

# TÜRKİYE’DE YENİ YAKLAŞIM ÇERÇEVESİNDE PARA POLİTİKALARININ FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMA YÖNÜNDE UYGULANMASI\*

Öğr. Grv. Banu DEMİRHAN\*\*

## ÖZET

Bu çalışmada para politikasının finansal istikrar üzerindeki etkisi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası örneği aracılığıyla incelenmiştir. Küresel kriz sonrasında para politikası uygulamalarında finansal istikrarın sağlanması amacı para politikası temel araçlarından biri haline gelmiştir. Para politikası uygulamaları finansal istikrar üzerinde likidite desteği, risk alma, banka sermayesi ve kredi kanalları vasıtasıyla etkide bulunmaktadır. Türkiye’de Merkez Bankası yeni politika yaklaşımı çerçevesinde geleneksel araçların yanı sıra çeşitli araçların bileşimini etkin biçimde kullanmaktadır. Bu araçlar zorunlu karşılık oranları, Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve asimetrik faiz koridorundan oluşmaktadır. Ayrıca kaldıraç dayalı zorunlu karşılık oranı uygulaması da finansal istikrarı sağlamada kullanılan araçlar arasında yer almaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Merkez Bankası, Finansal İstikrar, Para Politikası

**Jel Kodları:** E52, E58

## ABSTRACT

In this study, the effect of monetary policy on financial stability is investigated through the example of the Central Bank of Turkish Republic. Maintaining financial stability is considered as one of the main monetary policy goals after the Global Crises. Monetary policy implementations have effect on financial stability by the channels of liquidity support, risk-taking, bank capital, and credit. In Turkey, Central Bank uses various monetary policy instruments and combination of these instruments effectively, as well as traditional ones, in the new policy approach. These instruments consist of reserve requirements, Reserve Option Mechanism, asymmetric interest rate corridor. In addition, reserve requirements based on leverage is used to maintain financial stability

**Key Words:** Central Bank, Financial Stability, Monetary Policy

**Jel Codes:** E52, E58

## GİRİŞ

Günümüzde para politikası uygulamalarında geleneksel amaçlarının yanı sıra finansal istikrar amacının ön plana çıktığı görülmektedir. Bunun en büyük nedeni 2008 yılında dünya gündemine giren ve hala ekonomik

---

\* Bu makale Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’nde hazırlanmakta olan “Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Çalışma” isimli doktora tezinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

\*\* Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyon Meslek Yüksekokulu, bdemirhan@aku.edu.tr

sonuçları görülen küresel ekonomik krizdir. Küresel ekonomik krizin daha önceki dönemlerde yaşanan krizlerden en önemli farkı gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmış olmasıdır. Buna bağlı olarak düşük enflasyon oranlarına sahip ülkelerde finansal sistemin işlememesi ve böylece finansal krize girme olasılığının bulunabileceği gerçeği ile karşı karşıya kalınmıştır. Uluslar arası akademik yazında özellikle 1990'lı yıllardan itibaren fiyat istikrarı amacının önemine ve bu amacı gerçekleştirmek için kullanılacak politika araçlarının etkinliğine ilişkin pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların odak noktası fiyat istikrarının sağlanmasının ülkelerin ekonomik performansını artırılmasında temel parametrelerden bir olduğu varsayımdır. Bu çerçevede özellikle enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılan para politikası rejimi popüler hale gelmiş ve günümüzde Türkiye gibi birçok ülkede kullanılmıştır. Diğer yandan küresel krizin enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde ortaya çıkması düşük enflasyon oranlarını sağlamanın ekonomi için gerekli ama tek başına bir amaç olmadığı gerçeğinin dikkate alınmasına neden olmuştur. Bu gelişme ile birlikte para politikası uygulamalarında finansal istikrarın sağlanması amacı ve bu amacı gerçekleştirmek için alınması gerekli olan önlemler son yıllarda akademik yazında inceleme konusu yapılmaya başlanmıştır.

Dünya uygulamaları incelendiğinde finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak merkez bankaları dışında düzenleyici kurumlar tarafından önlemlerin alındığı görülmektedir. Özellikle bankaların sermaye yeterlilikleri dikkatli biçimde incelenmekte ve belli sınırların altına düşmemesi bağlayıcılığı getirilmektedir. Bu önlemler muhtemel bir krizi önlemeye yönelik olmakla birlikte bazen yetersiz kalabilmektedir. Hem düzenleyici kurumların aldıkları önlemlerin etkinliğinin artırılması açısından hem de daha dinamik bir yapıya sahip olması açısından para politikası uygulamalarının finansal istikrarı destekler biçimde uygulanması gerekmektedir. Bu çerçevede para politikası uygulamalarının finansal istikrar üzerindeki etkisinin hangi kanallar vasıtasıyla gerçekleştiğinin belirlenmesi gerekmektedir. Böylece finansal istikrarı sağlamaya yönelik uygulanacak para politikalarının finansal istikrar üzerindeki etkileşim mekanizmalarını tespit etmek mümkün olabilecektir. Türkiye'de özellikle 2011 yılının başından itibaren yukarıda belirtilen hususların para politikası gündeminde yer aldığı görülmektedir. Bunun en büyük nedeni 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin Türkiye ekonomisinde yarattığı tahribattır. Geçmişten alınan derslerin de etkisiyle para politikası uygulamalarında farklı araçların kullanıldığı bu dönemde finansal sistemin sağlıklı biçimde işlemesi ve dış şoklara karşı dayanıklılığın sağlanması amaçlanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı para politikalarının finansal istikrar üzerindeki etki kanallarını ve bu etkileşimde kullanılacak araçları incelemektir. Bu inceleme Türkiye'de finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak alınan para politikası önlemleri çerçevesinde genişletilecektir. Çalışmada ilk olarak

finansal istikrar kavramı ile ilgili değerlendirmelerde bulunulacaktır. İkinci kısımda para politikasının finansal istikrar üzerindeki etkisi teorik açıdan ele alınacak ve para politikasının finansal istikrar üzerindeki etki kanalları açıklanacaktır. Üçüncü kısımda Türkiye’de finansal istikrarı sağlama amaçlı uygulanan para politikaları ile ilgili açıklamalar yapılacaktır. Son kısımda ise genel değerlendirmeler yapılacaktır.

## **1. FİNANSAL İSTIKRAR KAVRAMININ DEĞERLENDİRİLMESİ**

Finansal istikrar kavramı ekonomi literatüründe farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Esas olarak finansal istikrar, finansal sistemin temel işlevini yerine getirmesi ve herhangi bir aksaklığa maruz kalmadan çalışmasını ifade etmektedir (Oosterloo ve de Haan, 2004:258). Schinasi (2004)’e göre finansal istikrar geniş anlamda finansal sistemin bazı konulardaki yeterliliğini ifade etmektedir. Bu konular: (1) Ekonomik kaynakların etkin biçimde dağılımı ve diğer ekonomik faaliyetlerin etkinliğini artırılması (2) Finansal risklerin dağıtılması ve yönlendirilmesi, fiyatlanması ve değerlendirilmesi (3) Bu temel fonksiyonların gerçekleştirilmesindeki yeterliliğini sağlamaktır.

Finansal istikrar kavramı genel olarak finansal krizlerden kaçınma çerçevesinde incelenmektedir. Ayrıca sistemik finansal riskin iyi biçimde yönetilmesi durumunda finansal krizlerin meydana gelme ihtimali azalacaktır (Schinasi 2003:4). De Nicolo ve Lucchetta (2010)’e göre sistemik finansal risk finansal sistemin büyük bir bölümünde ekonomik değer veya güven kaybına ve belirsizliğe neden olan bir şok özelliğine sahiptir. Donath ve Cismaş (2008)’e göre finansal istikrar kavramı sistemik finansal riskin yönetilmesini de ifade etmektedir. ECB (2010)’e göre finansal istikrarın sağlanması, finansal sistemin finansal dengesizlikleri ortadan kaldırmasını ve şoklara karşı direnç gösterme potansiyeline sahip olmasını ifade etmektedir. Finansal istikrarsızlığı varlık fiyatlarından hareketle açıklayan bir başka tanım Buiters (2008) tarafından yapılmıştır. Buna göre finansal istikrarsızlık geniş anlamda finansal sistemde yaşanan dengesizlik veya etkinsizlik olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede finansal istikrarsızlığın belirleyicileri şunlardan ibarettir: (1) Varlık fiyatlarında balonların olmaması (2) Finansal kurumların ve finansal piyasaların likidite yetersizliğinin bulunmaması (3) Finansal kurumların borcunu ödeyebilme potansiyeline sahip olması

Bu noktada finansal kriz tanımı da yapmakta fayda vardır. Mishkin (1996)’e göre finansal kriz finansal piyasalarda lineer olmayan bozulmayı göstermektedir. Finansal kriz finansal piyasaların işlevinde bozulmalara neden olmaktadır. Aynı zamanda finansal krizlerin ilerlemesine neden olan faktörler; faiz oranındaki artışlar, finansal piyasalardaki belirsizlikler,

finansal olan ve finansal olmayan kurumların bilançolarının bozulması ve banka panikleridir.

Finansal istikrarın sağlanmasında bazı ön koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bu koşulların *birincisi* makro ekonomik politikalar başlığı altında incelenmektedir. Ekonomi politikalarının sürdürülebilir olması, fiyat istikrarının sağlanması, kamu açıklarının ve borçlarının sürdürülebilir olması gerekmektedir. *İkinci koşul* reel ekonomideki yapısal koşullardır. Buna göre vergi rejimlerinin istikrarlı ve öngörülebilir olması ve esnek, rekabetçi ve etkin piyasaların bulunması gerekmektedir. *Üçüncü koşul* finansal piyasaların etkin biçimde çalışmasına neden olan kurumsal altyapının oluşturulmasıdır. Bunun için finansal piyasalara yönelik yasal çerçevenin oluşturulması gerekmektedir. Kurumsal alt yapı başlığı altında yer alan muhasebe sistemleri finansal piyasaların gerek duyduğu bilginin karşılanmasını kapsamaktadır. Kurumsal alt yapının diğer başlıkları ise işlemlerin yürütülmesi için ödeme sistemleri ve piyasalara özgü alt yapı özellikleridir (Donath ve Cismaş, 2008:31-37).

Finansal istikrar kavramının iyi biçimde anlaşılabilmesi için Schinasi (2004) tarafından belirtilen bazı ilkeleri incelemekte fayda vardır. Bu ilkelerden *birincisi* finansal istikrarın altyapı, kurumlar ve piyasaları içerecek şekilde finansal sistemin farklı yönlerini kapsayan geniş bir kavramı ifade etmektedir. Finansal sistemi oluşturan özel kesim ve kamu kesimine ait unsurlar arasındaki karşılıklı etkileşim nedeniyle, söz konusu unsurların herhangi birinde ortaya çıkan sorunlar bütün finansal istikrara zarar verebilir. Herhangi bir zaman diliminde finansal istikrar/ istikrarsızlık özel kurumların ve faaliyetlerinin ya da kamu kesimi ile faaliyetlerinin veya her ikisinin bir sonucu olarak ortaya çıkabilir. *İkinci* ilkeye göre; finansal istikrar, sadece finansal sistemin yeteri derecede kaynakların ve riskin dağıtımı, tasarrufların mobilitesi ve servet birikimi, gelişme ve büyümenin sağlanmasındaki rolünü yerine getirmesini ifade etmemektedir. Finansal istikrar aynı zamanda ekonomideki ödeme sisteminin düzenli biçimde işlenmesini ifade etmektedir. Bu, merkez bankası parasını ve onun yakın ikame, türev paralarının yeterli derecede evrensel olarak kabul edilmiş ödeme aracı, hesap birimi ve uygunsu değer saklama görevini yerine getirebilmesini gerektirir. *Üçüncü* ilkeye göre; finansal istikrar sadece finansal krizlerin olmaması ile ilgili değil aynı zamanda finansal dengesizliklerin ekonomi üzerinde tehdit oluşturmadan önce kontrol edilmesi, sınırlandırılması ve giderilmesinde finansal sistemin kabiliyeti ile ilgilidir. Bu, iyi işleyen ve istikrarlı bir finansal sistemde, kısmen sistem genelindeki risklerin büyümesinden kaynaklanan sorunları önleyen ve direnç oluşturan kendini düzelten piyasa disiplini mekanizmaları aracılığıyla oluşur. Bu çerçevede politika ile ilişkili bir ödünleşme söz konusudur. Bu ödünleşme potansiyel sorunları çözmek için piyasa mekanizmasının işleyişine izin vermek ve istikrarı sağlamak için hızlı ve etkin biçimde piyasalara müdahale etmek arasında gerçekleşir. Bu bakımdan

finansal istikrar hem önleyici hem de iyileştirici boyutları kapsamaktadır. *Dördüncü* ilke finansal istikrarın reel ekonominin potansiyel sonuçları aracılığıyla ifade edilmesidir. Finansal piyasalarda veya bireysel finansal kurumlardaki bozulmaların genel olarak ekonomik faaliyete zarar vermesi beklenmiyorsa finansal istikrar için bir tehdit olarak düşünülmesine gerek yoktur. Aslında bir finansal kurumun arızı olarak kapanması, varlık fiyatındaki volatilitenin yükselmesi, hatta finansal piyasalardaki sorunlu türbülans düzeltmeleri; rekabetçi güçlerin, yeni bilginin etkin biçimde özümsemesi ve ekonomik sistemin kendi kendini düzeltmesi ile disipline etmesi mekanizmalarının sonucu olabilir. *Beşinci* ilkeye göre ise finansal istikrar süreklilik göstermektedir. Finansal istikrarın sağlanması, finansal sistemin her parçasının en yüksek noktada süreklilik gösteren bir performansta faaliyette bulunmasını gerektirmemektedir.

## **2. PARA POLİTİKALARININ FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINDAKİ ROLÜ**

Finansal istikrar amacının benimsenmesi merkez bankalarının para politikası yönetimlerine etkide bulunmaktadır. Ayrıca merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının finansal istikrara destek olması çeşitli kanalları vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Bu kısımda bahsedilen hususlarla ilgili açıklamalar yapılacaktır.

### **2.1. Finansal İstikrar Amacının Merkez Bankalarının Para Politikası Yönetimi Üzerindeki Etkisi**

2007 yılının Ağustos ayında başlayan büyük finansal kriz ve 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın çöküşü ile birlikte ortaya çıkan küresel ekonomik faaliyetlerdeki büyük daralma politika yapımcılarının mevcut politikaları tekrar gözden geçirmesine neden olmuştur (Bean vd. 2010: 2). Küresel finansal kriz ile birlikte finansal istikrar amacı ve son ödünç verme mercii fonksiyonu gündeme gelmiştir (Cukierman, 2011:32-33). Tabak ve Staub (2007)'e göre finansal istikrarsızlık reel sektörü olumsuz etkilediğinden ve bankacılık sistemine olan güvenin kaybolmasına neden olduğu için önemli maliyetlere sahiptir. Schinasi (2003)'e göre ise merkez bankalarının finansal istikrar amacına yönelmesinde şu faktörler etkili olmuştur:

1- Merkez bankaları yasal ödeme aracının ve acil likiditenin tek sağlayıcısıdır.

2- Merkez bankaları ülkedeki ödeme sisteminin sağlıklı biçimde çalışmasını sağlamaktadır. Bir bankada ortaya çıkan sorunlar diğer bankalara yansımakta ve bu da ödemelerin aksamasına neden olmaktadır.

3- Bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar para politikasının aktarım mekanizmasının etkin biçimde işlemesine engel olmaktadır.

4- Parasal istikrar ve finansal istikrar arasında açık bir korelasyon bulunmaktadır. Finansal istikrarsızlık para politikasının istikrarsızlığına neden olabilmektedir.

Merkez bankalarının sistemik riskler nedeniyle önemli maliyetlerle karşı karşıya kalması dolayısıyla makro ihtiyati ve mikro ihtiyati politika araçlarını kullanma yoluna gitmektedirler. Böylece sistemik risklere karşı koruma sağlamaktadırlar. Ayrıca finansal düzenlemeler gerçekleştirilirken merkez bankalarının makro-finance analizindeki uzmanlığından yararlanılmaktadır (Nier,2009:14). Merkez bankalarının ekonominin gözlemlenmesi için daha fazla kaynağı ve göstergeyi dikkate alması gerekmektedir. Bunun nedeni krizin akabinde kamu davranışının değişmesi ve optimal tepki konusunda belirsizliğin meydana gelmesidir (Cukierman,2011:34).

Finansal istikrar amacının para politikasının yönetimi üzerindeki en önemli etkisi bu amacın fiyat istikrarı amacı ile ilişkisinden kaynaklanmaktadır. Küresel kriz sonucunda ortaya çıkan likidite sıkışıklığını gidermek için ve finansal ve finansal olmayan kurumlara yönelik kurtarma paketleri sonucunda parasal genişlemeye gidilmesi fiyat istikrarı amacına ulaşılmasında büyük engel teşkil etmektedir. Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren enflasyon hedeflemesi rejimi para politikası yönetiminde özellikle gelişmiş ülkelerde tercih edilmiştir. Bu çerçevede düşük enflasyon oranlarına ulaşmak neredeyse bütün merkez bankalarının temel amacı haline gelmiştir. Aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde de bu rejim tercih edilmiştir. İşte bu noktada finansal istikrarsızlık bir anlamda merkez bankalarının alışlageldik politikalarının ikinci plana atılma riskine yol açmıştır. Finansal istikrarın sağlanmasına yönelik uygulanan genişletici para politikalarının fiyat istikrarı üzerinde ortaya çıkardığı olumsuz etki iki amaç arasındaki ödünleşmenin mevcut olabileceğini göstermektedir. Zira Cukierman (2011)'e göre kriz sonrası ekonomi toparlandığı zaman daha önceden ekonomiye aktarılan likiditenin geri çekilmemesi halinde uzun dönemde enflasyon oranı artacaktır. Bu durum finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasındaki ödünleşmenin kaynağıdır.

Finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasındaki ödünleşmenin yanı sıra bu iki amacın birbirini desteklemesi de söz konusudur. Finansal istikrarın sağlanması fiyat istikrarı amacı üzerinde olumlu etkilerde bulunabilmektedir. Finansal istikrarsızlık durumunda reel sektörün bundan zarar görmesi ve piyasa dengesizliklerin ortaya çıkması enflasyon oranlarının yükselmesine neden olabilmektedir. Ayrıca enflasyon oranlarında meydana gelen artışlar bankaların fonlama maliyetlerini artıracaktır. Fonlama maliyetlerindeki artışlar ahlaki tehlike ve tersine seçim gibi sorunların ortaya çıkmasına ve bankaların bilançolarında bozulmalara neden olmaktadır. Borio ve White (2004)'e göre enflasyon ile birlikte enflasyona karşı korumalı varlıklara

yatırım yapmak daha cazip hale gelmektedir ve bu yüzden varlık fiyatlarında sürdürülemez bir artış ortaya çıkmaktadır. Enflasyonu kontrol etmek için faiz oranlarının yükseltilmesi ise finansal kırılganlıklara neden olabilmektedir. Bu bağlamda fiyat istikrarı finansal istikrara olumlu katkıda bulunacaktır.

Finansal kriz dönemleri haricinde finansal sistemdeki likidite sıkıntısını gidermek için hükümetler merkez bankalarının kullanacağı araçlara müdahale edebilmektedir. Bu durumda merkez bankası bağımsızlığı zarar görecektir. Diğer yandan finansal kriz durumunda da merkez bankasının son ödünç mercii olma fonksiyonu çerçevesinde politik baskılar ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda da merkez bankası bağımsızlığı zarar görecektir. Cukierman (2011)'e göre krizin etkileri ortadan kalkarken mali paketlerin finansmanı nedeniyle kamu borcunun artması hükümeti enflasyon vasıtasıyla kamu borç yükünü azaltmaya yöneltebilecektir. Bu durum merkez bankaları üzerindeki baskıyı artıracak ve bu enflasyonist etki ortaya çıkacaktır. Ayrıca kurtarma paketleri merkez bankaları bilançolarına önemli yükler getirecektir. Bu yüklerin zarar şeklinde olması durumunda merkez bankalarının fiyat istikrarı politikaları uygulaması zorlaşacaktır.<sup>1</sup> Anlaşılacağı üzere finansal istikrarsızlık merkez bankalarının bağımsızlığına zarar verebilmektedir. Bunun nedeni finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak merkez bankalarının alacağı kararlara hükümetler tarafından baskı yapılmasıdır.

## **2.2. Para Politikasının Finansal İstikrar Üzerindeki Etki Kanalları**

Para politikası uygulamalarının finansal istikrar üzerindeki etkileri çeşitli kanallar vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Bu kanallar merkez bankalarının para politikası uygulamaları sonucunda etkilenen finansal değişkenler ile ilgili de fikir vermektedir.

### **2.2.1. Merkez Bankalarının Kriz Dönemlerinde Likidite Desteği**

Finansal krizin ekonomi üzerindeki etkisinin minimize etmek için merkez bankaları finansal piyasanın acil likidite ihtiyacını karşılamaktadır. Diğer bir ifadeyle merkez bankaları “son ödünç verme mercii” fonksiyonu çerçevesinde finansal piyasaları fonlamaktadır. Acil likidite desteğinin kullanılabilirliği finansal altyapının güçlendirilmesi olarak değerlendirilebilmektedir. Finansal istikrarsızlığı önlemek için alınan önlemlerin yetersiz olması durumunda, acil likidite desteğinin kullanılabilir olması finansal istikrarsızlığın ortaya çıkma ihtimalini azaltacaktır (Allen ve Wood, 2006: 165-166). Bu bakımdan acil likidite desteğinin her zaman kullanılabilir olmasının finansal istikrarsızlık beklentilerinin kötüleşmesini

---

<sup>1</sup> Finansal krizlerin merkez bankası zararlarını artırmasına yönelik çeşitli ülke deneyimleri için bkz. Stella (2005).

engelleyebilmektedir. Bu noktada acil likidite desteği sonucunda piyasalarda büyük miktarda likiditenin kalacağını ve merkez bankalarının bu likiditenin çekileceği zamanla ilgili iyi bir planının bulunması gerekmektedir. Ayrıca likiditenin piyasadan çekileceği zamanın ekonomi üzerinde ortaya çıkaracağı olumsuz etkileri de dikkate almak gerekmektedir.

### 2.2.2. Para Politikasının Risk-Alma Eğilimini Etkilemesi

Para politikasında meydana gelen değişimler bankaların risk alma eğilimi etkilemektedir. Bu durum finansal istikrar üzerine etkide bulunmaktadır. Esasında risk alma kanalı para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerini açıklamada kullanılan ve para politikasının aktarım mekanizmasını ifade etmektedir. Borio ve Zhu (2008)'a göre risk alma kanalı politika oranındaki değişmelerin risk algılamaları veya risk toleransı ile portföy riskinin derecesi, varlıkların fiyatlaması ve fon genişlemesinin fiyat-fiyat dışı koşulları üzerindeki etkisi olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu çalışmaya göre risk alma kanalı üç şekilde işlemektedir: (1) Faiz oranlarının fiyat, gelir ve nakit akımları üzerindeki etkisi (2) Piyasa oranları ve hedef getiri oranları arasındaki ilişki (3) Merkez bankasının tepki fonksiyonu ve iletişim politikalarının özellikleri.

Parasal genişleme ile birlikte ortaya çıkan faiz oranındaki azalışlar yatırımcıların riskli varlıklara yönelmelerine neden olabilmektedir (Ingves, 2011:23). Altunbaş vd. (2012)'e göre risk alma kanalının işleyişi iki şekilde açıklanmaktadır: (1) Düşük faiz oranları bankaların risk alma eğilimlerini artırmaktadır. Yani faiz oranların düşmesi bankalar daha riskli varlıklara yatırım yapar ve bu varlıklarının getirisi azalır. (2) Düşük faiz oranlarının yatırım değerleri üzerindeki pozitif etkisi ve nakit akımları bankaların daha fazla risk almasına yol açmaktadır. Dell'Aricecia, Laeven ve Suarez (2013)'a göre de kısa dönem faiz oranları ile bankaların risk alma eğilimi arasında negatif bir ilişki vardır. Bu ilişki nispeten düşük sermayeli bankalar veya bankaların sermayelerinin azaldığı dönemlerde daha az dikkate alınmaktadır.

Para politikasının risk alma kanalını oluşturan dört etki bulunmaktadır. *Birinci etki* doğrudan fiyat etkisidir. Faiz oranındaki artış ile birlikte banka borcunun alternatif maliyeti artmakta ve banka fonlaması daha pahalı hale gelmektedir. *İkinci etki* bağlamında fonlama maliyetleri artarken bankanın borçlarını geri ödeyebilme olasılığı azalmaktadır. Bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığı artmakta ve risk primi yükselmektedir. *Üçüncü etkiyi* ifade eden ikame etkisi çerçevesinde borcun fiyatı yükselirken bankalar daha az borçlanma yoluna gitmektedirler. Diğer yandan borç servisi maliyetleri ve bankaların borç yüklerindeki artış bankaları varlık riski almaya yöneltebilmektedir. *Dördüncü etkide* ise faiz oranlarındaki artış bankaların karlarını azaltmakta ve etkinliği en düşük olan bankaların sistemden çıkmalarına yol açmaktadır (Agur ve Demertis, 2012: 14-15). Bu etkiler aynı zamanda para politikası uygulamalarında kullanılan



faiz oranı aracının banka borçluluğu üzerindeki etkilerinin hangi kanallar vasıtasıyla gerçekleştiğini de göstermektedir.

### **2.2.3 Para Politikasının Banka Sermayesindeki Değişmelere Etkisi**

Banka sermayesi kanalı para politikasının kredi arzı üzerindeki etkisi ile ilgilidir. Merkez bankalarının zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek kredi arzını etkilediği standart kredi kanalına ilişkin mekanizmadan farklı olarak bu mekanizmada para politikası uygulamaları sonucunda faiz oranlarının yükselmesi finansman maliyetini artırmaktadır. Diğer yandan vade uyumsuzluğuna bağlı olarak bankanın varlıklarının değeri değişmemekte ve dolayısıyla bankanın sermayesi azalmaktadır Bankanın yasal olarak belirlenen minimum sermaye yeterliliği seviyesine yaklaşması durumunda kredi arzını kısıması gerekmektedir (Egert ve MacDonald, 2006:20). Van den Heuvel (2002) banka sermayesi kanalı yaklaşımına göre para politikasının banka sermayesi üzerinde etkide bulunarak banka kredisini etkilediğini belirtmektedir. Günümüzde banka sermayesinin kuvvetli olması finansal sistemin istikrarını sağlayan önemli faktörlerden biridir. Bunun için ülkeler sermaye yeterlilik düzenlemeleri yapmakta ve buna yönelik denetlemelerde bulunmaktadırlar. Diğer yandan uygulanan para politikaları da banka sermayelerini etkilemek suretiyle finansal istikrar üzerinde etkide bulunabilmektedir. Bu etkiler ise para politikasının banka sermayesi kanalı çerçevesinde ortaya çıkmaktadır.

Kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artış banka karlarını ve gelecekteki banka sermayesini azaltmaktadır. Bu ise ortalama olarak banka kredisinin azalmasına neden olacaktır (Van den Heuvel,2007:30-34). Banka bilançolarının parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisini modelleyen daha önceki literatür daha çok mevduat-rezerv kanalı<sup>2</sup> üzerinde durmuştur. Banka sermayesi kanalı banka kredilerini etkileyebilen banka sermayesi değeri veya maliyeti şoklarını içermektedir (Markovic, 2006:8-9). Parasal sıkılaştırma bankaların fonlama maliyetinde artışlara yol açmaktadır. Eksik rekabet kredi piyasası koşulları altında banka kredi ve mevduat faiz oranları arasındaki net faiz marjını azaltacaktır. Bu ise banka karlılığının ve onun sermaye değerinin azalmasına neden olacaktır (Chami ve Cosimano, 2001:5 ve 29).

### **2.2.4 Para Politikasının Krediler Üzerindeki Etkisi**

Para politikasının finansal istikrar üzerindeki etkisinin krediler vasıtasıyla gerçekleşmesi iki mekanizma aracılığıyla olmaktadır. Bunlar bilanço kanalı ve banka kredisine kanalıdır.

#### **2.2.4.1. Bilanço Kanalı**

---

<sup>2</sup> Mevduat-rezerv kanalı mevduat arzı veya zorunlu karşılıklardaki değişimin bir sonucu olarak banka kredisine hacmindeki değişimi ifade etmektedir.

Bilanço kanalı para politikası uygulamalarının borçluların finansal pozisyonlarını hem doğrudan hem de dolaylı olarak etkilemesi ile ilgilidir. Sıkı para politikası sonucunda ödenmemiş borç bulunması durumunda faiz oranındaki artışlar faiz harcamalarını doğrudan artırmakta, net nakit akımlarını azaltmakta ve borçluların finansal pozisyonlarını zayıflatmaktadır. Pek çok firma stoklarını ve diğer işletme sermayesini kısa vadeli borçla finanse ettikleri için para politikasının işletme net nakit akımı üzerindeki doğrudan etkisi nicel olarak oldukça önemlidir. Ayrıca faiz oranındaki artış varlık fiyatlarındaki azalmayı ifade etmekte ve bu da borçluların teminatlarının değerini azaltmaktadır (Bernanke ve Gertler,1995:36).

Bilanço kanalı aynı zamanda geniş tanımlı ödünç verme kanalı, finansal hızlandırıcı ve net değer kanalı olarak da adlandırılmaktadır. Bankalardan borçlananların daha fazla net varlığa sahip olması daha düşük risk primini ifade etmektedir. Bunun nedenlerinden biri daha yüksek gelirin yatırımın içsel olarak finansmanını sağlamasıdır. Bir diğer neden daha değerli teminatların borç verenin daha güvende olmasını sağlamasıdır. Böylece ahlaki tehlike ve tersine seçim azalmaktadır. Sonuç olarak para politikası tarafından doğrudan veya dolaylı olarak oluşturulan net varlıktaki değişim risk primine ve borçlanma kapasitesine yansıtılmaktadır (Egert ve Mac Donald, 2006:18).

Birleşik bilanço kanalı<sup>3</sup> çerçevesinde kredi piyasası aksaklıkları sadece banka kredi piyasasında değil bütün kredi piyasalarında geçerlidir. Resesyon dönemlerinde şirketlerin net değeri azalmakta, daha yüksek maliyetli olan dış fonlara yönelmekte ve dış finansman ve iç finansman maliyeti arasındaki farkı gösteren dış finansman primi artmaktadır. Bu da harcama üzerinde daha fazla daraltıcı etki yaratmaktadır. Şirketlerin net değerini etkileyen bütün şoklar kredi piyasasının talep yönünü etkilemektedir. Kredi piyasasının arz yönü ve talep yönü arasındaki etkileşim banka sermaye kanalı ve birleşik bilanço kanalı arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Banka sermayesi düzeyindeki bir artış banka yükümlülüklerinin ortalama maliyetin artırmakta bu ise kredi piyasasının arz yönünü etkilemektedir. Yüksek maliyet borçlulara transfer edilmekte ve ekonominin kalan kesimini etkilemektedir. Yeni yüksek borçlanma maliyetinde daha az yatırım projesi karlı olmakta ve bu büzden yatırım ve reel üretim azalmaktadır. Ayrıca dış finansman primindeki artış firmaların yatırımlarını finanse ettikleri fonların ortalama maliyetini artırmaktadır. Böylece firmaların karları ve net değeri (içsel fonlar) azalabilir. İçsel fonlardaki bu azalma kredi piyasasının talep yönünü etkileyecektir (Markovic, 2006:9-10).

---

<sup>3</sup> Daha önceki literatürde bu kanal finansal ivmelendirici veya geniş kredi kanalı olarak ifade edilmektedir.

#### 2.2.4.2. Banka Kredi Kanalı

Para politikası ticari bankalar tarafından sağlanan ara kredi arzını değiştirmek suretiyle dış finansman primini de etkilemektedir. Bu etkileşim banka kredi kanalını ifade etmektedir. Örneğin banka kredi arzında azalma meydana geldiğinde bankalardan borçlananlar kredi kullarımlarını tamamen kesmezler. Diğer yandan yeni borç vereni bulmak ve kredi ilişkisi çeşitli maliyetleri beraberinde getirmektedir. Bu sebepten dolayı banka kredi arzındaki bir azalma dış finansman primini artırabilecek ve reel faaliyeti ise azaltabilecektir (Bernanke ve Gertler, 1995: 40). Banka kredi kanalı Bernanke ve Blinder (1988) tarafından oluşturulan CC-LM modeli yardımıyla da gösterilebilmektedir. Bu modelde CC (kredi-entia) eğrisi IS eğrisi yerine kullanılmaktadır. Genişletici para politikası uygulaması CC ve LM eğrisini dışarıya doğru kaydırmaktadır. Kredi kanalı para politikasını IS-LM modelinden daha fazla genişletici yapacaktır.

Para politikası uygulamaları banka rezervlerini etkileyerek bankaların kullandırdıkları krediler üzerinde doğrudan etkide bulunabilmektedir. (Van den Heuvel, 2002)'e göre bankalar kredilerini kısmi olarak zorunlu karşılık ayırdıkları yükümlükleri ile finanse etmekte ve sıkı para politikası ise banka rezervlerini azaltmaktadır. Bankaların alternatif finansman imkanlarının kısıtlı olması durumunda yükümlülüklerde meydana gelen azalma ile birlikte banka kredileri de azalmaktadır. Sermaye yeterlilik kısıtında veya altında olması durumunda kredi kanalının etkisi daha az olacaktır. Bunun nedeni bankanın sermaye yeterliliği kısıtı ile birlikte ilave sermaye olmaksızın kredi miktarını artıramamasıdır. Kashyap ve Stein (1993)'e göre de kredi kanalının toplam etkisi bankacılık sektörünün finansal koşuluna bağlıdır. Banka sermayesi azaldığı zaman kredi kanalı muhtemelen daha zayıf olacaktır. Van den Heuvel (2002)'e göre diğer yandan bu statik etkinin dışında para politikası faaliyetlerinin banka karlarını etkilemesi durumunda banka sermayeleri de etkilenecek ve bu da potansiyel olarak banka kredisi üzerinde etkide bulunacaktır. Bu dinamik etki banka sermayesi kanalını ifade etmektedir. Banka sermayesinin banka kredileri üzerindeki etkisi konusunda bir diğer etkileşim zıt yönde çalışmaktadır. Zayıf sermayeye sahip olan bankalar sermayesi kuvvetli olan bankalara göre sıkı para politikası uygulamaları sonucunda daha fazla kredi arzını azaltacaklardır.

Sıkı para politikasının kredi arzı üzerindeki etkisi değerlendirilirken varlıklar arasındaki ikamenin niteliği de önemlidir. Bankalar likidite azaldığında ellerindeki tahvilleri satmak yerine kredi arzlarını azaltabilme imkanına sahiptir. Diğer yandan kredilerini azaltmak istemiyorsa tahvil çıkartabilme veya mevduatlarını artırma yoluna da gidebilirler. Ancak bankaların finansal piyasalardan borçlanma kapasiteleri tersine seçim ve ahlaki tehlike gibi piyasa aksaklıkları tarafından sınırlandırılmaktadır Bu

çerçevede bankaların varlıkları arasındaki tam olmayan ikame sıkı para politikasının bankaların kredi arzında kısıntıya gitmesine neden olmaktadır (Egert ve Mac Donald, 2006: 18). Bernanke ve Gertler (1995)'e göre banka kredi kanalı ile bilanço kanalını kesin biçimde ayıran bir ampirik test gerçekleştirmek güçtür. Bu çevrede genel olarak kredi kanalının varlığına kredi kanalının iki mekanizması arasındaki ayrıma göre daha fazla dikkate alınmalıdır.

### 3. TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASININ FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK POLİTİKA ÇERÇEVESİ

#### 3.1. Türkiye'de Para Politikası Uygulamalarının Genel Çerçevesi

Türkiye'de para politikası uygulamalarında küresel kriz sonrasında bir önceki yaklaşıma ilaveler yapılmıştır. Bunun nedeni küresel krizin ve uluslar arası ekonomik gelişmelerin finansal istikrar üzerindeki muhtemel etkileridir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) eski ve yeni yaklaşımı şekil-1'de gösterilmiştir. Buna göre eski yaklaşımda politika amacı fiyat istikrarıyken yeni yaklaşımda bu amaca finansal istikrar eklenmiştir. Politika araçları da bu çerçevede yeni yaklaşımda çeşitlendirilmiştir. Eski yaklaşımda temel olarak politika faizi kullanılırken yeni yaklaşımda likidite yönetimi ve faiz koridoru gibi ilave araçlar devreye girmiştir. Bu ilave araçların fonksiyonu finansal istikrar amacına yöneliktir.

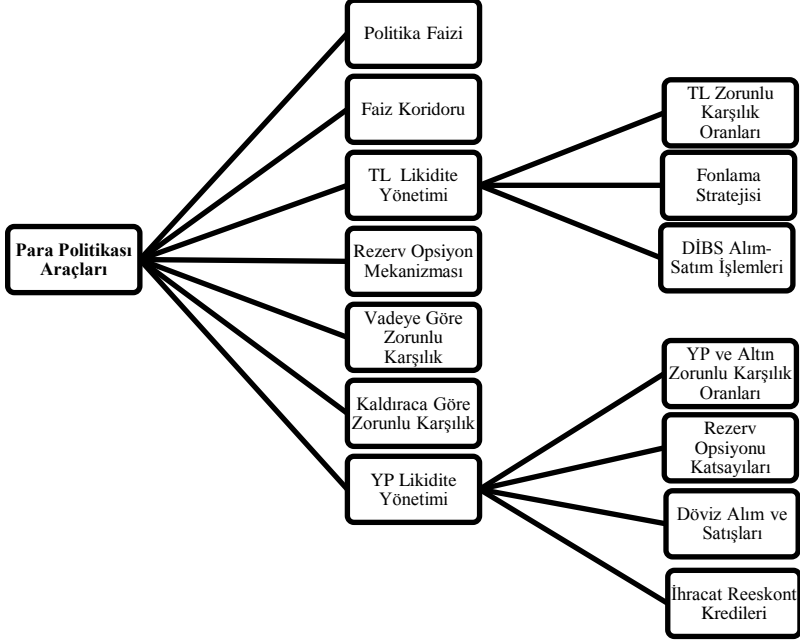


Kaynak: TCMB,2013.

Şekil-1: Türkiye'de Merkez Bankasının Politika Yaklaşımı

TCMB'nin politika araçları bu anlamda yeni yaklaşımda önemli bir fonksiyona sahip olmaktadır. Fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamada kullanılan bazı araçların bir biriyle çatışma ihtimali bulunmaktadır. Bu yüzden araç çeşitliğine gidilmek suretiyle her iki amacın da

gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir. TCMB'nin para politikası araçları TCMB (2013)'den yararlanılarak özet olarak şekil-2'de gösterilmiştir.



Şekil-2: Para Politikası Araçları

TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde kriz sırasında uygulanan para politikasının normalleştirilmesine yönelik olarak çıkış stratejisini yayımlamıştır. Bu stratejiye göre gecelik borçlanma faizi yerine bir hafta vadeli repo ihale faizi politika faizi olarak belirlenmiştir. Likidite azaltılmış ve zorunlu karşılık oranları kriz öncesi seviyesine yükseltilmiştir. Çıkış stratejisinde finansal istikrarı ilgilendiren önemli açıklamalar da yer almıştır. Buna göre TCMB finansal istikrarın sağlanmasına yönelik politika araçlarına ağırlık vermiştir. İlk olarak TL zorunlu karşılıklara faiz ödemesine son verilmiş ve likidite yönetiminin operasyonel yapısı değiştirilmiştir. İç ve dış dengeyi sağlayacak faiz oranlarının değişiklik göstermesi para politikasında birden fazla aracın kullanılmasını gerekli kılmıştır. Bu çerçevede TCMB yeni para politikası yaklaşımında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile birlikte zorunlu karşılık oranları ve etkin likidite yönetimini kullanmaya başlamıştır. Yeni politika bileşiminin temelinde şu

hususlar dikkati çekmektedir: (1) Daha düşük politika faizi (2) Daha geniş faiz koridoru (3) Daha yüksek zorunlu karşılıklar (TCMB, 2011: 4).

### 3.2. Zorunlu Karşılık Oranlarının Finansal İstikrarı Sağlamada Kullanımı

Merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamaya yönelik kullandığı araçların başında zorunlu karşılık oranları gelmektedir. Zorunlu karşılık oranları bankaların yasal olarak merkez bankaları nezdinde tutmak zorunda oldukları kendilerine yatırılan mevduatların belirli bir oranını ifade etmektedir. Bu oranın değiştirilmesindeki temel amaç bankaların kredi arzını etkilemektir. Zira aşırı kredi artışları finansal istikrara zarar verebilmektedir. Zorunlu karşılık oranları artırılarak bankaların kredilendirilebilir fonlarına bir sınırlama getirilmiş olmakta ve böylece aşırı kredi artışlarının önüne geçilmiş olmaktadır.

Zorunlu karşılık oranları TCMB'nin finansal istikrarı sağlamak için kullandığı araçların başında gelmektedir. Merkez Bankası'nın zorunlu karşılık oranlarını kullanması bir taraftan bankaların kullandığı kredilerin miktarını ayarlamak diğer taraftan da kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmak amaçlıdır. Ekonomide Türk Lirası (TL) likiditenin azaldığı dönemlerde Merkez Bankası TL zorunlu karşılık oranlarını azaltmaktadır. Ayrıca döviz likiditesini artırmak için yabancı para zorunlu karşılık oranlarını da düşürebilmektedir. Türk Lirası ve yabancı para likiditesi sıkıntısını doğuran nedenlerin ortandan kalkması durumunda oranlar artırılabilir.

Tablo-1: TL ve Yabancı Para Mevduatlara Uygulanan Zorunlu Karşılık Oranları

TL Yükümlülükler	Eski Oran (%)	Yeni Oran(%)
Vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplar ile 1 aya kadar ve 3 aya kadar (1 ve 3 ay dahil) vadeli mevduatlar/katılma hesapları	11,25	11,50
6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (6 ay dahil)	8,25	8,50
1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları	6,25	6,50
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları	5	5
<b>Yabancı Para Yükümlülükler</b>		
Vadesiz ve ihbarlı DTH, yabancı para özel cari ve vadesiz kıymetli maden depo hesapları ile 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar (1, 3 ve 6 ay dahil) ve 1 yıla kadar vadeli DTH, yabancı para katılma ve kıymetli maden depo hesapları	12,5	13
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli DTH, yabancı para katılma ve kıymetli maden depo hesapları ile birikimli DTH ile yabancı para katılma hesapları	9	9

**Kaynak:** TCMB Para Politikası Kararları

Zorunlu karşılık uygulaması kredi arzını düzenlemek amacıyla kullanıldığı gibi aynı zamanda bankaların varlıkları ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu azaltmak amacıyla da kullanılabilir. Bankaların kaynakları arasında önemli yer tutan mevduatların kısa vadeli, kredilerin ise uzun vadeli olması durumunda ortaya çıkan vade uyumsuzluğu likidite ve faiz risklerini beraberinde getirebilmektedir. Bu ise finansal istikrarsızlığa yol açmaktadır. Bu çerçevede zorunlu karşılık oranları uzun vadeli yükümlülükler lehine düşük tutulabilmektedir (bkz. Tablo-1). Türkiye’de vade uyumsuzluğu sorununun azaltılmasına yönelik olarak TCMB bazı kararlarında değişik vadelere farklı zorunlu karşılık oranlarını uygulamaktadır. Merkez bankasının değişik dönemlerde vadesiz, 1 ay ve 3 aylık mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranlarını yükselttiği görülmektedir. Örneğin 19 Şubat 2013 tarihindeki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında belirlenen strateji çerçevesinde TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranları kısa vadeli yükümlülükler için artırılmıştır. Ayrıca 16 Mayıs 2013 tarihindeki PPK toplantısında küresel piyasalardaki son gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla, yabancı para zorunlu karşılık oranları kısa vadeli yükümlülükler için artırılmıştır. TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler tablo-1’de gösterilmiştir.

Bu noktada merkez bankalarının kredi arzının kısıtlanmasına yönelik aldıkları önlemlerin yanı sıra o ülkedeki düzenleyici kurumlarında bazı önlemler alabileceğini belirtmekte fayda vardır. Bu önlemler kredi arzındaki kısıtlıların daha ekili ve finansal istikrarı sağlama yönünde daha kalıcı olmasına neden olmaktadır. Ülkemizde 2011 yılının başında geçerli olmak üzere Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından bankaların kullandıkları konut kredilerinin tutarının teminata konu olan gayrimenkulün yüzde 75 ile sınırlandırılması buna örnek verilebilir.

Zorunlu karşılık oranları ile ilgili yapılan açıklamaları bitirmeden önce TCMB tarafından yeni uygulamaya konulan bir politikaya da değinmekte fayda vardır. Bu politikaya göre finansman şirketleri de zorunlu karşılık uygulaması kapsamına alınmıştır. Bunun temel nedeni bankacılık sektörü dışındaki kredi kanallarının takibinin finansal istikrar açısından taşıdığı önemdir. Bu çerçevede finansman şirketleri, yükümlülükleri çerçevesinde halen bankalar için geçerli olan oranlar üzerinden TCMB nezdinde zorunlu karşılık bulunduracaktır. Düzenleme, 6.12.2013 tarihli yükümlülük cetvelinden itibaren geçerli olacak ve tesis dönemi 20.12.2013 tarihinde başlayacaktır.

### **3.3. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Oranı Uygulaması**

TCMB finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak daha önceki politika araçlarından farklı bir uygulamaya daha girişmektedir. Kaldıraç

oranı yaygın olarak aktiflerin öz kaynaklara oranını ifade etmektedir. Bu oranın yüksek olması finansal krizlere yol açabilecek bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bunun nedeni yüksek kaldıraç oranlarının finansal sistemde varlıkların büyük kısmının borçlarla finanse edilmesi anlamına gelmesi dolayısıyla finansal risklerin artmasıdır. TCMB politikasına konu olan kaldıraç oranı ana sermayenin şu kalemlerin toplamına bölünmesi ile elde edilmektedir: (1) pasif toplamı tutarı (2) gayri nakdi kredi ve yükümlülükler tutarı (3) cayılabilir taahhütlerin 0,1 katsayısıyla çarpımı sonucu bulunacak tutar (4) türev finansal araçlara ait taahhütlerin her birinin kendi kredi dönüşüm oranı ile çarpımı sonucu bulunacak toplam tutar (5) cayılamaz taahhütler tutarı (TCMB, 2013:5).

Merkez bankasının kaldıraç oranını finansal istikrar aracı olarak kullanması ise yüksek kaldıraç oranına sahip olan bankalara ilave zorunlu karşılık oranı uygulaması ile gerçekleşmektedir. TCMB tarafından ilk olarak 2013 yılında izleme amaçlı olarak yürürlüğe giren bu politika çerçevesinde ilave olarak zorunlu karşılık oranı uygulanacak kaldıraç oranı aralığının 2013 yılı son çeyreği ile 2015 yılı son çeyreği arasında kademeli olarak genişletilmesi öngörülmektedir. Söz konusu politikaya göre, ilk aşamada, 2013 yılı son çeyrek ortalama kaldıraç oranı yüzde 3-3,5 arasında kalan bankalara, 2014 yılından itibaren başlamak üzere üç kademede 1- 2 puan aralığında ilave olarak zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilecektir. Sonraki yıllarda, ilave olarak zorunlu karşılık oranı uygulanacak olan kaldıraç oranı üst limiti kademeli olarak yüzde 5'e artırılabilecektir.

### **3.4. Asimetrik Faiz Koridorunun Finansal İstikrarı Sağlamada Kullanımı**

Bilindiği üzere politika faiz oranı fiyat istikrarı amacına ulaşılmada günümüz merkez bankalarının ağırlıklı olarak başvurduğu bir araçtır. Politika faizi bir hafta vadeli repo ihaleleri faiz oranını ifade etmektedir. Merkez bankaları kriz dönemlerinde politika faiz oranını düşürerek bankaların fon maliyetlerini azaltmaktadır. Bu ise net faiz marjını ve dolayısıyla bankaların karlılığını artırmaktadır. Böylece finansal istikrar olumlu etkilenmektedir. Türkiye'de Merkez Bankası'nın finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak politika faizini aşağıya yönlü hareket ettirdiği görülmektedir.

Faiz oranlarının bankacılık sektörü üzerindeki bir etkisi sorunlu kredi oranları ilgilidir. Faiz oranlarındaki düşüş ile birlikte kredilerde meydana gelen artış sorunlu kredi oranlarının azalmasına neden olabilmektedir. Politika faiz oranının değiştirilmesi yabancı sermaye akımlarının yavaşlatılması amacıyla da kullanılabilir. Özellikle kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemlerde finansal istikrara zarar verebilecek bir durumun önüne geçilmek isteniyorsa merkez



bankaları politika faiz oranını azaltabilmektedir. Bilindiği üzere yabancı sermayenin bir ülkeye kanalize olmasının önemli etkenlerinden biri o ülkedeki faiz oranıdır. Diğer şeyler sabitken faiz oranının yüksek olduğu ülkeler yabancı yatırımcılar için daha fazla getiri imkanı sunmaktadır. Bu bağlamda merkez bankasının politika faiz oranını azaltması yabancı sermaye akımlarını yavaşlatacaktır.

TCMB'nin finansal istikrara yönelik aldığı önlemlerde faiz koridorunun da önemi büyüktür. Merkez Bankasının uygulamalarına bakıldığında gecelik borç alma ve gecelik borç verme faiz oranları arasındaki farkı ifade eden koridorun genişletilmesi, daraltılması veya sabit tutulması bir para politikası aracı olarak kullanılabilir. Örneğin yabancı sermaye akımlarındaki artışların yoğunlaşması ve dolayısıyla TL'nin reel olarak değer kazanması durumunda gecelik borç alma faizi aşağıya çekilerek faiz koridoru aşağı yönlü genişletilebilmektedir. Aynı tepki hızlı kredi genişlemesinin yaşandığı dönemlerde de verilebilmektedir. Tam tersine sermaye çıkışlarının yoğun olduğu dönemlerde ise gecelik borç alma faizi artırılarak faiz koridoru yukarı yönlü daraltılabilmektedir.

Bu açıklamalar çerçevesinde TCMB'nin faiz koridoruna dayalı uyguladığı politikanın temelinde asimetrik bir yapı olduğunu belirtmekte fayda vardır. Asimetrik faiz koridoru olarak adlandırılan bu araç döviz kurunu etkilemek amacıyla kullanılabilir. Örneğin 2010 yılının sonlarına doğru aşırı değerlenen TL'nin finansal istikrarı tehdit etmesi nedeniyle, TCMB kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmak amacıyla faiz koridorunu aşağı yönlü genişletmiştir. Ayrıca TCMB 2011 yılı Ekim ayında faiz koridorunun üst sınırını yükseltmiş ve dönem dönem likiditeyi sıkılaştırmıştır. Faiz koridoru ve likidite politikasının aktif olarak kullanılması 2012 yılında kredi büyümesinin finansal istikrarla uyumlu ve makul seviyelere inmesine neden olmuş ve faiz koridorunun kredi arzına yönelik makro ihtiyati bir araç olarak da kullanılabileceğini göstermiştir (Binici vd. 2013:5).

### **3.5. Rezerv Opsiyon Mekanizması Uygulaması**

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) yabancı sermaye hareketlerindeki oynaklığın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak için kullanılan bir mekanizmadır. TCMB bu mekanizmayı bankaların brüt döviz rezervlerini güçlendirmek ve bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlamak amacıyla kullanmaktadır. Bilindiği üzere bankalar TCMB nezdinde TL zorunlu karşılıkları tutmak zorundadır. ROM ile bankalar bu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz ve standart altın cinsinden TCMB nezdinde tutabilmektedirler. Böylece bankaların kullanabilecekleri TL likiditesi artmış olmakta diğer taraftan TCMB döviz mevduatları artış göstermektedir.

Tablo-2: TL Zorunlu Karşılıklarda Döviz İmkanına İlişkin ROK'lar

Döviz Tesis İmkanı Dilimleri (%)	26 Mart 2013	16 Nisan 2013	16 Mayıs 2013
0-30			1,4
30-35	1,4	1,4	1,5
35-40	1,5	1,7	1,8
40-45	1,9	2,1	2,2
45-50	2,2	2,4	2,5
50-55	2,4	2,6	2,7
55-60	2,5	2,7	2,8

**Kaynak:** TCMB Para Politikası Kararları

Rezerv Opsiyonu Oranı (ROO) bu mekanizmanın hangi ölçüde kullanılabilceğine dair üst limitleri belirlemektedir. Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) ise TL zorunlu karşılıklara tekabül eden yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayıyı ifade etmektedir. Bankaların bu mekanizmadan yararlanmaları yabancı sermaye girişlerine verdikleri tepkiyle ilgilidir. Yabancı sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde yabancı para kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine göre düşmektedir. Bu durumda bankaların dövizle borçlanmasının maliyeti azalmaktadır. Bu ise bankaların TL döviz karşılıklarının daha yüksek bir oranını döviz olarak tutmalarını diğer bir ifadeyle ROM'dan daha fazla yararlanmalarını teşvik etmektedir. Bunun sonucunda yabancı sermaye kanalı ile giren dövizlerin TL'nin reel olarak aşırı değerlendirilmesi engellenmektedir. ROM mekanizmasının mevcut olmaması durumunda sermaye girişleri sonucunda ülkeye giren dövizin merkez bankası tarafından satın alınması durumunda artan likiditeyi sterilize edilecektir. Diğer yandan ROM ile birlikte sterilizasyon ihtiyacı da azalmaktadır. Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise yabancı para kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine göre artmaktadır. Bu durumda bankaların dövizle borçlanmasının maliyeti artmaktadır. Bankalar ROM kullanımını azaltma yoluna giderek ihtiyaç duyduğu döviz elde etmektedirler. Böylece TL'nin aşırı değer kaybının da önüne geçilmiş olmaktadır. Sonuç olarak ROM, hem döviz kurunun hem de piyasa likiditesinin oynaklığını<sup>4</sup> sınırlamaktadır. Ayrıca, ROM kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığını da azaltabilmektedir (TCMB, 2012: 2). Finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak ROM'un uygulanmasına bir örnek teşkil etmesi açısından TCMB'nin

<sup>4</sup> ROM'un Türk Lirası oynaklığı üzerindeki etkisi ile ilgili olarak bkz. Oduncu vd. (2013).

16 Nisan 2013 tarihli PPK kararına göre ROK, ilk dilimden sonra gelen dilimlerde 0,2 puan artırılmıştır. 16 Mayıs 2013 tarihi PPK kararına göre ise TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkanı uygulamasında imkan üst limiti değişmeden dilim sayısına bir basamak ilave edilmiş ve ilk dilim hariç diğer dilimlerde ROK 0,1 puan yükseltilmiştir. Buna göre belirlenen döviz ROK'ları tablo-2'de gösterilmiştir.

Tablo-2 incelendiğinde altı adet döviz tesis imkanı diliminin olduğu görülmektedir. TCMB'de TL zorunlu karşılık tesis etmesi gereken bankalar, TL karşılık tutarının en fazla yüzde 60'lık kısmını döviz olarak tutabilmektedir. İmkanın tamamından yararlanmak isteyen bir banka, tutmak zorunda olduğu TL zorunlu karşılıkların ilk yüzde 35'lik dilimi karşılığında bu dilim için belirlenen 1,4 ROK ile hesaplanan TL tutar karşılığı döviz yatırmak zorundadır. Sonraki her yüzde 5'lik dilim için ise katsayılar artış göstermektedir. Her dilim, bankaların TL zorunlu karşılıkların maksimum yüzde kaçını döviz olarak merkez bankası nezdinde tutabileceğini göstermektedir. Örneğin ilk dilim dikkate alındığında banka TL zorunlu karşılıklarının yüzde 35'e kadar olan kısmını merkez bankası nezdinde döviz olarak tutabilmektedir. İlk dilimde ROK'un 1,4 olması, bu dilim yüzdesi ile 1,4 katsayısının çarpılıp TL zorunlu karşılıklarının yüzde kaç oranında TL değerinde döviz TCMB nezdinde tesis etmesi gerektiğini göstermektedir. Örneğin TCMB'de 100 TL zorunlu karşılık bulundurması gereken bir bankanın imkanın sadece ilk dilimini kullanması ve bu tutarın yüzde 35'lik kısmını (35 TL) döviz cinsinden tutmak istemesi durumunda 100 TL zorunlu karşılık tutarının yüzde 49'sünü  $[(0,35 \times 1,4) \times 100]$  yani 49 TL değerindeki tutarı TCMB nezdinde tesis etmesi gerekmektedir. Üst dilimlerin kullanılması halinde, bu dilimlere karşılık gelen toplamlar ilk dilime ilave edilmelidir. Anlaşılacağı üzere ROK'un artışı bankaların daha öncekine göre Merkez Bankası'nda TL karşılıklarına daha fazla miktarda döviz tesis etme anlamına gelmektedir.

Tablo-3: TL Zorunlu Karşılıklarda Altın İmkanına İlişkin ROK'lar

Altın Tesis İmkanı Dilimleri (%)	Eski ROK	26 Mart 2013
0-15		1,4
15-20	1,4	1,5
20-25	1,9	2,0
25-30	2,4	2,5

**Kaynak:** TCMB Para Politikası Kararları

Bankalar TL zorunlu karşılıklarını yukarıda bahsedildiği üzere döviz olarak TCMB’de tesis edebilecekleri gibi altın olarak da tesis edebilmektedirler. TCMB’de TL zorunlu karşılık bulundurması gereken bir banka, mevcut uygulama çerçevesinde bu tutarın en fazla yüzde 30’luk kısmını altın olarak tutabilmektedir. İmkanın tamamını kullanmak isteyen bankalar, bu tutarın ilk yüzde 15’lik dilimi için belirlenen 1,4 ROK ile hesaplanan Türk lirası tutar karşılığında altın yatırmakta, sonraki her yüzde 5’lik dilim için ise sırasıyla 1,5; 2,0 ve 2,5 ROK kullanılarak hesaplanan TL karşılığında standart altın TCMB’de tesis edilmektedir. TCMB 16 Mart 2013 tarihli para kurulu toplantısında küresel piyasalardaki son gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla, TL zorunlu karşılıkların döviz ve altın cinsinden tesis edilmesi imkânı uygulamasında imkân üst limiti değişmeden dilim sayısına bir basamak ilave edilmiş ve ilk dilim hariç diğer dilimlerde ROK 0,1 puan artırılmıştır (Tablo-3).

## SONUÇ

1990’lı yılların başlarından itibaren merkez bankaları fiyat istikrarı amacına odaklanmışlardır. Günümüzde de bu çerçevede enflasyon hedeflemesi rejimi olarak adlandırılan bir para politikası anlayışı benimsenmektedir. Diğer yandan Küresel Kriz ile birlikte fiyat istikrarı amacının gerçekleştirilmesinin yanı sıra finansal istikrarın sağlanması gerekliliği de dikkate alınmaya başlanmıştır. Aslında düşük enflasyon oranlarına ve finansal sistemi sağlam olan ekonomiler merkez bankalarının arzu ettiği bir durumu yansıtmaktadır. Bununla birlikte merkez bankalarının ellerindeki geleneksel para politikası araçları ile söz konusu iki amacın bir arada gerçekleştirilmesi güçtür.

Günümüzde bir çok ülke finansal krizlerin kendi ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerini ortadan kaldırmak ve kriz ortamlarına girmemek için çeşitli önlemler almaktadırlar. Bu önlemler bir taraftan düzenleyici kurumlar tarafından alınırken diğer taraftan para politikası uygulamaları ile de desteklenmektedir. Bu çerçevede para politikası uygulamalarının finansal istikrar üzerindeki etki kanallarının neler olduğu konusu önem kazanmaktadır. Para politikaları finansal istikrar üzerinde temel olarak çeşitli kanallar vasıtasıyla etkide bulunmaktadır. Bu kanallardan ilki merkez bankalarının finansal kriz dönemlerinde gerçekleştirdikleri likidite destekleridir. Finansal krizden çıkışta söz konusu likidite destekleri enflasyonist etkileri beraberinde getirmesine rağmen bir gereklilik haline almıştır. Para politikalarının finansal istikrar üzerindeki bir diğer etkisi risk alma kanalı ile gerçekleşmektedir. Bu kanal para politikası uygulamalarının risk alma eğilimlerini etkilemek suretiyle finansal istikrar üzerinde bir etki doğurmasını ifade etmektedir. Para politikası uygulamalarının banka bilançoları üzerinde etkide bulunmaktadır. Bilanço kanalı olarak adlandırılan

bu kanal çerçevesinde para politikası uygulamaları banka bilançoları vasıtasıyla finansal istikrar üzerinde etkide bulunmaktadır. Son kanalı ifade eden kredi kanalı çerçevesinde para politikası uygulamaları bankaların kullandığı krediler üzerinde etkide bulunmakta bu ise finansal istikrarı etkilemektedir.

Türkiye’de yeni para politikası yaklaşımı para politikasının temel amacı olarak önceki yıllarda benimsenen ve hali hazırda da devam eden enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde finansal istikrarın sağlanması amacına ve bu amacı gerçekleştirmeye yönelik politika araçlarının kullanımına dayalıdır. Merkez Bankası finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak geleneksel para politikası araçlarını çeşitlendirmiş ve çeşitli politika bileşimlerini kullanmaya başlamıştır. Araç çeşitliliğinin sağlanmasının temel nedeni fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarının birbiri ile çatışmasını engellemektir. Finansal istikrarı sağlamaya yönelik kullanılan araçların içinde zorunlu karşılıklar uygulaması ön plana çıkmaktadır. Merkez Bankası’nın zorunlu karşılık oranlarını kullanması bir taraftan bankaların kullandığı kredilerin miktarını ayarlamak diğer taraftan da kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmak amaçlıdır. Ayrıca son dönemlerde kaldıraç oranlarına dayalı zorunlu karşılık oranı uygulaması da gündeme gelmiştir. Bu aracın kullanılması yüksek kaldıraç oranına sahip olan bankalara ilave zorunlu karşılık oranı uygulaması ile gerçekleşmektedir. Finansal istikrarın sağlanmasında dikkate değer etkileri olan diğer araçlar ise asimetrik faiz koridoru ve ROM uygulamalarıdır. Asimetrik faiz koridoru yabancı sermaye girişlerinin ekonomi üzerindeki etkilerini minimize etmek ve aşırı kredi artışlarını sınırlandırmak için kullanılırken ROM yabancı sermaye hareketlerindeki oynaklığın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak için kullanılmaktadır.

## KAYNAKÇA

AGUR, Itai ve DEMERTZIS Maria (2012) *Excessive Bank Risk Taking and Monetary Policy*, ECB Working Papers, No: 1457.

ALLEN, William A. ve WOOD, Geoffrey (2006) "Defining and Achieving Financial Stability," *Journal of Financial Stability*, 2: 152-172.

ALTUNBAŞ, Yener; Gambacorta, Leonardo ve Marques-Ibanez, David (2012) "Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk?" *Economic Letters*, 117: 220-222.

BEAN, Charles; PAUSTIAN, Matthias; PENALVER, Adrian ve TAYLOR, Tim (2010) *Monetary Policy after the Fall*, Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference Jackson Hole, Wyoming.

BERNANKE, Ben ve BLINDER, Alan (1988) "Credit, Money, and Aggregate Demand," *American Economic Review*, May 1988, 78: 435-439.

BERNANKE, Ben ve GERTLER, Mark (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *The Journal of Economic Perspectives*, 9, No. 4: 27-48.

BİNİCİ Mahir; EROL, Hasan; KARA Hakan; ÖZLÜ Pınar ve ÜNALMIŞ, Deren (2013) *Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?*, TCMB Ekonomi Notları, No:2013-20.

BORIO, Claudio ve WHITE, William (2004) *Whither Monetary and Financial Stability? the Implications of Evolving Policy Regimes*, BIS Working Papers, No: 147.

BORIO, Claudio ve ZHU, Haibin (2008) *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism*, BIS Working Papers No. 268.

BUITER, Willem H. (2008) *Central Banks and Financial Crises*, Paper to be presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's symposium on "Maintaining Stability in a Changing Financial System", at Jackson Hole, Wyoming, on August 21-23, 2008.

CHAMI, Ralph ve COSIMANO, Thomas F. (2001) *Monetary Policy with a Touch of Basel*. IMF Working Paper, No: 01/151, October.

CUKIERMAN, Alex (2011) "Reflections on the Crisis and on its Lessons for Regulator Reform and for Central Bank Policies," *Journal of Financial Stability*, 7: 26-37.

DE NICOLÒ, Gianni ve LUCCHETTA, Marcella (2010) *Systemic Risks and the Macroeconomy*, IMF Working Paper, WP/10/29.

DELL'ARICCIA, Giovanni, LAEVEN, Luc ve SUAREZ, Gustavo (2013) *Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel: Evidence from the United States*, IMF Working Paper, No: 13/143.

DONATH, Liliana Eva ve CISMAŞ, Laura Mariana (2008) "Determinants of Financial Stability," *The Romanian Economic Journal*, 3: 27-44

ECB- European Central Bank (2010) *Financial Stability Review*, June.

EGERT, Balazs ve MACDONALD, Ronald (2006) *Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable*, Magyar Nemzeti Bank Working Papers, No: 2006/5.

INGVES, Stefan (2011) Challenges for the Design and Conduct of Macroprudential Policy,” *Macroprudential regulation and policy* içinde, Proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 17–18 January 2011:16-28

KASHYAP, Anil K. ve STEIN Jeremy C. (1993) *Monetary Policy and Bank Lending*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No: 4317.

MARKOVIC, Bojan (2006) *Bank Capital Channels in the Monetary Transmission Mechanism*, Bank of England Working Paper, No: 313.

MISHKIN, Frederic S. (1996) *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*, National Bureau of Economic Research Working paper, No: 5600.

NIER, Erlend Walter (2009) *Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis*, IMF Working Paper No. 09/70, Washington, DC.

ODUNCU, Arif; AKÇELİK Yasin ve ERMİŞOĞLU, Ergun (2013) *Reserve Options Mechanism and FX Volatility*, TCMB Working Paper, No: 13/03.

OOSTERLOO, Sander ve de HAAN, Jakob (2004) “Central Banks and Financial Stability: A Survey,” *Journal of Financial Stability*, 1: 257-273.

SCHINASI, G.J., (2003) *Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets*, IMF Working Paper, No: 03/121, Washington, DC.

SCHINASI, G.J., (2004) *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper, No: 04/187, Washington, DC.

STELLA, Peter (2005) “Central Bank Financial Strength, Transparency and Policy Credibility,” *IMF Staff Papers*, 52 (2): 335–365.

TABAK, B.M. ve STAUB, R.B. (2007) “Assessing Financial Instability: The Case of Brazil,” *Research in International Business and Finance*, 21: 188–202.

TCMB (2011), TCMB Bülten, Eylül, Sayı:23.

TCMB (2012), TCMB Bülten, Aralık, Sayı:28.

TCMB (2013), TCMB Bülten, Mart, Sayı:29.

TCMB, Çeşitli Tarihlerle Ait Para Politikası Kurulu Kararları

VAN DEN HEUVEL, Skander J. (2007) *The Bank Capital Channel of Monetary Policy*. Working Paper, University of Pennsylvania.

VAN DEN HEUVEL, Skander J. (2002) “Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission,” *Federal Reserve Bank of New York*, May:259-265.