



## SERMAYE AKIMI OYNAKLIĞI VE KREDİ BÜYÜMESİNDE YENİ PARA POLİTİKASININ ÖNEMİ

### IMPORTANCE OF NEW MONETARY POLICY IN CREDIT EXPANSION AND VOLATILITY OF CAPITAL FLOW

**DOI:10.17755/esosder.29066**

**Filiz ÇEVİK<sup>1</sup>**

#### Öz

2008 global finansal krizinden sonra gelişmiş ülkelerin genişletici para politikaları sonucu bollaşan likidite gelişen ülkelere yöneldi. Henüz yapısal sorunlarını tam olarak çözmemiş gelişen ülkelerde aşırı oynak sermaye akımları finansal riskleri de beraberinde getirdi. Finansal istikrarın önemi artarken kriz öncesi tek amacı fiyat istikrarı olan merkez bankalarının tek politika aracı olan kısa dönemli faiz oranıyla hem fiyat hem de finansal istikrarı sağlayabilmeleri çok zor hale geldi. Böyle bir ortamda TCMB fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı sağlamak üzere yeni politika araçları kullanmaya başladı. Finansal istikrarın önemli göstergelerinden olan aşırı kredi büyümesi ve döviz kuru oynaklığının azaltılması için 2010'dan itibaren faiz koridoru, likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması aktif olarak kullanılmaya başlandı. Bu yeni politika araçları sayesinde enflasyondan taviz verilmeden aşırı kredi büyümesi ve döviz kuru oynaklığı kontrol altında tutulabildi.

Çalışmada yeni politikaları zorunlu hale getiren gelişmeler betimsel, yeni politikaların işleyişi ve makroekonomik etkileri ise analitik bir yaklaşımla ele alınmaktadır. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar için önemli olan kredi büyümesi ve döviz kuru değişkenleri esas alınarak yeni politika araçlarının fiyat ve finansal istikrar ödünleşimini hafifletmedeki etkinliğine vurgu yapılmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Kredi genişlemesi, döviz kuru oynaklığı, yeni para politikası.

#### Abstract

After global financial crisis in 2008, as a result of decrease in interest rates and expansionary monetary policies of developed countries, abundant liquidity was directed to developing countries. Highly volatile capital flows in developing countries which did not resolve their structural problems fully brought about financial risks. While the importance of financial stability increased, it became very difficult for central banks for which the single objective was price stability before crisis to ensure both price and financial stability via short-term interest rate as a single policy means. In this environment, TCMB began using new policy tools to ensure financial stability without compromising price stability. For reducing excessive credit growth and exchange rate volatility as important indicators of financial stability, TCMB began to use interest rate corridor, liquidity management, and mandatory reserves and reserve option mechanism actively as of 2010. By means of this new policy instruments excessive credit growth and currency exchange rate volatility were kept under control without compromising inflation.

In this study, developments that make new policies mandatory are examined descriptively and operation of new policies and macro-economic effects are discussed with an analytical approach. Effectiveness of new policy instruments in trade-off price and financial stability based on credit growth and exchange rate variables which are important for price and financial stability is emphasized.

**Key Words:** Credit expansion, exchange rate volatility, new monetary policy.

<sup>1</sup> Yrd.Doç.Dr., Kocaeli Üniversitesi Hereke Meslek Yüksek Okulu, [filizcevik@hotmail.com](mailto:filizcevik@hotmail.com)

## Giriş

Para politikası seçilen parasal büyüklükleri araç olarak kullanarak fiyat istikrarını sağlamaya çalışır. Fakat fiyat istikrarı makroekonomik politikaların tek amacı değildir. Para ve maliye politikalarıyla düşük işsizlik, yüksek ve sürdürülebilir büyüme, gelir dağılımında adalet, dış denge ve fiyat istikrarına ulaşılmaya çalışılırken uygulanan politikalar bazen birden fazla amaca hizmet eder, bazen de bir amaca ulaşırken diğerinden taviz vermeyi gerektirebilir. Tüm hedeflerin bir arada gerçekleşmesi için yapısal önlemler zorunludur. Ancak amaçlardan aşırı sapmalar kısa dönemde doğru seçilen araçlarla ve politikalarla kontrol altına alınabilir.

2008 global finansal krizi yukarıda sayılan amaçlara bir yenisini daha eklemiş, finansal istikrar kavramını ön plana çıkararak diğer amaçlardan özellikle de fiyat istikrarından taviz vermeden sağlanabilmesi için yeni politika araçlarının geliştirilmesini gerekli kılmıştır. Çalışmamızın ilk bölümünde para politikası amaç ve araçlarının geliştirilmesini gerektiren ekonomik gelişmeler ve 2000 sonrasında ülkemizde uygulanan para politikası amaç ve araçlarına değinilmiş, ele aldığımız kredi büyümesi ve döviz kuru oynaklığının finansal istikrar için önemini belirtmek üzere 2. kısımda finansal istikrar kavramı açıklanarak neden bu değişkenlerin ön plana çıkarıldığı anlatılmıştır. 3. Bölümde kredi genişlemesi üzerinde yeni para politikası araçlarından faiz koridoru ve zorunlu karşılıkların etkileri, 4. bölümde döviz kuru oynaklığının azaltılmasında faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizmasının önemi analitik bir yaklaşımla ele alınmıştır.

## 2000 Sonrasında Sermaye Akımları ve Para Politikasında Yaşanan Gelişmeler

### 2000-2008 Dönemi

Ülkemizde krizlerin ve yapısal kırılmalıkların yoğun olarak yaşandığı 2001 öncesinde gelişmekte olan diğer ülkelere benzer şekilde enflasyonun kontrolü amacıyla nominal döviz kuru temel politika aracı olarak kullanılmakta, fiyatlama davranışlarında öncelikle döviz kuru takip edilmekteydi. 2000 Kasım, 2001 Şubat krizlerinin ardından özellikle finansal alanda önemli bir değişim ve yeniden yapılanma sürecine girildi. Amaç, bankacılık sektörünü güçlendirmek, kamu sektörünü ekonomideki yükünü hafifletmek üzere yeniden yapılandırmaktı. 25 Nisan 2001'de T.C. Merkez Bankası Kanunu'nda değişiklik yapıldı ve Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarı olduğu belirtildi. 2002'den itibaren Merkez Bankası döviz kuru yerine fiyat istikrarına odaklanarak örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçti. Kendisine tanınan para politikası araçlarını bağımsızca seçme yetkisini kullanarak enflasyonun kontrolünde kısa dönemli faiz oranını politika aracı olarak belirledi.

2002-2006 döneminde altyapı çalışmaları tamamlandıktan sonra 2006'da dalgalı kur rejimiyle birlikte açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçildi. Temel politika aracı kısa dönemli faiz oranı olmaya devam ederken dalgalı kur rejimi sebebiyle döviz kurları daha oynak hale geldi. Enflasyon hedeflemesi stratejisiyle 2006'dan itibaren enflasyon beklentileri kontrol altında tutulabildi ve enflasyon yıllar sonra tek haneli rakamlara indi.

### 2008 ve Sonrası

2008'de Lehman Brothers'in çöküşüyle hızlanan global finansal krize karşı gelişmiş ülke merkez bankaları toplam talebi canlandırmak için faiz indirimi, uzun dönemli fonlama ve büyük ölçekli varlık alımları gibi genişletici para politikaları uygulamaya başladı (Barlas ve Kaya, 2013:2). Uluslararası finans piyasalarında bollaşan likidite yapısal sorunlarını tam olarak çözememiş, kamu borçları yüksek ve gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek faiz oranına sahip gelişen ülkelere yöneldi. Başlangıçta krediye erişilebilirliğin artmasıyla iç

talepte yaşanan canlanma bu ülkelerin finansal krizden daha az etkilenmelerini, düşük ithal fiyatları sayesinde enflasyonla mücadelede başarılı olmalarını sağladı.

Ancak bu aşırı sermaye akımı gelişen ekonomiler için yeni problemleri ve bu problemlerin çözümü için yeni tedbirlerin alınması zorunluluğunu da beraberinde getirdi. Gelişmiş ülkelerden zayıf dış talep ve ulusal para birimlerindeki önemli değer artışlarıyla birlikte cari hesap dengesizlikleri hızla yükseldi, kontrolsüz kredi büyümesi varlık fiyatlarında balonlara sebep olmaya başladı. Gelişen ülkelere aşırı sermaye akımını ve bunun döviz kuru aracılığıyla cari işlemler dengesi üzerindeki olumsuz etkilerini önlemek için bazı ülkeler sermaye akımı önlemlerine başvurdu. Sermaye hareketlerinde liberalizasyondan yana olan IMF finansal krizin ardından, ülkeler yeterli finansal ve kurumsal gelişme seviyesine ulaşmaya kadar sermaye kontrollerinin faydalı olabileceği, ancak bu önlemlerin makroekonomik tedbirlerin yerini almaması gerektiği yönünde görüş bildirdi (Akçelik, Başçı, Ermişoğlu ve Oduncu, 2013:5).

Sermaye akımı önlemleri teorik olarak bu akımlardan kaynaklanacak riskleri azaltsa bile deneysel literatür bu kontrollerin etkinliği konusunda kesin değildir ve kontroller finansal kesimin sadece bir bölümüne konulduğu için bunlardan kaçmak kolaydır. Bu durumda sermaye akımlarında aşırı oynaklığın önlenmesinde yeni tedbirler geliştirilmeye başlandı ve merkez bankalarına fiyat istikrarı yanında onu destekleyici olarak finansal istikrarı sağlama görevi de verildi.

### **Finansal İstikrarın tanımı ve Göstergeleri**

Finansal istikrarı tanımlamak ve ölçmek fiyat istikrarından daha zordur. Bu sebeple literatürde finansal istikrarın tanımı ve göstergeleri konusunda tam bir fikir birliği yoktur. Üstelik temel göstergeler ülkeden ülkeye ve zamana göre değişebilmektedir. En genel tanımıyla finansal istikrar; finansal sistemin bir bütün olarak sağlıklı ve sorunsuz işlemesi, dolayısıyla bunu engelleyecek risk ve unsurların uygun bir şekilde yönetilmesidir.

Claudio Borio ciddi finansal kriz öncesinde banka kredilerinde genişlemeye dikkat çekmiş, aşırı kredi büyümesinin finansal krizleri tetikleyebileceğini iddia etmiştir. Cristiano Perugini, Jens Hölscher ve Simon Collie; Matthew Baron , Wei Xiong ve daha birçok iktisatçı kredi büyümesinin finansal istikrar açısından önemine değinen çalışmalar yapmışlardır.

Ülkemizde de Merkez Bankası hızlı kredi büyümesi ve aşırı değerlenmiş paranın kriz olasılığını arttırdığını düşünmektedir (Kara, 2012:5). TCMB 2010 ‘dan itibaren fiyat istikrarı hedefinden sapmadan kredi büyümesi ve yabancı sermaye akımlarını kontrol edebilmek üzere yeni bir politika karışımı uygulamaya koymuştur. Çalışmamızda yeni politika araçları bu iki değişken bağlamında ele alınmaktadır.

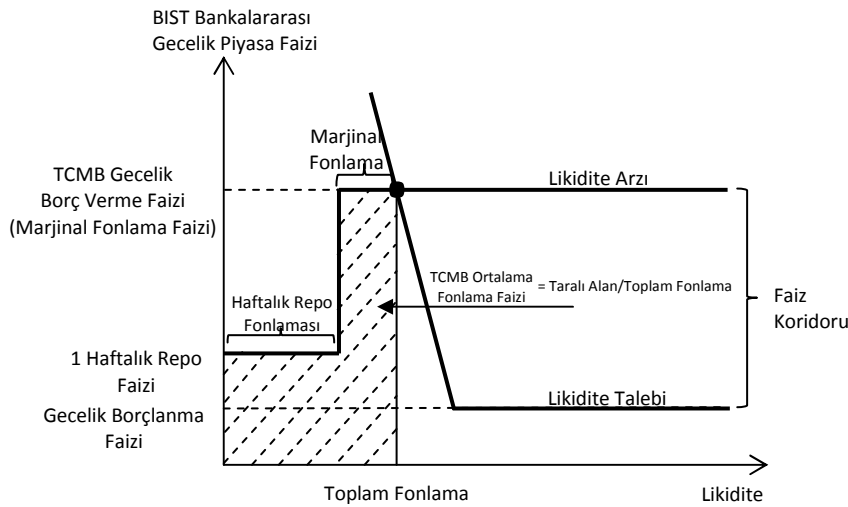
### **Kredi Genişlemesinin Azaltılmasında Yeni Para Politikası**

Krediler tüketim ve yatırım kararlarını etkileyerek toplam talep yoluyla fiyat istikrarını etkiler. Kredilerdeki hızlı artış, ithal mal talebini artırarak cari dengenin bozulmasına ve finansal kırılganlığa yol açabilir. Tek hedefi fiyat istikrarı olan bir merkez bankası, enflasyon hedeften saptığında kısa dönemli faizi artırır. Faiz arttığı için krediler azalır, yabancı sermaye akımı artar, döviz kuru düşer. Faizle başlayan hareket krediler ve döviz kuru kanalları aracılığıyla enflasyonu düşürür. Merkez bankası için kredi yada döviz kuru kanalının hangisinin çalıştığı ve bunların finansal risklere etkisi önemli değildir. Çünkü faizdeki değişimin sadece enflasyon üzerindeki etkisini tahmin etmek yeterlidir. Oysa faiz artışı yabancı sermaye girişinin artmasına ve ulusal paranın değerlenip cari açığın yükselmesine neden olabilir. Finansal istikrarı da gözetilen bir merkez bankasının kredilerdeki büyümeyi frenlerken ulusal paranın aşırı değerlenmesini önlemesi gerekir. Bu durumda tek araç olan

kısa dönemli faiz oranıyla hem kredi büyümesini hem de döviz kurunu kontrol etmek zordur. Parasal aktarım mekanizması açısından bakıldığında kısa dönemli tek faiz oranı yerine krediler ve döviz kurunu ayrı ayrı etkileyecek politika araçlarına ihtiyaç vardır (Binici, Erol, Kara, Özlü ve Ünalmiş, 2013:2). Bu doğrultuda TCMB Mayıs 2010'dan itibaren krediler ve döviz kurunu ayrı ayrı etkileyecek bir araç sepeti geliştirdi, bu araçlardan likidite yönetimi, faiz koridoru, beklentiler ve zorunlu karşılıkları kredi dalgalanmalarını kontrol etmek amacıyla aktif olarak kullandı.

### ***Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Beklentilerin Krediler Üzerindeki Etkisi***

2010 öncesinde Merkez Bankası aylık Para Kurulu toplantılarında kısa dönemli ortalama fonlama faizini ele almakta, politika faizini bir kez ilan ettikten sonra açık piyasa işlemleri yoluyla bütün kısa dönemli faizlerin bu seviyeye yakın gerçekleşmesini sağlamaktaydı (2010'a kadar bankaların fon fazlası vardı ve efektif politika faizi TCMB'nin borçlanma faiziydi). 2010 sonrasında artık Merkez Bankası tek politika faizi değil, gecelik borçlanma ve borç verme faizi arasında kalan bir koridor belirlemeye başladı. Bankaların net fon açığının olduğu bir ortamda faiz koridorunun genişliği Merkez Bankasının likidite operasyonlarını kullanarak kısa dönemli piyasa faizlerinde yapabileceği günlük değişikliklerin boyutunu, bir başka ifadeyle kısa dönemli faizin hangi aralıkta dalgalanacağını gösterir (Küçük, Özlü, Talaslı, Ünalmiş ve Yüksel, 2013:12). 2010'dan itibaren Merkez Bankası piyasaya net borç verici konuma geldiğinden likidite yönetimi, yani Merkez Bankasının piyasayı hangi fonlama tipi ile ne ölçüde ve hangi faizle fonlayacağını önemi artmıştır (Ünalmiş, 2015:2).



Şekil 1: Faiz Koridoru ve Likidite Yönetimi

Şekilde likidite arz eğrisi Merkez Bankasının piyasaya sunduğu haftalık repo ve gecelik borç verme (marjinal fonlama) imkanlarını, talep eğrisi ise bankaların likidite talebini göstermektedir. Piyasa faizi hiçbir şekilde Merkez Bankası'nın borçlanma faizinin altına düşmeyeceği için talep eğrisi bu faiz seviyesinde yatay eksene paraleldir.

Bankalar arası para piyasası dengesi likidite arz ve talep eğrisinin kesiştiği noktada oluşur. Merkez Bankası piyasayı fonlama kompozisyonunu değiştirerek fonlamanın ortalama maliyetini koridorun içinde herhangi bir noktada oluşacak şekilde günlük olarak etkileyebilir.

Piyasanın ihtiyacı olan tüm likiditeyi haftalık repo ihaleleri ile fonladığında piyasa faizi haftalık repo faizi olarak belirlenir. Kredilerde arzu edilenin üzerinde bir artış olduğunda ise haftalık repo fonlamasını azaltarak marjinal fonlamayı arttırabilir ve likidite açığı olan kurumlar için kredi sıkılaştırması oluşturabilir. Tersine kredilerde yavaşlama olduğunda ise haftalık repo fonlamasını arttırarak ortalama fonlama maliyetini düşürebilir. Böylece önceden ilan edilen faiz koridoru içinde kalacak şekilde fonlama maliyetini günlük olarak ayarlayabilir. Ayrıca koridorun genişliğini (özellikle üst sınırı) arttırarak fonlama belirsizliği oluşturabilir ve bu belirsizliğin kredi faizlerine yansıtılmasıyla ek bir sıkılaştırma oluşturabilir (Kara, 2015:4).

### **Zorunlu Karşılıkların Krediler Üzerinde Etkisi**

Bankaların topladıkları mevduatlar karşılığında Merkez Bankası bünyesinde tutmak zorunda oldukları zorunlu karşılıklar kredi arzını etkiler. Kredi artışını frenlemek üzere faizlerin arttırılmasının yabancı sermaye girişini arttırmasından ve cari açığın yükselmesinden endişe edilen durumlarda faizler arttırılmadan zorunlu karşılıklar yoluyla kredi büyümesi sınırlandırılabilir. Zorunlu karşılıkların kredi arzı üzerindeki etkisi maliyet ve likidite kanalıyla gerçekleşir.

*-Maliyet Kanalı:* Zorunlu karşılıkların artması bankalar için ek bir maliyet oluşturur ve bankalar bu maliyeti mevduat ve kredi faizlerine yansıtır. Maliyet kanalının etkin çalışabilmesi için zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi, bankaların gönüllü olarak Merkez Bankası'nda tuttıkları mevduatın, zorunlu karşılıklar nedeniyle tutmak zorunda oldukları mevduatın miktarından fazla olmaması gerekir. Bunu sağlamak üzere Merkez Bankası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verdi, karşılık oranlarını arttırarak zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamını genişletti (Başçı ve Kara, 2011:6). Zorunlu karşılıkların kredi faizine etkisi ayrıca finansal sistemin gelişmişlik düzeyine de bağlıdır. Finansal sistemde rekabet derecesinin yüksek, banka mevduatına alternatif ürünler sunan finansal kuruluşların ve banka kredisi dışında finansal imkanların var olması durumunda zorunlu karşılıkların maliyet kanalı nispeten düşük çalışır (Alper ve Tiryaki, 2011:4).

*-Likidite Kanalı:* Zorunlu karşılıkların krediler üzerindeki etkisi daha çok likidite kanalıyla oluşur. Şöyle ki; Merkez Bankası'nın politika faiz oranını belirlediği ve kısa dönemli piyasa faizlerinin bu faiz etrafında seyretmesini beklediği geleneksel para politikası uygulamasında, Merkez Bankası bunu temin etmek üzere piyasaya talep edilen likiditeyi sağlamak, dolayısıyla zorunlu karşılıklar yoluyla çekilen parayı piyasaya sunmak zorundadır. Bankaların zorunlu karşılıklar nedeniyle artan likidite ihtiyacını Merkez Bankası'ndan fazladan borçlanarak telafi etmeleri, bankaların kısa vadeli Merkez Bankası kaynaklarına bağımlılığını arttırır ve vade uyumsuzluğundan kaynaklanan ilave faiz riski bankalar tarafından kredi faizlerine yansıtılır. Bu durumda bankalar kısa dönemli fonlara bağımlılıklarını azaltmak için kredi arzını kısırlar.

Faiz koridoru ve likidite yönetimi zorunlu karşılıkların krediler üzerindeki etkisini arttırır. Bu iki araç sayesinde Merkez Bankası zorunlu karşılıklar ile piyasadaki çekilen paranın Merkez Bankası kaynaklarıyla telafisinin maliyetini belirleyebilir (maliyeti arttırmak için haftalık repo fonlamasını azaltıp marjinal fonlama arttırılabilir), böylece kısa dönemli sermaye girişlerini caydırmak üzere faizleri düşük tutarken, zorunlu karşılıkları arttırarak zorunlu karşılıklar nedeniyle fon ihtiyacı artan bankaları daha yüksek maliyetli araçlarla fonlayarak kredi arzını yavaşlatmayı başarabilir. Sonuçta zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını arttırmadan sıkılaştırıcı para politikası imkanı sağlayan bir araç olarak kullanılabilir.

### Döviz Kuru Oynaklığının Azaltılmasında Yeni Para Politikası

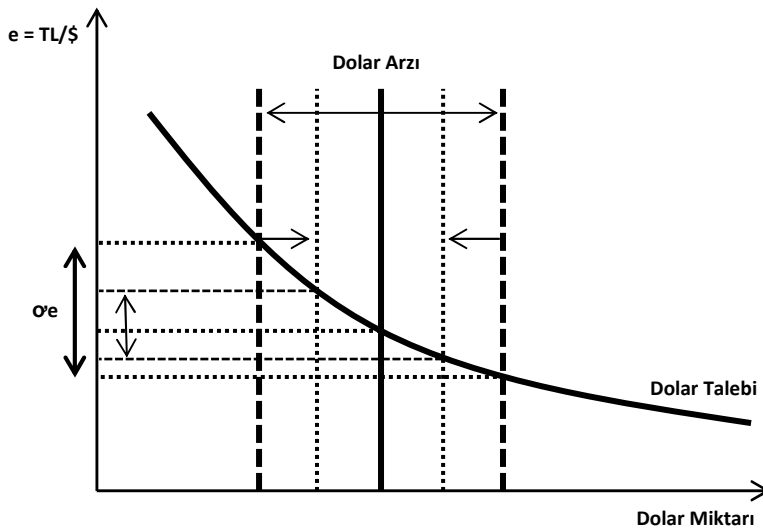
Döviz kuru hem toplam arz, hem de toplam talebi etkiler. Dövizin pahalılaşması ithal malların TL değerini yükseltir ve doğrudan enflasyonu artırır. Ayrıca ithal mal fiyatlarının artması ithal ara girdiler yoğun olarak kullanıldığı için toplam arzın azalmasına neden olabilir. Döviz kuru enflasyonun kontrolünde maliyet, finansal istikrarın sağlanmasında ise ekonominin sermaye akımlarındaki dalgalanmalara karşı direncinin artırılması açısından önemlidir. Merkez Bankası'nın yaptığı bir çalışmaya göre TL'nin Euro-ABD doları sepetine göre %10 değer kaybetmesi bir yıl içinde genel fiyat endeksini yaklaşık %1,5 arttırmaktadır (Kara, 2012:14). Ülkemizde cari işlemler açığının yüksek olduğu dönemlerde döviz kuru artışları krizi tetiklemiştir. Fiyat istikrarı görevinin eklenmesiyle Merkez Bankası fiyat ve finansal istikrar risklerini azaltmak üzere kredi büyümesi yanında döviz kurunu da farklı kanallarla etkilemeyi hedeflemiştir.

Merkez Bankası kredi genişlemesine neden olmadan döviz kuru oynaklığını azaltmak üzere 2010'dan itibaren faiz koridorunu ve 2011'den itibaren rezerv opsiyon mekanizmasını kullanmaktadır. Faiz koridoru yabancı sermaye arzı, rezerv opsiyon mekanizması ise yabancı sermaye talebi aracılığıyla çalışır (Aysan, Fendoğlu ve Kılınç, 2014:5).

### Faiz Koridorunun Sermaye Akımı Oynaklığı Üzerindeki Etkisi

Kısa vadeli yabancı sermaye girişinin yoğun olduğu dönemlerde faiz koridorunun alt limiti düşürülmek , yabancı sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde ise koridorun üst limiti yükseltmek suretiyle döviz arzında daha ılımlı bir dalgalanma sağlanabilir. Ayrıca koridor genişletilerek kısa dönemli getirilerle ilgili denetimli bir belirsizlik oluşturulup kısa dönemli sermaye akımlarının oynaklığı azaltılabilir.

Merkez Bankası faiz koridorunun alt ve üst limitlerini aktif olarak kullanmış, FED'in parasal genişlemesinin ardından sermaye akımlarındaki artış nedeniyle alt limiti düşürmüş ve kısa dönemli sermaye girişlerini azaltmak için koridoru genişletmiştir. 2011 sonu ve 2012'de Euro borç krizi derinleştğinde ise sermaye çıkışını önlemek üzere üst limiti yükseltmiştir.



Şekil 2: Faiz Koridorunun Döviz Arzındaki Dalgalanmaları Azaltıcı Rolü

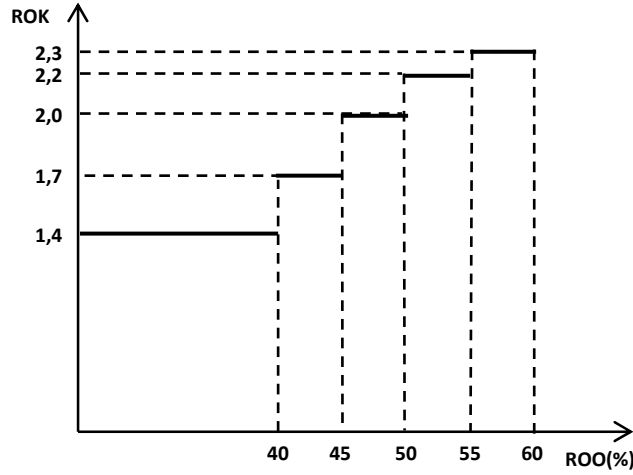
Şekilde faiz koridoru sayesinde yabancı sermaye arzındaki dalgalanmanın boyutunun her iki yönde de daraltılabileceği ve böylece oynak sermaye akımlarının döviz kuru üzerinde



oluşturacağı dalgalanmanın boyutunun azaltılabileceği gösterilmektedir (Aysan ve diğerleri, 2014:11).

### Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi

Rezerv Opsiyon Mekanizması kısa dönemli sermaye akımlarındaki oynaklığın döviz kuru üzerinde oluşturacağı baskıyı hafifletmek üzere Merkez Bankası tarafından geliştirilen ve Eylül 2011'den itibaren aktif olarak kullanılan bir araçtır. Bankalara Merkez Bankası nezdindeki zorunlu karşılıkların belli bir oranını döviz ve altın cinsinden tesis edebilme imkanı verir. Zorunlu karşılıkların ne kadarının döviz veya altın olarak tutulabileceğini Rezerv Opsiyon Oranı (ROO), bir TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek altın veya döviz miktarını ise rezerv opsiyon katsayısı belirler (ROK). ROK 1 ise bankalar her 1TL karşılık yerine 1TL'ye karşılık gelen tutarda, ROK 2 ise yine her 1 TL karşılık yerine 2 TL'ye karşılık gelen tutarda döviz tutmak zorundadır. ROK Merkez Bankası tarafından ROO'na bağlı olarak arttırılır. Merkez Bankası ROO arttıkça ROK'un da arttığı bir sistem kullanmaktadır (Koray, Kara ve Yörükoğlu, 2012:2).



Şekil 3: ROM Kullanımı

Çizgilerin altında kalan alan ROM ile piyasadan çekilen dövizin TL değerini göstermektedir.

Eylül 2011'de %10 olarak belirlenen ROO, sonraları kademeli olarak %90'a kadar çıkarılmıştır. Bankaların zorunlu karşılıkların ne kadarını döviz olarak tutacakları, bir başka ifadeyle kendilerine tanınan rezerv opsiyon imkanından ne ölçüde yararlanacakları döviz ve TL kaynakların maliyetine bağlıdır. Sermaye akımlarında artış olan dönemlerde döviz fonlarının maliyetinde bir azalma veya döviz fonlama sınırında bir gevşeme olacağından bankalar döviz olarak tutacakları zorunlu karşılıkları arttırırlar, yani ROM imkanından daha çok faydalanırlar. Böylece bollaşan dövizin bir kısmı piyasadan çekilmiş, TL'nin aşırı değerlenmesi yönündeki baskı azaltılmış olur. Tersine ekonomiden sermaye çıkışı yaşanan dönemlerde döviz fonlarının maliyeti artar ve dövizle borçlanma sınırı daralır. Bankalar zorunlu karşılıkların daha az bir oranını döviz olarak tutar ve Merkez Bankası nezdinde bulunan ROM kaynaklı rezervlerin bir kısmı piyasaya çıkar, TL üzerindeki değer kaybı baskısı azalır. Destekleyici bir araç olarak ROM, döviz kuru oynaklığının azaltılmasında faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltır.

Geleneksel para politikasında Merkez Bankası TL üzerindeki baskıyı azaltmak için açık piyasa işlemleriyle piyasaya döviz sunup piyasadan döviz çekmekteydi. Oysa ROM Merkez Bankası'nın sürekli müdahalesini gerektirmeyen, kendiliğinden işleyen otomatik dengeleyici bir mekanizmadır ve diğer müdahalelere üstünlüğü şunlardır (Aper ve diğerleri, 2012:10-11).

-ROM yoluyla dövizin piyasadan çekilmesi veya piyasaya sürülmesi Merkez Bankası'nın ihtiyari bir kararı değil, bankaların bireysel kar maksimizasyonu amacının bir sonucudur. Her banka kendi maliyet analizini yaparak bu imkandan ne ölçüde faydalanacağını belirler ve böylece sistem verimli ve etkin bir şekilde çalışır.

-Doğrudan döviz alım yada satımı şeklinde piyasaya yapılan müdahaleler döviz kuru rejimine yönelik güvensizlik algısı oluşturabilir.

-Merkez Bankası'nın döviz alım satımları spekülasyon amaçları için kullanılabilir.

-ROM Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini artırır.

Ermişoğlu, Oduncu ve Akçelik GARCH modelini kullanarak yaptıkları çalışmada ROM'nın döviz kuru oynaklığını azaltmada etkili bir araç olduğunu göstermişlerdir (Ermişoğlu, Oduncu ve Akçelik, 2013:15-16).

## Sonuç

2010'dan itibaren TCMB uygulamaya koyduğu yeni araçlarla krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyerek fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı sağlamaya çalışmaktadır. Aylık para kurulu toplantılarına ve kamuoyunun bilgilendirilmesine devam edilerek uygulanan politikalarla ilgili anlaşılır ve güvenilir bir ortam oluşturulmaktadır. Kredi genişlemesini frenlemek üzere faiz koridoru zaman zaman yukarı doğru genişletilmiş, bunun TL'nin üzerindeki aşırı değerlenme baskısını azaltmak üzere ROM aktif olarak kullanılmıştır. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde ise faiz koridorunun alt limiti düşürülmüş, bunun krediler üzerindeki genişletici etkisinin azaltılabilmesi için zorunlu karşılıklar artırılarak, likidite yönetimi sayesinde Merkez Bankası fonlaması azaltılmıştır.

Kara, Binici ve diğerleri, Küçük ve diğerleri, Alper ve diğerleri tarafından yapılan çalışmalar yeni politika araçlarının aşırı kredi genişlemesi ve döviz kuru oynaklığını azaltmadaki başarısını desteklemektedir.

## Kaynakça

- Alper, K. ve Tiryaki, T. (2011). "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", TCMB, Ekonomi Notları S.2011-08.
- Akçelik, Y., Başçı, E., Ermişoğlu, E. Ve Oduncu, A. (2013). "The Turkish Approach to Capital Flow Volatility", TCMB, Working Paper S.13/06.
- Aysan, A., Fendoğlu, S. ve Kılınç M. (2014). "Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking:Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey", TCMB, Working Paper S.14/03.
- Barlas, Y. Ve Kaya, N. (2013). "Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi", TCMB, Ekonomi Notları S.2013-01.
- Başçı, E.ve Kara, H. ( 2011 ). "Finansal İstikrar ve Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği No.11/08.
- Binici, M., Erol, H., Kara, H., Özlü, P. Ve Ünalı, D. (2013). "Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?", TCMB, Ekonomi Notları S.2013-20.



- Ermişoğlu, E., Oduncu, A. Ve Akçelik, Y. (2013). “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, TCMB Ekonomi Notları S.2013-04.
- Kara, H. (2015). “Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu”, TCMB Ekonomi Notları S.2015-13.
- Kara, H. (2012). ”Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, TCMB, Çalışma Tebliği No.12/17.
- Koray, A., Kara, H. Ve Yörükoğlu, M. (2012). “Rezerv Opsiyon Mekanizması”, TCMB, Ekonomi Notları S.2012-28.
- Küçük, H., Özlü, P., Talaslı, A., Ünalmiş, P. Ve Yüksel, C. (2013). “Likidite Yönetimi ve BİST Faiz Farkı”, TCMB, Ekonomi Notları S.2013-25.
- Ünalmiş, D. (2015). “Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasalarında Efektif Fonlama Faizi”, TCMB, Ekonomi Notları S.2015-20.