



Ömer Faruk Çolak

ofc1962@yahoo.com

TCMB'DEN FİNANSAL PİYASALARA: "BEN BURADAYIM" SİNYALİ

Yaşanan küresel kriz, ekonomilerin altını üstüne getirmekle kalmadı, iktisat politikalarında da farklılaşmalara yol açtı. Krizin özellikle gelişmiş ülkelerde, önce finansal piyasaları, sonra reel sektörü vurması, geleneksel muhafazakâr iktisat politikalarına iman etmiş ülkeleri bile şaşkına çevirdi. Başta ABD Merkez Bankası (FED) olmak üzere, Avrupa Birliği ve Japonya Merkez Bankası'nın para politikalarını hızla değiştirmelerine ve pasif para politikasından aktif para politikalarına geçmelerine neden oldu.

Başkan Bush döneminden başlayarak FED para piyasalarında istikrar sağlamak ve toplam talebin daha da aşağıya düşmesini engellemek için 1990'lardan bu yana uygulanan fiyat istikrarı

öncelikli para politikasını ve muhafazakâr merkez bankacılığını bırakıp aktif merkez bankacılığına başladı. Bu konuda FED temel olarak şunları yaptı:

- 2008'den bu yana değişik zamanlarda ekonomideki daralmayı azaltmaya yönelik çeşitli destek ve teşvik paketleri açtı.
- Bu paketlerle bankalardan Junk Bond denilen tahviller satın alarak onlara likidite sağladı. Bu şekilde kimi bankaların batmasını engelledi.
- ABD Hazine'sinin borçlanmasını kolaylaştırmak, bankaların likidite krizine düşmelerini engellemek için devlet tahvili satın aldı, yeni tahviller satın alma vaadinde bulundu.
- FED faiz oranlarını aşağıya çekti. ABD'de faiz ora-

nı kısa vadede yüzde 1'in altına indirdi.

- Bankalar tarafından verilen (plase edilen) özellikle konut kredilerinin ödenmesi ile ilgili kolaylıklar getirdi.
- FED, ABD dolarının rezerv para olma kimliğini aşındıracak tüm söylemlerin karşısında durdu.

Sıraladığımız bu araçları daha da ayrıntılı ele alabiliriz. Ancak önemli olan FED gibi muhafazakâr merkez bankacılığı yapan ve yeni klasik makro iktisat temelli politikalara bağlı olan bir bankanın, kriz karşısında bunlardan vazgeçerek, aktif merkez bankacılığına ve Keynesyen politikalara dönmesidir. Çünkü bu dönüş bir anlamda 1973 petrol krizi sonrası egemen iktisat teorisi olan Neo Klasik iktisat teorisinin çözülüşüdür.

Avrupa Merkez Bankası da (ECB) bu süreçte FED'in pek altında kalmadı. Kriz boyunca piyasalara doğrudan müdahaleler yaptı. Para arzını artırdı, doğrudan tahvil piyasasına girerek maliye politikasına destek verdi. Faiz oranlarını ve kanuni karşılık oranlarını düşürerek, GSYH'nin daha hızlı düşmesini engellemeye çalıştı.

ECB, 2010'un son aylarında borç krizine girmiş olan Portekiz ve Yunanistan'ın tahvillerini satın alınarak aktif para politikasından örnekler verdi. ECB de tıpkı FED gibi fiyat istikrarı hedefine kitlenmiş iken bu müdahalelerle para politikası hedefleri arasına finansal piyasalarda istikrarı da almış oldu.

Gelişmekte olan ülkelerde (buna yükselen ekonomileri de dahil edelim) faiz oranı kriz sürecinde gelişmiş ülkelere göre yüksek kaldı. Bundan dolayı da bu ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye (sıcak para) girişi hızlandı. Sermaye girişine *Carry Trade* (borç alıp, daha sonra borç vermek yoluyla faiz farkından para kazanmak) hacmindeki artış sermaye girişlerine daha da ivme kazandırdı.

Başını Türkiye'nin çektiği kimi ülkeler bu durumu krizin yarattığı bir fırsat olarak değerlendirdi. Buna karşın kimi ülkeler de mevcut duru-

Türkiye krizi uzunca süre yadsıdı. Hükümet krizi fırsat olarak gördü. TCMB ise 2006 yılından itibaren uygulamaya başladığı "açık enflasyon hedeflemesine" bağlı kaldı. Pasif para politikasına devam etti.

mu bir anlamda bela olarak gördü. Örneğin Brezilya bu görüşte olduğu için sermaye girişini engellemeye yönelik olarak işi kısa vadeli sermaye gelirlerine vergi koymaya kadar götürdü (Tobin Vergisi). Bu önlemler yetmedi; Tablo 1'de gördüğümüz üzere bankaların pasifleri üzerinden (çoğunlukla mevduat) alınan kanuni karşılık oranını; kredi maliyetlerinin artmasına ve kredi arzının azalması pahasına yüzde 7'ye varan oranda artırdı. Brezilya bu eylemi ile büyüme oranının düşeceğini bilmesine rağmen, kısa vadeli sermaye hareketlerinin üzerine gitme cesaretini gösterdi. Çünkü mevcut yapılanmanın daha sonra cari açığı hızla yükselteceğini ve döviz kuru riskinin arttıracağını düşündü.

KRİZİN İLK YILINDA TÜRKİYE AKTİF PARA POLİTİKASINA ÇEKİNCELİ BAKTI

Türkiye krizi uzunca süre yadsıdı. Hükümet krizi fırsat olarak gördü. TCMB ise 2006 yılından itibaren uygulamaya başladığı "açık enflasyon hedeflemesine" bağlı kaldı. Pasif para politikasına devam etti. Bu dönemde kimi zaman döviz üzerinde küçük müdahalelerde bulundu. 2008 Ekim ayına kadar da bu politika değişikliklerinin dışında bir politika değişikliğine girişmedi. Ancak bu aylarda faiz oranlarında yüzde 1'lik bir düşüşe gitti.

2009 yılında ise para politikası araçları kullanılarak şu değişiklikler yapıldı:

- 19 Haziran 2009'da üç ay vadeli repo ihalelerine başlandı ve piyasaya likidite verilmesi yoluna gidildi.
- 16 Ekim 2009'da TL cinsinden mevduatlarda kanuni karşılık oranı, yüzde 6'dan yüzde 5'e indirildi.

TCMB, bir anlamda ekonomide 2009 yılı ilk çeyreğindeki yüzde 14,6 küçülmeye, Şubat 2009 dönemindeki yüzde 16'1'i bulan işsizlik oranına ve 2009 yılı sonundaki 52,2 milyar TL'lik Cumhuriyet tarihinin en büyük bütçe açığına kayıtsız kaldı.

- 23 Aralık 2009'dan itibaren ikincil piyasadaki Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) alımına başlandı. Dikkat edileceği üzere FED'in 2008 yılında almış olduğu önleme TCMB ancak bir buçuk yıl sonra başvurmuştur.

TCMB bir anlamda ekonomide 2009 yılı ilk çeyreğindeki yüzde 14,6 küçülmeye, Şubat 2009 dönemindeki yüzde 16'1'i bulan işsizlik oranına ve 2009 yılı sonundaki 52,2 milyar TL'lik Cumhuriyet tarihinin en büyük bütçe açığına kayıtsız kaldı. Bu dönemde "merkez bankaları utangaç gelin gibi oturmamalı" başlıklı bir yazı yazdığımı hatırlıyorum. Elbette TCMB 2006 yılından itibaren bir türlü tutturamadığı, hatta yüzde 100 sapmaların gerçekleştiği 2006-2008 döneminin aksine, 2009 yılında enflasyon hedefini tutturdu. Burada bir soru sormak durumundayız. "Acaba TCMB hiçbir para politikası uygulamasa bile hedef enflasyon oranına erişir miydi?" Bu sorunun yanıtını size bırakıyorum. İsterseniz Okuyucu Köşesi sayfamızda bu soruya yanıt verebilirsiniz.

Tablo 1.
Gelişmekte
Olan Ülkelerde
Niceliksel
Para Politikası
Uygulamaları
Kaynak:
TCMB,
Enflasyon
Raporu, 2011

	Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Değişim (puan)		Sermaye Kontrolleri		
	Kriz Dönemi (Düşüş)	Kriz Sonrası (Artış)	Giriş Kontrollerinin Artırılması	Çıkış Kontrollerinin Esnetilmesi	Diğer Önlemler*
Brezilya	2	7	✓		
Kolombiya	3		✓	✓	
Peru	5	3	✓	✓	
Çin	2	3			
Endonezya	4	3			✓
Kore				✓	✓
Filipinler				✓	
Tayvan					✓
Tayland			✓	✓	
Hindistan	2,5	1,5			✓
Polonya	0,5	0,5			
G. Afrika			✓	✓	
Rusya	5	2			✓
Türkiye	TL: 1 YP: 2	TL: 2,4** YP: 2			

* Endonezya: Uzun vadeli yatırımı teşvik etmeye yönelik tedbirler. Kore, Tayvan: Spekülatif aktivitenin kontrolüne yönelik tedbirler. Hindistan: Yurt dışı borçlanmayı zorlaştıran tedbirler. Rusya: Döviz cinsi borçlanmayı zorlaştıran vergi düzenlemeleri

** TL zorunlu karşılık oranları 7 Ocak 2011 tarihinde mevduat vadelerine göre farklılaştırılmıştır. Tabloda verilen artı oranı, farklı vadelerdeki mevduatların toplam mevduat içerisindeki ağırlıkları kullanılarak hesaplanmıştır.

TCMB ŞİMDİ NE YAPIYOR?

TCMB'yi aktif para politikası konusunda cesaretlendiren olguların başında, 2009 son çeyreğinde büyüme oranının yüzde 6 gibi bir yüksek oranda gerçekleşmesine rağmen, enflasyon oranındaki sapanın daralmasıdır. Ancak bu gerçekleşmeler TCMB'yi aktif para politikasına döndürmeye yetmedi. Pasif para politikasına, enflasyon hedeflemesine ve araç olarak da faiz oranlarını almaya, yani Taylor Kuralı'na bağlı kalmaya devam etti.

TCMB'yi aktif para politikasına sevk eden belirleyici değişkenler, 2010 yılında ulusal paranın aşırı değerlenmesi ile birlikte gelen cari açığın çok hızlı artması ve

Türkiye'ye giren kısa vadeli sermaye girişinin Kasım ayında 120 milyar doları bulması oldu. TCMB 2010 yılının son çeyreğinde para politikasında kısa aralıklarla ataklara girişti. Daha önemlisi, açık açık TCMB'nin enflasyon oranının dışında finansal piyasalarda istikrarı da hedefleri arasına aldı. TCMB bu tavrı ile bizlere şunları söylemeye başladı:

- Artık ben de kabul ediyorum. TL aşırı değerli, bunda nedeni benim uyguladığım enflasyon hedeflemesi neticesinde artan kısa vadeli sermaye girişidir.
- Gelinek noktada finansal piyasalarda riskler artıyor. Her ne kadar bankaların sermaye yeterlilikleri yüksek ise de kredi hacmi çok genişledi. Türkiye'de

borçlanma düzeyi artıyor. Bu durum enflasyon hedefimi de tehdit ediyor.

- Enflasyon hedefini terk etmeden daha müdahaleci bir Merkez Bankası kimliği ile (yani muhafazakar banka olmaktan vazgeçiyor) aktif para politikası izleyeceğim (yani yeni klasik makro teori temelli para politikasından dönüyorum).
- Bunun için sadece para politikasının açık piyasa işlemleri politikasını değil, daha uzun vadeli etkilere sahip (bankaların kredi hacmini de uzun dönemde etkileyen) karşılıklar politikası, yeni politika araçlarım arasına girdi.

TCMB bunları bu açıklıkla ve tümünü bir arada uygula-



TCMB 2010 yılının son çeyreğinde para politikasında kısa aralıklarla ataklara girişti. Daha önemlisi, açık açık TCMB'nin enflasyon oranının dışında finansal piyasalarda istikrarı da hedefleri arasına aldı.

maya almadı. Tabiri caiz ise sindire sindire (eskilerin deyişi ile tedrici olarak) yapmaya başladı. Tablo 1 ve 2'de TCMB kriz sürecindeki uygulamalarının bir özeti verilmektedir. Görüldüğü üzere uygulamanın başını önce gecikmeli olarak düşürülen faiz oranları çekmiştir.

2010 yılında ikinci adıma geçilmiştir. Bu adım teorik olarak keskin bir dönüşümü ifade etmese de Taylor kuralına belli bir kırılmayı ifade etmektedir. Özellikle karşılıklar politikasının etkin olarak kullanılmaya başlanması

2006 yılından itibaren uygulanan para politikasından bir sapmayı ifade etmektedir. TCMB'nin Ocak ayında bir taraftan faiz oranlarını düşüren, diğer taraftan da kanuni karşılıkları artıran bir politika değişikliğine gitmesinin altında iki neden bulunmaktadır:

- Politika faiz oranlarını düşürerek sermaye hareketlerinin yararlandığı faiz marjını düşürmek, böylece yüksek getiriye dayalı kısa vadeli spekülasyon sermaye girişini engellemek.

- Faiz oranlarının düşmesi ile

artacak olan kredi talebinin toplam harcamaları (toplam talebi) artırmamasını engellemek için bankaların kredi faiz oranlarını yükseltmek istedi. Bununla da TCMB politika faiz oranlarını yükselterek yapmak yerine, kanuni karşılık oranlarını yükselterek, bankaların hem kaydi para hacmini daraltmak hem de bankaların fon kaynak maliyetini artırarak yapılmasını kendisi açısından daha avantajlı gördü.¹

Karar Tarihi	Vadesiz	1 aya kadar	3 aya kadar	6 aya kadar	1 yıla kadar	1 yıl ve daha uzun	Birikimli	Mevduat/ katılım fonu dışı diğer*	Ağırlıklı Ortalama
16 Ekim 2009	5	5	5	5	5	5	5	5	5
23 Eylül 2010	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
12 Kasım 2010	6	6	6	6	6	6	6	6	6
17 Aralık 2010	8	8	7	7	6	5	5	8	7,4
24 Ocak 2011	12	10	9	7	6	5	5	9	9,4

Tablo 2.
Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar (Yüzde)

Kaynak:
TCMB,
Enflasyon Raporu, 2011

* 17 Aralık 2010 tarihli düzenlemeyle bankaların TCMB ve kendi aralarında yaptıkları hariç olmak üzere repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır.

KARARLAR BEKLENTİLERİ KARŞILAR MI?

Şimdilik bu soruya kesin yanıt vermek mümkün değil. Çünkü TCMB bu kararların maliyetini bankacılık sektörünün üstüne attı. Bankalar artan fon kaynak maliyetine rağmen kredi faiz oranlarını artırmayabilir. Yani daha düşük faiz marjı ile çalışır, kârlılıklarından fedakarlık edebilirler. Tersisi durumda ise bankalar kredi faiz oranlarını artırır, kredi talebi düşer, faiz marjı belki değişmez fakat bu defa da küçülen aktifler nedeni ile kârlılıkları azalır. Bundan dolayı bankalar ilk seçeneğe daha sıcak bakabilir. Çünkü ellerinde ciddi bir fon kaynağı var.

Para politikasındaki değişikliğe gidilen tarih genel seçimlere beş ay kala yapıldı. Eğer gelişmeler TCMB'nin istediği gibi olursa, yani faiz oranları bugünkü düzeyini korur, buna karşın döviz kuru belli ölçüde yukarı çıkarsa TCMB

2011 yılında seçimden önce hükümetin elinde, bütçe kanununun içinde yer almayan iki kaynak olacak: Torba yasanın içinde yer alan gecikmiş vergi ve prim tahsilatları ile 2B yasası olarak adlandırılan düzenleme sonrası hazineye girecek olan kaynak. Bu kaynakların nasıl kullanılacağı para politikasının başarısını da belirleyecek.

başarılı bir politika değişikliği yapmış olacak. Bu şekilde döviz kurları arttığı için ihracatçıdan sürekli gelen şikayeti de azaltmış olur. Bu hükümetin aktifine pozitif yansır. Diğer yandan faiz oranları değişmeden bankaların kârını da biraz törpülemiş, sektöre aşırı kâr ediyorlar gözüyle bankalara da hak verdiğini göstermiş durumuna gelir.

Buna karşın gerçekleşmeler TCMB'nin beklediği gibi olmaz ise, ortaya çıkacak ilk gelişme, kurların artması nedeni ile enflasyon oranının yükselmesidir.

Diğer bir olumsuz gelişme de karşılık oranlarındaki artı-

şın bankaların kredi hacminde düşüşe neden olması ve ekonomide büyüme oranının beklenenden daha fazla oranda etkilenmesidir.

Son olarak şunu da söyleyelim, bu analizde maliye politikasına fazla vurgu yapılmadı. 2011 yılında seçimden önce hükümetin elinde, bütçe kanununun içinde yer almayan iki kaynak olacak: Torba yasanın içinde yer alan gecikmiş vergi ve prim tahsilatları ile 2B yasası olarak adlandırılan düzenleme sonrası hazineye girecek olan kaynak. Bu kaynakların nasıl kullanılacağı para politikasının başarısını da belirleyecek.

SON NOT

1. Konuya yabancı olanlar için biraz ayrıntı verelim. Bir finansal sistemde merkez bankası kanuni karşılık uygulaması ile şunu yapmaktadır. Diyelim ki kanuni karşılık oranı yüzde 10 olsun. Bu durumda 100 TL mevduat toplayan bir ticari banka bunun 10 TL'sini merkez bankasına karşılık oranı olarak yatırır. Yani banka 100 TL'lik mevduatın faiz, personel ve diğer maliyetlerine katlanmakta, ancak bunun 90 TL'sini kullanabilmektedir. Üstelik Türkiye'de TCMB bu ayrılan ve kendisine yatırılan 10 TL'lik karşılık için bir faiz ödememektedir. Kanuni karşılık oranı artırılarak böylece bankaların fon kaynak maliyeti artırılmaktadır. Bu da bankaların kredi faiz oranlarını artırmalarına neden olmaktadır. İkinci maliyet artırıcı unsur 100 TL kredi vermek için bankanın artık 111,1 TL mevduat toplamak zorunda kalması, yani artık yüzde 10 karşılık uygulandığı için 100 TL kredi vermek için 11,1 TL daha ek mevduat toplayıp onun maliyetine katlanmaktadır. Bu durum bankaların yine kredi faiz oranlarını artırmalarına neden olacaktır.

İnsan kaynağını iyi eğiterek beşerî sermayeyi oluşturmak şart

Cumhuriyet'in İktisat Tarihi

OKTAY YENAL



“Cumhuriyet’in İktisat Tarihi, iktisat tarihçilerinin göz ardı ettikleri önemli bir unsur, nüfus etmenini etkin bir biçimde devreye sokuyor; “demografik geçiş süreci”nin önemini vurguluyor ve Cumhuriyet’in sınırlı bir beşeri sermaye ile yola çıkışını karşılaştırmalı bir biçimde gözler önüne seriyor. Simon Kuznets ile Ömer Celal Sarç’ı aynı grafikte görmek Türkiye’de okurun pek alışık olmadığı bir yöntem. Ekonomide makro dengesizlikler ile bunun fiyatlar genel düzeyine ve dış ödemelere yansıması, Oktay Yenal’ın ana sorunsallarından biri. Denge bozukluklarının verimliliği, büyüme hızını ve gelir dağılımını olumsuz etkilediği; sürdürülebilir büyüme hızını yavaşlattığı kitabın savları arasında. Ve nihayet insan kaynaklarının 21. yüzyılda temel belirleyici olacağını, eğitim yoluyla nitelikli beşerî sermayenin oluşturulmasının kaçınılmazlığını vurgulayan Oktay Yenal, araştırmacı, yaratıcı kadroların yetiştirilmesi için yeni bir eğitim atılımından yana...”

Zafer Toprak

Cumhuriyet'in
İktisat Tarihi

Oktay Yenal
276 Sayfa/ 18 TL