse de, kredi hacmini etkileyememiştir. Daha ziyade bankalar, menkul kıymet aktiflerini kredi aktiflerine dönüştürmüşlerdir. Bu surette, zorunlu karşılık aracının likidite etkisi işlevsellik gösterememiştir.

3.2.2. Zorunlu Karşılık Maliyet Kanalı Modeli

Merkez bankası nezdinde tutulan ve bankaların ihtiyari aktifleri içinde olmayan zorunlu karşılıklar, bankalar için bir maliyet kalemini teşkil etmektedir. Zira bankaların kullanamadıkları, yani alternatif olarak krediye, menkul kıymetlere ya da getirisi yüksek diğer aktiflere dönüştüremediği zorunlu karşılıklar merkez bankası hesaplarında görece düşük bir getiri karşılığında ya da herhangi bir getirisi olmaksızın tutulmaktadır. Kısacası, zorunlu karşılıklar bankalar için alternatif maliyeti olan ve ikraz edemedikleri bir aktif kalemidir. Söz konusu maliyet ya mevduat faiz oranlarına ya kredi faiz oranlarına ya da her ikisine yansımaktadır. Kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farkı ifade eden ve bankalar için esas gelir kalemi niteliğinde olan net faiz marjı da zorunlu karşılık oranlarından etkilenmektedir. Bir başka deyişle, banka karlılıklarının doğrudan zorunlu karşılıklar tarafından etkilendiği ileri sürülmektedir.

Şekil 10: Zorunlu Karşılık Oranlarının Banka Karlılıklarına Etkisinin

Basitleştirilmiş Gösterimi

Durum-1: Zorunlu Karşılık Oranı Yüzde 0

Bilanço Aktif-Pasif Dağılımı	Faiz/Nema Oranları	Faiz Gelir Gider Hesabı
Mevduatlar (100TL)	x 12,0%	= -12,0TL
ZK Oranı (0%)		
Krediler (100TL)	x 15,0%	= +15,0TL
Net Faiz Marjı ve Geliri 3,0% +3,0TL		

Durum-2: Zorunlu Karşılık Oranı Yüzde 10

Bilanço Aktif-Pasif Dağılımı	Faiz/Nema Oranları	Faiz Gelir Gider Hesabı
Mevduatlar (100TL)	x 12,0%	= -12,0TL
ZK Oranı (10%)		
Zorunlu Karşılıklar (10TL)	x 4,0%	= +0,4TL
Krediler (90TL)	x 15,0%	= +13,5TL
Net Faiz Marjı ve Geliri 3,0% +1,9TL		

Durum-2: Net Faiz Gelirine Negatif Etkisi

Bilanço Aktif-Pasif Dağılımı	Faiz/Nema Oranları	Faiz Gelir Gider Hesabı
Mevduatlar (100TL)	x 12,0%	= -12,0TL
ZK Oranı (10%)		
Zorunlu Karşılıklar (10TL)	x 4,0%	= +0,4TL
Krediler (90TL)	x 15,0%	= +13,5TL
Net Faiz Marjı ve Geliri 3,0% +1,9TL		

Durum-3: Net Faiz Gelirine Nötr Etkisi

Bilanço Aktif-Pasif Dağılımı	Faiz/Nema Oranları	Faiz Gelir Gider Hesabı
Mevduatlar (100TL)	x 11,5%	= -11,5TL
ZK Oranı (10%)		
Zorunlu Karşılıklar (10TL)	x 4,0%	= +0,4TL
Krediler (90TL)	x 15,7%	= +14,1TL
Net Faiz Marjı ve Geliri 4,2% +3,0TL		

Yukarıdaki gösterimde, zorunlu karşılık oranlarının artırılması sonucunda, net faiz marjı aynı seviyede kalmakta ancak faiz gelirleri yani banka karlılıkları gerilemektedir. Bu durumda bankalar bir seçimle karşı karşıya bırakılmaktadırlar: ya daha düşük faiz gelirine razı olarak zorunlu karşılıkların maliyetini üstlenmek, ya da düşen faiz

gelirlerini tekrar önceki seviyeye taşıyabilmek için kredi-mevduat faiz oranı farkı olan net faiz marjını artırmak.

İktisat yazınında, zorunlu karşılık oranının banka karlılıklarına olan etkisinin bankaların kredi davranışlarını yani kredi hacim büyümesini etkilediği savunulmaktadır. Öyle ki, zorunlu karşılıklardaki herhangi bir artışın, (i) tek başına mevduat faizini düşürmesi, (ii) tek başına kredi faizini yükseltmesi veya (iii) her iki faiz oranını birlikte hareket ettirmesi öngörülmektedir. Sözgelimi merkez bankasının zorunlu karşılıkları artırması şeklindeki bir uygulamasının doğrudan banka müşterilerine yansıtılacağı varsayılmaktadır. Böylesi bir durumda bankalar reaksiyon göstererek ya mevduat faizlerini aşağı çekmek ya kredi faizlerini yükseltmek ya da her ikisini birlikte yapmak durumunda kalacaklardır. Sonuç olarak, bankaların net faiz marjının zorunlu karşılık artırımı dönemi öncesindeki seviyede tutulabilmesi için, zorunlu karşılıkların maliyeti mevduat ve kredi müşterilerine yansıtılacaktır.

T.C. Merkez Bankası, zorunlu karşılık aracını banka maliyetlerini belirleyebilmek için uzun süre aktif olarak kullanmıştır. Uygulanan zorunlu karşılık oranı ve de mevduat faizi ne derece yüksekse bankanın katlanmak zorunda kaldığı ve/veya müşterilerine yansıttığı alternatif maliyet de o derece yüksek olmaktadır.²⁸⁹ Zorunlu karşılık oranına ek olarak, zorunlu karşılıklar için ödediği nema oranından ve rezerv opsiyon katsayısından da maliyetin düzeyini belirlemek amacıyla yararlanmıştır. Öte yandan zorunlu karşılıkların bankalar için alternatif maliyeti sadece zorunlu karşılık oranına bağlı değildir. Zorunlu karşılıklar için merkez bankasının önerdiği nema/faiz ve de zorunlu karşılık opsiyon katsayıları da bankaların maliyetini etkileyebilmektedir.

²⁸⁹ Söz konusu alternatif maliyet, tutulan zorunlu karşılık miktarı ile mevduat faiz oranının çarpımına eşittir. Detaylı bilgi için bakınız; Feinman, a.g.e., s. 576.

Zorunlu karşılık oranının maliyetler üzerinden banka kredi aktif büyüme tercihlerine yön verebildiği aksiyomunun dayandığı varsayımsal kurgu şu şekildedir;

rr : zorunlu karşılık düzeyini belirleyen üç ana faktör sözkonusudur: rrr_{ij} : zorunlu karşılık oranları (vade ve para birimi bazında farklı zorunlu karşılık oranları), d_{ij} : mevduat ve müstakriz fon düzeyi (zorunlu karşılığa tabi farklı vade ve para birimi bazında), ROC_{ij} : rezerv opsiyon katsayısı (TL zorunlu karşılık için tutulabilecek yabancı para ve altın düzeyinin tavanını oluşturan katsayı). Bu anlamda zorunlu karşılık tutarı aşağıdaki gibi bir hesaplama çerçevesinde iki haftalık dönemler halinde günsonu bakiyelerine göre belirlenmektedir.

$$\Sigma_{rr,t} = \phi_{rrr,t} * \Sigma_{d,t} \quad (1)$$

veya

$$\phi_{rrr,t} = \Sigma_{rr,t} / \Sigma_{d,t} \quad (2)$$

ϕ_{rrr} : efektif zorunlu karşılık oranı, Σ_{rr} : efektif olarak tutulan zorunlu karşılık toplamı ve Σ_d : zorunlu karşılığa tabi fon toplamı (mevduat ve müstakriz fon düzeyi) üzerinden hesaplanmaktadır. Bir başka deyişle efektif olarak tutulan zorunlu karşılık toplamı, ilgili dönemdeki zorunlu karşılık oranı, mevduat ve müstakriz fon düzeyi ve de rezerv opsiyon katsayısı ile hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned} \Sigma_{rr} = & (d_{O/N_{TL}} * rrr_{O/N_{TL}} + d_{W_{TL}} * rrr_{W_{TL}} + \dots \dots \dots + d_{Y_{TL}} * rrr_{Y_{TL}}) * \\ & \phi_{ROC_{TL/(USD\&GOLD)}} + (d_{O/N_{YP}} * rrr_{O/N_{YP}} + d_{W_{YP}} * rrr_{W_{YP}} + \\ & \dots \dots \dots + d_{Y_{YP}} * rrr_{Y_{YP}}) * \phi_{ROC_{USD/GOLD}} \pm \varepsilon \quad (3) \end{aligned}$$

ve

$$\phi_{rrr,t} = ((d_{O/N_{TL}} * rrr_{O/N_{TL}} + d_{W_{TL}} * rrr_{W_{TL}} + \dots + d_{Y_{TL}} * rrr_{Y_{TL}}) * \phi_{ROCTL/(USD\&GOLD)} + (d_{O/N_{YP}} * rrr_{O/N_{YP}} + d_{W_{YP}} * rrr_{W_{YP}} + \dots + d_{Y_{YP}} * rrr_{Y_{YP}}) * \phi_{ROCUSD/GOLD} \pm \varepsilon) / \Sigma_{d,t} \quad (4)$$

Sözkonusu denkleme göre, efektif zorunlu karşılık oranı, rezerv opsiyonu katsayısı çerçevesindeki opsiyon kullanımına, mevduat ve müstakriz fonların düzeyine ve de regülasyonun izin verdiği ε : zorunlu karşılık tesis dönemleri arası aktarma oranına bağlı olmaktadır.

Zorunlu karşılığın maliyet kanalı üzerinden etkinliği ise efektif zorunlu karşılık oranı ve de zorunlu karşılığın maliyeti olan mevduat faiz oranı tarafından tayin edilmektedir. Daha basit bir anlatımla, zorunlu karşılığın maliyeti efektif olarak tesis edilen zorunlu karşılık oranı ve de mevduat faiz oranına bağlı olmaktadır. Bu bağlamda;

$$c_{rr,t} = \phi_{rrr,t} * (r_{d,t} - y_{rr,t}) \quad (5)$$

c_{rr} : zorunlu karşılığın maliyetini, r_d : mevduat faiz oranını ve y_{rr} : merkez bankasının zorunlu karşılık için verdiği nema/faiz oranını nitelemektedir. Ek bir maliyet kalemi olarak zorunlu karşılığın maliyeti, bağlı bulunduğu kaynağa, yani mevduatın faiz oranına bağlanmıştır. Zorunlu karşılığın maliyeti, mevduat faiz oranından, varsa merkez bankası tarafından zorunlu karşılıklar için ödenen nema/faiz oranının çıkarılması ile bulunmaktadır.

Hakim yazında zorunlu karşılığın maliyetinin, doğrudan net faiz marjına yansıdığı varsayılmaktadır. Zorunlu karşılığın uygulanmadığı hipotetik bir duruma kıyasla zorunlu karşılığın uygulandığı ve alternatif maliyetinin sözkonusu olduğu bir durumda net faiz marjının görece daha yüksek olacağı öne sürülmektedir. Zira

bankaların zorunlu karşılık maliyetini kısmen yada tamamen mevduat sahiplerine ve/veya kredi müşterilerine yansıtacağı öngörülmektedir. Bu bağlamda, zorunlu karşılığın olmadığı bir ortamda bankaların;

$$r_{n,t} = r_{l,t} - r_{d,t} \quad (6)$$

r_n : net faiz marjının, r_l : kredi faiz oranı ile r_d : mevduat faiz oranı arasındaki farktan oluştuğu varsayılmaktadır.²⁹⁰ Zorunlu karşılığın analize dahil edilmesi ile birlikte, zorunlu karşılık maliyetinin kısmen veya tamamen müşterileri yansıtıldığı varsayımı altında net faiz marjı aşağıdaki şekli almaktadır:

$$r_{n,t} = r_{l,t} - r_{d,t} + \beta c_{rr,t} \quad (7)$$

veya

$$r_{n,t} = r_{l,t} - r_{d,t} + \beta \left(\phi_{rrr,t} * (r_{d,t} - y_{rr,t}) \right) \quad (8)$$

$$\beta = (0 | 1) \text{ veya } 0 \leq \beta \leq 1$$

Sözkonusu denklemde β : zorunlu karşılık maliyetinin mevduat ve/veya kredi müşterilerine yansıtma katsayısını ifade etmektedir. β katsayısı, 0'a yaklaştıkça net faiz marjı daralmakta, yani zorunlu karşılık maliyeti daha çok bankalarca (faiz/kar marjından feragat etme şeklinde) karşılanmakta; katsayı 1'e yaklaştıkça net faiz marjı genişlemekte yani zorunlu karşılık maliyeti daha çok mevduat ve kredi müşterilerine yansıtılmaktadır.

²⁹⁰ Net faiz marjı, esasen kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farktan oluşmakla birlikte, bankaların tahsil edemediği kredilerin ("NPL Ratio: Non-performing loans ratio" veya performe etmeyen yada geri ödenmeyen kredilerin) maliyeti de sözkonusu marja negatif bir kalem olarak dahil edilmektedir. Analizi basitleştirmek adına, tahsil edilemeyen kredi alacak oranı kapsam dışı bırakılmıştır.

β katsayısı, 0'a ne kadar yaklaşırsa, zorunlu karşılığın maliyet kanalı üzerinden etkinliği de o derece zayıflamaktadır. Bir başka deyişle, bankaların zorunlu karşılık maliyetindeki değişime verdikleri tepki (faiz marjından feragat yada müşterilere yansıtma şeklindeki tepkileri) sözkonusu kanalın etkinliğini belirlemektedir. Model çerçevesinde, zorunlu karşılık maliyetindeki değişimin net faiz marjına yansıdığı ve böylelikle kredi hacmini yönlendirdiği hipotezi test edilecektir.

3.2.2.1. Değişkenler ve Yöntem

Türkiye’de 2009 yılındaki ekonomiyi canlandırma amaçlı zorunlu karşılık oranlarındaki indirimlerin sona ermesinden, zorunlu karşılık aracının aktif kullanımının terk edilmeye başlandığı 2013 yılı sonuna kadarki dönemde efektif zorunlu karşılık aracının maliyetinin, net faiz marjı üzerinden kredi hacmine etkisi incelenmektedir. Efektif olarak tutulan zorunlu karşılığın maliyeti bağımsız değişken olarak tecrit edilmiştir. Zorunlu karşılık oranı ve dolayısıyla maliyetindeki değişimin, kredi ve mevduat faizleri arasındaki net faiz marjı üzerinden kredi hacmini etkilediği varsayımı altında net faiz marjı ve de kredi hacmi bağımlı değişkenler olarak ele alınmıştır. Değişkenlere ait zaman serilerinin stok değerlerinin basit yüzde değişimleri analize konu edilmiştir. Yüzde değişim oranları, VAR etki-tepki fonksiyonunda kullanmak üzere ilk dereceden farkları alınarak durağan (“stationary”) hale getirilmiştir. Başka bir deyişle, etki-tepki fonksiyonu çerçevesinde değişkenlere ait zaman serilerinin oto-kovaryansı “ γ ” tüm zaman serisi boyunca sabitlenmiştir.²⁹¹

Üç değişkenli bir etki-tepki fonksiyonunda;

$$\psi_{crr,rn,g} = \begin{bmatrix} g_{i, t+s} \\ r_{ni, t+s} \\ c_{rri, t} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} g_{i, t+s-1} \\ r_{ni, t+s-1} \\ c_{rri, t-1} \end{bmatrix} \dots \begin{bmatrix} g_{i, t+s-n} \\ r_{ni, t+s-n} \\ c_{rri, t-n} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \epsilon_g \\ \epsilon_{ff} \\ \epsilon_{rr} \end{bmatrix} \quad (1)$$

²⁹¹ Zaman serilerinde herhangi bir mevsimsellik etkisi sözkonusu olmaması sebebiyle ayrıca bir mevsimsellikten arındırma yapılmamıştır.

Ψ : etki-tepki fonksiyonunu, değişken g : kredi hacmindeki yüzde büyümeyi, c_{rr} : efektif olarak tesis edilen zorunlu karşılığın maliyetini, r_n : net faiz marjını, ϵ : değişikliği (“innovation”) yada dışsal şoku ifade etmektedir.

Kurulan etki-tepki fonksiyonunda model şu şekilde tanımlanmıştır:

$$\psi_{c_{rr}, r_n, g} = \frac{\delta r_{n,t}, \delta g_t}{\delta c_{rr, t-1}} \quad (2)$$

Efektif olarak tesis edilen zorunlu karşılıkların maliyetindeki bir şokun bir dönem gecikme ile içsel değişkenler yani net faiz marjı ve kredi hacim büyüme oranı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bir gecikme dönemi çerçevesinde VAR etki-tepki modeli kurgulanmıştır.²⁹²

Yukarıda açıklanan değişkenler ve model çerçevesinde, zorunlu karşılığın maliyet kanalı üzerinden etkinliği iki ayrı dönemde ele alınacaktır: (i) zorunlu karşılık aracının tek başına kullanıldığı dönem (küresel krizin ve ardından zorunlu karşılık aracının kullanılmaya başladığı 2008 Kasım - 2011 Haziran dönemi), (ii) zorunlu karşılık aracının diğer düzenleme ve araçlarla birlikte kullanıldığı dönem (2011 Haziran - 2013 Aralık dönemi). Söz konusu yaklaşım, zorunlu karşılığın tek başına kullanıldığındaki etkinliği ile diğer araçlarla birlikte kullanıldığındaki etkinliğini birbirinden ayırt etme amacını taşımaktadır. Modeldeki zamansal dikotomi, küresel kriz

²⁹² VAR rezidüel seri korelasyon Lagrange Çarpımı Testi çerçevesinde 4 gecikme dönemine kadar rezidüeller arasında herhangi bir seri bağlantı olmadığı doğrulanmıştır. Polinom kökleri yaklaşımı çerçevesinde modül (“modulus”) değeri de test edilmiş, bir gecikme dönemi varsayımı altında VAR modelinin stabilite/durağanlık koşulunu karşıladığı görülmüştür.

dönemi Türkiye ekonomisinin 2008-2013 yılları arasında oluşan farklı dönemlerle de aşağı yukarı örtüşmektedir.²⁹³

3.2.2.2. Model Sonuçları

Zorunlu karşılık aracının tek başına kullanıldığı analize konu ilk dönemde (2009 Ekim-2011 Haziran dönemi) Cholesky ayrıştırma yöntemi çerçevesinde, bir standart sapmalı etki-tepki fonksiyonları incelendiğinde, zorunlu karşılık maliyetindeki bir standart sapmalı şokun, net faiz marjı üzerinde neredeyse hiçbir tepkiye sebep olmadığı söylenebilir.

Tablo 4: Net Faiz Marjı Üzerinden Kredi Hacim Büyüme Tahmin Sonuçları (Faiz Koridoru Uygulaması Öncesi Dönemde)

	$D(c_{rr})$	$D(r_n)$	$D(g)$
$D(c_{rr} (-1))$	(0.14791) [-0.47139]	(1.03689) [0.40245]	(4.14024) [-1.53335]
$D(r_n (-1))$	(0.02227) [0.15630]	(0.15614) [-0.87471]	(0.62347) [-0.75525]
$D(g (-1))$	(0.00545) [-2.28486]	(0.03821) [-0.27670]	(0.15256) [0.88641]
C (sabit terim)	(7.50005) [3.09696]	(0.00053) [-0.62755]	(0.00211) [3.74692]
R-Kare	0.122082	0.021772	0.104555
Ayarlanmış R-Kare	0.057844	-0.049806	0.039035
Toplam Kare Artıkları	5.790006	0.000284	0.004533
F-İstatistiği	1.900459	0.304175	1.595762

²⁹³ Küresel kriz sonrası ekonomik canlanma dönemi (2009Ç4-2011Ç2) modelindeki ilk döneme ve Avrupa borç krizi ve yeniden dengelenme/normalleşme dönemi (2011Ç2-2013Ç4) modeldeki ikinci döneme denk gelmektedir. Bu anlamda, zorunlu karşılık aracının etkinliğinin incelendiği iki ayrı dönem, Türkiye'deki ekonomik gelişme dönemlerine de paralellik göstermektedir.

Gözlem Sayısı: 45

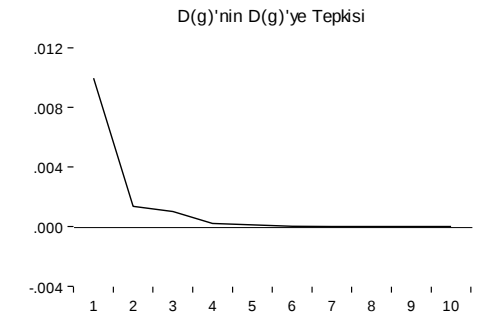
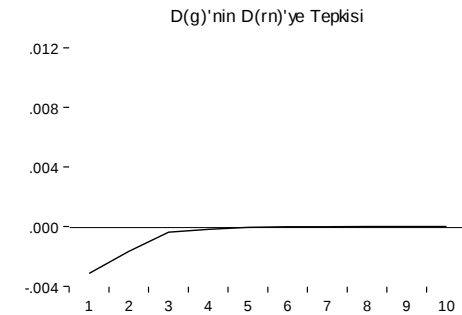
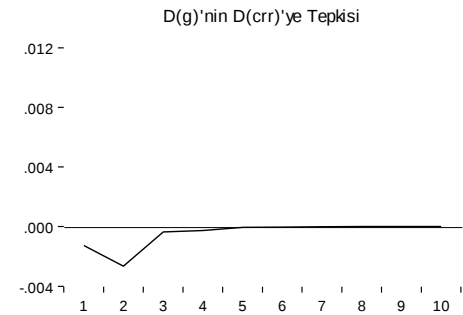
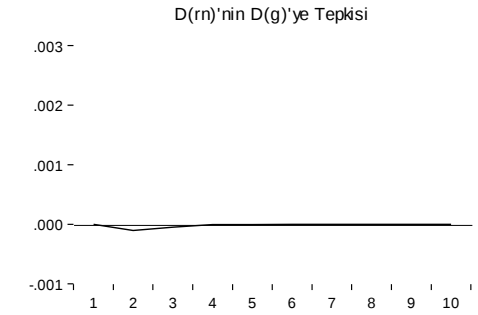
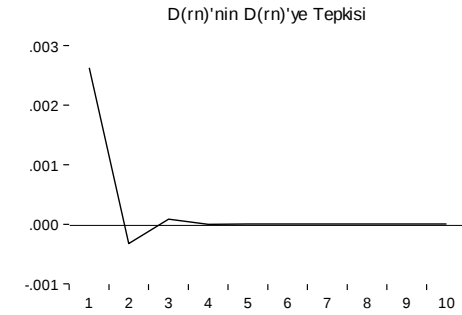
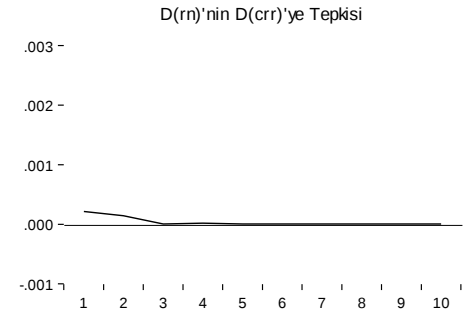
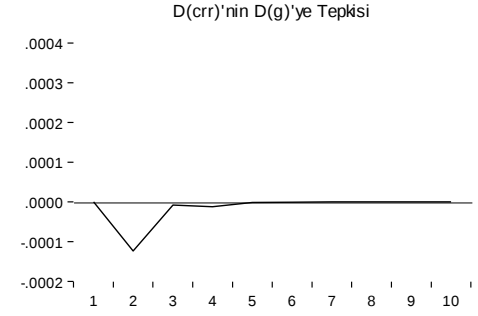
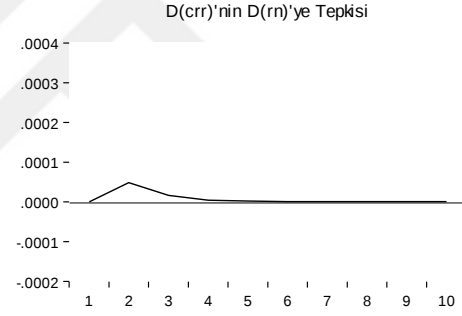
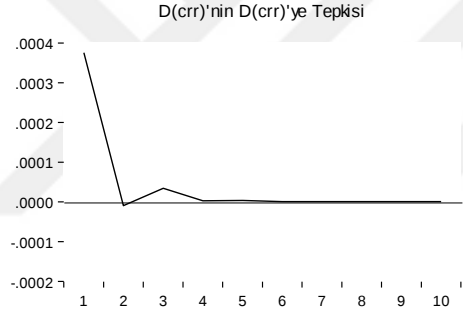
Örnekleme Dönemi: 2/10/2009 - 10/06/2011

Standart hatalar parantez “()” içinde verilmiştir.

T-İstatistiği köşeli parantez “[]” içinde verilmiştir.



Cholesky Metodu - Bir Standart Sapmalı İkili Tepkiler



2009 Ekim – 2011 Haziran aylarını içeren ve zorunlu karşılık aracının tek başına kullanıldığı birinci dönemde, zorunlu karşılık maliyetindeki dışsal şoku izleyen periyotta net faiz marjında hiçbir kıpırdanma/dalgalanma gözlemlenmemektedir. Söz konusu dönemde iki değişken arasındaki korelasyon sıfıra yakındır. Dolayısıyla zorunlu karşılık aracının önce net faiz marjını ve ardından kredi hacmine yön vermesine dayanan varsayımsal zincirde, zorunlu karşılık maliyeti ile net faiz marjı arasındaki halka tamamıyla kopuktur. Benzer şekilde net faiz marjının kredi hacim büyüme oranı üzerindeki etkisi de göz ardı edilebilecek düzeyde önemsizdir.

Tablo 5: Net Faiz Marjı Üzerinden Kredi Hacim Büyüme Tahmin Sonuçları (Faiz Koridoru Uygulaması Sonrası Dönemde)

	$D(C_{rr})$	$D(r_n)$	$D(g)$
$D(C_{rr}(-1))$	(0.12940) [-0.24695]	(1.83915) [1.58527]	(4.41754) [-0.59486]
$D(r_n(-1))$	(0.00820) [-0.51973]	(0.11647) [-2.78880]	(0.27976) [-0.14868]
$D(g(-1))$	(0.00340) [-0.25432]	(0.04826) [-1.69517]	(0.11593) [3.79488]
C (sabit terim)	(3.5E-05) [0.04785]	(0.00050) [0.40968]	(0.00120) [-0.51117]
R-squared	0.005943	0.176900	0.189579
Adj. R-squared	-0.042156	0.137073	0.150365
Sum sq. resids	4.91E-06	0.000992	0.005723
F-statistic	0.123560	4.441676	4.834477

Gözlem Sayısı: 66

Örnekleme Dönemi: 24/06/2011 – 20/12/2013

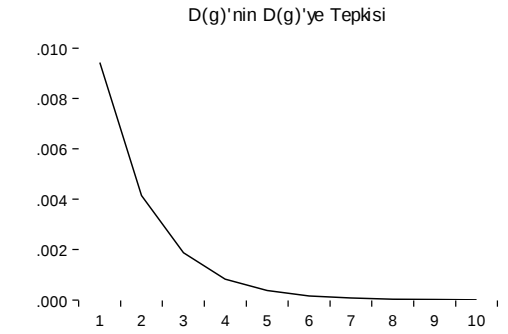
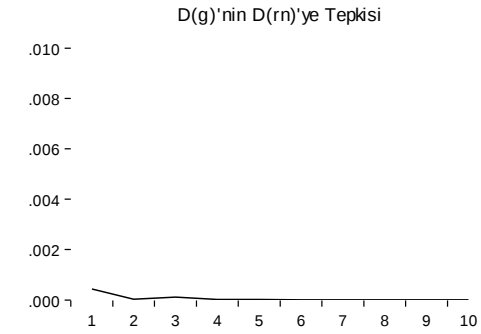
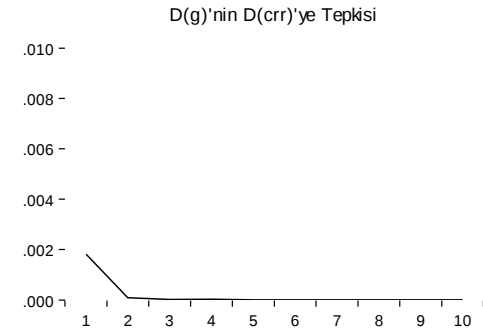
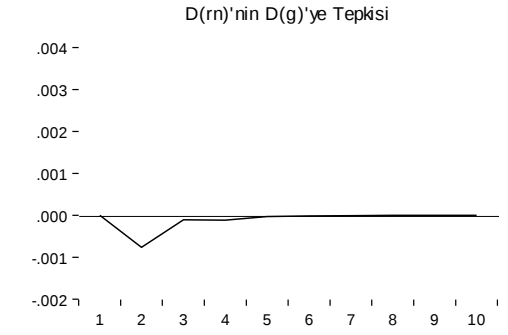
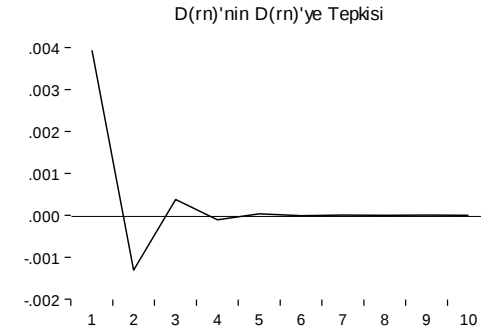
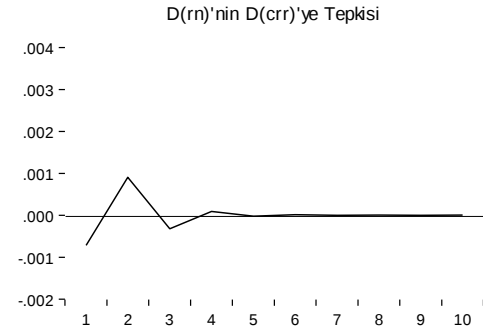
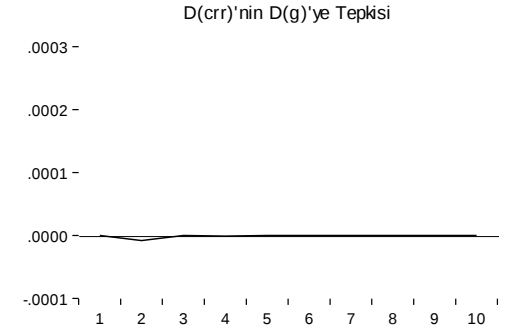
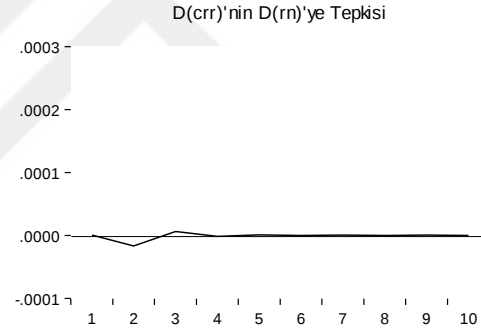
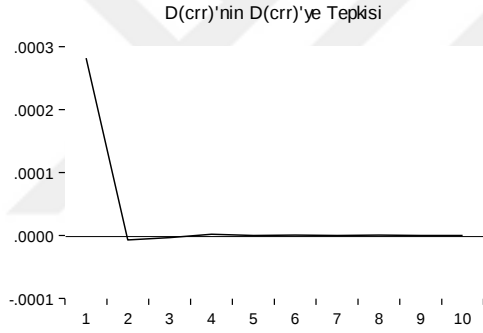
Standart hatalar parantez “()” içinde verilmiştir.

T-İstatistiği köşeli parantez “[]” içinde verilmiştir.

2011 Haziran – 2013 Aralık döneminde, zorunlu karşılığa ek olarak faizi koridoru ve aktif likidite yönetimi, rezerv opsiyon katsayısı ve regülatif kısıtlamalar devreye sokulmuştur. Ancak sözkonusu dönemde de zorunlu karşılık maliyetindeki şoklar, net faiz marjı ve de kredi hacim büyüme oranı üzerinde etkili olmamıştır.²⁹⁴ Vektör-otoregresyon etki-tepki fonksiyonları çerçevesinde iki dönemde de, zorunlu karşılık maliyetinde meydana gelen (bir standart sapmalık) etkiler, net faiz marjında neredeyse hiçbir tepkiye yol açmamıştır. Net faiz marjındaki izole edilmiş etkilerin de kredi hacmi üzerinde etkili olduğunu söylemek imkansızdır.

²⁹⁴ BDDK müdahalesiyle başlayan 2011 yılı Haziran ayından, parasal sıkılaştırma amaçlı faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi ile devam eden ve etkileri 2012 Haziran ayına kadar süren süreçte, zorunlu karşılıkların maliyetinin net faiz marjı ve kredi hacim büyüme oranı üzerinde en çok hissedildiği dönem olmakla birlikte, sözkonusu dönemde dahi zorunlu karşılık maliyet kanalının etkinliği oldukça sınırlı kalmıştır.

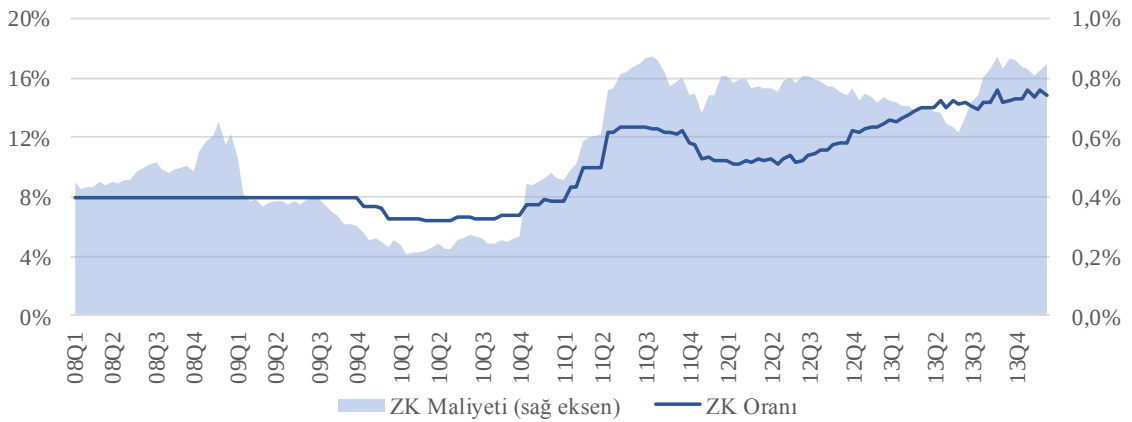
Cholesky Metodu - Bir Standart Sapmalı Şoka Tepkiler



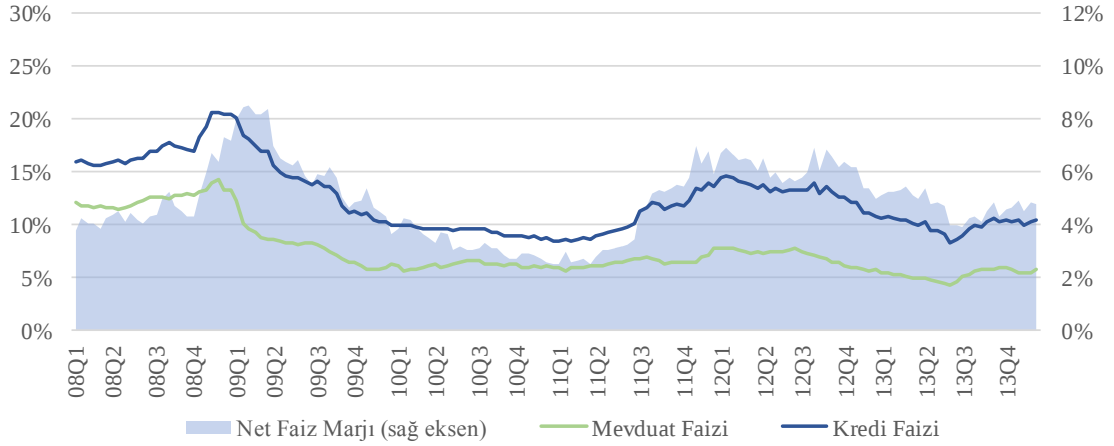
3.2.2.3. Model Sonuçlarının Değerlendirmesi

Uygulamalı modelin çıktılarının da ortaya koyduğu üzere, ne zorunlu karşılık aracının tek başına uygulandığı 2009 Ekim – 2011 Haziran döneminde ne de diğer araçlar ve uygulamalarla desteklendiği 2011 Haziran – 2013 Aralık döneminde zorunlu karşılıkların, bir makro-ihtiyatlı politika aracı olarak maliyet kanalı üzerinden etkin olduğunu savunmak pek mümkün değildir. Öncelikle zorunlu karşılığın maliyeti, mevduat faiz oranına doğrudan bağlıdır. Kriz döneminde T.C. Merkez Bankası'nın ekonomiyi canlandırmak amaçlı parasal gevşeme girişimleri ve krizi izleyen dönemde yoğun fon girişleri, tüm piyasa faizlerini aşağıya çekmiştir. Bilhassa 2009 yılı başlarından itibaren piyasa faizleri paralelinde mevduat ve kredi faiz oranları ciddi düzeyde gerilemiştir. Ayrıca zorunlu karşılıklar için 2010 yılı Ekim ayına kadar nema ödenegelmıştır. Söz konusu nema, zorunlu karşılığın bankalar için maliyetini düşürücü bir etkiye sahiptir. Düşük faiz oranları ve de zorunlu karşılıkların nemalanmasına bağlı olarak, zorunlu karşılığın maliyeti de artan zorunlu karşılık oranına kıyasla düşük seviyelerde kalmıştır.

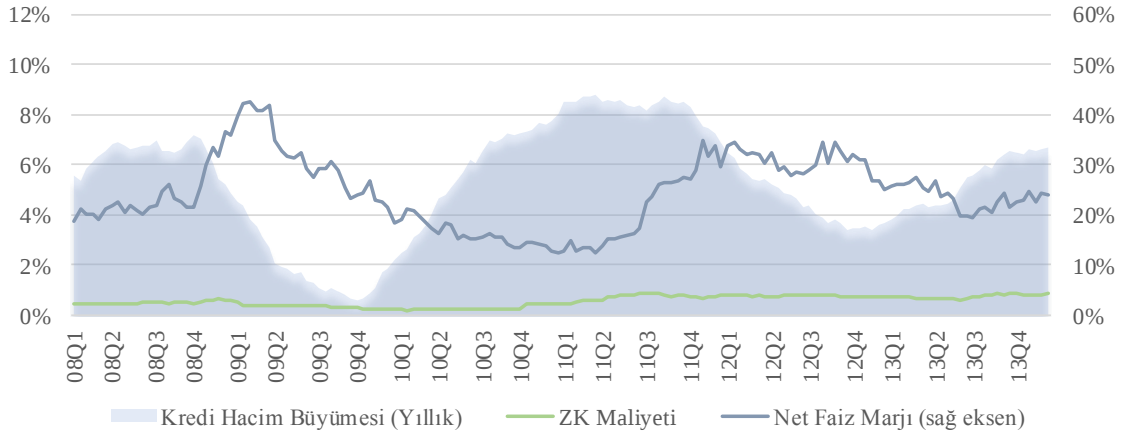
Grafik 46: Zorunlu Karşılık Oranı ve Maliyeti



Grafik 47: Kredi ve Mevduat Faiz Oranları ve Net Faiz Marjı



Grafik 48: Zorunlu Karşılık Maliyeti, Net Faiz Marjı ve Kredi Hacim Büyümesi



Kaynak: TCMB, BDDK

Bilhassa 2010 yılından itibaren kredi hacmine özgülenen zorunlu karşılık oranı çok değişikliklerle yükseltilmiştir. Ne var ki, zorun karşılığın maliyeti hiçbir dönemde yüzde 1'i dahi bulamamıştır. Sonuç olarak net faiz marjına ve daha da önemlisi bankaların kredi aktifü üretme tercihleri üzerinde etkili olamamıştır.

Maliyet kanalını etkisiz kılan bir diğer faktör de, düşen piyasa faizleri paralelinde bankaların mevduata alternatif daha uygun kaynaklardan fon elde edebilmesi olmuştur.

Bankalar, T.C. Merkez Bankası repo işlemlerinden ve uluslararası para ve sermaye piyasalarından bol ve ucuz likidite sağlayabilmişlerdir. Ayrıca bilhassa 2010 yılı başlarından itibaren oluşan yüksek banka karlılıkları da bankaların kendi sermayeleri ile kredi aktiflerini fonlamasını daha fazla olanaklı kılmıştır. Söz konusu faktör, bankaların ortalama fon kaynak maliyetini oldukça geriye çekmiştir. Daha da önemlisi, alternatif kaynaklar net faiz marjının kredi hacmi üzerindeki etkisini kısıtlamıştır. Zira yurtiçi mevduatlar, aktiflerin ana fon kaynağı olmakla birlikte marjinal fonlama kaynağı olmaktan çıkmış, bilanço pasif kalemleri arasındaki oransal ağırlığını kısmen yitirmiştir.

3.2.3. Faiz Koridoru Uygulaması ve Ticari Kredi Faizlerine Dair Ampirik Bir Test

T.C. Merkez Bankası, krizden çıkış stratejisi çerçevesinde 2010 yılı Mayıs ayından itibaren zorunlu karşılık aracına ek olarak faiz koridoru aracını da makro-ihtiyatlı bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Gecelik borçlanma ve borç verme faizlerine ek olarak haftalık repo faizi politika faizi olarak deklare edilmiş ve ardından hem gecelik hem de haftalık bazda repo ihaleleri düzenlenerek rezerv arzı sağlanmıştır. T.C. Merkez Bankası bazı günler sadece gecelik, bazı günler sadece haftalık, bazı günlerde ise hem gecelik hem haftalık bazda miktar ihaleleri düzenlenmiştir. Fonlama miktarının da belirsizlik kazanması ile ortalama fonlama maliyeti bilhassa 2011 yılsonuna doğru koridor içinde dalgalanmaya bırakılmıştır. Koridorun üst bandından fonlama yapıldığında ortalama fonlama maliyetleri yukarı, haftalık repo ile fonlama yapıldığında fonlama maliyetleri aşağı gelmiştir. Öte yandan, repo ihalelerinin miktar bazlı düzenlenmesi sebebiyle, beklenenden düşük miktarda rezerv arz edildiğinde ise bankalararası piyasadaki faizler yukarı yönlü dalgalanmıştır. Faiz koridoruna ek olarak aktif bir likidite yönetimi ile belirsizliğin artması sonucu piyasa faizlerinin yukarı yönlü hareket etmesi ve kaynak maliyetlerinin pahalılaşması amaçlanmıştır. Kısacası faiz koridoru, faiz hedeflemesinden daha ziyade finansal istikrara yönelik bir araç olarak tasarlanmış ve uygulanmıştır. Faiz koridorunun bir başka özelliği de, kredi ve mevduat faizlerini yönetme amacına dönük kullanılmış

olmasıdır: Koridorun üst bandı ile kredi faiz oranını ve ortalama fonlama maliyeti ile de mevduat faizi oranını kontrol edilmeye çalışılmıştır.

3.2.3.1. Değişkenler ve Yöntem

T.C. Merkez Bankası'nın koridor üst bandı ile kredi faizlerini yönetme hedefini, bir başka deyişle gecelik borç verme faizi ile TL ticari kredi faizleri arasında bir ilişkinin varlığı iki ayrı dönemde haftalık bazda (haftalık kapanış değerleri üzerinden) ele alınmıştır: (i) faiz koridor uygulamasına geçilmeden önceki dönem (Şubat 2008-Mayıs 2010) ve (ii) faiz koridoru uygulama dönemi (Mayıs 2010-Aralık 2013). Söz konusu dönemlerde bağımsız değişken olarak r_{cub} : gecelik borç verme faizinin, bağımlı değişken olan r_{cl}^{TL} : Türk Lirası ticari kredi faizini etkilediği varsayımı altında sıradan en küçük kareler yönetimiyle r-kare istatistiksel ölçüsü ile verilerin regresyon hattına yakınlığı ölçümlenmiştir. TL ticari kredi faizlerinin bağımlı değişken olarak seçilmesinin altında yatan rasyonel ise, söz konusu faiz hadlerinin diğer faiz hadlerine göre daha dinamik olmasından ve dolayısıyla piyasadaki değişimleri daha hızlı yansıttığı varsayımı olmuştur.

Kredi hacmi ile olan ilişkisine geçmeden evvel, gecelik fonlama oranının, ticari kredi faizi ile olan ilişkisini aşağıdaki gibi basit bir lineer regresyon denklemi çerçevesinde ele alınmıştır.

$$r_{cl_t}^{TL} = c_1 + c_2 r_{cub_t} + u_t \quad (1)$$

$$u_t = \rho_{u_{t-1}} + \epsilon_t$$

En küçük kareler yöntemiyle söz konusu denklemin, veriler/çıktılar arasındaki farkı açıklamada ne derece başarılı olduğu tespit edilmiştir.

3.2.3.2. Model Sonuçları

Bağımsız değişken r_{cub} : Gecelik borç verme faiz oranının tek başına kullanıldığı analize konu ilk dönemde, bağımlı değişken r_{cl}^{TL} : TL ticari kredi faizlerinin ölçülü de olsa gecelik fonlama faizine duyarlı olduğu test edilmiştir.

Tablo 6: Gecelik Borç Verme Faizi ile Ticari Kredi Faizi İlişkisi (Faiz Koridoru Uygulaması Öncesi Dönemde)

Bağımlı Değişken: r_{cl}^{TL}	Katsayı	Standart Hata	T-İstatistiği
r_{cub}	0.862921	0.045213	19.08557
C (sabit terim)	0.027938	0.006765	4.129804
R-Kare	0.761635		
Ayarlanmış R-Kare	0.759544		
Toplam Kare Artıkları	0.057420		
F-İstatistiği	364.2588		
Durbin-Watson İstatistiği	0.098297		

Gözlem Sayısı: 116

Örnekleme Dönemi: 29/02/2008 14/05/2010

Yukarıdaki lineer regresyon modelinin de ortaya koyduğu üzere, faiz koridorunun uygulamaya geçtiği 2010 yılı Haziran ayına kadar, gecelik borç verme faizinin kısmen ticari kredi faiz oranı üzerinde etki sahibi olduğu söylenebilir.

Analize konu ikinci dönemde ise, faiz koridorunun uygulanmasıyla birlikte TL ticari kredi faizinin gecelik borç verme oranına duyarlılığı iyiden iyiye kaybolmuştur. İncelenen dönemde ticari kredi faizinin politika faizine verdiği tepkinin istatistiksel olarak anlamsız hale gelmiştir.

**Tablo 7: Gecelik Borç Verme Faizi ile Ticari Kredi Faizi İlişkisi
(Faiz Koridoru Uygulaması Sonrası Dönemde)**

Bağımlı Değişken: r_{cl}^{TL}	Katsayı	Standart Hata	T-İstatistiği
r_{cub}	0.975761	0.069177	14.10526
C (sabit terim)	0.022353	0.006581	3.396835
R-Kare	0.515492		
Ayarlanmış R-Kare	0.512901		
Toplam Kare Artıkları	0.046283		
F-İstatistiği	198.9582		
Durbin-Watson İstatistiği	0.296005		

Gözlem Sayısı: 189

Örnekleme Dönemi: 21/05/2010 27/12/2013

3.2.3.3. Model Sonuçlarının Değerlendirmesi

Yukarıdaki basit lineer eşitliğin de ortaya koyduğu üzere, koridor faizinin üst bandı olan gecelik borç verme faiz oranı, ticari kredi faiz oranlarını yönlendirmede bilhassa faiz koridoru uygulaması sonrasında etkin olamamıştır. Hatta T.C. Merkez Bankası'nın amacına aykırı olarak ironik bir şekilde, koridor faizi uygulamasına geçildikten sonra etkisini daha da yitirmiştir. Halbuki T.C. Merkez Bankası, fonlama kanallarını ayırarak gecelik fonlama ile kredi faizlerini haftalık fonlama ile mevduat faizlerini kontrol etmeyi amaçladığı için faiz koridoru uygulamasına geçmiştir. Ne var ki, makroekonomik atmosferin hızlı değiştiği ve başkaca araçların devreye girdiği bir dönemde, faiz koridoru uygulaması üzerinden kredi hacmini kontrol etme girişimi sonuçsuz kalmıştır.

Genelleştirilmiş momentler methoduna dayanan daha detaylı başka bir çalışmada da ortaya konulduğu üzere, 2010 yılı sonrasında ticari kredi faizleri ile koridorun üst

bandı arasında anlamlı bir ilişki gözlenememiştir.²⁹⁵ Sonuç olarak, değişkenler arasında anlamlı bir istatistiksel ilişki kurulamadığı için, modelin daha detaylandırılarak kredi hacmindeki büyümeyi kapsayacak şekilde genişletilmesine gerek görülmemiştir.

3.2.4. Banka Odaklı Alternatif Bir Ampirik Yaklaşık: Regülasyon-Risk-Likidite Kanalı Modeli

Banka kaynaklı bir değişken olarak kredi hacminin, bankaların tercih ve davranışlarından bağımsız bir makro-ihtiyatlı politika aracı ile yönetilmesinin mümkün olmadığı yukarıdaki ampirik uygulamalarda ortaya konmuştur. Dolayısıyla banka davranışlarını, finans piyasalarındaki ve bankaların finansallarındaki değişim üzerinden okumak ve kredi hacmine yön veren unsurları ampirik bir düzlemde ifşa etmek daha doğru bir yaklaşım olarak görünmektedir.

Bankaların kredi aktifi üretme sürecinde bir hiyerarşi içerisinde hareket ettikleri ileri sürülebilir. Öncelikle bağlı bulundukları regülatif çerçeve banka davranışlarına yön vermektedir. Bankaların risk algıları veya iştahları da, bankaların aktif seçimleri ve bilhassa aktif daraltma/genişletme (ve kredi arzı) yönündeki tercihlerine yön verebilmektedir. Regülasyon ve risk yapısını takiben bankaların aktif seçim ve büyümelerine yön veren bir diğer etken de likidite koşullarıdır. Bankalar, görece bol ve ucuz likiditeye (yabancı kaynaklara) erişebildikleri dönemlerde, kredi gibi daha riskli aktiflere yönelebilmekte ve aktiflerini/varlıklarını daha hızlı büyütebilmektedirler. Ekonomik ve parasal gelişmelerin, bahsi geçen bankacılık regülasyon-risk-likidite hiyerarşisinin varolduğu bir düzlemde geçerek finansal ve reel etkilerinin varolduğu önermesine dayanan bu aktarım kanalının odağında bankacılık sektörü ve kredi arzı yer almaktadır.

²⁹⁵ Binici, Erol, Kara, Özlü ve Ünalı, a.g.e., s. 14.

Bankaların davranış ve tercihlerini anlamlandırabilmek adına banka finansallarındaki kalemlerin değişimleri analiz edilmesi gerekmektedir. Öncelikle bankalar, sermaye yeterlilik rasyoları ile bağlıdırlar, kredi gibi risk ağırlıklı varlıkları ile sermaye yeterlilik rasyolarının çarpımı, sermayelerini geçemez. Bu denklemde:

$$eq = car * rwa (VAR_{cr}) + VAR_{mr} + VAR_{or} \quad (1)$$

eq : banka özkaynakları, VAR_{cr} : kredi riskine maruz değer, VAR_{mr} : piyasa riskine maruz değer ve de VAR_{or} : operasyonel riske maruz değer unsurlarının toplamına eşittir. Değiken VAR_{cr} : kredi riski ise car : sermaye yeterlilik rasyosu ile rwa : bankaların bilançolarındaki risk ağırlıklı varlıkların çarpımına eşittir.

Sermayenin t_l : toplam kaynaklar (pasif toplamı) ile t_{fd} : toplam yabancı varlıklar arasındaki farktan ibaret olduğuna dair bir başka eşitliği analize dahil edilebilir.

$$eq = t_l - t_{fd} \quad (2)$$

Sermaye ortak taraflı bu iki eşitliği kullanarak;

$$car * rwa + VAR_{mr} + VAR_{or} = t_l - t_{fd} \quad (3)$$

veya

$$t_{fd} = t_l - (car * rwa + VAR_{mr} + VAR_{or}) \quad (4)$$

şeklinde, yabancı kaynakların, toplam kaynaklardan sermaye yeterlilik rasyosu ile risk ağırlıklı varlıkların çarpımı arasındaki farktan ibaret olduğu ifade edilebilir. Bilanço varlık-kaynak eşitliğine ($t_a = t_l$, sırasıyla toplam varlıklar = toplam kaynaklar) dayanarak;

$$t_{fd} = t_a - (car * rwa + VAR_{mr} + VAR_{or}) \quad (5)$$

eşitliğe varlıklar tarafından yaklaşılabılır. Yabancı kaynakların, toplam varlıklar ile sermaye yeterlilik rasyosu ile ağırlıklandırılmış risk ağırlıklı varlıkların farkından oluştuğu söylenebilir.

$$t_{fd} = t_a (1 - car * rwa / t_a + VAR_{mr} / t_a + VAR_{or} / t_a) \quad (6)$$

Ayrıca rwa : risk ağırlıklı varlıklar, t_a : toplam varlıklar ile t_{rf} : risksiz varlıklar arasındaki farktan ibarettir. Eşitliği yeniden düzenlediğimizde;

$$t_a = t_{fd} / [(1 - car * (t_a - t_{rf}) / t_a + VAR_{mr} / t_a + VAR_{or} / t_a)] \quad (7)$$

$$t_a = t_{fd} / [(1 - car * (1 - t_{rf} / t_a) + VAR_{mr} / t_a + VAR_{or} / t_a)] \quad (8)$$

$$t_a = t_{fd} / [(1 - car * ((1 - t_{rf} / t_a) + (VAR_{mr} / t_a) / car + (VAR_{or} / t_a) / car))] \quad (9)$$

Son denklemde $(1 - t_{rf} / t_a)$ ve $(VAR_{mr} / t_a) / car$ parametrelerinin bankaların risk iştahını yansıttığı ifade edilebilir. Riski ifade eden bir β : risk katsayısı ile denklem yeniden düzenlendiğinde.

$$t_a = t_{fd} / [(1 - car * \beta + (VAR_{or} / t_a) / car)] \quad (10)$$

t_a : toplam varlıklar, t_{loan} : kredi varlıkları ve t_{oa} : kredi dışı diğer varlıklardan oluşmaktadır.

$$t_{loan} + t_{oa} = t_{fd} / [(1 - car * \beta + (VAR_{or} / t_a) / car)] \quad (11)$$

veya

$$t_{loan} = t_{fd} / [(1 - car * \beta + (VAR_{or} / t_a) / car)] - t_{oa} \quad (12)$$

$$t_{loan} = t_{fd} / [(1 - car * \beta) + \epsilon] \quad (13)$$

$$\Delta t_{loan} = \Delta t_{fd} / [(1 - \Delta car * \Delta \beta) + u] \quad (14)$$

Yukarıdaki 12 numaralı denklemde t_{loan} : kredi varlıklarının düzeyinin; sırasıyla β : risk katsayısına ve t_{fd} : yabancı kaynaklara bağımlı olduğu söylenebilir. Operasyonel risk ve diğer varlıklar ise istatistiksel olarak artık değerler olarak kabul edilebilir. Dikkat edilmesi gereken bir nokta, car : sermaye yeterlilik rasyosunun t_l : toplam kredi hacminin tavanını belirleyen bir unsur olmasına rağmen, nedenselliğin yönünün eşitliğin tersi yönde gelişmesidir. Zira, sermaye yeterlilik rasyosu, kredi hacmine göre değişmektedir.

Bankacılık sermayesi ve sermayeye yönelik düzenlemeler banka davranışları ve özelde kredi piyasasındaki trendler üzerinde birçok farklı yönden belirleyici rol oynamaktadır. En önemlisi, banka sermaye yeterlilik rasyoları regülatif bir kısıtlama olarak kredi kullandırım hacminin tavanını oluşturmaktadır. Bir başka deyişle, sermaye yeterlilik rasyoları, bankaların sermaye düzeylerinin kısa vadede sabit olduğu varsayımı altında kredi arzının tavanını belirlemektedir. Bankalar sermaye rasyolarının tavanlarına yaklaştıkça, kredi arzı yavaşlamakta ve kredi kanalı zayıflamaktadır.²⁹⁶ Söz konusu durum, bankaların kredi arzı özelinde davranışlarını ele alırken sermaye yeterlilik ve benzeri tavanların dikkate alınmasını zorunlu kılmaktadır.

²⁹⁶ Anil K. Kashyap ve Jeremy C. Stein, “Monetary Policy and Bank Lending,” **Monetary Policy**, Haz. N. Gregory Mankiw, National Bureau of Economic Research, 1994, s. 223.

Basel kriterleri çerçevesinde, bankaların sermayeleri belirli hesaplamalar üzerinden bankaların alabileceği kredi, piyasa ve operasyonel risklerin tavanını oluşturmaktadır. Bu anlamda, sermaye yeterlilik rasyolarının, kredi hacim büyümesi bağlamında belirleyici bir rolü bulunmaktadır. Öte yandan, sermaye yeterlilik rasyoları ve kredi hacim büyümesi arasındaki nedensellik ilişkisi tersinden çalışmaktadır. Bankalar kredi aktifı oluştururken asgari norm sermaye yeterlilik rasyolarını gözetmekle birlikte, kredi aktifı oluşturdukça efektif olarak sermaye yeterlilik rasyoları asgari norm orana yaklaşmaktadırlar. Sonuç olarak, kredi hacminin konu edildiği bir analizde sermaye yeterlilik rasyoları gözardı edilemeyecek kadar önemli bir değişken olmakla birlikte kredi hacminin öncülü değil ardılı onumundadır.

Bankaların risk algıları da sermaye yapıları gibi kredi kararlarını etkileyen önemli bir unsurdur.²⁹⁷ Piyasa genel risk göstergeleri, bankalararası piyasa faiz oranlarındaki oynaklık, kredi risk primleri ve daha birçok gösterge finansal piyasa risklerinin farklı yönlerine ışık tutmakla birlikte genel olarak birbirlerine paralel çıktılar vermektedirler. Bu anlamda sözkonusu göstergeler arasında riski en hızlı ve detaylı yansıtabilecek gösterge de kredi temerrüt takasıdır. Kredi temerrüt takası, herhangi bir alacaklının tahsil edememe riskine karşı alacağını üçüncü bir tarafa sigortalatması anlaşmasıdır. Sigorta karşılığında ödediği sigorta prim miktarı da takas sözleşmesinin maliyetidir. Bu anlamda T.C. Hazinesi'nin ihraç ettiği farklı vadelerdeki tahvillerin kredi

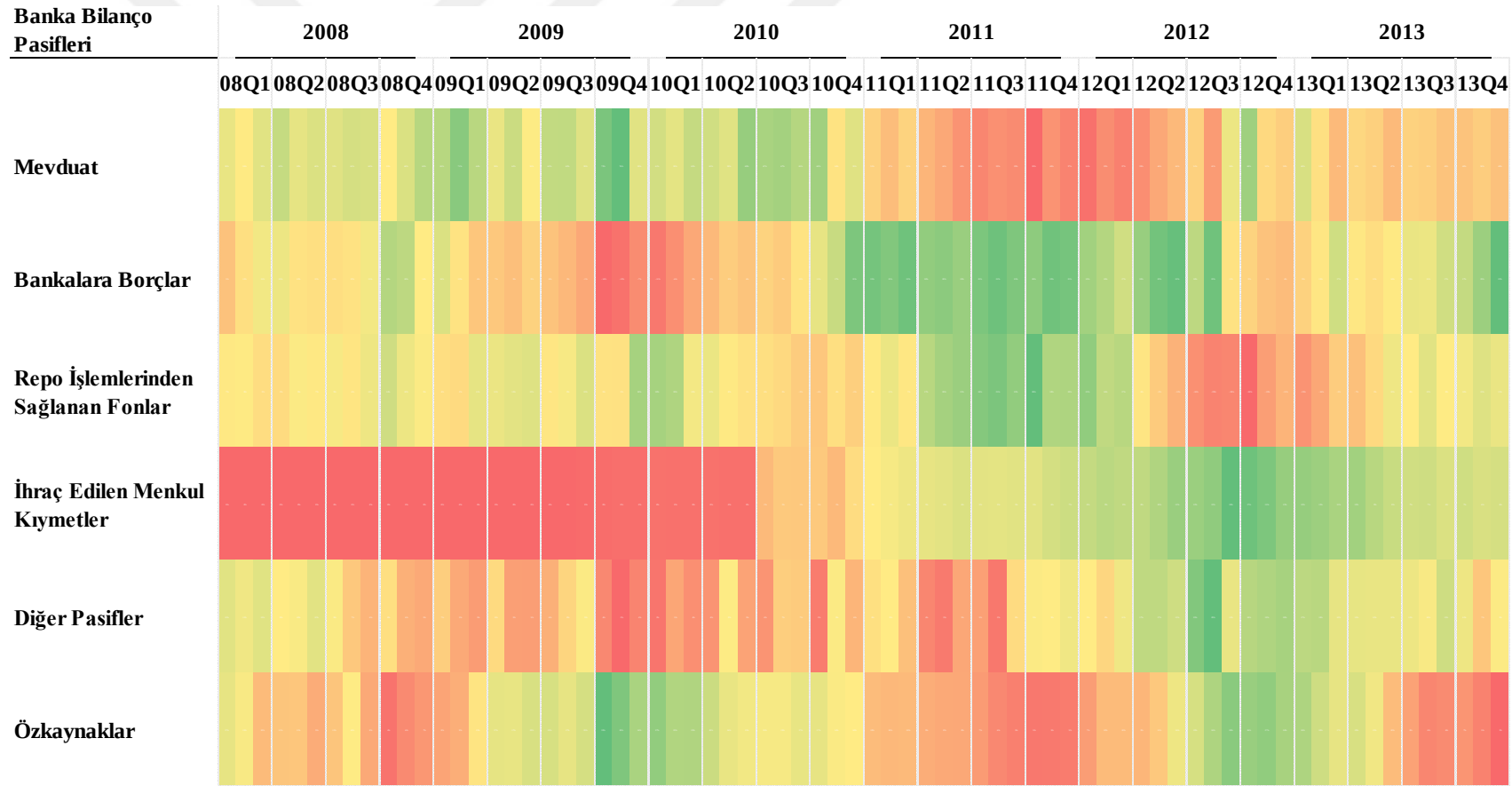
²⁹⁷ Bu bağlamda, bankalararası piyasa faiz oranındaki dalgalanmaların, bankaların kredi ve likidite risk algılarını yansıtan kayda değer bir gösterge niteliğinde olduğu gözlemlenmektedir. Bankalararası piyasa faiz oranı ile aynı/benzer vadeli hazine tahvil/bono getirisi arasındaki fark, kredi ve likidite risk primi olarak adlandırılmaktadır. Kredi risk primi, bankalararası piyasada borçlanan bankanın borcunu ödememe ihtimalinde borç veren bankanın karşılaştacağı kayıp riskine karşılık gelen (riski telafi eden) sigorta ücreti olarak tanımlanabilir. Likidite risk primi ise, borç veren bankanın, kredi vadesi boyunca sözkonusu borcu tekrar likit hale dönüştürememesini telafi etmek için önerilen sigorta ücretidir. Bankaların risk davranışlarını likidite yönetimi rezerv seviyesiyle oynamak suretiyle özellikle bankalararası piyasa faizi üzerinden, kredi arzına yön verebilmektedir. Ne var ki, bankalararası piyasa faizi üzerinden işleyen ve risk prim seviyesini değiştirebilen, rezervler ve kredi arzı arasındaki bu tip bir ilişkinin varlığı ve etkinliği ise koşulsuz ve mekanik değildir. Bu anlamda para politikasının etkinliği dört etmene bağlıdır: (i) banka-dışı finansal araçların varlığı, (ii) bankaların rezervlerdeki değişimi, kredileri azaltmak yerine ellerindeki menkul kıymetleri satarak masetmeleri, (iii) bankaların merkez bankası sistemi dışından fon elde etmeleri, (iv) risk-odaklı sermaye yeterlilik rasyolarının varlığı. Detaylı bilgi için bakınız; Kashyap ve Stein, a.g.e., s. 229.

temerrüt takas primleri, Türkiye’deki risk algısını en hızlı ve etkin yansıtan bir gösterge olarak, bankaların risk algılarını tanımlayan bir parametre olarak değerlendirilebilir. Takas primlerinin yükselmesi genel olarak risk algısının bozulmasına, düşmesi ise risk algısının iyileşmesine işaret etmektedir. Bankalar da risk algıları iyileştiğinde aktiflerini genişletme ve kredi gibi daha riskli aktiflere yönelme eğilimdedirler. Risk algıları kötüleştiğinde ise, daha az riskli (daha likit, kısa vadeli ve sabit getirili ülke borçlanma senetleri gibi) aktiflere/varlıklara yönelmektedirler. Bu bağlamda, kredi temerrüt takas primlerinin bir risk göstergesi olarak kredi hacmine yön verdiği ileri sürülebilir.

Kredi hacmine yön veren bir diğer unsur da şüphesiz aktifleri besleyebilecek likidite ya da yabancı kaynaklara erişimdir. Risk algısının iyileştiği, görece ucuz ve bol likiditeye erişilebildiği dönemlerde bankalar daha fazla yabancı kaynak sağlama yani kaldıraçlamayı tercih etmektedirler. Bu bağlamda, bankaların genel olarak aktif büyümesi özel olarak da kredi hacim büyümesini belirleyen bir başka unsur da bankaların yabancı kaynaklardaki büyüme hızıdır. Yabancı kaynaklara erişim ise piyasalardaki risk yönelimlerini takip etmektedir. Risk algısını iyileştiği ve de ekonomik dalgalanmanın yükseliş seyrinde olduğu dönemlerde yabancı kaynak kullanımı artmakta iken, ekonomik çöküş dönemlerinde düşmektedir.²⁹⁸ Şekil-11’de de görüldüğü üzere, küresel krizi takip eden dönemde, Türk bankaları aktiflerini daha ziyade özkaynaklarıyla finanse etmişlerdir. Risk algısının iyileştiği ve de kredi hacminin hızlı büyüdüğü sonrası dönemde ise yabancı kaynak kullanımı tırmanmıştır.

²⁹⁸ Hyun Song Shin ve Tobias Adrian, “Liquidity and Leverage,” IMF Financial Cycles, Liquidity, and Securitization Conference Paper, Washington DC, 18 Nisan 2008, ss. 2-3.

Şekil 11: Kredi Hacminin Marjinal Fonlama Kaynakları*



Kaynak: BDDK

* Kredilerin marjinal fonlama kaynaklarının dönemler arasındaki ağırlığını analiz edebilmek için öncelikle kredi büyüme oranının aktif büyüme oranına katkısı hesaplanmıştır: $\Delta L / \Delta A$ (Δ Krediler / Δ Aktifler (yıllık değişim)). Örneğin; $\Delta L_{08Ocak} = L_{08Ocak} - L_{07Ocak}$ şeklinde kredi hacmindeki mutlak değişim, $\Delta A_{08Ocak} = A_{08Ocak} - A_{07Ocak}$ şeklinde aktif toplamındaki mutlak değişime bölünerek kredilerin aktif büyümesine katkısı yıllık bazda oransal olarak aylar itibariyle hesaplanmıştır. Kredilerin aktif büyümesine katkısının hangi kaynaklardan ne oranda sağlandığını tespit edebilmek için ise sözkonusu kaynakların kredi stoğuna oranı aylar itibariyle bulunmuştur. Örneğin; 2008 Ocak ayında mevduatın kredi fonlaması içinde oranı $Mevduat / Krediler$ (yada D/L) D_{08Ocak} / L_{08Ocak} şeklinde hesaplanmıştır. En son aşamada $(\Delta L_{08Ocak} / \Delta A_{08Ocak}) * (D_{08Ocak} / L_{08Ocak})$ kredi büyümesi içerisinde mevduatın (D_{08Ocak}) ve diğer kaynakların sözkonusu ay için marjinal katkıları hesaplanmıştır. Sonrasında her bir kaynağın marjinal katkısı kendi içerisinde değerlendirilerekten, 2008-2013 dönemi içerisinde aylar itibariyle katkı düzeylerine göre en düşüğe (kırmızı) en yükseğe (yeşil) renklendirilerek görselleştirilmiştir.

3.2.4.1. Değişkenler ve Yöntem

Kredi hacmindeki değişimi açıklamak adına yukarıda bahsi geçen değişkenler bir VAR analizi çerçevesinde; risk - likidite - kredi hacmi - regülasyon sıralamasıyla çoklu değişkenlerin zaman serileri arasındaki ilişki etki-tepki fonksiyonları çerçevesinde ele alınmıştır. Bu sıralama kapsamında bir değişkende meydana gelen dışsal bir şokun diğer değişkenler üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır. Risk ölçütü olarak, β_{cds}^{usd} : Türkiye'nin 5 yıllık ABD doları bazındaki kredi temerrüt takas ("CDS") prim değerleri esas alınmıştır. T.C. Hazinesi'nin ihraç ettiği borç senetlerine dayanan kredi temerrüt takas sözleşmeleri içerisinde en likit ve işlem hacmi en yüksek olması ve dolayısıyla risk algılamalarını en iyi yansıtabilecek parametre olması hasebiyle 5 yıllık ABD Doları bazındaki sözleşmeler dışsal değişken olarak analize konu edilmiştir. Söz konusu sözleşme primlerinin ay sonu kapanış değerlerinin mutlak düzeyi (baz puan yerine) yüzde olarak ifade edilmiştir.

Likidite ölçütü olarak, Türk bankacılık sektörü toplulaştırılmış bilanço pasif/kaynaklar kalemleri içerisinde t_{fd} : yabancı kaynaklar (özkaynaklar dışında kalan kaynaklar) değişken olarak analize sokulmuştur. Piyasa riskindeki yönelime bağlı olarak yabancı kaynaklardaki büyüme hızının farklılaştığı varsayılmaktadır. Bu sebeple, t_{fd} : yabancı kaynakların yıllık büyüme hızı aylar itibarıyla bir zaman serisi şeklinde VAR analizine içsel değişken olarak dahil edilmiştir. Son olarak, Türk bankacılık sektörünü toplulaştırılmış bilanço verilerine göre hesaplanan car : sermaye yeterlilik rasyosu da bağımlı değişken olarak analize eklenmiştir.

Kredi hacmi ve de ilişkili olduğu düşünülen değişkenlerin yer aldığı dört değişkenli bir VAR etki-tepki fonksiyonunda;

$$\psi_{car,g,fd,\beta} = \begin{bmatrix} car_{i,t} \\ g_{loan_{i,t}} \\ t_{fd_{i,t}} \\ \beta_{cds_{i,t-1}}^{usd} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} car_{i,t-1} \\ g_{loan_{i,t-1}} \\ t_{fd_{i,t-1}} \\ \beta_{cds_{i,t-2}}^{usd} \end{bmatrix} \dots + \begin{bmatrix} \epsilon_{car} \\ \epsilon_{g_{loan}} \\ \epsilon_{t_{fd}} \\ \epsilon_{\beta} \end{bmatrix}$$

Ψ : etki-tepki fonksiyonunu, değişken g_{loan} : kredi hacmindeki yıllık yüzde değişimi, t_{fd} : yabancı kaynakların yıllık büyüme hızını, β_{cds}^{usd} : kredi temerrüt takas prim oranındaki mutlak değişimi, ϵ : değişikliği (“innovation”) yada dışsal şoku ifade etmektedir.

Etki-tepki fonksiyonu, $\beta_{cds}^{usd} - t_{fd} - g_{loan} - car$ şeklindeki sıralama temelinde kurulanmıştır. Her bir değişkene ait şokun etkisini diğerlerinden ayırtırmak amacıyla Cholesky ayrıştırma metodu (“Cholesky decomposition - dof”) kullanılmıştır. Değişkenlerde ortaya çıkabilecek her bir dışsal şok tecrit edilmiş ve izlenmiştir.

Kredi temerrüt takas primlerindeki bir şokun bir dönem gecikme ile içsel değişkenler yani yabancı kaynaklar, kredi hacmi ve son olarak sermaye yeterlilik rasyosu üzerindeki etkisi incelenmiştir. Gecikme dönemi, başka bir deyişle içsel değişkenlerin, dışsal değişken olan kredi temerrüt takas prim oranındaki bir standart sapmalık değişime tepki verme süresi bir dönem (yani bir ay) olarak kabul edilmiştir. Finansal pozisyonları, varlık durumları, rasyoları gün ve gün değişen aktif ve rekabetçi bir bankacılık sektörünün varlığı dikkate alındığında, gecikme döneminin daha uzun olmasının pek de mümkün olamayacağını ortaya koymaktadır.²⁹⁹

²⁹⁹ VAR rezidüel seri korelasyon Lagrange Çarpımı Testi çerçevesinde 4 gecikme dönemine kadar rezidüeller arasında herhangi bir seri bağlantı olmadığı doğrulanmıştır. Polinom kökleri yaklaşımı çerçevesinde de modül (“modulus”) değeri de test edilmiş, bir gecikme dönemi varsayımı altında VAR modelinin stabilize/durağanlık koşulunu karşıladığı görülmüştür.

Analiz dönemi, küresel krizin başladığı 2008 yılı Kasım ayından kredi hacmindeki dalgalanmanın normalleştiği 2013 yılı sonuna kadarki dönemi kapsamaktadır. Değişkenlere ait aylık bazdaki veriler VAR etki-tepki fonksiyonunda kullanılarak, çıktıları bağlamında değişkenler arasındaki ilişkinin düzeyi saptanmaya çalışılmıştır.

3.2.4.2. Model Sonuçları

VAR analizinin ortaya koyduğu üzere, değişkenler arasında önemli bir ilişki sözkonusudur. Dışsal değişken β_{cda}^{usd} bir dönem gecikme ile kaynak büyüme hızını, kredi büyüme hızını ve son olarak sermaye yeterlilik rasyosuna yön verebilmektedir.

Tablo 8: Risk Katsayısı ve Yabancı Kaynaklar Üzerinden Kredi Büyüme Tahmin Sonuçları

	β_{cds}^{usd}	t_{fd}	g_{loan}	Car
$\beta_{cds}^{usd} (-1)$	(0.05739) [13.1036]	(0.44387) [-2.59254]	(0.31419) [-6.52169]	(0.39642) [5.04983]
$t_{fd} (-1)$	(0.01205) [2.43036]	(0.09321) [8.63171]	(0.06598) [-1.04666]	(0.08324) [-0.75286]
$g_{loan} (-1)$	(0.01574) [-0.79269]	(0.12176) [3.24104]	(0.08619) [13.9568]	(0.10874) [-1.45335]
$car (-1)$	(0.01282) [-0.44257]	(0.09912) [3.21448]	(0.07016) [3.08184]	(0.08853) [8.93617]
C (sabit terim)	(0.00275) [0.81398]	(0.02129) [-1.22392]	(0.01507) [0.79455]	(0.01901) [0.14854]
R-Kare	0.876239	0.915159	0.977828	0.958941
Ayarlanmış R-Kare	0.867554	0.909205	0.976273	0.956059
Toplam Kare Artıkları	0.000471	0.028182	0.014121	0.022479
F-İstatistiği	100.8911	153.7103	628.4670	332.8092

Gözlem Sayısı: 62

Örnekleme Dönemi: 2008M11 2013M12

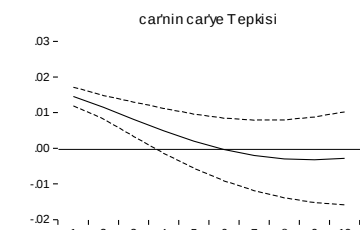
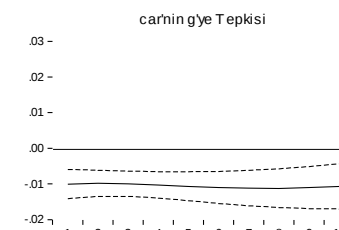
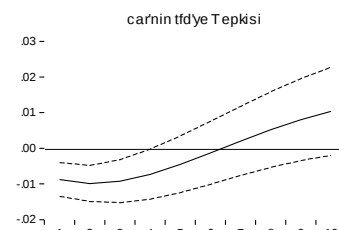
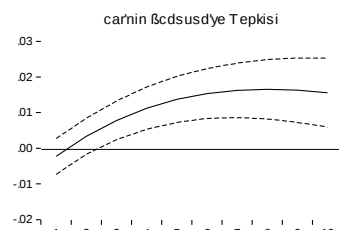
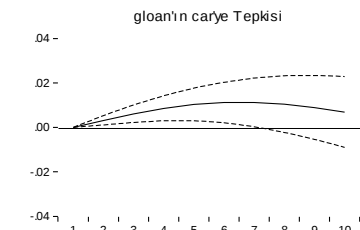
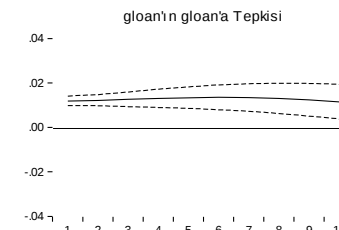
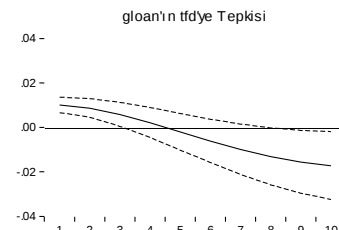
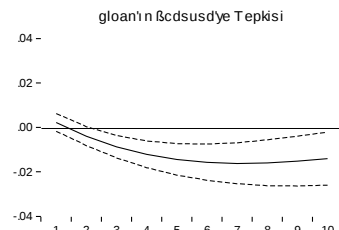
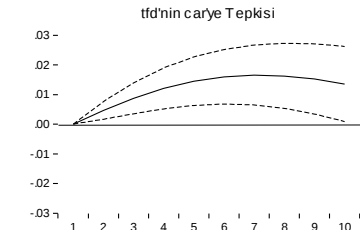
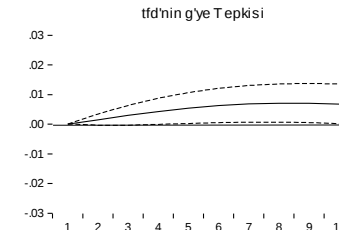
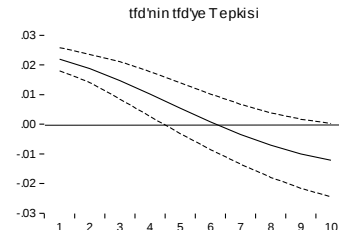
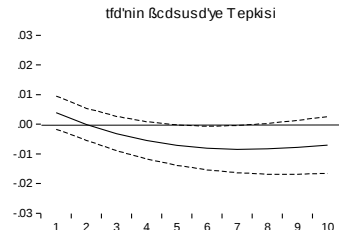
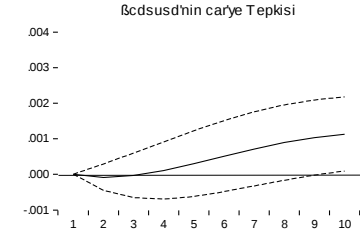
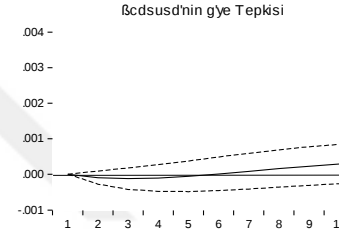
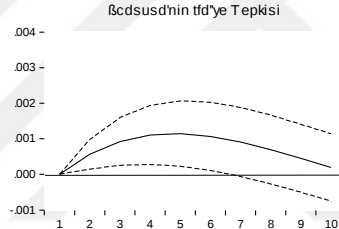
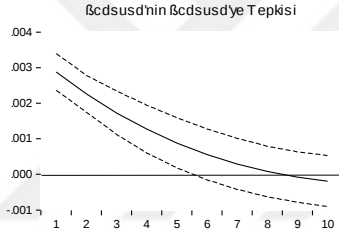
Standart hatalar parantez “()” içinde verilmiştir.

T-İstatistiği köşeli parantez “[]” içinde verilmiştir.

Cholesky ayrıştırma yöntemi çerçevesinde, bir standart sapmalık etki-tepki fonksiyonları incelendiğinde, dışsal değişkende ortaya çıkan bir standart sapmalık şokun

yabancı kaynak büyüme hızı ve kredi büyüme hızı üzerinde kaydadeğer bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Şoku izleyen dönem boyunca, sözgelimi piyasa riskindeki bir değişim yabancı kaynakları ve de kredi hacmini tersi yönde etkilemiştir. Öte yandan, sözkonusu şokun doğrudan sermaye yeterlilik rasyosu üzerindeki etkisi oldukça önemli boyuttadır. Sonuç olarak modelin amacı açısından, regülasyon-risk-likidite kanalının doğrudan ve de dolaylı olarak kredi hacmini yönlendirdiğini ileri sürmek mümkün gözükmemektedir.

Cholesky Metodu - Bir ve İki Standart Sapmalı Şoka Tepkiler

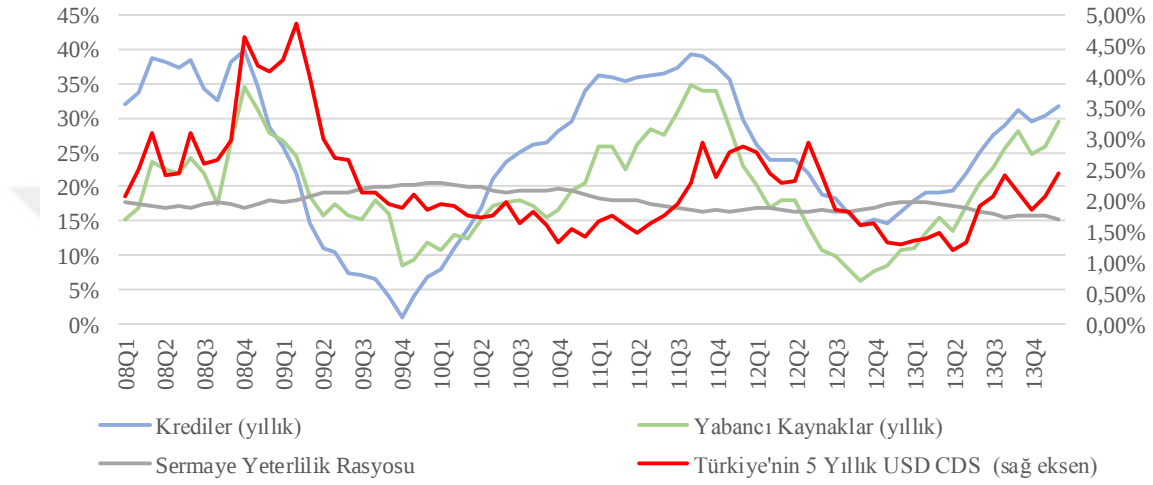


3.2.4.3. Model Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Model sonuçlarından yola çıkarak kredi hacmini etkileyen bir başka aktarım mekanizmasının, regülasyon-risk-likidite kanalının, etkin olduğu ifade edilebilir. Dışsal bir değişken olarak piyasa riski ve bankaların risk algıları, bankaların yabancı kaynaklara erişim kolaylığını ve de aktiflerini büyütme eğilimlerini doğrudan belirleyebilmektedir.

2009 yılsonundan itibaren risk algısındaki iyileşme, kredi temerrüt takas primlerine yansımıştır. Riskteki iyileşme, bankaların daha rahat likidite bulmalarına yardımcı olmuştur. 2010 yılından itibaren de yatırımcıların artan risk iştahının bir neticesi olarak yabancı sermaye girişi hızlanmıştır. Gevşek küresel likidite koşuları ve sermaye girişi, bir yandan T.C. Hazine tahvil ve bono getirilerinin düşmesine sebep olarak bankaları daha yüksek getirili olan kredilere yöneltmiş diğer yandan bankalar yurtiçi ve yurtdışında ucuz ve bol likiditeye erişerek kredi aktif plasmanlarını kolayca fonlayabilmişlerdir. Kaynaklardaki büyüme hızı 2011 yılsonlarına doğru yıllık bazda yüzde 35'lere yükselerek, kredi hacmindeki büyüme oranlarına yakınsamış, paralel bir seyir izlemiştir. Öte yandan kredi varlıklarındaki mutlak ve oransal artış neticesinde, 2009 yılında yüzde 20'leri aşan sermaye yeterlilik rasyoları 2013 yılsonunda yüzde 15 seviyelerine kadar çekilmiştir. Hatta bazı büyük bilançolu Türk bankalarının bu dönemde sermaye yeterlilik rasyoları regülatif asgari düzey olan yüzde 12'lere kadar gerilemiştir.

Grafik 49: Türkiye CDS Oranları Çerçevesinde Kredi ve Yabancı Kaynak Büyüme Oranları



Kaynak: Bloomberg, BDDK

Ampirik modelin sonuçlarına bakarak, regülasyon-risk-likidite kanalı kullanılarak kredi hacmini düzenlemenin mümkün olabileceği ileri sürülebilir. Sermaye yeterlilik rasyosu, bankaların sermaye düzeylerinin kısa vadede sabit olduğu varsayımı altında kredi arzının tavanını belirlemektedir. Bankalar sermaye rasyolarının tavanlarına yaklaştıkça, kredi arzı yavaşlamakta ve kredi kanalı zayıflamaktadır.³⁰⁰ Söz konusu durum, bankaların kredi arzı özelinde davranışlarını ele alırken sermaye yeterlilik ve benzeri tavanların dikkate alınmasını zorunlu kılmaktadır. Sözgelimi kredi hacminin hızlı büyüdüğü dönemde sermaye rasyoları, devrevi hareketin tersi yönde etki doğuracak şekilde yeniden ayarlanmış olması durumunda, kredi hacmindeki hareketin daha istikrarlı olacağı söylenebilir. Örneğin Kanada'da sermaye yeterlilik rasyoları devrevi hareketlere karşı yönde ayarlanarak, bankaların hem münhasır hem de tümünden bankacılık sistemi açısından kredi üretme davranışları kontrol altına alınmıştır. Bu kapsamda, sermaye odaklı makro-ihtiyatlı politikaların sistemik riski yaklaşık yüzde 25

³⁰⁰ Kashyap ve. Stein, a.g.e., s. 223.

oranında düşürebildiği ortaya çıkmıştır.³⁰¹ Sonuç olarak, sermaye yeterlilik rasyoları özelde kredi hacmini ve genelde finansal riskleri sınırlamakta önemli bir araç olarak öne çıkmaktadır.

Bankaların yabancı kaynaklara erişimi ya da borçluluk/kaldıraç oranı üzerine regülatif bir kısıtın varlığı bankaların kredi aktifi üretme kapasiteleri üzerinde etkin olması beklenebilmektedir. Böylelikle yabancı kaynaklar ya da borç/kaldıraç oranı üzerine uygulanacak bir tavan kredi hacmini istikrarlandırıcı bir etkiye sahip olabilmektedir. Bilhassa faiz politikasının etkinliğini yitirdiği dönemlerde doğrudan doğruya bankaların bilançolarını hedef alan makro-ihtiyatlı bir politika aracı olarak devreye sokulabilmektedir.³⁰² Nihai olarak, makro-ihtiyatlı politika araçlarının, ek olarak bankacılık sektörü odaklı regülasyonlarla desteklendiğinde daha etkili olabileceği öne sürülebilir.

3.3. Ortodoks Olmayan Makro-İhtiyatlı Politika Uygulamalarının Etkinliğine Dair Bir Değerlendirme

Makro-ihtiyatlı araçların etkinliğini belirleyen birçok unsur bulunmaktadır. Bunların en başında, hedef alınan finansal değişken üzerinde en etkin olabilecek doğru aracın seçimi gelmektedir. Doğru aracın seçimi ise, ancak makro-ihtiyatlı aracın işlevsellik kazandığı aktarım kanallarının doğru teşhis edilmesi ile mümkündür. Ayrıca

³⁰¹ Celine Gauthier, Alfred Lehar ve Moez Soissi, “Macroprudential Capital Requirements and Systemic Risk,” Bank of Canada Working Paper Series, 2010, s. 5.

³⁰² Böylesi bir regülatif yaklaşımın uygulanmasında zorluklar yok değildir; zira banka borçluluklarının – ki burda borcun öz sermayeye oranı ölçü olarak alınabilir – ne seviyede tutulması gerektiği ya da para politikası araçlarıyla nasıl bir interaksyon göstereceği politika yapıcılarının karşısına kritik kararlar olarak çıkmaktadır. Detaylı bilgi için bakınız; Ian Christensen, Cesaire Meh ve Kevin Moran, “Bank Leverage Regulation and Macroeconomic Dynamics,” Bank of Canada Working Paper, No. 2011-32, Aralık 2011, ss. 1 – 12.

seçilen makro-ihtiyatlı politika araçlarının uygulama yöntemi de aracın kendisi kadar önem arz etmektedir. Makro-ihtiyatlı araçların etkinlik düzeyini tayin eden bir diğer etken ise, hedefler ve araçlar arasında uyumun sağlanmasıdır. Birbiriyle çelişen hedefler seçilmesi ya da konumlandırılan araçların birbiriyle uyumlu olmayan vektör ve etkiler doğurması makro-ihtiyatlı araçların etkinliğini bozabilmektedir. Üçüncü bir etken ise makro-ihtiyatlı politikaları uygulayan para otoriteleri ile finansal piyasaları düzenleyen ve denetleyen kurumlar arasında yüksek bir eşgüdümlemenin varlığı/yokluğudur. Finansal piyasaların derinlik ve büyüklüğü, yurtdışı piyasalarla ilişkisi, finansal araçların sermaye yapıları ve rekabet koşulları gibi unsurlar dikkate alındığında ekonomi yönetimindeki kurumlar arasında eşgüdüm elzemdir. T.C. Merkez Bankası'nın ortodoks olmayan makro-ihtiyatlı politika araçları seçimi ve uygulamaları de bahsi geçen etkenler çerçevesinde ele alınabilir.

Küresel krizi izleyen dönemde, T.C. Merkez Bankası, zorunlu karşılık gibi oldukça geleneksel bir likidite aracını, kredi hacmindeki büyümeyi ve dolaylı olarak potansiyel yıkıcı etkilerini (iç ve dış ekonomik dengesizlikler ve de borçluluk ve varlık fiyatlarındaki tırmanış) sınırlamaya özgülenmiştir. Zorunlu karşılık oranlarının artırılması suretiyle hem bankaların ikraz edilebilir fon miktarını daraltması (likidite kanalının işlevsellik kazanması) hem de mevduat/kaynak maliyetinin yükseltilmesi (maliyet kanalının işlevsellik kazanması) amaçlanmıştır. Böylelikle kredi hacmindeki olağandışı büyüme kaynaklı finansal riskin de kontrol altına alınması umud edilmiştir. Ne var ki, makro-ihtiyatlı politikalar aracılığıyla likidite miktarını artırmak yada düşürmenin bankacılık sektör bilançosu üzerindeki etkisi oldukça marjinal kalmıştır. Zorunlu karşılık aracının likidite kanalı üzerinden etkili olması çok yüksek miktarda zorunlu karşılık tutulmasına bağlıdır ve bu koşulda dahi zaman almaktadır, zira bankaların varlıkları arasında yeniden bir dağıtıma gitmesi ancak kaydadeğer bir sürede gerçekleşebilmektedir. Dolayısıyla T.C. Merkez Bankası'nın enjekte ettiği/çektiği likidite (APİ dahil) başka fonlama kaynaklarıyla ikame edildiği sürece likidite etkisi gecikmiştir. Diğer taraftan, zorunlu karşılık oranlarının yükseltilerek mevduatın

maliyetinin artırılması amaçlansa da zorunlu karşılıkların maliyetinin bankaların kredi kararlarında çok da etkili olmadığı görülmüştür. Zira bankalar, yoğun bir rekabet ortamında kar marjlarından vazgeçerek kredi hacmini daha da büyötmeyi tercih etmişlerdir.³⁰³ Ayrıca daralan net faiz marjının tam tersi bir etki doğurduğu da söylenebilir. Bankalar aktif ve özkaynak karlılıklarını koruyabilmek adına daha düşük marjla daha fazla kredi aktifü üretmek zorunda bırakılmışlardır. Bir anlamda maliyet kanalı amacının tersi bir sonuç doğurmuştur.

Zorunlu karşılık aracının uygulanma biçimi de önem arz etmiştir. Doğaldır ki, zorunlu karşılık oranına tabi kaynaklar, ilgili uygulama dönemi ve tekniğı, düzeyi, karşılık için yapılan faiz ödemesi gibi birçok etken³⁰⁴ aracın etkinlik düzeyini belirlemektedir. Zorunlu karşılık oranlarının artırılması, zorunlu karşılık uygulamasına tabi kurum ve kaynakların kapsamının genişletilmesi, zorunlu karşılıklar için ödenen nemaların sıfırlanması gibi adımlar zorunlu karşılığı bankalar için yönetilmesi gereken önemli bir aktif kalemi haline getirmiştir. Zorunlu karşılık aracının etkin olabilmesi için öncelikle zorunlu karşılıklara nema ödeme uygulaması kaldırılmıştır. Ardından finansal sistemde banka mevduatına alternatif olabilecek ürünler sunan finansal kuruluşlar ve de mevduat dışında kaynaklar da zorunlu karşılıklara tabi tutularak zorunlu karşılığın kapsamı genişletilmiştir. Öte yandan, zorunlu karşılık aracının, günlük değil de belirli bir dönemin ortalaması olarak tutulması ve de dönemler arasında belirli oranlarda aktarım yapılabilmesi bankaların serbest/ikraz edilebilir fon düzeylerini belirlemelerinde esneklik sağlamış, likidite etkisini masetmiştir.

³⁰³ Nisan 2011 itibarıyla zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasını yüzde 13,3 seviyesine çekmesi ile ortaya çıkan doğrudan maliyet etkisinin yaklaşık 100 baz puana ulaştığı hesaplanabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, bankalar topladıkları her 100 liralık mevduat için 1 lira zorunlu karşılık maliyeti ödemektedir. Bankalar, artan bu maliyeti mevduat ve kredi faizlerine yansıtabilecekleri gibi, bankalararası rekabetin derecesine bağılı olarak kar marjlarını daraltma yoluna da gidebileceklerdir. Kaldı ki maliyetin tamamının kredi faizleri üzerinden borçlanan taraflara yansıtılması, kredi talebi üzerinde ciddi etkiler doğurmazacaktır. Başçı ve Kara, a.g.e., ss. 7-13.

³⁰⁴ Arto Kovanen, "Reserve Requirements on Foreign Currency Deposits in Sub-Saharan Africa – Main Features and Policy Implications," IMF Working Paper, Nisan 2002, ss. 1-16.

Makro-ihhiyatlı araçların etkinliği kapsamında hedefler ve araçlar arasında uyum sağlanması gerekliliği de Türkiye rneğinde açıkça görülmüştür. Birbiriyle çelişen hedefler güdülmesi ve de kullanılan araçların birbiriyle uyumlu olmaması da makro-ihhiyatlı politikaları etkinsizleştirmiştir. Hedefler açısından, T.C. Merkez Bankası fiyat istikrarı hedefine ek olarak finansal istikrar hedefini vazife edinmiştir. Hem fiyat istikrarı hem finansal istikrar hedefini uyumlu ve konsolide bir politika karması içinde uygulamak durumunda kalmıştır. Bu çerçevede, esnek enflasyon hedeflemesi hem kısa vadede finansal kırılganlıkları dizginlemek hem de fiyat istikrarını sağlamak adına anlamlı bir strateji olarak kabul edilmiştir. Öncelikli hedef uzun dönemde belirli bir enflasyon düzeyi hedefine ulaşmak olmuştur. Kısa dönemde ise, finansal kırılganlıklara ve bilhassa olağandışı kredi hacim büyümesine odaklanılmıştır. Ne var ki, küresel ekonominin bir türlü toparlanamaması ve ardından patlak veren Avrupa borç krizi sebebiyle ekonomik büyümeyi korumak da bir gündem maddesi olarak T.C. Merkez Bankası'nın önüne düşmüştür. T.C. Merkez Bankası, 2011 yılında faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi ile bankaların kaynak maliyetinde yukarı yönlü bir dalgalanma oluşturmuşken ve diğer taraftan net fonlama miktarını düşürerek parasal sıkılaştırmaya gitmişken, Avrupa borç krizi ile öncelikler yeniden hizalanmıştır. Ekonomik büyümenin korunması zımni bir hedef olarak öne geçmiştir. Ayrıca, ABD'de miktarsal genişlemenin sonlanacağının açıklandığı 2013 yıl ortalarından itibaren sermaye çekilişleri şiddetlenmiş, yeni ara hedef bu kez döviz kurlarına istikrar kazandırmak olmuştur. Tüm bu hedef hizalanma sürecinde farklı araçlar farklı şekil ve dozlarda (frekans ve büyüklük olarak) kullanılmış, ancak biribiriyle çelişen etkiler ortaya çıkmıştır.

Faiz koridoru ve zorunlu karşılık uygulamasının operasyonel açıdan birbirine zıt yansımaları olmuştur. 2010 yılında faiz koridorunu hayata geçiren T.C. Merkez Bankası'nın rezerv talebi üzerinden banka kaynak maliyetlerini kontrol etmesi oldukça imkansızlaşmıştır. Zira zorunlu karşılık oranlarının artması, bankaların kabul ettikleri her birim mevduat için T.C. Merkez Bankası nezdinde tutmaları gereken zorunlu karşılık

miktarını yükseltmiş, diğer yandan bankaların ihtiyaç duyduğu rezerv talebini artırmıştır. T.C. Merkez Bankası ise, zorunlu karşılık oranını arttırdığı dönemlerde, hedeflediği faiz oranı seviyesini muhafaza etmek adına piyasaya yeteri kadar rezerv sağlamak durumunda kalmıştır. Yani bir yandan zorunlu karşılıklarla rezerv talebini yükseltirken, diğer yandan rezerv enjekte ederek faizleri (bilhassa BIST bankalararası gecelik borçlanma faizlerini) belirlediği koridorda tutmaya özen göstermiştir. Söz konusu rezerv arzı, zorunlu karşılık aracının likidite etkisini oldukça sınırlamıştır. Benzer şekilde, zorunlu karşılıkların münhasıran kullanıldığı 2010-11 döneminde, bir yandan zorunlu karşılıklar artırılırken diğer yandan Türk Lirasının aşırı değerlenmesini önlemek adına düzenli günlük ihalelerle döviz satınalmı yapılmıştır. Söz konusu döviz satınalmaları karşılığında piyasaya yükek miktarda Türk Lirası enjekte edilmiştir. Ek likidite de, zorunlu karşılıklardaki artışın yolaçtığı ilave rezerv talebini karşılamıştır.

Bir diğer konu da, rezerv talebinin faiz elastikiyetinin sanıldığı kadar aksine oldukça düşük olmasıdır. T.C. Merkez Bankasına, diğer bankalara ve müşterilerine karşı yükümlülüklerini yerine getirmek durumunda olan bankalar, genellikle gereğinden çok daha fazla serbest rezerv tutmuşlardır. Dolayısıyla zorunlu karşılık oran değişikliklerinin rezerv talebi üzerinden piyasa faizine tesir etmesi çok da mümkün olmamıştır. Zira rezerv talebi neredeyse inelastikleşmiştir. Rezerv miktarı ve faiz arasındaki ilişkinin yönü ise klasik para teorisi anlatımının tersine çalışmıştır. Şöyle ki; T.C. Merkez Bankası nezdinde tutulan rezerv miktarı, faizlerin yüksek olduğu dönemlerde ihtiyaca en yakın düzeyde tutulurken, faizlerin görece düşük olduğu dönemlerde, bankalar daha gevşek davranarak daha yüksek rezerv tutmaya meyilli olmuşlardır. İkinci olarak, rezerv opsiyon mekanizması ile bir yandan bankaların yabancı para varlıklarının artırılması diğer yandan döviz piyasasında istikrar sağlanması amaçlanmıştır. Ancak yabancı para kaynak maliyetlerinin Türk Lirasına oranla oldukça düşük seviyelerde kalması sebebiyle bankalar zorunlu karşılıkları, izin verilen katsayı oranında yabancı para cinsinden tesis etme yoluna gitmişlerdir. Böylelikle bankalar zorunlu karşılık maliyetini düşürmüşlerdir. Bir başka deyişle, rezerv opsiyon mekanizması ile zorunlu karşılık maliyet kanalının

etkinliği kısıtlanmıştır. Dolayısıyla kullanılan araçların etkileri açısından da ciddi bir uyumsuzluk meydana gelmiştir.

Etkinliği sınırlayan belki de en önemli unsur, T.C. Merkez Bankası ile finansal piyasaları düzenleyen denetleyen kurumlar arasındaki koordinasyon eksikliği (ya da hedef uyumsuzluğu) olmuştur. Hızlı kredi hacim büyümesini dizgenlemek amaçlı makro-ihtiyatlı politikalara ek olarak regülatif önlemlere başvurulmuş, ancak makro-ihtiyatlı politikaları destekleyecek ölçüde yeterli olmamıştır. BDDK'nın yegâne müdahalesi 2011 yılı Haziran ayında giriştiği kredilerde dinamik karşılık uygulaması olmuştur. Bu müdahale kapsamında, tahsil edilemeyen kredi alacakları bakiyesi yüksek olan bankalar ile tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payı yüzde 20'yi aşan bankalar için görece daha yüksek oranda sermaye ayırma zorunluluğu getirilmiştir. Ne var ki, sözkonusu düzenleme (tarihi düşük tahsil edilemeyen alacak oranı sebebiyle) kredi hacmini dizgenlemekten oldukça uzak kalmıştır. Öte yandan BDDK, bankaların kredi arzını tersi yönde etkileyecek daha önemli bir adım atmıştır: 2010 yılı Eylül ayında banka bonosu ihraç edilmesinin önü açılmıştır. Sözkonusu düzenleme ile bankalar yurtiçi bono piyasasından yüksek miktarda borçlanmalar gerçekleştirebilmiş ve kredi arzına alternatif bir kaynak daha üretebilmiştir.

T.C. Merkez Bankası ile BDDK arasındaki koordinasyon eksikliğinin arka planında hedef çelişkisi yatmaktadır. BDDK, mali disiplini (görece yüksek sermaye yeterlilik rasyoları ve düşük kredi takip oranları) sağlamayı ve de bankacılık sektörünün karlılık motivasyonu ile hareket ederek sermayelerini daha da güçlendirmelerini desteklemektedir. Keza sermaye rasyolarının yüksek ve takipteki alacakların minimum olduğu küresel kriz sonrası düzlemde hızlı kredi büyümesi, bankaların karlılıklarını ve sermayelerini güçlendirmiştir. Öte yandan, hızlı kredi büyümesi, T.C. Merkez Bankası açısından finansal sistem ve ekonominin geneli için risk olarak algılanmıştır. BDDK ve T.C. Merkez Bankası politikalarının yeterince eşgüdümlememesi de makro-ihtiyatlı politikaların etkinliğini sınırlamıştır. Ayrıca, politik karar vericiler de daha ziyade

ekonomik büyüme ve istihdam gibi makroekonomik göstergelere odaklandığından, T.C. Merkez Bankası kredi hacmini regülatif yoldan sınırlama noktasında yeterince destek bulamamıştır.

Koordinasyon sağlanması gereken bir diğer kurum belki de T.C. Maliye Bakanlığı'dır. Zira, yurtiçi fonları çok daha uygun vade ve fiyatlarda yurtdışından fonlarla ikame eden Türk bankaları, aktiflerini hızlıca çoğaltabilmiştir. Yurtdışından sağlanan bol ve ucuz likidite, kredi hacim büyümesinin arka planında yer alan faktörlerden biri olmuştur. Yurtdışı fonlamaların, karşı-devrevi hareketler doğuracak şekilde vergilendirilmesi şüphesiz ki yurtdışı fonlamaların maliyetini artıracak potansiyele sahiptir. Bu anlamda, sözgelimi Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu ("KKDF") oranlarının tüm vade ve dilimlerde yükseltilmesi kaynakları pahalılandırabilir, kredi hacmine kısmen etki edebilirdi.

Finansal piyasaların derinlik ve büyüklüğü, yurtdışı piyasalarla ilişkisi, finansal araçların sermaye yapıları ve rekabet koşulları gibi unsurlar da makro-ihtiyatlı politikaların etkinliğini belirlemektedir. Hızla büyüyen Türk bankacılık sektörü, her geçen gün yurtdışı piyasalara entegre olmuş ve 2001 bankacılık krizinden bu yana devamlı büyümüştür. Bir yandan da piyasalar ve finansal araçlar çeşitlenerek, bankacılığa rakip ve alternatif konum kazanmaya başlamışlardır. Finans piyasalarının genişlemesi ise, finansal araçları T.C. Merkez Bankası politikalarına karşı daha reaktif hale getirmiştir. Örneğin, zorunlu karşılık ve faiz koridoru ile likidite düzeyi ve kaynak maliyetleri farklılaştırılmaya çalışılırken, bankalar yurtiçi ve yurtdışı piyasalardan alternatif kaynaklara, alternatif yatırımcı tabanlarına yönelmişlerdir. Bilhassa yurtdışı kaynaklar sayesinde ucuz ve bol likidite sağlayabilmişlerdir. Ayrıca, bankaların sermaye yapıları ve sektör rekabet koşulları tamamen gözardı edilmiştir. Bankalar arasındaki rekabetin mevduat piyasasından kredi piyasasına kaymasıyla, bankalar görece daha düşük net faiz marjlarıyla daha yüksek kredi arz etme yoluna gitmişlerdir. Makro-ihtiyatlı araçların maliyet etkilerini absorbe ederek, yoğun rekabet ortamında, kredi

aktiflerini genişletmeye odaklanmışlardır. Yabancı sermaye girişleri neticesinde daralan menkul kıymet getirileri de bankaları kredi cüzdanlarını genişletmeye itmiştir. Bankaların yüksek sermaye yeterlilik rasyoları da kredilerdeki yüksek ivmelenme trendini desteklemiştir.

Netice itibariyle, kriz sonrası dönemde zorunlu karşılık ve faiz koridoru araçlarının, tek başlarına kredi hacmine özgülenebilecek doğru bir makro-ihtiyatlı araç olmadıkları gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, makro-ihtiyatlı politikaların bazılarının tek başına kullanıldığında arzu edildiği derece etkin olmadığı bir gerçektir.³⁰⁵ Bu bağlamda, bankacılık sektörünü hedef alan destekleyici düzenlemeler ve kurumlar arası yüksek bir eşgüdüm olmaksızın, makro-ihtiyatlı politika ve araçlar etkisiz kalmaktadır. Hele ki 2008 küresel kriz dönemi gibi olağandışı ekonomik düzlemlerde, politikaların etkinliğine tesir eden birçok dışsal parametre denkleme girerek para otoritelerinin başarısı yada başarısızlığını tayin etmektedir. Bu anlamda, T.C. Merkez Bankası'nın kredi hacmi özelinde finansal istikrar hedefine ulaşma noktasında başarılı olduğunu ifade etmek çok da mümkün değildir.

³⁰⁵ Benzer şekilde İspanya Merkez Bankası ("Banco de España") performe etmeyen kredilerden kaynaklanan kayıpları ve banka bilançolarındaki artan kredi riskini dizginlemek için 2000 yılında yeni bir karşılık sistemi devreye geçirmiş ancak bu makro-ihtiyatlı politika tek başına bankaların kredi verme politikalarını ve risk algılamalarını etkileyememiştir. Detaylı bilgi için bakınız; Jesús Saurina, "Loan Loss Provisions in Spain: A Working Macroprudential Tool," Bank of Spain Financial Stability Review, No. 17, Madrid, 2009, s. 13.

SONUÇ

2008 yılından bu yana gelişmiş ekonomilerdeki para otoritelerinin asli hedefleri olan fiyat istikrarını bir yana bırakarak kaybolan finansal istikrarı sağlama ve ekonomiyi canlandırma/canlı tutma hedeflerine yönelmeleri, bir anlamda kendi konfor alanlarını terk etmeleri, para otoritelerini yeni bir güç ve etkinlik testine sokmuştur. İster gelişmiş ister gelişmekte olsun birçok ülke para otoriteleri giderek artan bir belirsizlik ortamında çok kısa vadede günü kurtarırcasına finansal ve ekonomik istikrarı tesis etmeye yönelik pek de alışlagelmedik (ortodoks olmayan) ve etkinliği ve sonuçları tam anlamıyla test edilmemiş makro-ihtiyatlı politikalara umutla sarılmışlardır. Ne var ki, krizle mücadele için devreye sokulan para politikaları uzun süre birçok yönden etkisiz kalmış ve nihayetinde gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler farklı/yabancı bir düzleme evrilmişlerdir.

Finansal ve ekonomik istikrara yönelik makro-politikalar devri, para otoritelerinin alışlagelmedik aksiyonlarına sahne olmuştur. Finansal krizin ardından Fed, önce klasik enstrümanları devreye sokarak bankalara reeskont kredi kanalını açmıştır. Krizin finansal sistem geneline yayılma riski doğduğunda ise bu kez, varlığa dayalı menkul kıymet satınalmaları ile varlık fiyatlarını ve de finansal aracılarn sermaye kayıplarını sınırlamayı amaçlamıştır. Varlık satınalmalarıyla da finansal aracılarn iflas etmelerinin önüne geçemeyince, bu kez doğrudan finansal kuruluşlara sermaye aktarımı yaparak tarihinde ilk kez özel sektör ajanı gibi davranmıştır. Öylesine büyük parasal bir operasyona girişilmiştir ki Fed'in 2008 yılı kriz öncesi dönemde 800 milyar ABD Doları

olan bilanço büyüklüğü, üçüncü miktarsal genişleme sonrasında 2013 yılı sonunda 4,0 trilyon ABD Doları seviyesine tırmanmıştır. Finansal varlıkları, verdiği kredi garantileri ve ortaklıkları ile Fed bir anlamda finansal bir oyuncu halini almıştır. Finansal krizin yayılarak Avrupalı bankalara sıçraması sonucu bazı Avrupalı bankalar bu kez iflasla yüzyüze gelmiş, ardından kamu borç krizi dünya piyasalarını vurmuştur. AMB, ucuz ve bol likidite pompalamış ve ardından üye ülke tahvil/bono satınalmaları ile miktarsal genişleme yolunu tutmuştur. Bu arada iflas riski yaşıyan ülkelere IMF ile ortaklaşa oluşturulan bir fon ile ek finansman sağlanmış ve hatta iflas etmiş ülke borçları alacaklılarla (ki büyük çoğunluğu finansal araçlar) müzakere edilerek yeniden yapılandırılmıştır. Bu süreçte, AMB ve Avrupa Birliği kurumları da özel sektör ajanları gibi hareket etmişlerdir. İngiliz ve Japon Bankaları da sonrasında makro-ihhtiyatlı politikaları uygulamaya sokmuşlardır. Finansal piyasalar adeta ucuz ve bol likiditeye boğulmuş, piyasaların tekrar normal seyrinde işlevsellik göstermesi için devasa teşvik paketleri uygulamaya konulmuştur. Ne var ki, gelişmiş ekonomilerdeki finansal (ve de ekonomik) istikrara dönük tüm girişimler, uzun süre etkisiz kalmıştır. Para otoriteleri, pek de normal olmayan bir dönemde, finans piyasaları kaynaklı küresel krizde, pek de sonuçları kestirilemeyen ve daha önce deneyimlenmemiş politika ve araçlarla olan etkinlik testlerinde beklenildiği ölçüde başarılı olamamışlardır. Başka bir deyişle, kendilerine yabancı bir ekonomik düzlemde finansal istikrarı sağlama adındaki yeni rollerinde oldukça etkisiz kalmışlardır.

Küresel krizin sınır ötesi etkileri gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde bambaşka bir düzlem oluşturmuştur. Gelişmekte olan ekonomiler, 2009 yılının sonlarından itibaren ekonomik toparlanmanın beraberinde yoğun sermaye girişlerine bağlı olarak aşırı ısınmanın farklı yansımaları ile başetmek durumunda bırakılmışlardır. Yoğun sermaye akımları, gelişmekte olan ekonomiler için her ne kadar alışılagedik bir durum gibi gözüксе de, etkileri küresel kriz bağlamında oldukça farklılaşmıştır. Öncelikle, krizi izleyen dönemde sermaye girişleri büyüklük ve şiddet bakımından olağandışı boyutlara ulaşmıştır. Öyle ki, gelişmekte olan ülke para birimleri aşırı

değerlenmiş, sözkonusu ülkelerin ihracat kapasiteleri aşınmış ve dış ticaret dengeleri bozulmuştur. İkincisi, getiri anlamında gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalar arasındaki riske uyarlanmış getiri arbitrajı anlamsız kalmıştır. Daha açık bir ifadeyle, gelişmiş piyasalarda finansal getirilerin sıfıra yakınsaması (hatta Avro bölgesinde negatife düşmesi) yatırımcıları alternatifsiz bırakmıştır: Getiri sadece gelişmekte olan piyasalara yatırım ile mümkün olabilmiştir. Sermayenin uzun süre gelişmekte olan piyasalara park etmesi, olağan seyrin ötesinde ekonomik büyümeye ve finansal ve ekonomik aşırılıklara sebep olmuştur. Bol ve görece ucuz likiditeye erişebilen finansal araçlar, yüksek miktarda kredi aktifi üretmişler ve güçlü tüketim eğilimi (aşırı değerli para yerel birimlerinin de etkisiyle) iç ve dış dengeyi bozmuştur. Daha da önemlisi, kredi hacmindeki sıradışı büyüme bir yandan hanehalkı borçlarını, diğer yandan bankaların kredi aktiflerini/risklerini daha önce eşi benzeri görülmemiş seviyelere taşımıştır. Üçüncü ve son olarak, kriz döneminde gelişmekte olan ekonomilerdeki hızlı büyümenin doğal bir sonucu olarak reel ücret seviyesi yükselmiş, enflasyon hedefleri ıskalanmış ve varlık fiyatları hızla değerlenmiştir. Bu kez yoğun ve şiddetli sermaye çıkışlarının beraberinde, küresel krizden çıkış döneminde (2013 yılı ve sonrasında) ekonomilerin normal büyüme seyirlerinin altında bir büyüme patikasına girilmesine yol açmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerin karşı karşıya kaldığı sözkonusu finansal ve ekonomik aşırılıklar, para otorilerince risk olarak algılanarak, makro-ihtiyatlı politikalarla etkileri sınırlandırmaya çalışılmıştır. Ne var ki, yabancı bir ekonomik düzlemde farklı bir rol üstlenen gelişmekte olan ülke para otoriteleri de finansal aşırılıkları/riskleri sınırlama konusunda oldukça çaresiz gözükmüşlerdir.

Kriz dönemi ve sonrasında Türkiye, gelişmekte olan ülkelerdeki benzer finansal aşırılık ve risklere maruz kalmıştır. T.C. Merkez Bankası, başta kredi hacmi olmak üzere finansal riskleri sınırlamak adına ortaya koyduğu makro-ihtiyatlı politika ve hedefler çerçevesinde zorunlu karşılık (ve rezerv opsiyon mekanizması) ve faiz koridoru (ve aktif likidite yönetimi) araçlarına sarılmıştır. Ne var ki, sözkonusu araçlar, altında yatan birçok sebepten ötürü etkin olamamıştır. Bunlar arasında uygun olmayan araç seçimi,

araçlar arasındaki uyumsuzluk, finansal ve ekonomik koordinasyon eksikliği ve belki de en önemlisi para otoritelerinin halen geleneksel ekonomik düzlemde para politikası üretme ve uygulama eğilimleri yer almaktadır. Daha açık bir deyişle, olağan dışı bir ekonomik düzlemde (küresel finansal kriz döneminde), farklı bir hedef (finansal istikrar hedefi) için farklı bir rolle (finansal araçların davranışlarını kontrol etme rolü) hareket etmek durumunda olan para otoriteleri geleneksel hatta günümüzde pek de başvurulmayan araçlarla mekanik bir etki üretmeyi umarak etkisiz kalmışlardır. Kriz öncesi dönemde “kişibaşı GSYİH / borç” rasyosu yüzde 30’ların altında iken, 2013 yılı sonrasında yüzde 70’lere yakınsamıştır. Kişibaşı kredi borcu ise, seviye olarak sözkonusu dönemde neredeyse 3 kat artmıştır.

Kredi hacmindeki değişim resminin diğer tarafı da önemli bir hikâye anlatmaktadır: Bankacılık sektör ortalaması olarak 2008 yılsonunda yüzde 80’lerin altında olan Türk Lirası “kredi / mevduat” oranı 2013 yılsonunda yüzde 110’lara yükselmiştir. Kredi türlerine göre ise, her ne kadar kurumsal/ticari krediler toplam kredi stoğunun yüzde 65-66’sını oluştursa da, yatırım kredilerinin toplam kredilere oranı yüzde 5-6’ları aşmamıştır. Kurumsal/ticari krediler tarafında kredilerin büyük bir bölümü işletme finansmanı için kullanılmıştır. Öte yandan, toplam kredilerin kurumsal/ticari kredilerden geriye kalan yüzde 35’i bireysel kredilerden oluşmaktadır. Sözkonusu oranın yüzde 11’i konut kredilerinden oluşurken, geri kalan yüzde 24’ü tüketici, taşıt, ihtiyaç kredileri ve kredi kartından oluşmaktadır. Sonuç olarak, kullanım tarafına bakıldığında da olağandışı kredi büyümesine ve tırmanan kredi borçluluk seviyelerine rağmen yatırım amaçlı kredilerin oranı oldukça düşük seyretmiştir. Bir başka deyişle, kredi stoğundaki mutlak ve oransal büyümenin arkasında tüketimin finansmanı yer almıştır.

Türkiye’deki makro-ihtiyatlı politika ve araçların finans istikrarı tesis etme noktasındaki etkinsizliği birtakım ciddi sonuçlar doğurmuştur. ABD’deki miktarsal genişlemenin sonlanmasının ardından sermaye akımlara terse dönmesi sebebiyle,

ekonomi genelinde yabancı sermayeye olan bağımlılığın negatif sonuçları tekrar günyüzüne çıkmıştır: yoğun sermaye çekilişleri ekonomik göstergelerde sert hareketlere yol açmış ve ekonominin istikrarını bozmuştur. Ayrıca yoğun sermaye çekilişleri döviz kurunda yukarı yönlü ciddi dalgalanmalarla sonuçlanmıştır. Türk Lirasında oluşan değer kayıpları şirket ve banka bilançolarını olumsuz etkilemiş, borçlanma maliyetleri yükselmiş ve borçlanma imkanları daralmıştır. Öte yandan, döviz kurundaki yukarı yönlü şiddetli hareketi baskılamak için bilhassa 2013 yılsonunda şok tarzında parasal sıkılaştırma ve faiz artırımlarına gidilmiştir. Şirket bilançolarındaki kayıplar ve görece yüksek faiz (görece düşük kredi hacmi büyümesi ve düşük tüketim/yatırım) sonucu, ekonomi takip eden yıllarda uzun dönem ortalama büyüme oranlarının altında büyümüştür. Kredi hacmi özelinde üzerinde durulması gereken husus ise, hanehalkı borçluluğunun gelirlerine oranla daha hızlı büyümesi sonucu hanehalkı kredi borçluluk tavanına yaklaşmıştır. Buna bağlı olarak, kredi hacmindeki büyüme 2013 yılı sonrası hızlı bir düşüş kaydederek yıllık bazda hedef değer olan yüzde 20'lerin altına gelmiş ve 2016 yılsonu itibarıyla yüzde 10 seviyesine kadar gerilemiştir. Benzeri son on yılda Çin ve Brezilya gibi gelişmekte olan ekonomilerde de görüldüğü üzere, kredi hacmindeki sözkonusu şiddetli devrevi hareket Türkiye'de ekonomiyi olağan büyüme patikasının altına itmiştir. Ücret ve fiyatlarda (bilhassa fiziki varlık fiyatlarında) bir balon oluştuğu kanısı giderek yaygınlaşmıştır. Sözkonusu kanının doğruluğunu önümüzdeki yıllardaki büyüme oranlarının uzun dönem büyüme oranına kıyasla nerede gerçekleştiğine bakarak yorumlamak, ekonomi genelindeki fiyatların yeniden hızlanması gerekip gerekmediğini analiz ederek karar vermek mümkün olacaktır. Öte yandan 2008-2013 dönemindeki kredi hacmindeki olağan dışı büyümenin sonuçları henüz tam anlamıyla kendini göstermemiştir. Ekonomideki büyüme yönelimi ve de istihdam oranlarındaki değişim, sözkonusu dönemin sonuçlarını önümüzdeki dönemlerde dışavuracaktır. Sözelimi olası bir ekonomik yavaşlama, takipteki kredi düzeyine bağlı olarak banka bilançolarını ve finansal istikrarı sistematik bir riske sokma potansiyeline sahiptir.

Kredi hacmi özelinde finansal istikrar odaklı politikaların etkinliğinin beklenen düzeyde sağlanamamasının ardında yatan sebepler ve sonuçlarına dayanarak, finansal istikrar hedef(ler)ine ulaşmak adına daha doğru bir araç seçimi ve uygulaması yapılması, ekonomi yönetimi genelinde bir eşgüdüm sağlanması, ekonomik konjoktür ve finansal araçların davranışlarının da analize katılması gerektiği düşünölmektedir. Bunları icra ederken, finansal istikrar hedefi ile geleneksel hedefleri arasında uyum sağlaması hiç şüpheşiz para otoritelerinin işlerini daha da karmaşık hale getiren bir unsur olacaktır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Anna Schwartz: **Money in Historical Perspective**, University of Chicago Press, 1987.
- Barry Eichengreen, Mohamed El-Erian, Arminio Fraga, Takatoshi Ito, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad, Raghuram Rajan, Maria Ramos, Carmen Reinhart, Helene Rey, Dani Rodrik, Kenneth Rogoff, Hyun Song Shin, Andres Velasco, Beatrice Weder di Mauro ve Yongding Yu: **Rethinking Central Banking**, Committee on International Economic Policy and Reform, Eylül 2011.
- Benjamin M. Friedman ve Frank Hahn: **Handbook of Monetary Economics**, Vol. 2, North-Holland, Amsterdam, 1990.
- Benjamin M. Friedman ve Michael Woodford: **Handbook of Monetary Economics**, Vol. 3A, North-Holland, Amsterdam, 2011.
- Benjamin M. Friedman ve Michael Woodford: **Handbook of Monetary Economics**, Vol. 3B, North-Holland, Amsterdam, 2011.
- Board of Governors of The Federal Reserve System: **The Federal Reserve System: Purposes and Functions**, Washington D.C., Ocak 2005.
- Carl E. Walsh: **Monetary Theory and Policy**, MIT Press, Third Edition, Massachusetts, 2010.

- Frederic S. Mishkin: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Seventh Edition, Pearson & Addison Wesley, New York, 2004.
- J. B. Taylor ve M. Woodford: **Handbook of Macroeconomics**, Vol. 1, North-Holland, Amsterdam, 1999.
- John Eatwell, Murray Milgate ve Peter Newman: **The New Pelgrave: A Dictionary of Economics**, Macmillan, New York, 1987.
- N. Gregory Mankiw: **Monetary Policy**, National Bureau of Economic Research, Washington D.C., 1994.
- Paul Krugman ve Robin Wells: **Macroeconomics**, Second Edition, Worth Publishers, New York, 2011.
- Philip Cagan: **The Channels of Monetary Effects on Interest Rates**, National Bureau of Economic Research, Washington D.C., 1972.
- The Federal Reserve Bank of Boston: **Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages**, Boston, Haziran 1971.

Makaleler

- A. Hakan Kara: “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası,” T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No. 12/17, Haziran 2012, Ankara.
- Ahmet Faruk Aysan, Salih Fendioğlu ve Mustafa Kılınç: “Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey,” T.C. Merkez Bankası Working Paper, No. 14/03, Ankara, Şubat 2014.
- Allan H. Meltzer: “Monetarism: The Issues and the Outcome,” Atlantic Economic Journal, Vol. 26, No. 1, Mart 1988.
- Allan H. Meltzer: “Monetary, Credit, and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective,” Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, No. 4, 1995.
- Allan H. Meltzer: “The Transmission Process,” Carnegie Mellon University and the American Enterprise Institute Conference Paper, Mart 1999.
- Andrea Schaechter: “Implementation of Monetary Policy and The Central Bank's Balance Sheet,” IMF Working Paper, No. 149, Kasım 2001.
- Anil K. Kashyap ve Jeremy C. Stein: “Monetary Policy and Bank Lending,” Monetary Policy, Ed. N. Gregory Mankiw, National Bureau of Economic Research, 1994.
- Arif Oduncu, Yasin Akçelik ve Ergun Ermişoğlu: “Reserve Option Mechanism and FX Volatility,” T.C. Merkez Bankası Working Paper, No. 13/03, Ankara, Şubat 2013.

- Arto Kovanen: “Reserve Requirements on Foreign Currency Deposits in Sub-Saharan Africa – Main Features and Policy Implications,” IMF Working Paper, Nisan 2002.
- Barry Eichengreen, Raghuram Rajan ve Eswar Prasad: “Central Banks Need A Bigger and Bolder Mandate,” Financial Times, 24 Ekim 2011.
- Ben S. Bernanke ve Alan S. Blinder: “The Federal Funds Rate and The Channels of Monetary Transmission,” The American Economic Review, Vol. 82, No. 4, Eylül 1992.
- Ben S. Bernanke ve Cara S. Lown: “The Credit Crunch,” Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2, 1991.
- Ben S. Bernanke ve Mark Gertler: “Inside the Blackbox: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, No. 4, 1995, s. 28.
- Ben Bernanke ve Mark Gertler: “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 7559, Şubat 2000.
- Ben S. Bernanke, Mark Gertler ve Simon Gilchrist: “The Financial Accelerator in A Quantitative Business Cycle Framework, Handbook of Macroeconomics, Ed. J. B. Taylor ve M. Woodford, Vol. 1, Chapter 21, 1999.
- Ben S. Bernanke: “On The Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 3486, Ekim 1990.
- Ben S. Bernanke: “Non-Monetary Effects of The Financial Crisis in the Propagation of The Great Depression,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 1054, Ocak 1983.

- Ben S. Bernanke: “The Economic Outlook,” Before the Joint Economic Committee, U.S. Congress Testimony, Washington, DC, 22 Mayıs 2013.
- Ben S. Bernanke: “The Financial Accelerator and The Credit Channel,” The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty First Century Konferans Konuşması, Federal reserve Bank of Atlanta, Georgia, 15 Haziran 2007.
- Benjamin J. Friedman ve Kenneth N. Kuttner: “Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?,” Handbook of Monetary Economics, Vol. 3B, Ed. Benjamin M. Friedman ve Michael Woodford, North-Holland, Amsterdam, 2011.
- Bennett T. McCallum: “Money Stock Control with Reserve and Interest Rate Instruments under Rational Expectations,” National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 893.
- Carl E. Walsh: “Discussion of Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?” International Journal of Central Banking, No. 8, Vol. 1, Mart 2012.
- Carmen M. Reinhart ve Vincent C. Reinhart: “On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems,” International Journal of Finance and Economics, Vol. 4, No. 1, Ocak 1999.
- Celine Gauthier, Alfred Lehar ve Moez Soissi: “Macroprudential Capital Requirements and Systemic Risk,” Bank of Canada Working Paper Series, 2010.
- Cesaire Meh ve Kevin Moran: “The Role of Bank Capital in The Propagation of Shocks,” Bank of Canada Economic Analysis Department, Ottawa, August 2009.

- Charles A. E. Goodhart: “The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts,” *Economica*, Vol. 76, No. 1, 2009.
- Charles I. Plosser: “Money and Business Cycle: A Real Business Cycle Interpretation,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 3221, Ocak 1990.
- Charles S. Morris ve Jr.
Gordon H. Sellon: “Bank Lending and Monetary Policy: Evidence on a Credit Channel,” Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 1995.
- Cheng Hoo Lim,
Francesco Columba, Alex
Costa, Piyabha
Kongsamut, Akira Otani,
Mustafa Saiyid, Torsten
Wezel ve Xiaoyong Wu: “Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? – Lessons from Country Experiences,” IMF Working Paper, No. 238, Ekim 2011.
- Christian Glocker ve
Pascal Towbin: “Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When They Are Effective,” Banque De France Document, No: 363, Şubat 2012.
- Christian Glocker ve
Pascal Towbin: “The Macroeconomic Effects of Reserve Requirements,” Banque de France Working Papers, No. 374, 2012.
- Christian Glocker ve
Pascal Towbin: “The Macroeconomic Effects of Reserve Requirements,” Financial Stability and Banking VII Annual Seminar on Risk, 9-10 Ağustos 2012.
- Christina D. Romer ve
David H. Romer: “Credit Channel or Credit Actions? An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 4485, Ekim 1993.

Claudio E. V. Borio ve
Haibin Zhu:

“Capital Regulation, Risk Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?” BIS Working Papers, Aralık 2008.

Claudio E. V. Borio:

“The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey,” BIS Economic Papers, No. 47, Basel, 1997.

Doruk Küçüksaraç ve
Özgür Özel:

“Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması,” T.C. Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 12/32, Ankara, Kasım 2012.

Erdem Başçı ve Hakan
Kara:

“Finansal İstikrar ve Para Politikası,” T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No. 11/08, Ankara, Mayıs 2011.

Ergun Ermişoğlu, Yasin
Akçelik ve Arif Oduncu:

“GDP Growth and Credit Data,” T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No. 13/27, Temmuz 2013, Ankara.

Eric J. Stevens:

“Is There Any Rationale for Reserve Requirements,” Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review, No. 27, Vol. 3, 1991.

Erlend Walter Nier:

“Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis,” IMF Working Paper, No: 70, 2009.

Erol Danış, Magdalena L.
Stoklosa, Tevfik Aksoy,
Batuhan Karabekir,
Marianna Kozintseva,
James K. Lord:

“Banks in the Spot Light,” Morgan Stanley Research Europe Turkey: Bosphorus View, 13 Haziran 2012.

- Franco Modigliani: “Monetary Policy and Consumption: Linkages via Interest Rate and Wealth Effects in the FPM Model,” Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages, Ed. The Federal Reserve Bank of Boston, Haziran 1971.
- Frederic S. Mishkin: “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” NBER Working Paper Series, 1996.
- Frederic S. Mishkin: “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism,” Journal of Economic Perspective, Vol. 9, No. 4, 1995.
- FSB, IMF ve BIS: “Macroprudential Policy Tools and Frameworks: Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors,” 14 Şubat 2011.
- Gabriele Galati ve Richhild Moessner: “Macroprudential Policy – A Literature Review,” De Nederlandsche Bank Working Paper, No. 267, North-Holland, Aralık 2010.
- Gordon H. Jr. Sellon ve Stuart E. Weiner: “Monetary Policy without Reserve Requirements: Analytical Issues,” Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 1996.
- Hakan Kara: “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası,” T.C. Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No. 12/17, Ankara, Haziran 2012.
- Hande Küçük, Pınar Özlü, Anıl Talaslı, Deren Ünalnış ve Canan Yüksel: “Interest Rate Corridor, Liquidity Management and The Overnight Spread,” T.C. Merkez Bankası, Working Paper, No. 14/02, Ankara, Şubat 2014.

- Herve Hannoun: “Towards A Global Financial Stability,” 45th SEACEN Governor’s Conference, Cambodia, 26-27 Şubat 2010.
- Hüseyin Aytuğ: “Does The Reserve Options Mechanism Really Decrease Exchange Rate Volatility? The Synthetic Control Method Approach,” MPRA Paper, No. 71400, 1 Ocak 2016.
- Hyun Song Shin ve Tobias Adrian: “Liquidity and Leverage,” IMF Financial Cycles, Liquidity, and Securitization Conference Paper, Washington DC, 18 Nisan 2008.
- Ian Christensen, Cesaire Meh ve Kevin Moran: “Bank Leverage Regulation and Macroeconomic Dynamics,” Bank of Canada Working Paper, No. 2011-32, Aralık 2011
- IMF: “Macroprudential Policy: An Organizing Framework,” Ed. Jose Vinals, IMF Monetary and Capitals Markets Department Background Paper, No. 54, Mart 2011.
- İsmail Anıl Talashı: “Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yötemi,” T.C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mayıs 2012.
- Jaime Caruana: “Macroprudential Policy: Working Toward A New Consensus,” The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy, BIS ve IMF Ortak Yüksek Toplantı Konuşması, Washington DC, 23 Nisan 2010, s. 2, Çevrimiçi: (<http://www.bis.org/speeches/sp100426.pdf>), 2 Temmuz 2012.

James Lord ve Vitali Meschoulam:	“Currency Intervention Risks – A Scorecard Approach,” Morgan Stanley Research EM Profile, 4 Kasım 2010.
James Tobin:	“A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,” Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, No.1, Şubat 1969.
Jean Boivin, Micheal T. Kiley ve Frediric S. Mishkin:	“How Has Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?,” Handbook of Monetary Economics, Vol. 3A, North-Holland, Amsterdam, 2011.
Jens H. E. Christensen, Jose A. Lopez ve Glenn D. Rudebusch:	“Do Central Bank Liquidity Facilities Affect Interbank Lending Rates?” Federal Reserve Bank of San Francisco Woking Paper, No. 2009-13, Haziran 2009.
Jerome Creel, Paul Hubert ve Mathilde Vienne:	“Assessing the Interest Rate and Bank Lending Channels of ECB Monetary Policies,” OFCE Working Paper, No. 25, Aralık 2013.
Jesús Saurina:	“Loan Loss Provisions in Spain: A Working Macroprudential Tool,” Bank of Spain Financial Stability Review, No. 17, Madrid, 2009.
Joseph Gagnon, Matthew Raskin, Julie Remache ve Brian Sack:	“Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No: 441, March 2010.
Joshua N. Feinman:	“Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform,” Federal Reserve Bulletin, No. 79, Vol. 6, Washington DC, Haziran 1993.
Karl Brunner ve Allan H. Meltzer:	“Friedman’s Monetary Theory,” The Journal of Political Economy, Vol. 80, No. 5, Eylül-Ekim 1972.

Karl Brunner ve Allan H. Meltzer:	“Money and Credit in the Monetary Transmission Process,” The American Economic Review, Vol. 78, No.2, Mayıs 1998.
Kevin Clinton:	“Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements,” Bank of Canada Working Paper, No. 97, Vol. 8, Nisan 1997.
Koray Alper ve S. Tolga Tiryaki:	“Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri,” TCMB Ekonomi Notları, No. 8, Nisan 2011.
Koray Alper, Hakan Kara ve Mehmet Yörükoğlu:	“Rezerv Opsiyon Mekanizması,” T.C. Merkez Bankası Ekonomi Notları, No. 2012-28, Ankara, 2012.
Laurence Ball ve N. Gregory Mankiw:	“A Sticky-Price Manifesto,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 4677, Mart 1994.
Lawrance J. Christiano ve Martin Eichenbaum:	“Liquidity Effects, Monetary Policy, and The Business Cycle,” National Bureau of Economic Research Working Paper, Vol. 4129, Ağustos 1992.
Leonardo Gambacorta ve Federico M. Signoretti:	“Should Monetary Policy Lean Against The Wind?: An Analysis Based on A DSGE Model With Banking,” BIS Working Papers, No. 418, July 2013.
Leonardo Gambacorta:	“Monetary Policy and Risk-Taking Channel,” BIS Quarterly Review, Aralık 2009.
Mahir Binici, Hasan Erol, Hakan Kara, Pınar Özlü ve Deren Ünalmış:	“Faiz Koridoru Bir Makro-İhtiyatlı Araç Olabilir mi?” T.C. Merkez Bankası Ekonomi Notları, No. 2013-20, Ankara, Temmuz 2013.

Mark Gertler ve Nobuhiro Kiyotaki:

“Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis,” Handbook of Monetary Economics, Vol. 3A, Ed. Benjamin M. Friedman ve Michael Woodford, North-Holland, Amsterdam, 2011.

Mark Gertler, Nobuhiro Kiyotaki ve Albert Queralto:

“Financial Crises, Bank Risk Exposure, and Government Fiscal Policy,” New York University ve Princeton University, May 2011.

Mark Gertler ve Peter Karadi:

“A Model of Unconventional Monetary Policy,” New York University, 2011.

Marvin Goodfriend ve Monica Hargraves:

“A Historical Assessment of the Rationales and Functions of Reserve Requirements,” Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, Mart/Nisan 1983.

Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff:

“Exchange Rate Dynamics Redux,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 4693, Nisan 1994.

Mehmet Nayıs:

“BDDK’dan Kredilere Neşter,” Sabah Gazetesi, 19 Haziran 2011, (çevrimiçi) <http://www.sabah.com.tr/ekonomi/2011/06/19/bddkdan-kredilere-nester>.

Michael Woodford:

“How Important Is Money In The Conduct of Monetary Policy,” National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 13325, Ağustos 2007.

Micheal Woodford:

“Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy,” Federal Reserve Bank of New York Policy Review, Mayıs 2002, ss. 85-91.

Michiel van Leuvensteijn,
Christoffer Kok Sorensen,
Jacob A. Bikker, ve
Adrian van Rixtel:

“Impact of Bank Competition on the Interest Rate
Pass-Through in Euro-Area,” Banco De Espana
Documente de Trabajo, No. 0828, 2008.

Milton Friedman ve Anna
J. Schwartz:

“Money and Business Cycles,” Money in Historical
Perspective, Ed. Anna Schwartz, University of
Chicago Press, 1987.

Milton Friedman:

“Quantity Theory of Money,” The New Pelgrave: A
Dictionary of Economics, Ed. John Eatwell, Murray
Milgate ve Peter Newman, Macmillan, New York,
1987.

Milton Friedman:

“A Theoretical Framework for Monetary Analysis,”
Journal of Political Economy, Vol. 78, No. 2, Mart-
Nisan 1970.

Nobuhiro Kiyotaki ve
John Moore:

“Credit Cycles,” Journal of Political Economy, Vol.
105, No.2, 1997.

Oğuz Aslaner, Uğur
Çıplak, Hakan Kara ve
Doruk Küçüksaraç:

“Reserve Option Mechanism: Does It Work as an
Automatic Stabilizer?” T.C. Merkez Bankası
Working Paper, No. 14/38, Ankara, Ekim 2014.

Oliver Jean Blanchard:

“Why Does Money Affect Output? A Survey,”
Handbook of Monetary Economics, Vol. 2, Haz.
Benjamin M. Friedman ve Frank Hahn, North-
Holland, Amsterdam, 1990, Ch. 15, ss. 782-784.

Pablo Federico, Carlos A.
Vegh ve Guillermo
Vuletin:

“Reserve Requirement Policy over the Business
Cycle,” National Bureau of Economic Research,
Working Paper, No. 20612, Kasım 2014.

Paul Bennett ve Spence
Hilton:

“Falling Reserve Balances and the Federal Funds Rate,” Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Vol. 3, No. 5, Nisan 1997.

Philip Cagan:

“Introduction to The Channels of Monetary Effects on Interest Rates, The Channels of Monetary Effects on Interest Rates, Ed. Philip Cagan, National Bureau of Economic Research, 1972.

Philip Turner:

“Macroprudential Policies and the Cycle,” An Effective Fourth Pillar of Global Economic Governance? (Financial Stability Board Special Report), Ed. Stephany Griffith-Jones, Eric Helleiner ve Ngaire Woods, Haziran 2010.

Pierre-Richard Agenor
and Luiz A. Pereira da
Silva:

“Macroprudential Regulation and the Monetary Transmission Mechanism,” Central Bank of Brazil Working Papers Series, No. 254, 2013.

Piti Disyatat:

“The Bank Lending Channel Revisited,” BIS Working Papers, No. 297, Şubat 2010.

Qianying Chen, Andrew
Filardo, Dong He ve Feng
Zhu:

“International Spillovers of Central Bank Balance Sheet Policies,” Hong Kong Monetary Authority & Bank for International Settlement, Kasım 2011.

R. Albert Gilbert:

“Effectiveness of State Reserve Requirements,” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Eylül 1978.

Robert D. Laurent:

“An Interest Rate-Based Indicator of Money,” Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, 1988.

- Robert E. Lucas: “Expectations and The Neutrality of Money,” Journal of Economic Theory, Vol.4, 1972.
- Roger W. Ferguson Jr.: “Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective,” Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems IMF Konferans Konuşması, Washington DC, 16-17 Eylül 2002, s. 1.
- Seth Carpenter ve Selva Demiralp: “Anticipation of Monetary Policy and Open Market Operations,” International Journal of Central Banking, Vol. 2, No. 2, 2006.
- Seth Carpenter ve Selva Demiralp: “The Liquidity Effect in the Federal Funds Market: Evidence from Daily Open Market Operations,” Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 40, No. 1
- Skander J. Van den Heuvel: “Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission,” Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Vol. 8, Mayıs 2002.
- Spence Hilton ve Warren B. Hrungr: “The Impact of Banks’ Cumulative Reserve Position on Federal Funds Rate Behavior,” International Journal of Central Banking, Vol. 6, No. 3, 2010.
- Spence Hilton: “Recent Developments in Federal Reserve System Liquidity and Reserve Operations,” Federal Reserve Bank of New York, Working Paper, 2008.
- Sukanya Bose: “Monetary Policy and the Credit Channel: Evidence from India,” MPRA Paper, No. 28486, Münih, Ocak 2011.
- The Economist: “Pulled Back In,” 14 Kasım 2015, Çevrimiçi (<http://www.economist.com/news/briefing/21678215-world-entering-third-stage-rolling-debt-crisis-time-centred-emerging>)

Tobias Adrian ve Hyun Song Shin:

“Financial Intermediaries and Monetary Economics,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 398, Şubat 2010.

Tobias Adrian, Arturo Estrella ve Hyun Song Shin:

“Monetary Cycles, Financial Cycles, and the Business Cycles,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 421, Ocak 2010.

Todd Keister ve James McAndrews:

“Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?” FED New York Staff Reports, No. 380, Temmuz 2009.

Turalay Kenç, M. İbrahim Turhan ve Onur Yıldırım:

“The Experience with Macro-Prudential Policies of the Central Bank of the Republic of Turkey in Response to the Global Financial Crisis,” The World Bank Policy Research Working Paper, No. 5384, 2011.

Uğur Gürses:

“Faiz Koridorunda Sendrom,” Radikal Gazetesi Ekonomi Haberleri, 21.09.2012.

Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta ve David Marques-Ibanez:

“Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?” BIS Working Papers, No. 298, Mart 2010.

Raporlar

CEEMEA Economics Team:	“Bouncing Back from the Brink,” Morgan Stanley Research CEEMEA, 15 Ocak 2010.
CEEMEA Economics Team:	“Focusing on Balance of Payments Dynamics in CEEMEA,” Morgan Stanley Research CEEMEA Macro Monitor, 4 Ekim 2010.
CEEMEA Economics Team:	“Focusing on Greece Contagion and the Fiscal Health in the Region,” Morgan Stanley Research CEEMEA, 15 Şubat 2010.
CEEMEA Economics Team:	“Rebounding, Still Far from Tightening,” Morgan Stanley Research Europe, 16 Aralık 2009.
Chuan Lim ve Paolo Batori:	“Pay 5y Turkish CCS,” Morgan Stanley Research CEEMEA Rates Trade Idea, 18 Şubat 2010.
EM Economist:	“Next Week in Emerging Markets,” Morgan Stanley Research Global Outlook, 2 Mayıs 2008.
EM Economist:	“Next Week in Emerging Markets,” Morgan Stanley Research Global Outlook, 18 Nisan 2008.
EM Economist:	“Next Week in Emerging Markets,” Morgan Stanley Research Global Outlook, 9 Mayıs 2008.
EM Economist:	“Next Week in Emerging Markets,” Morgan Stanley Research Global Outlook, 25 Temmuz 2008.
EM Economist:	“Next Week in Emerging Markets,” Morgan Stanley Research Global Outlook, 23 Mayıs 2008.

European Central Bank:	“The Role of Banks in the Monetary Policy Transmission Mechanism,” ECB Monthly Bulletin, Ağustos 2008.
Joachim Fels and Manoj Pradhan:	“A New Global Liquidity Cycle,” Global Economics Team Global Outlook, 14 Ocak 2009.
Joachim Fels Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos:	“Dangerously Close to Recession,” Morgan Stanley Research Global Economics, 17 Ağustos 2011.
Joachim Fels Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos:	“How Uncertainty Begets More Certainty,” Morgan Stanley Research The Global Monetarist Analyst, 13 Temmuz 2011.
Joachim Fels Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos:	“Is EM Growth at Risk,” Morgan Stanley Research The Global Monetarist Analyst, 28 Eylül 2011.
Joachim Fels Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos:	“Is There an EM Credit Bubble?” Morgan Stanley Research The Global Monetarist Analyst, 25 Mayıs 2011.
Joachim Fels Manoj Pradhan ve Spyros Andreopoulos:	“Is There an EM Credit Bubble?” Morgan Stanley Research The Global Monetarist Analyst, 6 Temmuz 2011.
Karen Ward ve Madjur Jha:	“A Colossal Muddle,” HSBC Macro Global Economics, 2012 Q3 Report.
Magdalena L. Stoklasa ve EMEA Banks Team:	“Structurally Attractive, Yet Cyclical Challenges Persist,” Morgan Stanley Research Europe EMEA Banks
Magdalena L. Stoklasa:	“Turkish Banks – Trends Tracker: No.1” Morgan Stanley Research Europe Industry View, 5 Eylül 2008.

Magdalena L. Stoklasa, Samuel Goodacre ve Laura C. Sisson:	“Halkbank and Vakifbank: State Banks Holding Their Own,” Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 17 Ocak 2013.
Magdalena L. Stoklasa, Samuel Goodacre ve Laura C. Sisson:	“Value Visible, Despite Higher Bear Case Weighting,” Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 20 Haziran 2013.
Magdalena L. Stoklasa, Samuel Goodacre, Tevfik Aksoy ve Laura C. Sisson:	“Field Trips Fuels Our Longer-Term Caution on NIMs,” Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 23 Mayıs 2013.
Magdalena L. Stoklosa ve Samuel Goodacre:	“Not out of Woods Yet,” Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 16 Ocak 2012.
Magdalena L. Stoklosa ve Samuel Goodacre:	“Strong End to 2012; Earnings Risks Rise into 2013,” Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 16 Ekim 2012.
Magdalena L. Stoklosa, Tevfik Aksoy ve Samuel Goodacre:	“Funding Donwside,” Morgan Stanley Research Europe Turkish Banks, 27 Kasım 2011.
Maria Kozintseva:	“First Impressions: EEMEA Equity Strategy Dashboard,” Morgan Stanley Research Europe, 27 Eylül 2011.
Marianna Kozintseva:	“In CBT We Trust (But Remain EW Turkish Equities),” Morgan Stanley Research Europe EEMEA Equity Strategy, 23 Mart 2011.
Paolo Batori:	“Credit, Rates & Currencies,” Morgan Stanley Research CEEMEA Investor, 28 Eylül 2010.

Paolo Batori:	“Credit, Rates & Currencies,” Morgan Stanley Research CEEMEA Investor, 13 Temmuz 2010.
Paolo Batori:	“Sovereign Credit, Rates & FX,” Morgan Stanley Research Europe CEEMEA Investor, 11 Mayıs 2010.
Paolo Batori:	“Sovereign Credit, Rates & FX,” Morgan Stanley Research Europe CEEMEA Investor, 26 Ocak 2010.
Richard Berner ve David Cho:	“Global Forecast Snapshot: The Global Economy in One Place,” Morgan Stanley Research Global Economics Team, Temmuz 2008.
Stephany Griffith-Jones, Eric Helleiner ve Ngaire Woods:	"An Effective Fourth Pillar of Global Economic Governance?," Financial Stability Board Special Report, Ontario, Haziran 2010.
Stephen King ve Karen Ward:	“Pass the Parcel,” HSBC Macro Global Economics, 2013 Q4 Report.
Stephen King ve Madjur Jha:	“Tapering Tremors, China Chill,” HSBC Macro Global Economics, 2013 Q3 Report.
Stephen King ve Madjur Jha:	“The Great Rotation,” HSBC Macro Global Economics, 2013 Q1 Report.
Stephen King ve Stuart Green:	“Don’t Look Now!,” HSBC Macro Global Economics 2008 Q3 Report.
Stephen King ve Stuart Green:	“For Those in Peril,” HSBC Macro Global Economics, 2009 Q2 Report.

Stephen King ve Stuart Green:	“Lost ... and Not Yet Found” HSBC Macro Global Economics 2009 Q1 Report.
Stephen King ve Stuart Green:	“More Hurdles to Cross,” HSBC Macro Global Economics, 2010 Q1 Report.
Stephen King ve Stuart Green:	“That Sinking Feeling” HSBC Macro Global Economics 2008 Q4.
Stephen King, Karen Ward ve Madhur Jha:	“An Economic Oil Slick,” HSBC Macro Global Economics, 2011 Q2 Report.
Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha:	“A Mis-firing Growth Engine,” HSBC Macro Global Economics, 2011 Q1 Report
Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha:	“An Uphill Struggling,” HSBC Macro Global Economics, 2011 Q3 Report.
Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha:	“Green Shoots, Weak Roots,” HSBC Macro Global Economics, 2012 Q2 Report.
Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha:	“The Big Chill,” HSBC Macro Global Economics, 2011 Q4 Report.
Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha:	“When The Wheels Fall Off,” HSBC Macro Global Economics, 2012 Q1 Report.
Stephen King, Karen Ward ve Madjur Jha:	“Why Pump-Priming Isn’t Working?” HSBC Macro Global Economics, 2012 Q4 Report
Stephen King, Stuart Green ve Madjur Jha:	“Battle Scars,” HSBC Macro Global Economics, 2010 Q2 Report.
Stephen King, Stuart Green ve Madjur Jha:	“Emerging Elation, Western Stagnation,” HSBC Macro Global Economics, 2010 Q4 Report.

Stephen King, Stuart
Green ve Madjur Jha:

“Wresting with Debt,” HSBC Macro Global
Economics, 2010 Q3 Report.

Stuart Green ve Janet
Henry:

“And Now For the Hard Part...” HSBC Macro
Global Economics, 2009 Q3 Report.

Stuart Green ve Janet
Henry:

“For Those in Peril,” HSBC Macro Global
Economics, 2009 Q2 Report.

Stuart Green ve Janet
Henry:

“The Tipping Point,” HSBC Macro Global
Economics, 2009 Q4 Report.

TCMB:

“Finansal İstikrar Raporu,” No. 9, Ankara, Kasım
2009.

TCMB:

“Finansal İstikrar Raporu,” No. 10, Ankara, Mayıs
2010.

TCMB:

“Finansal İstikrar Raporu,” No. 11, Ankara, Aralık
2010.

TCMB:

“Finansal İstikrar Raporu,” No. 12, Ankara, Mayıs
2011.

TCMB:

“Finansal İstikrar Raporu,” No. 13, Ankara, Kasım
2011.

TCMB:

“Finansal İstikrar Raporu,” No. 14, Ankara, Mayıs
2012.

TCMB:

“Finansal İstikrar Raporu,” No. 15, Ankara, Kasım
2012.

TCMB:

“Finansal İstikrar Raporu,” No. 16, Ankara, Mayıs
2013.

TCMB:

“Finansal İstikrar Raporu,” No. 17, Ankara, Kasım
2013.

Tevfik Aksoy ve James K. Lord:

“Turkey: CBT Strikes Back –Will It Work? Long TRY versus CZK,” Morgan Stanley Research Europe Strategy and Economics, 10 Kasım 2011.

Tevfik Aksoy, Pasquale M. Diana, Michael Kafe, Andrea Masia, Alina Slyusarchuk, Jarek M. Strzalkowski, Jacob R. Nell:

“Back to 2008? Contagion Risks and Policy Responses in CEEMEA,” Morgan Stanley Research CEEMEA Economics, 9 Ağustos 2011.

Tevfik Aksoy:

“A Bad Mix,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Haziran 2013.

Tevfik Aksoy:

“A Good Case for the CBT to Pause” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 12 Ağustos 2008.

Tevfik Aksoy:

“A Q&A on Turkey: A Reflection of 50 Meetings,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 15 Temmuz 2013.

Tevfik Aksoy:

“A Question of Confidence and Credibility,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Kasım 2013.

Tevfik Aksoy:

“A Rate Cut but No Easing,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 21 Şubat 2012.

Tevfik Aksoy:

“A Small Step but in the Right Direction,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 19 Kasım 2013.

Tevfik Aksoy:

“A Stealth Tightening,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Nisan 2010.

- Tevfik Aksoy: “A Very Decisive Move by the CBT,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 19 Şubat 2009.
- Tevfik Aksoy: “An Encouraging Medium-Term Plan: Maintain Optimism,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Kasım 2010.
- Tevfik Aksoy: “Another One of Those Slow Recovery Stories,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Eylül 2009.
- Tevfik Aksoy: “Asymmetric Move on Policy Rates,” Morgan Stanley Research Europe Economics, 17 Temmuz 2008.
- Tevfik Aksoy: “Bold Move by the CBT: Policy Rate Down by 125bps,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 18 Aralık 2008.
- Tevfik Aksoy: “Can The CBT Pull A Rabbit Out of The Hat?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 25 Ekim 2011.
- Tevfik Aksoy: “CBT Brings Flexibility and Uncertainty to FX Markets; A Good Thing, in Our View,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Ekim 2010.
- Tevfik Aksoy: “CBT Cuts 50 and Prepares for the End of Easing,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 15 Ekim 2009.
- Tevfik Aksoy: “CBT Hikes 50bps – Somewhat Softens Its Tone,” Morgan Stanley Research Europe Economics, 16 Haziran 2008.

- Tevfik Aksoy: “CBT Holds Rates and Maintains Stance,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Ocak 2010.
- Tevfik Aksoy: “CBT Revises Forecasts and Turns Less Dovish,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Ocak 2010.
- Tevfik Aksoy: “CBT Steps in to Stem TRY Volatility – Is It Enough?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 9 Mart 2009.
- Tevfik Aksoy: “CBT Strikes Back,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 5 Ekim 2011.
- Tevfik Aksoy: “CBT Was Right: CPI Jumps to a 20-Month High,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 5 Aralık 2011.
- Tevfik Aksoy: “Chance to Regain Flexibility,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 19 Temmuz 2013.
- Tevfik Aksoy: “Current Account Made Easy,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 12 Mart 2012.
- Tevfik Aksoy: “Current Account to Widen: TRYing Too Much?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 2 Haziran 2008.
- Tevfik Aksoy: “Current Account Will Get Worse Before It Gets Better,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 12 Ocak 2011.
- Tevfik Aksoy: “Cut It, ROC It and TRY It,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 16 Mayıs 2013.

- Tevfik Aksoy: “Decisive Action from CBT: Banks Enter a Dark Corridor,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Ekim 2011.
- Tevfik Aksoy: “Downgrading Growth Forecasts Once Again” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Kasım 2008.
- Tevfik Aksoy: “Everybody Else Is Doing It So Why Can’t We?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 9 Mayıs 2013.
- Tevfik Aksoy: “External Financing in 2009: How Much Is Needed” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Kasım 2008.
- Tevfik Aksoy: “Has Inflation Peaked?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Şubat 2012.
- Tevfik Aksoy: “Headline Inflation High but Details More Encouraging,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Ocak 2012.
- Tevfik Aksoy: “Headline Inflation to Post an All-time Low (Temporary),” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Şubat 2011.
- Tevfik Aksoy: “Highest Monthly CPI Print in Five Years – Revising Our Forecasts,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Kasım 2008.
- Tevfik Aksoy: “How Comfortable Is the CBT?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 6 Mayıs 2011.

- Tevfik Aksoy: “How to Interpret the CBT’s Decision,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 23 Ağustos 2011.
- Tevfik Aksoy: “If It ain’t Broken Don’t Fix It: CBT Watch,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 15 Aralık 2010.
- Tevfik Aksoy: “If They Cut It, They Won’t Come,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 22 Ocak 2013.
- Tevfik Aksoy: “Ignore Headline Inflation for Now; Core at Historical Lows,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Ekim 2010.
- Tevfik Aksoy: “Impression from the Ground (Trip to Ankara/İstanbul),” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 9 Eylül 2011.
- Tevfik Aksoy: “Impressions from the Ground,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Mart 2012.
- Tevfik Aksoy: “In the Absence of Growth,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Ocak 2009.
- Tevfik Aksoy: “Inflation Is About to Enter an Uncharted Territory,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Ocak 2011.
- Tevfik Aksoy: “Inflation is Back and Likely to Stay for a While,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Ocak 2010.

- Tevfik Aksoy: “Inflation Report Brings Forecast Revisions; Signals an End to The Hiking Cycle,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 28 Temmuz 2008.
- Tevfik Aksoy: “Inflation Up To Double Digits But No Impact On Policy,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Mayıs 2010.
- Tevfik Aksoy: “Inflation: Low for Longer?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Mayıs 2011.
- Tevfik Aksoy: “Is a Soft Landing Possible?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 16 Ocak 2012.
- Tevfik Aksoy: “January Inflation – Best Ever,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Şubat 2009.
- Tevfik Aksoy: “Low for Longer: Revising Down Our Rate Forecast,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Temmuz 2011.
- Tevfik Aksoy: “Macro-Conditions Deteriorating Rapidly – Looking For Policy Action,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Mart 2009.
- Tevfik Aksoy: “Mission Accomplished?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 29 Ekim 2012.
- Tevfik Aksoy: “Monetary Policy: Orthodox Enough?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Ağustos 2011.

- Tevfik Aksoy: “New Approach to Monetary Policy: Will Creativity Be Rewarded?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 26 Ocak 2011..
- Tevfik Aksoy: “No More Junk Talks – Finally Full Investment Grade,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 17 Mayıs 2013.
- Tevfik Aksoy: “Normalisation or Just Another New Normal?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 16 Nisan 2013.
- Tevfik Aksoy: “Overheated Views on a Non-Overheating Economy,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Temmuz 2011.
- Tevfik Aksoy: “Policy Rate Still the Highest,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 18 September 2008.
- Tevfik Aksoy: “Positioning In Bonds and Equities,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 6 Ekim 2009.
- Tevfik Aksoy: “Positioning Is Still TRY Supportive,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 8 Nisan 2009.
- Tevfik Aksoy: “Progress in C/A: Widening in Non-Energy Deficit Stopped,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Ekim 2011.
- Tevfik Aksoy: “Quick Comment: Growth Rate Drops Sharply,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Eylül 2008.

- Tevfik Aksoy: “Quick Comment: Inflationary Challenges Mounting Amid Slowdown in Growth,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Kasım 2008.
- Tevfik Aksoy: “Quick Comment: Reserve Requirement Hike,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 23 Eylül 2010.
- Tevfik Aksoy: “Rates on Hold – No Surprises” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Ağustos 2008.
- Tevfik Aksoy: “Rebalancing? Check. Soft Landing? Check. Easing?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 16 Temmuz 2012.
- Tevfik Aksoy: “Revising Up Both Growth and Inflation Forecast,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Nisan 2012.
- Tevfik Aksoy: “Revising Up Growth Forecast and Changing the Timing of Rate Call,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Mayıs 2010.
- Tevfik Aksoy: “ROC and Cut,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 20 Kasım 2012.
- Tevfik Aksoy: “RRR Hike was not Sufficient – More Action Needed,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Kasım 2010.
- Tevfik Aksoy: “Same Policy Rate, Different Language,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Nisan 2010.

- Tevfik Aksoy: “Significant Adjustment: What Is Next?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Şubat 2013.
- Tevfik Aksoy: “Still Strong Growth: Revising Up Our Forecasts,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 10 Aralık 2010.
- Tevfik Aksoy: “Surprise Rate Cut Heralding A Funded IMF Stand-by?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 20 Kasım 2008.
- Tevfik Aksoy: “Taking Stocks and Revising Forecasts,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 17 Haziran 2009.
- Tevfik Aksoy: “Testing the Borrowing Limits in October,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Ekim 2009.
- Tevfik Aksoy: “The CBT’s Well-Engineered Rebalancing,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 2 Temmuz 2012.
- Tevfik Aksoy: “The Current Account Saga Continues,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Ekim 2013.
- Tevfik Aksoy: “The Easing Temptation: Will CBT Resist,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 5 Temmuz 2012.
- Tevfik Aksoy: “The Fastest Growth in CEEMEA – Revising Up Our GDP Forecast,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 14 Eylül 2010.

- Tevfik Aksoy: “The First Contraction in 28 Quarters,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 31 Mart 2009.
- Tevfik Aksoy: “The Only Way Is Down: Current Account at Peak?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 1 Aralık 2011.
- Tevfik Aksoy: “The Worst Is Over: C/A Improvement in Progress,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 11 Ocak 2012.
- Tevfik Aksoy: “This Inflation Is Hard to Digest – Revising Our Forecast,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Temmuz 2013
- Tevfik Aksoy: “Tightening Is More than Measured,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 23 Temmuz 2013.
- Tevfik Aksoy: “Turkey: Direction of Yields Ahead of Hefty Redemptions,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Temmuz 2009.
- Tevfik Aksoy: “Turkey: Further Signs of Easing Growth,” Morgan Stanley Research Europe Economics, 16 Mayıs 2008.
- Tevfik Aksoy: “Turkey: Improved Fundamentals, Recovering Growth and Broadly Contained Risks,” Turkey Economics Chartbook, 4 Haziran 2010.
- Tevfik Aksoy: “Turkey: Would the CBT Be Tempted to Cut More than 50bp?” Morgan Stanley Research Economics – EMEA, 17 Aralık 2008.

- Tevfik Aksoy: “Weak Recovery and High Inflation – Between A Rock and A Hard Place,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 8 Mart 2010.
- Tevfik Aksoy: “What Is April Inflation Implying?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Mayıs 2012.
- Tevfik Aksoy: “What Is Hot and What Is Not in Ankara,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 3 Haziran 2008.
- Tevfik Aksoy: “What Is the CBT Doing?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 19 Şubat 2013.
- Tevfik Aksoy: “What to Make of the Current Account,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Kasım 2013.
- Tevfik Aksoy: “When to End Monetary Easing and Bring in the Technical Rate Cut,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 24 Haziran 2009.
- Tevfik Aksoy: “Why We (Still) Agree with the CBT,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 23 Haziran 2011.
- Tevfik Aksoy: “Wide C/A Deficit: Too Early to Panic, Too Late to Ignore,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 15 Kasım 2010.
- Tevfik Aksoy: “Will It Get Better or Worse?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 13 Haziran 2013.

Tevfik Aksoy: “Will the CBT Hike? MPC Preview,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 22 Haziran 2011

Tevfik Aksoy: “Would CBT Intervene in TRY?” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Ağustos 2008.

Tevfik Aksoy: “Yet Another Disappointment with Inflation,” Morgan Stanley Research Europe Turkey Economics, 4 Kasım 2013.

Tebliğler ve Basın Duyuruları

Ben S. Bernanke:	FOMC Press Conference, 19 Haziran 2013, Çevrimiçi (https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf).
Federal Open Market Committee:	“Fed Press Release, 12 Aralık 2012, Çevrimiçi (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20121212a.htm).
Federal Open Market Committee:	“Fed Press Release, 18 Aralık 2013, Çevrimiçi (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20130918a.htm).
Federal Open Market Committee:	“Fed Press Release, 13 Eylül 2012, Çevrimiçi (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120913a.htm).
Federal Open Market Committee:	“Federal Open Market Committee Press Release, 25 Kasım 2008, Çevrimiçi (http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm) ve (http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm)
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası:	“Para Politikası Çıkış Stratejisi,” Ankara, 14 Nisan 2010, Çevrimiçi (http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/eb92741e-dc1e-4578-b13d-1d67d0b64f29/CikisStratejisi+%281%29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEeb92741e-dc1e-4578-b13d-1d67d0b64f29)

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2008 – 63, 5 Aralık 2008.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2010 – 20, 26 Nisan 2010.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2010 – 41, 29 Temmuz 2010.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2009 – 51, 16 Ekim 2009.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2010 – 63, 12 Kasım 2010.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 03, 24 Ocak 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 12, 23 Mart 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 21, 21 Nisan 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 47, 5 Ağustos 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 62, 5 Ekim 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 65, 6 Ekim 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 70, 27 Ekim 2011;

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2010 – 68, 17 Aralık 2010.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 40, 25 Temmuz 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 85, 24 Aralık 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 57, 3 Ağustos 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 55, 12 Eylül 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 25, 27 Mart 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 37, 29 Mayıs 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 54, 19 Temmuz 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 62, 11 Eylül 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 67, 18 Eylül 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 75, 18 Ekim 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 80, 20 Kasım 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 87, 18 Aralık 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 02, 22 Ocak 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 10, 19 Şubat 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 17, 26 Mart 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 26, 16 Nisan 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 32, 16 Mayıs 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2013 – 71, 4 Ekim 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2011 – 47, 5 Ağustos 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, No. 2012 – 57, 3 Ağustos 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28785, 4 Ekim 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 27433, 15 Aralık 2009.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 27456, 8 Ocak 2010.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28862, 25 Aralık 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 27708, 23 Eylül 2010.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 27788, 17 Aralık 2010.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 27913, 22 Nisan 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28052, 12 Eylül 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28103, 2 Kasım 2011.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28309, 31 Mayıs 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28331, 22 Haziran 2012

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28359, 20 Temmuz 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28446, 19 Ekim 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28474, 21 Kasım 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28502, 19 Aralık 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28565, 20 Şubat 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28601, 28 Mart 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28621, 17 Nisan 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28650, 17 Mayıs 2013.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28502, 19 Aralık 2012.

Türkiye Cumhuriyeti
Merkez Bankası:

“Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasından Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, T.C. Resmi Gazete, 28818, 11 Kasım 2013.

Veri Tabanları:

BDDK İnteraktif Bankacılık Bülteni

BIS Statistics

Bloomberg

Thompson Reuters

T.C. Merkez Bankası EVDS

ÖZGEÇMİŞ

1982 yılında Kahramanmaraş'ta dünyaya gelen Osman Kaya, ilk ve orta öğrenimini İstanbul'da tamamladıktan sonra 1999 yılında T.C. İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Uluslararası İlişkiler Bölümü'nde yüksek öğrenimine başlamış ve 2004 yılında mezun olmuştur. Ardından Koç Üniversitesi Uluslararası İlişkiler ve T.C. İstanbul Üniversitesi Avrupa Birliği Bölümleri'nde yüksek lisans çalışmalarını tamamlamıştır. 2007 yılında başladığı The Johns Hopkins University's School of Advanced International Studies (SAIS) Bologna ve Washington D.C. Enstitüsü'ndeki Uluslararası Ekonomi üzerine yüksek lisansını 2009 yılında tamamlayarak Türkiye'ye dönmüştür. Aynı yıl T.C. İstanbul Üniversitesi İktisat Anabilimdalı'nda doktora öğrenimine başlamıştır. Lisansüstü öğrenimi paralelinde, aynı zamanda Türkiye'nin önde gelen banka ve şirketlerinde yönetici olarak görev aldığı hazine ve kurumsal finans alanlarında uzmanlık kazanmıştır. Görev aldığı şirketlerin sektörel faaliyetleri doğrultusunda finans, enerji, telekom ve bilişim sektörlerinde bilgi ve tecrübe kazanmıştır.