

## Küçük Buhran Sonrası Merkez Bankası Politikaları

Teoman Samet TEMUÇİN

**A**srın ikinci büyük kriziyle beşinci yılımız! Nasıl ki birçok canlı çevresel faktörlere vücudunu adapte edip hayatta kalma mücadelesi veriyorsa, bizde adeta ekonomik kriz içerisinde yaşamayı öğrenmişiz ya da çevremizde olup biteni umursamamayı. Milli gelirlerdeki düşüş, bazı büyük şirketlerin hayata gözlerini yumması veya zorunlu evlilikler, paralel olarak artan işsizlik ve borçluluk oranları,...vs. Her ne kadar başlıkta adı küçük olarak geçse de hatırı sayılır akademisyen ve köşe yazarı neden olduğu yıkımlar nedeniyle son yüzyılın ikinci büyük ekonomik kriziyle karşı karşıya olduğumuzu savunmaktadır. Aslında, içinde bulunduğumuz krizin nasıl, ne etkide ve daha ne kadar devam edebileceği hesaba katıldığında hiç de Büyük Buhran'ın altında kalmayacak bir ortam içerisinde hayatta kalma mücadelesi veriyoruz. Söz konusu şartlarda Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası da üzerine düşen payı almış, hayatta kalabilmenin ön koşulu olarak değişen çevresel faktörlere yapısını ve politikalarını uyarlamak zorunda olduğunu fark etmiştir.

Bu süre zarfında değişen ve gelişen merkez bankası politikalarının nedenlerini: sıcak para girişinin artması, düzenli artan kredi genişlemeleri, kronik bir hastalığa dönüşen cari açık ve de hala hazırda devam eden kriz neticesinde fiyatlanamayan diğer riskler olarak özetleyebiliriz. Merkez bankalarının öncelikli görevi olan fiyat istikrarı enflasyonla mücadele için her ne kadar etkili bir yol olsa da ülkeler göz göre göre krize sürüklenirken ve mali-ticari durumları bozulurken TCMB bu durumlara kayıtsız kalamazdı. 2010 sonrası Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın yeni uygulamalarını da bu perspektif ışığında değerlendirmek daha sağlıklı olacaktır. Özetle, içinde bulunduğumuz kriz ortamına karşı daha etkin bir mücadele verebilmek adına Merkez Bankası birbirini tamamlayıcı nitelikte iki strateji belirlemiştir: Fiyat istikrarı ve Finansal istikrar.

*“Yeni para politikası stratejisinin etkilerini değerlendirmek için henüz erken olduğu düşünülse de, alınan ilk sonuçlar düşük politika faiz oranı, yüksek zorunlu karşılıklar ve geniş bir faiz koridorundan oluşan politika bileşiminin, özellikle yüksek cari açık veren ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik dengesizlikler üzerindeki etkisini hafifletmek için etkili bir strateji olabileceğine işaret etmektedir”* (Erdem Başçı; Hakan Kara, Finansal İstikrar ve Para Politikası, 2011, syf. 1).

Erdem Başçı ve Hakan Kara'nın kaleminden çıkan alıntı Kasım 2010'dan günümüze kadar geçen süre zarfında Merkez Bankası'nın fiyat ve finansal istikrara ulaşmak için kullandığı politika araçlarını özetler niteliktedir. Bu yazıda da söz konusu stratejilerin hedeflenen amaçlara ulaşmada ne kadar etkili olduğu ve Türkiye ekonomisinin aradan geçen süre zarfında küresel krize karşı kendisini hangi barınaklarda konumlandırmaya çalıştığı irdelenecektir.

Her ne kadar TCMB resmi sitesi anasayfasında “Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir” yazılsa da kriz döneminde sadece bu görevi hakkıyla yerine getirmenin tek başına yeterli olamayacağı kabul edilmiş bir gerçektir. Merkez Bankası yöneticileri arasında da finansal istikrarın göz ardı edilmesi durumunda orta ve uzun vadede fiyat istikrarının tekrar kontrolsüz bir şekilde bozulabileceği görüşü hakimdir. Ancak, ortada şöyle de bir durum vardır ki fiyat ve finansal istikrarı sağlayacak politika araçları birbiriyle zaman zaman çelişebilmektedir. Somut örnek üzerinden ilerleyecek olursak; düşük faiz oranları kriz dönemlerinde ekonomiyi canlandırmak ve işsizliği engelleyebilmek adına zaruridir. Söz konusu düşük faiz oranıyla enflasyonun, kabaca fiyat istikrarının, kontrol altında tutulabilmesi de mümkündür. Ancak bu politika aracı finansal istikrarı sağlamak adına yeterli değildir. Düşen faizlerle birlikte gelişen hızlı kredi büyümeleri, kur (TL) değerlenmesi, değerlendirilen kurla paralel artan ithalat oranı ve Türkiye'nin nihai karın ağırsı olan cari açığın belirginleşmesi de söz konusu politika aracının olumsuz sonuçlarındandır. Kısacası, fiyat istikrarına katkıda bulunan düşük faiz oranı, kredi hacmindeki inanılmaz artışla hem bankacılık tarafını riske sokmakta hem de cari açığı düzeltilemeyecek boyutlara getirerek finansal istikrarsızlığı tetiklemektedir.

*“Dolayısıyla, fiyat istikrarını amaçlayan bir merkez bankasının aynı zamanda makro finansal riskleri gözeten politikalar uygulayabilmesi için, özellikle hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde, birden fazla politika aracının devreye sokulması gerekebilmektedir.” (Erdem Başçı; Kara, Finansal İstikrar ve Para Politikası”, 2011, Syf. 4).*

### **Birden fazla uygulanan politika araçları ve sonuçları nelerdir? TCMB kriz sonrası dönemde bu politikalara ne zaman ve ne amaçla başvurmuştur?**

- Düşük politika faiz oranı
- Yüksek zorunlu karşılıklar
- Faiz koridoru varlığı

**Düşük politika faiz oranı** (1 haftalık repo) fiyat istikrarının tamamlayıcısıdır. Faizi, paranın enflasyonu olarak da tanımlayabiliriz. Eğer para zamanla çok değer kaybediyor (faiz yüksekse) ve üretimde kullanılan ürünleri (ÜFE) ve tüketim mallarını (TÜFE) satın alma gücü hızlı bir şekilde düşüyorsa enflasyonda beraberinde kaçınılmaz olarak gelecektir. Türkiye Ekonomisi tarihinde de faiz oranı ve enflasyon (fiyat istikrarsızlığı) arasında genel olarak doğru orantılı bir ilişki mevcuttur. Aralarındaki etki eden ve etkilenen ilişkisi tartışmaya açık bir ekonometri konusu olsa da ilişkinin varlığı kabul edilir bir gerçektir.

2008 kriziyle birlikte uygulanan düşük faiz oranı ve paralelinde gelen enflasyonun yükseliş trendini dizginleme stratejisi Merkez Bankasının fiyat istikrarını korumak adına işini doğru yaptığının bir göstergesidir. Düşük faiz oranının fiyat istikrarıyla olan yakın korelasyonu kadar katkı sağladığı bir diğer husus da sıcak para girişlerini engelleyebilmesidir. Yabancı yatırımcı %100 faiz getirisi söz konusu olduğu vakit Türkiye'nin politik ve diğer risklerini göğüsleyebilmekte ve en kötü senaryoda koyduğu parayı 1 sene içerisinde geri alacağını düşünmektedir. Ancak sürekli düşen faizler, Türkiye'nin sıcak para girişleri için cazip bir liman olma özelliğini yitirmiştir.

Düşen faiz ortamının getirdiği bir diğer avantaj da Türkiye gibi tasarruf oranı %13 civarlarında seyreden ülkelerde büyümenin en tetikleyici kalemi olan kredilerdeki potansiyel artıştır. Faiz indirimi, kredi kullanımını ve kredi olarak büyümeyi cazip hale getirmiştir. Nitekim Türkiye'de bankacılık kesimi tarafından kullanılan kredi hacmi Ocak 2009'da 301 milyar TL iken, bu rakam Mayıs 2013'e gelindiğinde yaklaşık 3 katına çıkmıştır. Bu hem Türkiye'de bankacılık kesiminin büyümesine hem de kullandığı krediler sayesinde reel sektörün ve yatırımlarının büyümesine olanak sağlamıştır. Ancak düşük faiz ortamı ticari krediler kadar tüketici kredilerine olan talebi de körüklemektedir. İç talepteki bu tüketim endeksli büyüme ve Türk lirasının aşırı değerlenmesi ithalatı hızlandırırken, aynı eğilime ihracat rakamlarında ulaşamamıştır. Dolayısıyla düşük faiz oranlarıyla kontrolsüz bir ivmeyle büyüyen kredi hacmi hem sorunlu krediler anlamında bankacılık ve reel sektörü risk altına sokabilmekte hem de Türkiye'nin cari açık yarasını kaşıyabilmektedir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın finansal istikrarı korumak adına aldığı artan **zorunlu karşılıklar politikası** tamda bu noktada devreye girmektedir. Kısacası, artan zorunlu karşılıklar politikasının amacı kredi kullanımını bankalar açısından daha maliyetli hale getirmektedir. Bankalar maliyet fayda yönetimi açısından düşük faizle aldığı her bir mevduatı yüksek faiz marjıyla kredi olarak vermek istemektedir. Ancak, kontrolsüz büyüyen kredi hacmine dur diyebilmek adına Merkez Bankası toplanan bu mevduatların belli bir kısmını artan bir oranda kendisine yatırılması zorunluluğunu getirmiştir. Artan zorunlu karşılıklar dediğimiz bu sistem, bankaların topladığı mevduatları gün geçtikçe daha maliyetli hale getirmektedir. Dolayısıyla bankalar ya az mevduat topladığı için az kredi verecek ya verdiği krediyi mevduatla değil de dış bir kaynakla finanse edecek ya da çok büyük bir risk alıp aktifinin üzerinde kredi verme yoluna başvuracaktır. Merkez Bankası zorunlu karşılıkları artırmayla yetinmeyip, eskiden uyguladığı zorunlu karşılıklara faiz ödeme yükümlülüğüne de Eylül 2010'dan itibaren son vermiştir. Böylelikle bankalar adına mevduat toplamayı biraz daha maliyetli hale getirerek artan kredi hacmi yavaşlatılmaya çalışılmıştır.

TCMB'nin kriz döneminde finansal istikrarı korumak adına uyguladığı bir diğer politika aracı da **faiz koridorudur**. Politika faiz oranının yanında bir de faiz koridoru uygulaması gerçekten dünyada bir ilktir. Temel de bu politikanın iki amacı vardır: zorunlu karşılık uygulamalarıyla birlikte artan kredi hacmiyle daha etkin savaşabilmek ve sıcak para belirsizliğine faiz belirsizliğiyle cevap verip, hızlı para giriş-çıkışlarına caydırıcı bir kuvvet oluşturabilmektir. Birinci amaca bakacak olursak, Merkez Bankası bankalara likidite sıkıntısına düşmeleri durumunda söz konusu kaynağı yaratmayı taahhüt etmektedir.

Ancak, faiz koridoru varlığıyla da bu kaynağın maliyeti konusunda bir belirsizlik yaratılmaktadır. Bu uygulama bankaların kullandığı nakit kredi miktarında dengeli davranmalarını ve de aktif-pasif yönetimini likidite riski odaklı yapmalarını teşvik etmektedir. Aksi takdirde, Merkez Bankası koridorun en üst bandını kullanarak bankaların ihtiyaç duyduğu likiditeyi yüksek maliyetle (faiz riski) sağlama durumu söz konusudur. Faiz koridorunun üst bandına baktığımızda da bankaların kullandıracağı kredinin faiz ortalamasından çokta farklı olmadığı görülecektir. Dolayısıyla bankaların kullandığı kredi hacmi kontrolsüz büyüdüğü zamanlarda koridorun üst bandı daha da yukarı çekilerek bankalara ince bir mesaj verilmektedir.

*“Özellikle, faiz koridorunun yukarı yönlü genişletilerek likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılması krediler üzerinde oldukça etkili olabilmektedir. Zira bankalar böyle dönemlerde faiz riskini fiyatlarken genelde faiz koridorunun üst sınırını esas almaktadır. Böylelikle TCMB, net borç verici konumda olduğu bir piyasada, kredi faizleri ve kredi büyümesi üzerinde güçlü bir etki yapabilmektedir (Hakan Kara, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, 2012, Syf. 10).*

Faiz koridoru uygulamasıyla üstesinden gelinmeye çalışılan ikinci kaygı ise sıcak para girdiği dönemlerde artan TL talebiyle birlikte hem cari açığı tehdit eden kur değerlenmekte hem de ani bir kriz durumunda sıcak paranın aniden çıkma ihtimaline karşı ekonomiyi daha kırılgan hale getirebilmektedir. Dolayısıyla faiz koridoru uygulamasıyla birlikte bankalara olduğu kadar yabancı yatırımcıya karşı da bir hamle yapılmaktadır. Sıcak para girişinin fazla olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı çekilerek olası faiz gelirinin azalabileceği algısı yaratılmaktadır. Tersinin söz konusu olduğu krizin derinleştiği dönemlerde ise ani sıcak para çıkışını engelleyebilmek adına koridor bandı yukarı yönlü genişletilmektedir. Böylelikle ülkeye hem ani sıcak para giriş çıkışları engellenmeye çalışılmakta hem de TL'ye olan talepteki aşırı oynaklıklar yüzünden oluşabilecek kur riski bertaraf edilmektedir.

## **2.Raund**

Mayıs 2013'e gelindiğinde borsa 93.000 seviyelerini görmüş, gösterge faizleri %4 seviyelerinde ve kur tamamıyla Merkez Bankasının kontrolünde 1,90 üst sınırı aşılmamak kaydıyla dış ticarete yer yer destek atılmaktaydı.

Ancak, 2.raund çok farklı başladı... Borsa 70.000'i gördü, dolar/TL kuru tüm müdahalelere rağmen 2,00 TL'ye dayandı, müdahalelerle piyasadan çekilen TL ile birlikte de faizler çift haneli rakamları tıraşlamaya başladı. Tüm güzel resim sadece 1,5 ayda bozuldu, daha doğrusu bozulabildi. FED Başkanı'nın bir açıklaması ve Türkiye'deki politik riskin varlığı bize acıda olsa bir gerçeği hatırlattı: Küçük Buhran hala devam ediyor. Ne şiddetle ve ne kadar daha devam edeceğini ise zaman gösterecektir.