

**TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKASI
ARAÇLARINDAN REZERV OPSİYON
MEKANİZMASI (ROM)**

Yasin ALTIN

YÜKSEK LİSANS YETERLİK TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Burhan DOĞAN

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Kasım,2019

Bu tez çalışması BAP Komisyonunca kabul edilen 1507E566 no.lu proje kapsamında desteklenmiştir.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Yasin ALTIN'ın "**Türkiye’de Uygulanan Para Politikası Araçlarından Rezerv Opsiyon Mekanizması(Rom)**" başlıklı tezi **19 Kasım 2019** tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan **İktisat Anabilim Dalında**, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye(Tez Danışmanı) : Doç. Dr. Burhan DOĞAN

Üye :Doç. Dr. Bilge Kağan ÖZDEMİR

Üye :Doç.Dr. Ceyhun HAYDAROĞLU

Prof. Dr.Bülent GÜNŞOY
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Ens.Müdürü



TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARINDAN REZERV OPSİYON MEKANİZMASI (ROM)

Yasin ALTIN

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Danışman: Doç. Dr. Burhan DOĞAN

ÖZET

Cari işlemler açığı veren ülkeler için kısa vadeli sermaye hareketliliği ayrı bir önem taşımaktadır. Cari işlemler açığının finansmanına katkı sağlayan kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklık finansal kırılganlığa neden olmaktadır. 2008 yılının sonlarında Amerika’da başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finans kriz sonrasında risk iştahının artmasıyla da beraber gelişmekte olan ülkeler spekülasyon sermaye hareketleriyle karşı karşıya kalmıştır. Bu bağlamda, TCMB oynak sermaye hareketlerini kontrol altına almak, dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak ve bu şoklara hızla tepki verebilmek için yeni para politikası araçları aramaya başlamıştır. Söz konusu sorunların çözümünde TCMB kendine has iki politika aracı inşa etmiştir. Bunlar Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyonu Mekanizmasıdır (ROM).

Bu çalışmada mevcut para politikası araçları tanıtılmış, zorunlu karşılık uygulaması ve ROM detaylı olarak incelenmiş, yeri, önemi ve 2019 yılına kadar olan tarihsel süreci ele alınmış, zorunlu karşılık uygulamasında ROM’un getirdiği döviz ve altın cinsi karşılık tesisi imkanından yararlanma ile ilişkili olarak karşılaştırmalar sunulmuş ve etkileri tartışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Zorunlu karşılık uygulaması, Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), Faiz koridoru

RESERVE OPTION MECHANISM FROM MONETARY POLICY INSTRUMENTS BEING IMPLEMENTED IN TURKEY

Yasin ALTIN

Department of Economics

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, August 2019

Supervisor: Doç. Dr. Burhan DOĞAN

ABSTRACT

Short-term capital volatility is of particular importance for countries that has current account deficit. The volatiles short-term capital flows that contribute to finance the current account deficit caused financial fragilities. Developing countries, together with the increase in risk appetite after all the world under the influence of global financial crisis beginning in the US in the last months of 2008, faced with speculative capital movements. In this context, CBRT began looking for a new monetary policy tools to take control of volatile capital flows, to increase the economy's strength, to external financial shocks and to respond quickly to this shocks. In solving these problems, CBRT has built two own policy tools. They are the Interest Rate Corridor and Reserve Option Mechanism (ROM).

In this study, present monetary policy instruments are introduced, reserve requirements application and ROM are examined in detail; their place, importance and the process of ROM until 2019 effects and comparisons are presented and their effects are discussed in relation to the level of utilization of ROM's foreign exchange and gold equivalent facility in the reserve requirement application.

Keywords: Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT), Reserve Requirements, Reserve Option Mechanism (ROM), The Interest Rate Corridor

18/11/2019

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan “bilimsel intihal tespit programı”yla tarandığını ve hiçbir şekilde “intihal içermediğini” beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçları kabul ettiğimi bildiririm.

Yasin ALTIN

İÇİNDEKİLER

| | Sayfa |
|----------------------|-------|
| ÖZET | iii |
| ABSTRACT | iv |
| TABLolar DİZİNİ..... | viii |
| ŞEKİLLER DİZİNİ..... | ix |
| GİRİŞ | 1 |

BİRİNCİ BÖLÜM

| | |
|---|----|
| 1. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI..... | 3 |
| 1.1. Dolaysız Para Politikası Araçları..... | 5 |
| 1.1.1. Faiz oranları kontrolleri..... | 7 |
| 1.1.2. Kredi tavanları..... | 8 |
| 1.1.3. Farklaştırılmış reeskont kotaları | 9 |
| 1.1.4. İthalat için depozito zorunluluğu | 9 |
| 1.1.5. Disponibilite uygulaması | 9 |
| 1.1.6. Finansal kurumların portföylerinin yeniden düzenlenmesi | 11 |
| 1.1.7. Hisse senedi ve tahvil alınma yönelik kredilerin kontrolü..... | 11 |
| 1.1.8. Tüketici kredilerinin kontrolü..... | 11 |
| 1.1.9. Asgari ödeme oranı..... | 12 |
| 1.1.10. Özel mevduatlar | 12 |
| 1.1.11. İletişim politikası..... | 12 |
| 1.1.11.1. Sözlü müdahale..... | 13 |
| 1.1.11.2. Merkez bankasının moral takviyesi (ikna yolu) | 13 |
| 1.1.11.3. Reklam ve resmi olmayan öğütler..... | 14 |
| 1.1.11.4. Boş konuşma (cheap talk) politikası | 14 |
| 1.2. Dolaylı Para Politikası Araçları..... | 14 |
| 1.2.1. Açık piyasa işlemleri..... | 15 |
| 1.2.2. Reeskont uygulaması | 19 |
| 1.2.3. Zorunlu karşılık politikası | 19 |

İKİNCİ BÖLÜM

| | |
|--|----|
| 2. ZORUNLU KARŞILIK POLİTİKASI VE REZERV OPSİYONU MEKANİZMASI..... | 21 |
| 2.1. Zorunlu Karşılık Politikası..... | 21 |

| | | |
|------------|--|----|
| 2.1.1. | Zorunlu karşılığa tabi kuruluşlar | 22 |
| 2.1.2. | Zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler | 22 |
| 2.1.3. | Zorunlu karşılık uygulamasının etkileri..... | 23 |
| 2.1.4. | Zorunlu Karşılık hesaplanması ve tesisi..... | 25 |
| 2.1.5. | Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi | 26 |
| 2.1.6. | Zorunlu karşılık tesisinde kullanılacak kaynaklar ve maliyet hesaplamaları..... | 27 |
| 2.1.6.1. | Zorunlu karşılığın yerli para ile tesisi | 28 |
| 2.1.6.2. | Zorunlu karşılığın yabancı kaynaklar ile tesisi | 29 |
| 2.1.6.3. | Karşılığın yerli ve yabancı kaynaklarla tesis edilmesinin karşılaştırılması..... | 31 |
| 2.1.6.3.1. | Yerli para ile döviz imkanı kaynakların karşılaştırılması..... | 31 |
| 2.1.6.3.2. | Yerli para ile altın imkanı kaynakların karşılaştırılması | 32 |
| 2.2. | Rezerv Opsiyonu Mekanizması | 33 |
| 2.2.1. | ROM'un tarihsel gelişimi..... | 33 |
| 2.2.2. | ROM Kapsamında zorunlu karşılık hesaplanması örneği | 36 |
| 2.2.3. | ROM kullanım oranını belirleyen unsurlar ve eşik ROK..... | 38 |
| 2.2.4. | ROM'un otomatik stabilizatör olarak çalışması..... | 40 |
| 2.2.4.2. | ROM'da bilanço analizi | 44 |
| 2.2.4.2.1. | ROM'un bankaların portföy davranışı ve rezervlere etkisi..... | 44 |
| 2.2.4.2.2. | ROM'UN bilançolara etkisi..... | 45 |
| 2.2.4.2.3. | ROM ve döviz müdahaleleri..... | 47 |
| 2.3. | ROM ve Faiz Koridoru..... | 48 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

| | | |
|------|--|----|
| 3.1. | ROM'un Günümüze Kadar Sonuçları..... | 51 |
| 3.2. | Bankaların Kasalarındaki Değişim | 54 |
| 3.3. | ROM İmkanından Faydalanma..... | 57 |

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

| | | |
|----|-------------------------|----|
| 4. | TARTIŞMA VE SONUÇ | 64 |
| | KAYNAKÇA..... | 68 |
| | ÖZGEÇMİŞ..... | 71 |

TABLÖLAR DİZİNİ

| | Sayfa |
|--|--------------|
| Tablo 1.1. Para Politikası Araçları (Ülke Gruplarına Göre Kullanım Yüzdesi) | 4 |
| Tablo 2.1. Döviz/Altın Cinsi Yabancı Kaynak ile Zorunlu Karşılığın Tesis Edilmesi.. | 30 |
| Tablo2.2. Döviz İmkanı Rezerv Opsiyonu Dilimleri(ROD) ve ROK'lar..... | 34 |
| Tablo 2.3. Altın İmkanı Rezerv Opsiyonu Dilimleri(ROD) ve ROK'lar | 35 |
| Tablo 2.4. TL Zorunlu Karşılıklarda Döviz İmkanına İlişkin ROK'lar | 37 |
| Tablo 2.5. TL Zorunlu Karşılıklarda Altın İmkanına İlişkin ROK'lar..... | 37 |
| Tablo 2.6. Başlangıç Durumunda Banka Bilançosu | 46 |
| Tablo 2.7. Sermaye Girişi ve APİ ile Müdahale | 46 |
| Tablo2.8. ROK=1 Durumunda Sermaye Girişi..... | 47 |
| Tablo 2.9. ROK=2 Durumunda Sermaye Girişi..... | 47 |
| Tablo 3.1. Eylül 2011-2012 Aktif -Pasif Değişimi | 61 |

ŞEKİLLER DİZİNİ

Sayfa

| | |
|---|----|
| Şekil 1.1. Ülke Gruplarına Göre Para Politikası Araçlarını Kullanım Yüzdeleri (1998). | 4 |
| Şekil 1.2. Gruplarına Göre Para Politikası Araçlarını Kullanım Yüzdeleri (2004)..... | 4 |
| Şekil 2.1. ROM'un Aktif ve Pasif Kullanımı | 42 |
| Şekil 2.2. Kur Takası İşlemleri, (Milyar TL) | 44 |
| Şekil 2.3. TCMB Döviz Rezerleri (Milyar Dolar)..... | 45 |
| Şekil 3.1. Yükümlülük Tarihine Göre ROM Döviz ve Altın Tutarı (Milyar Dolar) | 52 |
| Şekil 3.2. Bankaların Rezerv Opsiyonu Dilimlerine Göre Döviz İmkânı Kullanımları. | 53 |
| Şekil 3.3. Bankaların Rezerv Opsiyonu Dilimlerine Göre Altın İmkânı Kullanımları . | 53 |
| Şekil 3.4. Bankaların Mevduat Grupları (Milyar TL) | 55 |
| Şekil 3.5. TCMB Döviz ve Altın Rezervleri (Milyar ABD Doları) | 56 |
| Şekil 3.6. ROM Rezervleri ve Döviz Depo İmkânı ile 1 Yıl İçinde Vadesi Dolacak YP Dış Borç (Milyar ABD Doları)..... | 57 |
| Şekil 3.7. ROM Kapsamında Döviz İmkânı ve faydalanma durumu | 58 |
| Şekil 3.8. Döviz Kuru ve ROM Kapsamında Döviz İmkânından Faydalanma..... | 58 |
| Şekil 3.9. Külçe Altın Fiyatı ile ROM Kapsamında Standart Altın Cinsi Tesis İmkânından Faydalanma | 59 |
| Şekil 3.10. ROM'da Euro Tesis İmkânı Öncesi ve Sonrası | 60 |
| Şekil 3.11. Dolar Cinsi Mevduat ve Krediler (Milyar TL) ile ROM Kapsamında Döviz İmkânından Faydalanma | 62 |
| Şekil 3.12. Dolar Cinsi Mevduatlar için Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı ile ROM Kapsamında Döviz İmkânından Faydalanma | 62 |
| Şekil 3.13. Yabancı Para cinsi Krediler ile ROM Kapsamında Döviz İmkânından Faydalanma (Aylık Değişim, %) | 63 |

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

| | |
|------|-------------------------------------|
| API | : Açık Piyasa İşlemleri |
| ROM | : Rezerv Opsiyonu Mekanizması |
| ROK | : Rezerv Opsiyonu Katsayısı |
| ROD | : Rezerv Opsiyonu Dilimleri |
| TCMB | : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası |
| ZKO | : Zorunlu Karşılık Oranı |
| TL | : Türk Lirası |
| YP | : Yabancı Para |

GİRİŞ

2008 yılının son aylarında Amerika’da başlayarak tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finans krizi sonrasında risk iştahının artmasıyla da beraber gelişmekte olan ülkeler spekülâtif sermaye hareketleriyle karşı karşıya kaldılar. Cari işlemler açığı veren ülkeler için kısa vadeli sermaye hareketliliği ayrı bir önem taşımaktadır. Cari işlemler açığının finansmanına katkı sağlayan kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklık finansal kırılganlığa neden olmaktadır.

2001 yılında düzenlenen 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) kanununda bankanın görev ve yetkileri (md.4) arasında “finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak” zikredilmiştir. Sermaye hareketliliğindeki aşırı oynaklık, temel amacı fiyat istikrarı olan TCMB’yi yan hedef olarak finansal istikrarı da gözetmeye itmiştir.

Bu bağlamda, TCMB oynak sermaye hareketlerini kontrol altına almak, dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak ve bu şoklara hızla tepki verebilmek için yeni para politikası araçları aramaya başlamıştır. Söz konusu sorunların çözümünde TCMB kendine has iki politika aracı inşa etmiştir. Bunlar Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyonu Mekanizmasıdır (ROM).

Alper, Kara ve Yörükoğlu (2012)’nin çalışmalarında Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) tanıtılmış, beklenen işleyiş biçimi ele alınarak muhtemel etkileri alternatif araçlarla karşılaştırılmıştır. Söz konusu çalışmada, bu yeni aracın makroekonomik ve finansal istikrar amaçlar doğrultusunda yararlı bir mekanizma olarak kullanılacağı öngörülmüş ve yeni bir araç olduğundan zaman içinde çeşitli şoklara karşı sınanarak değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Oduncu, Ermişoğlu, Akçelik (2013) GARCH modeli kullanarak ROM’un döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisi araştırılmış ve incelenen dönemde (15.10.2010-15.10.2012) ROM’un kur oynaklığını azaltıcı etkisinin olduğu saptanmıştır. Buna ilaveten, Değerli ve Fendoğlu (2013) çalışmalarında, ROM’un sermaye hareketlerindeki ani,sert hareketlere bağlı olarak geniş kur dalgalanmalarındaki riski azalttığını, ABD doları/TL kurunun diğer kurlara göre oynaklık, çarpıklık ve basıklıkta daha düşük seviyede seyrettiğine işaret etmektedir. Küçüksaraç ve Özel (2012) TCMB’nin son dönemde aktif olarak kullandığı Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) kapsamında Türk lirası zorunlu karşılıklar için döviz ve altın bulundurma imkânı değerlendirilmiş ve bu imkânı diğer fonlama

maliyetleriyle kayıtsız bırakan rezerv opsiyonu katsayı değerleri incelenmiştir. Yapılan bu çalışmada Türk lirası zorunlu karşılık tesis etmek maksadıyla kullanılabilecek temel fon kaynaklarının maliyetleri hesaplanmış, bankaların hangi fon kaynaklarına yönelmesinin daha optimal olduğu incelenmiş ve mevcut veriler altında bankaların TCMB’de tutacakları Türk lirası zorunlu karşılıklarını döviz/altın cinsinden tesis etme imkânını kullanmasının optimal olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca TCMB’nin Türk lirası zorunlu karşılıklar için döviz ve altın bulundurma imkânını diğer fonlama maliyetleriyle kayıtsız bırakan katsayı değerleri incelendiğinde kritik katsayı değerlerinin temel olarak yabancı para ve altın fon bulma maliyetlerine, Libor faiz oranına, Türk lirası swap faiz oranına ve yabancı para zorunlu karşılık oranına bağlı olduğu gözlenmiştir. ROM kullanımının incelendiği Aslaner ve arkadaşlarının(2014) yaptığı çalışmada ise ROM’un otomatik stabilizatör olarak çalışıp çalışılmadığı araştırılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, ROM kullanımının en önemli belirleyicisi, bankaların Türk lirası fonlama maliyetinin yabancı para fonlama maliyetine oranıdır. Çalışma bulgularına göre, gecelik piyasada oluşan faizler ile TCMB ortalama fonlama faizi, Türk lirası fonlama maliyetini belirlemektedir. Bunun yanı sıra, bankalar açısından döviz likitidite kısıtının ROM kullanımına dair açıklayıcı değişken olmadığı görülmüştür. Bu bulguların ise ROM’un otomatik stabilizatöre özelliğinin sınırlandırdığına işaret edilmiştir. Ayrıca Aslaner ve arkadaşları zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi yoluyla karşılık maliyetinin merkez bankası politika faizine duyarlılığının azaltılması ve bu yolla ROM’un otomatik stabilizatör özelliğinin güçlendirebilmesi önerisinde bulunmuşlardır. Tuna, Öner S. ve Öner H.’nin 2015 yılında yayınlanan çalışmalarında ise ROM’un optimal kullanılması durumunda bankacılık sektörüne sağlayacağı maliyet avantajı araştırılmıştır.

Görüldüğü üzere, 2011 yılından itibaren uygulamaya konulmuş yeni bir uygulama olması nedeniyle bu konuda yapılan çalışmalar çok çeşitli olmamakla beraber genel olarak TCMB bünyesindeki. Yeni bir uygulama olması ve daha önceden merkez bankasının verileri paylaşmaması nedeniyle sığ olan literatüre katkı sağlamak amaçlanmaktadır. Bu çalışmada, daha önce yapılan çalışmaların sonuçları ile birlikte ROM’un işleyişi, yeri, önemi ve etkileri incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Para politikası, kısaca politika araçlarının kullanımı ile para miktarının değiştirilmesi ve böylelikle makroekonomik değişkenlere yön verilmesi olarak tanımlanabilir. Geniş anlamda, fiyat istikrarı, ekonomik büyüme, istihdam gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini, likidite durumunu ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade eder. Bu kararların alınması ve uygulanmasından sorumlu kuruluşlar ise merkez bankalarıdır. Merkez bankalarının kontrolünde olan ve ekonomiye yön vermek için kullandıkları enstrümanlar ise *para politikası araçları* olarak adlandırılır. Para politikası araçlarını dolaysız (doğrudan) para politikası araçları ve dolaylı para politikası araçları olarak iki sınıfta incelemek mümkündür. Dolaysız ve dolaylı para politikası araçları ayrımındaki temel esaslar şu şekilde ifade edilebilir:

- Dolaysız araçlar ya paranın fiyatını (faiz oranı) ya da miktarını belirlemeye yönelik müdahaleleri ifade ederken dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz ve talep koşullarını etkilemeye yöneliktir.
- Dolaysız araçlar finansal sistemdeki aracı kurum ve kuruluş (banka vb.) bilançolarını etkilemeye yönelik iken dolaylı araçlar merkez bankası bilançosunu veya faizleri (fiyatları) etkilemeye yöneliktir.

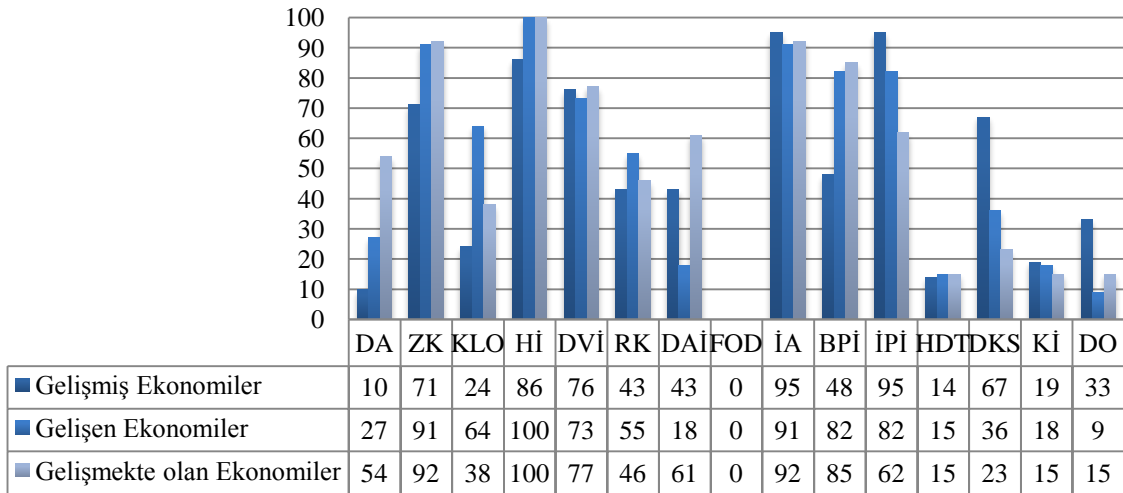
Ekonomik gelişmelere ve para politikası alanındaki teorik gelişmelere bağlı olarak, para politikasının amaçları ve kullandıkları araçlarda önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Temel sorun olarak işsizliğin egemen olduğu dönemde daha çok genişletici para politikaları uygulanırken 1960-70'li yıllarda parasal büyüklüklerin kontrolünün, zamanla finansal entegrasyona bağlı olarak da faiz oranlarının istikrarının önem kazandığı gözlenmiştir (Akçay, 1997, s. 10-11). 1970'lerin sonlarından itibaren, sanayileşmiş ülkeler doğrudan para politikası araçlarından dolaylı para politikası araçlarına yavaş yavaş geçmeye başlamışlar, 1990'lardan itibaren de gelişmekte olan ülkeler dolaylı para politikası araçlarını kullanmaya başlamışlardır. Türkiye'nin de bu gelişmelere adapte olmaya çalıştığı görülmüştür.

Aşağıdaki tablo ve grafiklerden görüleceği üzere zamanla doğrudan para politikası araçlarının kullanımı zamanla azalmış, dolaylı araçların çeşitliliği ve kullanımları artmıştır. Ülkelerin gelişmişliklerine göre de parasal araçların kullanımının çeşitliliği artmaktadır. Bu duruma, başta gelişmiş ekonomilerdeki likit, derin ve gelişmiş para piyasaları ve finansal piyasalar arasında genişleyen küresel bağlantıların yanı sıra, finansal işlemlerdeki çeşitlilik ve karmaşıklık da etkili olmuştur (Tablo 1.1, Şekil 1.1, Şekil 1.2).

Tablo 1.1. Para Politikası Araçları (Ülke Gruplarına Göre Kullanım Yüzdesi)

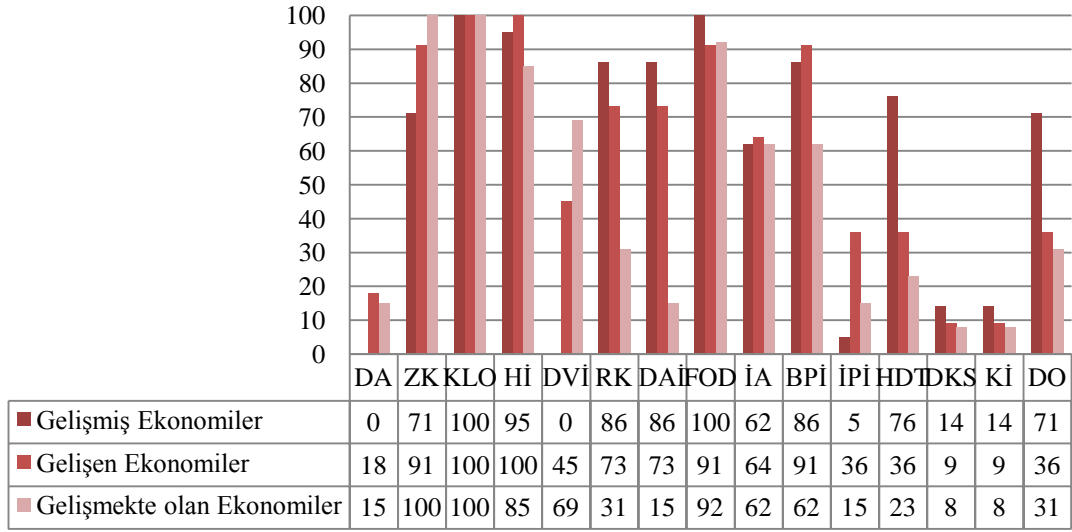
| | Gelişmekte Olan Ülkeler | | | Gelişen Ülkeler | | | Gelişmiş Ülkeler | | |
|--------------------------|-------------------------|------|------|-----------------|------|------|------------------|------|------|
| | 1998 | 2001 | 2004 | 1998 | 2001 | 2004 | 1998 | 2001 | 2004 |
| Doğrudan Para Politikası | 54 | 15 | 15 | 27 | 18 | 18 | 10 | 5 | 0 |
| Zorunlu Karşılıklar | 92 | 100 | 100 | 91 | 91 | 91 | 71 | 61 | 71 |
| Disponibilite | 38 | 46 | 46 | 64 | 27 | 18 | 24 | 10 | 14 |
| Destek İmkanlar | 100 | 100 | 100 | 100 | 91 | 100 | 86 | 100 | 100 |
| İhtiyari Parasal Araçlar | 92 | 85 | 92 | 91 | 100 | 91 | 95 | 100 | 100 |

Kaynak: Para Politikası Araçları Bilgi Sistemi (ISMP)



Şekil 1.1. Ülke Gruplarına Göre Para Politikası Araçlarının Kullanım Yüzdeleri (1998)

Kaynak: Information System for Instruments of Monetary Policy (ISIMP) Doğrudan Araçlar (DA), Zorunlu Karşılıklar (ZK), Kanuni Likidite Oranları-Disponibilite- (KLO), Hazır İmkanlar (Hİ), Depo Verme İmkanı (DVİ), Reeskont Kredisi (RK), Depo Alma İmkanı (DAİ), Faiz Oranı Düzenlemesi (FOD), İhtiyari Araçlar (İA), Birincil Piyasa İşlemleri (BPI), İkincil Piyasa İşlemleri (İPİ), Hükümet Depolarının Transferi (HDT), Döviz Kuru Swapları (DKS), Kredi İhaleleri (Kİ), Depo Operasyonları (DO)



Şekil 1.2. Gruplarına Göre Para Politikası Araçlarını Kullanım Yüzdeleri (2004)

Kaynak: Information System for Instruments of Monetary Policy (ISIMP) Doğrudan Araçlar (DA), Zorunlu Karşılıklar (ZK), Kanuni Likidite Oranları-Disponibilite- (KLO), Hazır İmkanlar (Hİ), Depo Verme İmkani (DVİ), Reeskont Kredisi (RK), Depo Alma İmkani (DAİ), Faiz Oranı Düzenlemesi (FOD), İhtiyari Araçlar (İA), Birincil Piyasa İşlemleri (BPI), İkincil Piyasa İşlemleri (İPİ), Hükümet Depolarının Transferi (HDT), Döviz Kuru Swapları (DKS), Kredi İhaleleri (KI), Depo Operasyonları (DO)

1.1. Dolaysız Para Politikası Araçları

Dolaysız para politikası araçları, piyasanın inisiyatifi yerine yasal düzenlemeler yoluyla para politikasının uygulanmadır. Dolaysız para politikası araçları, belli bazı kuruluşlara yöneltilmiştir (Parasız, 2007, s. 84). Bu özelliğinden dolayı *seçici araçlar* olarak da adlandırılırlar. Dolaysız araçların en yaygınları faiz kontrolleri, kredi tavanları, disponibilite ve moral takviyesidir.

Piyasa koşullarını etkilemek amacıyla merkez bankaları dolaylı araçları kullanırken bütün inisiyatifi bankalara bırakmamakta, belirlediği hedefler çerçevesinde piyasalarda gerekli ortamı sağlanması yoluyla piyasaları yönlendirmeye çalışmaktadır. Bu araçların fiyatlarının piyasa tarafından belirlenmesi bakımından piyasa bazlı olarak da nitelendirilirler (Akçay, 1997, s. 12). Ancak bu tanımlama söz konusu araçların kullanımda herhangi bir düzenlemenin olmayacağı anlamına gelmez.

Dolaysız para politikasının avantajları:

- Özellikle geçici kriz durumlarında, mevduat ve kredi miktarının büyüklüğünün, dağılımının ve fiyatlarının kontrol edebilmesinde merkez bankaları için etkili bir yol alabilmektedir. Bu nedenle finansal çalkantıların olduğu dönemlerde uygulanabilecek ikinci en iyi veya tamamlayıcı araç niteliğindedirler.
- Nispi olarak uygulanması ve kamuoyuna açıklanması daha kolaydır ve maliyetleri de daha düşüktür.
- Belli kredileri belli sektörlerle tahsis etme imkânı ile büyüme ve kalkınmaya destek olabilir. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülke hükümetleri için daha caziptir.
- Dolaylı araçların kullanımına geçişte faiz oranlarındaki oynaklığı engellemek için kullanılmaktadırlar.
- Finansal piyasaları belli bir derinliğe ve gelişmişliğe ulaşmayan ülkelerde, finansal piyasalar gelişinceye kadar uygulanabilecek en etkin araçlardır.

Dolaysız para politikasının dezavantajları:

- Kredi tavanı belirli sektörlerle kredi vermek ya da bankaların verebilecekleri kredi miktarına tavan koymak gibi benzeri uygulamalarla kaynakların etkin bir şekilde dağıtılmasını olumsuz etkileyebilmektedir. Bilhassa kredilerin kamu bankaları aracılığıyla kullandırıldığı ülkelerde, özel sektör bankacılığının gelişiminin sekteye uğraması söz konusudur.
- Bazı bankalar üzerinde yapılan selektif kredi kontrolleri, piyasa mekanizmasını bozabilmektedir ve bu durumun ekonomiye yüklediği maliyetlerde ölçülememektedir.
- Tek tek finansal araçların kontrolleri veya bilanço büyüklükleri göz ardı edilerek aynı yükümlülüklerin verilmesi rekabetçi bir yapı oluşmasını olumsuz etkileyebilmektedir. Nitekim daha etkin çalışan bir bankacılık sistemi için rekabet, daha düşük kredi faiz oranı ile daha yüksek bir mevduat faiz oranının teklif edilmesine imkan vermektedir.
- Asimetrik bilgi sorununun minimize edilememesi durumunda, ters seçim problemi ve ahlaki çöküntünün boyutu genişleyecektir.¹ Öyle ki, krediyi nihai

¹ Asimetrik bilgi, iki tarafın aynı konuda bilgi sahibi olması, ancak bu bilgilerin farklı değer taşıması durumudur. Ters seçim, fiyat politikasının yalnızca en az tercih edilen müşterilerin işlem yapmasına yol açması durumudur.

olarak kimin kullandığı bilinemediğinden, hedeflenen kitleye hizmet edip etmediği saptanamamaktadır.

- Direkt kontroller, yurtdışına veya denetimsiz piyasalara doğru kayışa neden olabilmektedir. Giderek açık hale gelen ve dünya finansal sistemine entegre olabilmüş ve bir ülkedeki iktisadi ajanlar yurt içindeki engel ve kontrolleri aşmak için yurtdışından borçlanmayı tercih ederler.

1.1.1. Faiz oranları kontrolleri

Faiz oranları kontrolü, merkez bankalarının bankalar ve banka dışı mali kuruluşlar için getirdiği mevduat ve kredi faiz oranları sınırlamalarıdır. Kaynakların istenen sektörlere aktarılabilmesi amacıyla, farklı sektörler farklı faiz uygulayarak bazı sektörleri teşvik etmekte, bu amaçla da bu sektörler verilecek kredilerin faizlerini düşük tutmaktadır (Akçay, 1997, s. 13).

Faiz kontrolleri, kredi alanlarıyla ilgili yeterli bilgi olmaması ile bankacılık sistemindeki gözetim ve denetim mekanizmalarının zayıf olduğu durumlarda kullanılabilen etkin bir araçtır. Fakat taban veya tavan uygulamasının en büyük dezavantajı, bankacılık sistemi dışındaki sektörlerin gelişmesini neden olabilmektedir. Faiz oranlarına uygulanan bir tavan politikası yoluyla borçlanma maliyetini kullanıcılar açısından düşürürken, diğer yandan aşırı sermaye kullanımına yol açmaktadır (Koçyiğit, 2009, s. 11).

Ayrıca asimetrik bilginin yaratacağı ters seçim ve ahlaki tehlike de dikkat edilmesi gereken diğer başka bir konudur. Bankacılık kesiminin sınırlandırılması rekabetçi olmayan fiyat etkilerini içerir. Borçlulara ilişkin enformasyonun kıt ve bankacılık denetiminin zayıf olduğu bir durumda, faiz oranları kontrolü ters seçim probleminin negatif etkilerini sınırlayacaktır. Para otoritesi, hedef faiz oranını tutturamadığında veya politik hedef olarak uzun dönem faiz oranları seçildiğinde sıklıkla bu politika aracına başvurur. Faiz oranları kontrollerinin bir takım dezavantajları da bulunmaktadır:

- Finansal kaynakların tahsisi piyasa mekanizmasına dayanmaz.

Ahlaki tehlike ise finansal işlem sonrası oluşur. Kredi alan tarafın kredi veren tarafın bakış açısına göre ahlaki olmayan faaliyetlerde bulunarak, kredi verenin çıkarını zedeleme tehlikesine neden olan bir asimetrik bilgi sorununu oluşturur. Ters seçim işlem gerçekleşmeden önce, ahlaki tehlike ise işlem gerçekleşikten sonra görülür.”

- Uygulanan tavan, banka mevduatlarının döviz gibi getirili aktiflerle veya getiri getiren ürünlerle değiştirilmesi yoluyla kolaylıkla aşılabilir.
- Uygulanan tavan veya taban politikası, finansal aracılardan kaçışı (disintermediation) veya banka dışı aracılık faaliyetlerini destekleyecektir.
- Uygulanacak bir tavan politikası borçlanmayı daha az maliyetli göstereceğinden sermayenin aşırı veya lüzumsuz kullanımını destekleyecektir (Alexander, Enoch ve Baliño, 1995, s. 4).

1970’li yıllara kadar sıklıkla kullanılan faiz oranı tavanları (mevduat ve ödünçler için) uygulamaları içinde en çok tanınanı 1980’li yılların başında ABD’de kaldırılmış olan Q düzenlemeleridir. İngiltere Merkez Bankası’nın para politikası araçları arasında, miktar kısıtlamaları ile banka operasyonlarındaki ödünç verme tavanları 1979 yılına kadar önemli bir yer tutmuştur (Önder, 2005, s. 67).

1.1.2. Kredi tavanları

Çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak bankaların açacakları kredilere merkez bankasınca getirilecek bir sınırlama olup bu sınırlamalar bankalara, kredinin verildiği sektöre, kredi miktarına göre de farklılık arz edebilmektedir. Teşvik edilmek istenen bir sektör veya katma değeri yüksek yatırımlar için uygulanacak kredi tavanı yüksek tutularak bu sektörün finansmanı sağlanabilir. Aynı zamanda krediyi verecek banka açısından, bankasının sermayesine, mevcut kredilerine, mevduat yapısına veya çeşitli değerlendirme rasyolarına göre de sınırlamalar uygulanabilir. Bu tür bir uygulama selektif kredi kontrolü olarak nitelendirilir. “Bu tür önlemlerle para otoriteleri, ticari banka fonlarının bazı spekülatif faaliyet ve alanlara kayışını da önlemeyi amaçlamaktadırlar (Akçay, 1997, s. 13).” Böylece hem bankacılık kesimi hem de firmalar için riskler ve kırılganlıklar azaltılmaktadır.

Daraltıcı para politikası izlemek isteyen bir merkez bankası, özellikle bankalar tarafından açılan tüketici kredilerine sınırlamalar getirerek piyasadaki likidite ve talep hacminin daralmasını sağlar. Kredi tavanı uygulaması sonucu hem kredi hacmi hem de yaratılan kaydî para miktarı sınırlandırılmaktadır. Merkez bankası, genişletici para politikası izlemek istediğinde ise tersi durumlara başvurabilmektedir (Öztürk, 2014, s. 135).

Kredi tavanı uygulaması banka kesimini hedefe alması bakımından, banka dışı mali araçların imtiyazlı duruma geçmesi ve kredi taleplerinin bu alanlara kayması sö konusu olabilmektedir. Bu durumda, denetim altında bulunan ve para politikasında etkin rol üstlenen bankaların etkinliği azalacak ve uzun dönemde para politikalarını güçleştirici sonuçlar doğmasına neden olacaktır (Akdiş, 2006).

1.1.3. Farklılaştırılmış reeskont kotaları

Merkez bankası reeskont kotalarını, bankaların amaçlarına, likidite ihtiyacına ve risk durumuna bağlı olarak belirlemektedir. Farklılaştırılmış reeskont kotaları uygulamasıyla, bazı bankaların reeskont penceresinden daha fazla faydalanabilmesi ve bu yolla birtakım sektörlerin desteklenmesi hedeflenmektedir. Örneğin, sanayi sektörüne daha fazla kaynak aktarılabilmesi gayesiyle sanayiyi destekleme kredisi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutulabilmektedir. Bu kotaların kullanımının artırılması veya kısıtlanması amacıyla, ilgili sektörlerden reeskontta kabul edilebilecek menkul kıymetlerin kapsamı değiştirilebilir.

1.1.4. İthalat için depozito zorunluluğu

İthalatçı kuruluşlarca yapılan toplam ithalat değerinin belli bir yüzdesinin merkez bankasına yatırılması zorunluluğu getirilmesi yoluyla ithalatı kısıtlama yoluna gidilmesidir. Bu oranın artırılması veya paranın hesapta kalma süresinin uzatılması daraltıcı; oranın veya sürenin kısaltılması ise genişletici para politikası olarak yorumlanabilir. Bu politika, ithal edilen tüm mal ve hizmetlere yönelik olarak gerçekleştirilmekle beraber bazı ithal edilen mallar hedef alınarak da uygulanabilmektedir. Tüm mallara yönelik olarak gerçekleştirildiğinde, talep yönlü enflasyonist etkileri ortadan kaldırabilmektedir.

1.1.5. Disponibilite uygulaması

Disponibilite esas itibariyle "satılabilir varlıklar" anlamına gelmektedir. Disponibilite (liquidity ratio), Bankaların sahip oldukları mevduat karşılığında tutmak zorunda oldukları disponibil, nakit veya likit değerlerin mevduata (taahhütlere) oranı olarak tanımlanmaktadır (Pınar ve Erdal, 2008). Buna göre disponibilite oranının belirlenmesinde kullanılan formül şöyledir:

$$DO=(\text{Disponibl Değerler}/\text{Taahhütler})*100$$

Taahhütler, mevduatlar, ödeme emirleri, ödenecek vergi ve harçlar, hazine plasman bonoları, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) gibi varlıklardan oluşmaktadır.

Disponibilite oranının artırılması, bankaların bulunduracağı likit varlıkların artarak, kredi imkanlarının düşmesine dolayısıyla para arzının azalmasına neden olurken disponibilite oranının düşük tutulması ise para arzını artıracaktır. Bu uygulama ülkemizde 1994-2005 yılları arasında kullanılmıştır.

Disponibilite, politika uygulayıcılarının ticari bankalar ile banka dışı finansal/mali araçları, ellerinde tuttıkları fonların belli bir oranı ile öngörülen tahvil ve bonoları satın alma, merkez bankasında serbest tevdiat ve kasalarında nakit olarak bulundurma zorunluluğu getirerek uyguladıkları bir para politikası aracıdır. Bu serbest tevdiat ve kasa uygulaması para arzının kontrolünde etkili olmaktadır. Tahvil ve bonoların oluşturacağı etki bu kâğıtların faiz oranlarından yüksekse, bir kısım fonlar normal piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle kamu sektörüne aktarılmış olmaktadır. Aksi durumda ise pasiflerin tamamını içerecek şekilde bankalara kaçınacak alan bırakmayarak dolaysız bir araç olarak çalışmakta; diğer yandan bankaların kaçınabilecekleri alanlar bırakarak (pasiflerin bir kısmını içerecek şekilde) dolaylı bir araç olarak çalışmaktadır (Akçay, 1997, s. 14). Bu bakımdan piyasadaki para arzının kontrolünü sağlamaya yardımcı olan disponibilite uygulaması, hem dolaysız hem de dolaylı bir para politikası aracıdır.

Devlet borçlanma senetleri gibi belirli varlıklara talep sağlanarak bu enstrümanların ihracatçısının borçlanma maliyetinin düşürülmesini sağlayan, kısa vadeli likiditede kontrolünde yarar sağlamayan disponibilite uygulaması bazı dezavantajları da barındırmaktadır:

- Bankanın varlık yönetimi kısıtlamalar getirerek rekabeti bozmaktadır.
- Menkul kıymetlerin fiyatlandırılmasını bozabilmektedir ve ikincil piyasaları baskılamaktadır.
- Aracılık faaliyetini olumsuz etkilemekte, bankacılık dışı faaliyetlere yol açmakta ve hükümetin mali disiplini azaltabilmektedir. Bu nedenle parasal kontrolün etkinliğini azaltabilir (Alexander vd., 1995, s. 3).

1.1.6. Finansal kurumların portföylerinin yeniden düzenlenmesi

Merkez bankaları, banka ve banka dışı mali sektörün portföyünde bulunduracakları menkul kıymetlerin kompozisyonunu etkileyebilmektedir. Hangi menkul kıymetlerden, ne düzeyde bulundurabileceklerini, bu senetlerin hangi faaliyet dallarına ait olabileceğini belirleme yoluna gidebilir. Böylelikle, finansal kuruluşların ellerinde tuttıkları fonlar, daha çok ekonomik büyümeye ve kalkınmaya katkıda bulunabilecek sektörlerle aktarılmış olmaktadır. Bu politikanın etkili olabilmesinin şartı, o ülkedeki finansal piyasaların yeterli düzeyde bir derinliğe sahip olması ve çeşitli menkul kıymetlerin bol miktarda bulunmasıdır. Bu bağlamda, finansal piyasaların gelişmişliği ile böyle bir politika aracının başarısı arasında yakından ilişki vardır. Doğrudan para politikası araçlarının daha çok gelişmekte olan ülkelerde uygulandığı göz önüne alındığında, bu uygulamadan yüksek başarı beklenmemektedir.

1.1.7. Hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kredilerin kontrolü

Tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin taksitle satın alınması durumunda, parasal otorite alınan kıymetlerin ne kadarının peşin ödeneceğini belirleyebilmektedir. 1930'larda ABD'deki bankaların borçlandıktan sonra senet piyasalarında spekülasyon davranışları sonucu senet fiyatları aşırı yükselmiş, alınan senetler tekrar teminat gösterilerek yeniden borçlanmış ve böylece para arzında hızlı bir artış kaydedilmiştir. Parasal kontrolü sağlayabilmek amacıyla Federal Reserve Bank (FED) kredi kontrollerini uygulamaya koyarak bankaların senet fiyatlarının belirli bir marj içerisinde, bir kısmının satın alan tarafından nakden karşılanmasını öngörmüştür.

1.1.8. Tüketici kredilerinin kontrolü

Para otoritesi, hükümet veya bankacılık düzenleme ve denetleme kurumu tarafından konut da dâhil olmak üzere çeşitli tüketim mallarının taksitli satışlarında müşteriden tahsil edilecek minimum peşinat miktarını, vade yapısını ve bu amaçla verilen kredi faizlerini değiştirerek söz konusu mallara yönelik talebi teşvik edebileceği gibi kısıtlama yoluna da gidebilmektedir.

Çoğunlukla gelişmiş ülkelerde ve taksitle satışın yoğun olduğu ülkelerde etkili olabilecek bu araç, kalkınma açısından kaynakların daha etkin sektörlerle aktarılması için kısa vadede etkin olurken uzun süre uygulandığında dayanıklı tüketim mallarını üreten sektörleri olumsuz etkileyebilmektedir (Koçyiğit, 2009, s. 15).

1.1.9. Asgari ödeme oranı

Menkul kıymet araçlarına yatırım yapan yatırımcıların, toplam yatırım tutarlarının asgari ödeme oranı tutarındaki kısımlarını öz kaynaklarıyla finanse etmek zorunda oldukları, bu tutarın dışında kalan kısmının ise banka kredileriyle finanse edebildiği uygulamadır. Bu orandaki değişiklikler suretiyle menkul kıymetler piyasasına yönelecek toplam fon miktarını ve bu piyasadaki araçların fiyatlarını etkileme gücüne sahiptir (Koçyiğit, 2009, s. 15-16; Keyder ve Ertunga, 2012, s.97). Çoğunlukla sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde uygulanmaktadır

1.1.10. Özel mevduatlar

Özel mevduatlar, açılması zorunlu olan bazı mevduatların ticari bankalarca merkez bankasına aktarılması ile para arzın kontrolünü sağlayan araçlardır. Bu işlemlere örnek olarak İthalat teminatları verilebileceği gibi farklı bir politika aracı olarak da nitelendirilebilir. Nitekim, ithalatın sürekli artışı karşısında kur ve vergi politikalarının yetersiz kalması, buna karşın para arzının sürekli artması durumunda, ithalat teminatları bir politika aracı olarak uygulanabilir (Güneş, 1990, s. 20-21).

Geçmişte İngiltere Merkez Bankası (Bank of England, BOE), bazı mevduatların kendisinde tutulmasını zorunlu kılmıştır. Uygulamada İngiltere Bankası'ndaki bu mevduatlara bir önceki haftanın hazine tahvili faiz oranı uygulanmış ancak bu mevduatlar asgari karşılık oranının hesaplanmasında dikkate alınmamıştır. Bu uygulamadaki amaç, API ya da zorunlu karşılıklar yoluyla para arzının kontrolünde yeterli etkinliğin sağlanamadığı durumlarda piyasanın etkinliğinin sağlanmasıdır (Akçay, 1997, s. 15-16).

1.1.11. İletişim politikası

Merkez Bankalarının ne yaptıkları kadar ne yapacakları hakkında verdikleri ipuçları da önemlidir. "Eylem sözden daha mı güçlü" başlığıyla yaptıkları çalışmada Gürkaynak, Sack ve Swanson (2005), FED yaptığı gelecekte izlenecek politika ile ilgili açıklamaların uzun vadeli ABD hazine tahvillerin getirilerini etkilemekte FED eylemlerinden daha etkili olduğu saptamıştır (Gürkaynak, Sack ve Swanson, 2005). Para politikası kararlarının açıklandığı günlerde İngiltere'de hisse senedi ve volatilité endeksi reaksiyonlarının faiz kararından çok merkez bankasının ileriye dönük

söylemlerinden etkilendiği Chortareas ve Noikokyris (2013, s.31) tarafından ortaya konulmuştur. Bu nedenle merkez bankalarının duyuruları, yöneticilerinin açıklamaları özel bir şekilde incelenir, medyada değerlendirilir. Bu açıklamaların ve konuşmaların ne zaman, nerde ve nasıl yapılacağı iletişim politikasının alanına girmektedir. Öyle ki, konuşmanın yapıldığı yer bile finansal sisteme verilen bir mesaj olabilir (Özatay, 2011, s. 434),

1.1.11.1. Sözlü müdahale

Doğruyu söylemenin ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri göz önüne alındığında merkez bankaları mevcut durumdan ziyade arzu ettiği gerçeği beyan etme yoluna gidebilmektedir. Bu politika literatürde “sözlü müdahale” olarak adlandırılmaktadır.

Son yıllarda birçok parasal otoritenin döviz kurlarını etkilemek için doğrudan müdahalelerden uzaklaştığı, döviz kurunda oluşan veya oluşabilecek aşırı oynaklığı gidermek ve kuru iktisadi temellerle tekrar uyumlu hale getirmek sözlü iletişime yöneldiği görülmektedir. Merkez bankalarının döviz kuru hareketlerini iletişim yoluyla yönlendirmeye çalışmaları, yani sözlü müdahale girişimleri Jansen ve De Haan (2007) tarafından daha az riskli bir stratejiye yönelme olarak değerlendirilmektedir. Mussa (1981) tarafından ortaya konulan ve genellikle resmi döviz kuru müdahalelerinin etkinliğini açıklamak için kullanılan “*sinyal kanalı*” görüşüne göre, doğrudan müdahaleler aracılığıyla ekonomik temeller ve gelecekteki politika tutumları hakkında parasal otoritelerin piyasa katılımcılarına verdikleri mesajlar, döviz kuru beklentilerini etkilemektedir. Buna mukabil, döviz kurunun gelecekteki seyrine ilişkin parasal otoritelerin değerlendirmeler içeren beyanlatları sözlü müdahalelerin kapsamındadır. Ayrıca, sözlü müdahalelerin etkinliği, resmi döviz kuru müdahalelerinde olduğu gibi, gelecekteki para politikası durumuyla ilgili içerdiği bilgiye, finansal piyasaların bu sinyali ne ölçüde güvenilir olarak algıladığına ve iletişimin tutarlı olmasına bağlı olmaktadır (Türkel, 2014, s. 1). Sözlü müdahalenin yapıldığı piyasanın derinliği ve müdahalenin yönü de diğer etkenlerdir.

1.1.11.2. Merkez bankasının moral takviyesi (ikna yolu)

Kalitatif bir yöntemle, merkez bankalarının yasal bir dayanağı olmaksızın ülkelerinin menfaatleri doğrultusunda ikna gücünü kullanarak finansal aracı

kuruluşların davranışlarını yönlendirmeye çalışmasıdır. Bu uygulamada, gereken hallerde, nedenlerini belirterek, merkez bankası bankalara kredilerini artırması veya kısması tekininde bulunabilir (Keyder ve Ertunga, 2012). Finansal araçların ve yatırımcıların genel olarak tutum ve davranışlarının değiştirilmesi için telkin ve tavsiyelerde bulunma yoluna giden merkez bankalarının bu politika aracındaki başarıları kredibiliteleriyle yakından ilişkilidir ve ülkelerin bankacılık sektörü geleneklerine ve toplumun değer yargılarına göre değişebilmektedir. ”*Ahlaki korkutma politikası, açık ağız politikası*” olarak da adlandırılan bu yöntem ile Merkez bankası, finansal araçlara uyarıcı nitelikte yapmış olduğu görüşmelerle bankaların ellerinde tutmuş oldukları kaynakları spekülatif amaçlarla kullanmamalarını ve kalkınmasını istediği sektörlerle daha fazla kredi verilmesini sağlayabilmektedir. Bu politika aracı, özellikle Japonya, Singapur, Malezya gibi Asya ülkelerinde sıklıkla kullanılmaktadır.

1.1.11.3. Reklam ve resmi olmayan öğütler

Merkez bankalarının görüşlerini basın yayın organları aracılığıyla, veya yapacağı tavsiyelerle piyasada bekleyişleri etkilemesidir. Bütün iletişim politikalarında başarı oranı Merkez bankalarının kredibilitesiyle doğru orantılıdır. Yani Başkanın piyasaya yönelik yaptığı daha önceki açıklamalarının ve öngörülerinin gerçekleşmiş olması ya da gerçekleşene yakın olması gerekir. Diğer taraftan iletişim politikası dışındaki politikaların maliyeti ve iktisadi gecikmeleri vardır.

1.1.11.4. Boş konuşma (cheap talk) politikası

Merkez bankaları genel olarak sahip oldukları bilgileri beyan etmek yerine sır olarak saklar ve bu bilgileri zaman zaman pembe tablolar çizerek halka aktarabilir. Para otoriteleri kendilerinin de inanmadıkları bu tür açıklamaları ekonominin istikrarı için yapmaktadırlar (Parasız, 2000, s. 311). Merkez bankaların bu tür politikaları boşa konuşma olarak ifade edilir.

1.2. Dolaylı Para Politikası Araçları

Dolaylı para politikası araçları, merkez bankalarının piyasalarda bir aracı olarak işlem yapmasına olanak veren ama inisiyatifi piyasalara bırakan araçlardır. Dünya genelinde, doğrudan araçların giderek etkisizleşmesi ve uluslararası sermaye

hareketleri üzerindeki kısıtlamaların azaltılmasıyla birlikte doğrudan para politikası araçları yerini dolaylı araçlara bırakmış, böylece para otoriteleri esneklik kazanmıştır.

Doğrudan para politikası araçlarını üç başlık altında incelemek mümkündür:

- Açık Piyasa İşlemleri
- Reeskont Uygulaması
- Zorunlu Karşılık Politikası

Yukarıda sayılanlara ilaveten Türkiye zorunlu karşılık politikasını çeşitlendirerek Rezerv Opsiyon Katsayıları uygulamasına başlamıştır.

Merkez bankaları bu araçları kullanarak piyasadaki rezervlerin elde edilebilirliğini ve bankalar arası para piyasası faiz oranı gibi kritik kısa vadeli faiz oranlarını etkilemektedir. Doğrudan araçların aksine, dolaylı araçlar, mali aracılık hizmetlerinin etkin olarak kullanılmasını sağlaması ve kayıt dışı finans sektörünün büyümesini kısıtlamasından dolayı daha etkindir. Ayrıca, teknolojik gelişmelere eşlik eden finansal yenilikler ve liberalizasyon sayesinde bilgi ve işlem maliyetlerinin düşmesi bu araçların kullanımını daha avantajlı hale getirerek artırmıştır. Yapısal reformlarla ekonominin serbestleştirilmesi ve piyasa rekabetinin sağlanması, para politikası yönetiminde piyasa bazlı araçların ağırlığının giderek artmasına katkıda bulunmuştur. Bu sayede, faiz oranları ve döviz kurları gibi temel fiyat göstergelerinin para politikası içindeki önemi artmıştır (Önder, 2005, s. 66).

Gelişmiş ülkelerdeki çoğu merkez bankası bu üç aracı da belirli ölçülerde kullanmaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarının kontrol altında tutulması amacıyla APİ ve destek imkanları kullanılmaktadır. Buna mukabil, zorunlu karşılık uygulamasında (zorunlu karşılıkların ister tamamına ister bir kısmına faiz uygulansın) ise böyle bir fiyat etkisi görülmemektedir.

1.2.1. Açık piyasa işlemleri

Para politikasının hedefleri doğrultusunda, merkez bankasının para arzını ve ekonominin likiditesini etkin bir şekilde düzenlemek amacıyla, menkul kıymetlerin kesin alım satımı, geri alım vaadi ile satımı (repo), geri satım vaadi ile alımı (ters repo) işlemleri ile Türk lirası depo alınması ve verilmesi işlemlerinin tamamı açık piyasa işlemleri (APİ) olarak nitelendirilmektedir. Merkez APİ yoluyla kısa vadeli faiz oranlarının politika faiz(ler)i etrafında oluşmasını sağlayarak finansal piyasalardaki

likiditeyi düzenlemektedir.² Açık piyasa işlem çeşitleri ve uygulanma nedenleri şöyledir:

a) Doğrudan (Kesin) Satım (Outright Sale)

Genellikle piyasada kalıcı olarak likidite fazlası olması durumunda, merkez bankasının kendi portföyündeki menkul kıymetleri piyasaya (açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara) satarak karşılığında sistemden likidite fazlasını kalıcı olarak çekmesidir. Böylece bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri azalır.³ Böyle bir durumda banka rezervleri ve parasal taban yapılan satış tutarı kadar azalmaktadır.

b) Doğrudan (Kesin) Alım (Outright Purchase)

Piyasada kalıcı olarak likidite açığı (sıkışıklığı) olması durumunda, merkez bankasının kendi portföyü için piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamak adına piyasadan (açık piyasa işlemi yapmaya yetkili kuruluşlardan) menkul kıymet almasıdır. Doğrudan alım işlemi ile ekonomi ihtiyaç duyduğu likiditeye kalıcı olarak kavuşmakta ve böylece banka ve diğer aracı kurumların toplam rezervleri artmaktadır.⁴ Diğer yandan merkez bankalarının birincil piyasadan (Kamudan-Hazineden) kıymet aldığı bu durum çağdaş merkez bankacılığı ilkeleri ile çelişmektedir.

API kapsamında gerçekleştirilen doğrudan alım ve satım işlemleri 1960'lı yıllara kadar yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Doğrudan işlemlerde kullanılan menkul kıymetin niteliği, repo ve ters repoda kullanılabildiğine göre daha önemlidir. Çünkü kağıtla ilgili kredi ve piyasa riskini merkez bankası üstlenmiş olmakta ayrıca doğrudan işleme konu olan kağıdın vadesi aynı zamanda işlemin vadesini göstermekte ve söz konusu vadedeki piyasa faiz oranlarını etkileyebilmektedir (Koçyiğit, 2009, s. 23-24).

c) Repo (Repurchase Agreement)

Piyasada geçici olarak likidite sıkışıklığı yaşandığı durumlarda, bankacılık sistemi likiditesinin geçici süreyle artırılması amacıyla merkez bankasının işlem

² TCMB Terimler Sözlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Bottom+Menu/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu> (Erişim Tarihi: 01.05.2016)

³ TCMB Terimler Sözlüğü

⁴ TCMB Terimler Sözlüğü

sırasında belirlenen fiyatla açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlardan ileri bir tarihte geri satmak taahhüdüyle kıymet satın almasıdır. Repo işleminde geri satım fiyatı, repo işlemin başlangıcı olan alış işleminin yapıldığı tarihte belirlenmektedir. Merkez bankasına mukabil işleme taraf kuruluş (menkul kıymet satın alınan) da işlem vadesinde belirlenen fiyattan repo işlemine konu kıymeti satın almayı taahhüt etmektedir.⁵ Bu yolla açık piyasa işlemleri çerçevesinde merkez bankaları, işlem vadesi süresince repoya tabi kıymetler karşılığında piyasaya geçici bir süre için piyasaya likidite sağlanmaktadır.

d) Ters Repo (Reverse Repurchase Agreement)

Piyasada geçici likidite fazlası olması durumunda, fazla likiditenin çekilmesi amacıyla, merkez bankasının portföyünde bulunan menkul kıymetleri işlem tarihinde sözleşme yaparak belirlen fiyat üzerinden ileri bir tarihte geri almak taahhüdüyle açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara satmasıdır. Ters repo işleminde, geri alım fiyatı da satış işleminin yapıldığı tarihte belirlenmektedir. Merkez bankasının muhatabı olan işleme taraf kuruluş da işlem vadesinde ters repo işlemine konu kıymeti tekrar merkez bankasına satmayı taahhüt etmektedir.⁶ Bu yolla piyasada verilen kıymetler karşılığında işlem vadesi süresince merkez bankası geçici olarak piyasada fazla olduğu düşünülen likiditenin çekilmesi sağlanmaktadır.

Menkul kıymetlerin alım satımına dayanan APİ, fiyat ve miktar etkisi olarak adlandırılan iki önemli etkiye sahiptir. APİ yoluyla banka rezervlerinin ve dolayısıyla da kaydi para yaratma mekanizması ile para arzının etkilenmesi miktar etkisi olarak ifade edilmektedir. Diğer yandan APİ yoluyla merkez bankasının menkul kıymet alım-satımı yapması durumunda oluşacak fiyat ve faiz oranındaki (senedin değeri) değişim fiyat etkisi olarak ifade edilmektedir.

APİ ile Merkez Bankaları, parasal tabandaki ve faiz oranlarındaki değişiklikler yoluyla para arzı dalgalanmalarını yönetmeyi amaçlamaktadır. Açık piyasa satın alımları, merkez bankası rezervlerini ve parasal tabanı genişletmekte, para arzını artırmakta ve kısa dönemli faiz oranlarının düşürmesini sağlamaktadır. Açık piyasa

⁵ TCMB Terimler Sözlüğü

⁶ TCMB Terimler Sözlüğü

satışları durumundaki ise bu durumun tam tersi gerçekleşecek, parasal taban daralacak ve böylece kısa vadeli faiz oranları artacaktır. Görüldüğü üzere, APİ ile para arzı değiştirilerek bir miktar etkisi hem de faiz oranı değiştirilerek bir fiyat etkisi yaratılmaktadır (Yay, 2012, s. 264)

Merkez bankaları tarafından uygulanacak bir APİ defansif (savunmaya yönelik olarak) veya ofansif (hücumaya yönelik) olabilir. Ancak uygulamaya baktığımızda bu iki tip işlemi birbirinden ayırtmak pek kolay değildir. Bu iki ifadenin temelinde şöyle bir ayırım yatmaktadır. Merkez bankası, para tabanda ortaya çıkacak etkileri ortadan kaldırmak için hareket ediyorsa defansif nitelikte APİ uyguluyor demektir; diğer yandan para tabanını tehdit eden herhangi bir etmen olmasa dahi merkez bankası para tabanını değiştirmeye yönelik hareket ediyorsa ofansif nitelikte APİ uyguluyor demektir (Parasız, 2000, s. 349).

Açık piyasa işlemlerinin yapılabilmesi için, ülkenin iyi organize olmuş, gelişmiş bir finansal yapıya ve canlı bir kamu menkul değerler piyasasına sahip olması gerekmektedir. Ayrıca finansal sistem ve piyasaların diğer ülke piyasalarından bağımsız olması gerekmektedir (Yay, 2012, s. 264).

APİ'nin avantajları ve diğer para politikası araçlarına karşı üstünlüklerini şöyle sıralanabilir:

- Merkez bankası, parasal tabanının boyutunu belirlemek için APİ aracılığıyla kendi inisiyatifinde, istediği kadar devlet iç borçlanma senedi(DİBS), tahvil alıp satabildiğinden alış ve satış miktarları tamamen kontrolü altındadır. Bu durum, reeskont uygulamasında söz konusu değildir.
- Piyasadaki çeşitli faktörlerin etkileri hakkında edindiği yeni bilgiler ve piyasada hissettiği değişiklikler çerçevesinde merkez bankası parasal tabanı sürekli olarak istediği yönde yönlendirilebilir. Yani APİ'nin kolaylıkla tersine çevrilmesi mümkündür. Bu anlamda, APİ esnek ve kesin bir para politikası aracı olduğu değerlendirilmektedir.
- Katılımcılar açısından APİ uygulamasına katılma hususunda bir zorunluluk bulunmamaktadır.
- İstenilen sıklıkta ve miktarda APİ ile da piyasadan fon çekilmesi ya da piyasanın fonlanması mümkün olduğundan, likiditenin ve kısa vadeli faiz oranlarının yönetilmesi bakımından son derece etkin bir araçtır.
- Finansal rekabetin ve piyasanın gelişmesine katkı sağlamaktadır.

API'nin en önemli ve sakıncalı yönü ise bu işlemlerin ilk etkisinin sermaye piyasasının yoğunlaştığı yerlerde olmasıdır. Dolayısıyla işlemlerin etkisinin tüm ekonomiye yayılması zaman almakla birlikte finansal araçların gelişmesi bu süreci hızlandırmaktadır . (Parasız, 2000, s. 22) Bu anlamda, API reeskont uygulamasından daha dar bir etkiye sahiptir. Ancak, API yapılan menkul kıymetlerin çeşidinin artırılması suretiyle bu eksiklikler azaltılabilir (Özbilen, 2014).

1.2.2. Reeskont uygulaması

Reeskont, iskonto edilerek bir bedel karşılığı el değiştirmiş olan kıymetlerin reeskonto edilmek suretiyle tekrar bir bedel karşılığı el değiştirmesini ifade etmektedir. Merkez bankaları, şartlarını kendileri belirlemek koşulu ile çeşitli senetleri iskontoya tabi tutarak (re-iskonto), reeskont penceresi adı altında bu para politikası aracını kullanmaktadırlar.⁷ Merkez bankaları, reeskont oranında yapacağı değişikliklerle bankaların rezervlerini ve kaydi para yaratma imkanlarını etkiler.

En eski para politikası araçlarından olan reeskont uygulamasıyla merkez bankaları çeşitli amaçlara ulaşmaya çalışır. Merkez Bankaları parasal tabanı düzenlemek ve kontrol altına alabilmek için reeskont faizlerini ve reeskont kredileri kullanabilir. Şöyle ki, reeskont faiz oranının artması, ödünç almayı pahalılaştırarak bankalar açısından reeskont kredisi maliyetini artıracığından, reeskont kredisi ve para arzı azalacaktır. Ayrıca Merkez Bankaları reeskont penceresi ile son borç verme mercii rolünü yerine getirerek bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılar. Böylece merkez bankaları hem kredilerin fiyatını (reeskont oranı) hem de kredilerin miktarını etkileyerek kredi hacmini belirlemektedir.

1.2.3. Zorunlu karşılık politikası

Şu ana kadar yukarıda incelenen API ve reeskont uygulamaları para politikası araçları doğrudan banka rezervleri ve parasal taban aracılığıyla para arzının kontrolüne yönelik araçlardır. Zorunlu karşılık politikası ise, para çarpanı vasıtasıyla para arzının kontrol edilmeye çalışıldığı bir para politikasıdır. Zorunlu karşılık politikasının temelini, bankaların ve gerekli görüldüğü takdirde diğer finansal kuruluşların, mevduat ve

⁷ TCMB Terimler Sözlüğü

benzeri yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki (zorunlu karşılık oranı) kısmının merkez bankası kasasında tutulması oluşturmaktadır. Zorunlu karşılık politikasının 3 temel amaca hizmet ettiği söylenebilir:

- Kredi genişleme hızının kontrol edilmesi
- İhtiyati olarak rezerv birikiminin desteklenmesi veya gerekli durumlarda rezervin kullanılmasının sağlanması
- Faiz politikasında tamamlayıcı rol oynamak (Alptekin, Ünüvar ve Küçüközmen, 2015)

Mevduat sahipleri açısından da kısmi bir sigorta algısı oluşturan bu araç, para otoritelerinin alet çantasındaki en kıymetle araçlardan biri olarak nitelendirilebilir. Öyle ki, zorunlu karşılık oranlarındaki küçük bir değişiklik para çarpanı aracılığıyla para stoku üzerinde ciddi ve köklü değişikliklere yol açabilir. Bu nedenle, para otoriteleri zorda kalmadıkça bu aracı kullanmayı tercih etmezler. 2008 öncesi unutulmuş bu araç, enflasyon hedeflemesiyle birlikte para politikası aracı olarak kısa vadeli faizlerin kullanılmasıyla daha fazla ilgi dikkat çekmiştir. Bu araç detaylı olarak 2. bölümde ele alınacaktır (Alptekin, Ünüvar ve Küçüközmen, 2015).

İKİNCİ BÖLÜM

2. ZORUNLU KARŞILIK POLİTİKASI VE REZERV OPSİYONU MEKANİZMASI

Finansal aracılardan ellerinde tuttukları yerli ve yabancı para cinsi bir takım finansal/mali varlıkların (mevduat ve benzeri yükümlülüklerin) belli bir oranını zorunlu karşılık olarak merkez bankasında tutmak zorundadırlar. Bu söz konusu rezerv oranı zorunlu karşılık oranı olarak ifade edilmektedir. Ülkemizde 2011 yılı sonrasında uygulamaya konulan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) ile yerli para cinsi olarak tesis edilen zorunlu karşılıkların yabancı para veya altın olarak da tutulabilmesi imkanı sunulmuştur. Bu bölümde zorunlu karşılık politikası ve finansal bir mühendislik eseri olarak zorunlu karşılık mekanizmasından neşet etmiş olan ROM tüm yönleriyle tanıtılmaya çalışılacak, ROM'un hesaplanması ve ROM mekanizmasında yer bulan finansal hesaplamalara değinilecektir. Ayrıca ROM'un etkileri ve günümüze kadar olan sonuçları irdelenecektir.

2.1. Zorunlu Karşılık Politikası

Zorunlu karşılık oranı, banka ve diğer finansal kuruluşların bilançolarında taşıdıkları mevduat, kredi ve benzeri yükümlülüklerine karşılık merkez bankasında tutmak zorunda oldukları rezerv miktarını gösteren kanuni orandır. Bu oran, yükümlülüklerin çeşidine, vadesine ve para birimine göre değişebilmektedir. Merkez bankaları, bu oranı bir para politikası aracı olarak kullanabilir. Zorunlu karşılık politikaları ile bankaların ellerindeki mevduatların belirlenmiş bir oranının merkez bankasına yatırılması şartı getirilerek hem baz para, hem de bankaların kredi verme imkanları, dolayısıyla kaydi para yaratmaya hazır fonların kompozisyonunun değiştirilmesi amaçlanmaktadır. Zorunlu karşılık oranı artırıldığında, bankalar atıl rezervlere sahip değilse verdikleri kredileri geri çağırarak ve böylece para arzı azalmaktadır. Zorunlu karşılık oranı düşürüldüğünde ise zorunlu karşılıkların bir kısmı kullanılabilir rezerv haline dönüşerek bankaların kredi tabanını artırmaktadır. Genişleyen para kredi tabanı ise para arzının artırmaktadır.⁸ Özetle, zorunlu karşılık oranlarındaki bir değişiklik parasal çarpan yoluyla para arzı üzerinde etkili olmaktadır.

⁸ TCMB Terimler Sözlüğü

2.1.1. Zorunlu karşılığa tabi kuruluşlar

Genel olarak zorunlu karşılığa tabi kuruluşlar, mevduat toplayan bankalar ve yine mevduat toplamaya yetkili kredi kuruluşları ile diğer finansal kuruluşlardır. Ancak bir takım nedenlerle bazı kuruluşlar zorunlu karşılık yükümlülüğünden muaf tutulabilmektedir.

Türkiye uygulamasına baktığımızda, “serbest bölgelerde faaliyette bulunanlar dâhil Türkiye’de kurulmuş veya şube açmak suretiyle Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar ile finansman şirketleri Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğe tabi bulunmaktadır. Zorunlu karşılık yükümlülüğü, bankaların 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun 10’uncu maddesine göre, şirketlerin ise 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktöring ve Finansman Şirketleri Kanunu’nun 7’nci maddesine göre verilen izne istinaden faaliyete geçmeleri ile başlar, 5411 sayılı Kanun’un 12’nci, 6361 sayılı Kanun’un 50’nci maddeleri gereğince söz konusu izinlerin kaldırılması durumunda sona erer. Münhasıran kıyı bankacılığı yapan bankalar, İller Bankası AŞ, Türkiye İhracat Kredi Bankası AŞ ve Türkiye Kalkınma Bankası AŞ ile 5411 sayılı Bankacılık Kanunu gereğince iradi tasfiyeye giden bankalar tasfiyenin ilan edildiği tarihten itibaren, temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna devredilen kredi kuruluşları devir tarihinden itibaren Tebliğ hükümlerine tabi değildir.”

2.1.2. Zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler

Ülkemizde zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler 25.12.2013 tarih ve 2013/15 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğe göre belirlenmiştir. Buna göre, bankaların ve şirketlerin, tabi oldukları muhasebe standartları ve kayıt düzeni esas alınarak belirlenen zorunlu karşılığa tabi Türk lirası (TL) ve yabancı para (YP) yükümlülükleri şöyledir:

- a) Mevduat/katılım fonu.
- b) Repo işlemlerinden sağlanan fonlar.
- c) Kullanılan krediler (Hazine garantisiyle sağlananlar hariç).
- ç) İhraç edilen menkul kıymetler (net).
- d) Sermaye benzeri borçlar (özkaynak hesaplamasında dikkate alınanlar hariç).
- e) Yurt dışı şubeler nezdinde izlenen krediler.
- f) Yurt dışı şubeler nezdinde izlenen yurt içi yerleşiklerin mevduatı/katılım fonu.

g) Yurt dışı merkez ve şubelere net yükümlülüklerin (e) ve (f) bentlerindeki tutarları aşan kısmı.

“Yukarıda sayılan bilanço kalemleri toplamından, yurt dışı şubelerce bankalar ve kredi vermeye yetkili diğer kuruluşlar hariç olmak üzere yurt dışı yerleşiklere kullandırılan kredi tutarı kadar indirim yapılabilir. Bu indirim, en kısa vadeli diğer yükümlülüklerden başlayarak yapılır.”⁹

2.1.3. Zorunlu karşılık uygulamasının etkileri

Zorunlu karşılık uygulamasının üç temel amaca hizmet ettiği söylenebilir:

1. Kredi genişleme hızını yönlendirmek
2. İhtiyati olarak rezerv birikimine destek olmak ya da gerekli görüldüğünde rezervlerin çözülmesini sağlamak
3. Faiz politikasına tamamlayıcı rol oynamak (Alptekin, Ünüvar ve Küçüközmen, 2015, s. 45)

Zorunlu karşılık oranının değiştirilmesi bankaların kaydi para yaratma olanakları doğrudan etkilemektedir. Kanuni karşılık oranının artırılması durumunda, bankaların kredi verme imkanı daraltılarak bankalarca yaratılan kaydi para miktarı azalmakta; bu oranın düşürülmesi durumunda ise para çarpanı artıp kaydi para miktarı artmaktadır. bu durumun nedeni, zorunlu karşılık oranının para çarpanının(1/r) paydasında yer almasıyla özetlenebilir. Para çarpanı formülünden de görüleceği üzere, zorunlu karşılık oranındaki bir azalma para çarpanını artırarak para stoğunun genişlemesine neden olur. Ayrıca zorunlu karşılık politikası, finansal kurumların varlıklarının belli bir bölümünü risksiz ve likit olarak tutmalarına imkan sağlayarak ihtiyati rezerv biriktirmelerine destek olmakta ve böylece kredi risklerinin azalmasında rol oynamaktadır.

Zorunlu rezerv oranını diğer para politikası araçlarından ayıran en önemli özelliği çok kısa sürede ve etkin olarak etkisini göstermesidir. Zorunlu karşılık oranı değişikliklerine muhatap olan tüm mevduat kabul eden kurumların söz konusu değişikliklerden etkilenme durumu aynı düzeyde ve aynı anda olmaktadır. Zorunlu karşılık oranı özellikle kamu borçlanma gereğinin arttığı dönemlerde hazinenin elini

⁹ Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ (Sayı: 2013/15)

rahatlatan bir araç olması yönüyle de diğerlerinden ayrılmaktadır (Alptekin, Ünüvar ve Küçüközmen, 2015, s. 39).

Diğer araçların işlevsiz kalması durumunda, parasal tabandaki değişiklikleri dengelemek amacıyla zorunlu karşılık politikası devreye sokularak, özellikle hazinenin yoğun borçlanma eğilimi gösterdiği durumlarda önemli bir avantaj sağlanabilir (Şıklar, 2008, s. 103).

Zorunlu karşılık oranının avantajları yanında bazı dezavantajları da söz konusudur. Zorunlu karşılık oranının tüm bankacılık sektörünü kapsamaması özelliği bu politika aracının hem avantajı hem de dezavantajı olarak nitelendirilebilir. Nitekim iş hacminin fazlaca yoğun olmadığı, kaydî para yaratımının birkaç büyük bankanın kontrolünün altında olduğu, parasal darlık yaşanan küçük piyasalarda zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi, buralardaki yerel bankaların zaten kıt olan para yaratma olanaklarını daha da kısıacaktır. Ayrıca karşılıklardaki küçük bir değişikliğin para stoğu üzerindeki etkisi büyük olacağından, küçük ölçekli para ayarlamalarına izin vermez. Yani, zorunlu karşılık oranı para arzında ince ayar yapmaya elverişli değildir. Bu nedenle zorunlu karşılık politikası esnek bir politika aracı değildir. (Parasız, Para, Banka ve Finansal Piyasalar, 2000, s. 307) Zorunlu karşılık oranını kısa süre içinde tekrar değiştirmek, hem para politikasının inandırıcılığı, hem beklentiler ve hem de banka rezervleri açısından belirsizliklere ve olumsuzluklara neden olacaktır. Zorunlu Karşılık oranının sık sık değiştirilmesi finansal sistemde belirsizliklere neden olarak likidite yönetimini güçleştirir (Şıklar, 2008). Zorunlu karşılıkların günlük izlenmesi, bankaların bankalar arası para piyasasında gecelik borçlanma ve kredi verme faaliyetlerini artıracığı için bankalar arası faiz oranlarında aşırı dalgalanmaya neden olurken dönemsel izlenmesi bankaların hareket sahasını genişletmektedir (Pınar ve Erdal, 2008, s. 42).

Zorunlu karşılık oranı değişikliklerine sık sık müracat edilmemesi ve bu aracın teknik nedenlerle kullanılmaması, söz konusu değişiklikleri yorumlamada piyasaları daha rahat karar almaya sevk eder. Zorunlu karşılık oranındaki bir artış "merkez bankasının sıkı para politikasına yönelerek para musluklarını kısıtması" şeklinde yorum dışında başka yoruma gerek bırakmaz (Şıklar, 2008, s. 103).

2.1.4. Zorunlu karşılık hesaplanması ve tesisi

Zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin hesaplanmasında esas alınan dönem, tek bir günden oluşabildiği gibi birden fazla günü de kapsayabilmektedir. Hesaplama tarihinin tek bir gün olması durumunda genellikle bir takvim ayının veya bir çeyreğin son günü olarak belirlenmektedir. Birden fazla günden oluşan hesaplama dönemi ise birbirini takip eden birkaç günden veya birden fazla takvim ayının veya çeyreklerin son günlerinden oluşmaktadır. Birden fazla günden oluşan hesaplama döneminin tercih edilmesindeki etken, zorunlu karşılık tutarını azaltma girişimlerini zorlaştırmak, operasyonel maliyeti artırmak ve raporlama sıklığına bağlı işlem maliyetini azaltmaktır (Yavuzarslan, 2011).

Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğinin 5. maddesine göre zorunlu karşılıkların hesaplanması şöyledir:

"Zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler iki haftada bir cuma günleri itibarıyla hesaplanır. Cuma gününün resmi tatil gününe rastlaması halinde, yükümlülüklerin hesaplanmasında bir önceki iş günü esas alınır. Repo işlemlerinden sağlanan zorunlu karşılığa tabi fonlar iki yükümlülük hesaplama tarihi arasındaki günlerin bakiyelerinin ortalaması alınarak hesaplanır. Merkez Bankası, yapılan denetim ve incelemeler sonucunda zorunlu karşılık yükümlülüklerinden kaçınmak için işlem yaptığı tespit edilen bankalardan ve finansman şirketlerinden, yükümlülüklerini iki yükümlülük hesaplama tarihi arasındaki günlerin bakiyelerinin ortalamasını alarak hesaplamalarını isteyebilir.

Yabancı para yükümlülükler; a) Merkez Bankasınca alım satımı yapılan dövizler için yükümlülüklerin hesaplandığı tarihte Resmî Gazete'de ilan edilen döviz alış kurları, b) Merkez Bankasınca alım satımı yapılmayan dövizler için yükümlülüklerin hesaplandığı tarihten bir gün önce Merkez Bankasının internet sitesinde yayımlanan bilgi amaçlı döviz kurları, c) Kıymetli madenler için yükümlülüklerin hesaplandığı tarihte İstanbul Altın Borsasında oluşan ağırlıklı ortalama kıymetli maden fiyatları, fiyat oluşmaması halinde uluslararası piyasalarda oluşan ve İstanbul Altın Borsası tarafından ilan edilen fiyatlar, esas alınarak Türk lirası cinsinden hesaplanır." ¹⁰

Bir tesis dönemi, zorunlu karşılığa tabi kuruluşun gün sonu hesap bakiyelerinin, tesis etmesi gereken zorunlu karşılık miktarını karşılayıp karşılamadığının belirlendiği günlerden oluşmaktadır. Söz konusu döneme ait zorunlu karşılık tutarı "bloke" ve "ortalama" olmak üzere iki şekilde tesis edilebilmektedir. Zorunlu karşılığın bloke olarak tutulması durumunda, hesaplanan karşılık tutarı tesis döneminin ilk günü yatırılmakta ve son gününe kadar ilgili hesapta kalmaktadır.

¹⁰Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ(Sayı: 2013/15), Madde 5

Zorunlu karşılıkların tesisi ise ilgili tebliğe göre öngörülen oranlar kullanılarak hesaplanarak Merkez Bankası nezdinde açılan hesaplarda nakden ve ortalama olarak tesis edilmektedir. 2013 yılındaki son karara göre, Türk lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıklar TL dışında tutulmak istendiği takdirde en fazla yüzde 55'i ABD doları cinsinden, yüzde 30'u standart altın cinsinden, yüzde 5'i işlenmiş veya hurda altın olan standart altın cinsinden tutulabilmektedir. Fakat bu opsiyonların seçilmesi durumunda Merkez Bankasınca belirtilen dilimler ve katsayılar esas alınarak dönüştürülen tutarlar esas alınmaktadır.¹¹

Zorunlu karşılıkların tesis süresi 14 gün olup bu süre yükümlülüklerin hesaplandığı tarihten iki hafta sonraki cuma günü başlamakta ve ikinci haftanın perşembe günü sona ermektedir. Tesis süresinin ilk gününün resmî tatil gününe rastlaması halinde, bloke olarak tesis edilen kısımlara ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesinde tatili izleyen ilk iş günü esas alınmaktadır. Merkez Bankası, zorunlu karşılık yükümlülüklerinin hesaplanma dönemi ile zorunlu karşılıkların tesis süresini önceden duyurmak koşuluyla değiştirebilmektedir.¹²

2.1.5. Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi

Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi, karşılık tutmanın getireceği maliyetini azaltarak zorunlu karşılığa tabi kuruluşların kârlılığı ile mevduat ve kredi faizleri üzerinde etkili olabilmektedir. Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi, ekonomiyi aktarım kanalları üzerinden etkilemektedir. Bu nedenle bazı dönemlerde merkez bankaları karşılıklara faiz ödenmesine veya ödenmemesine karar verebilmektedirler.

Ülkemizde bankaların aracılık maliyetlerinin azaltılması yolu ile etkin çalışmalarına katkıda bulunmak amacıyla, daha önceden bankalarca faizsiz olarak tutulan zorunlu karşılıklara ilişkin olarak kaynak maliyetinin düşürülmesi adına 8 Ağustos 2001 tarihinden itibaren faiz ödenmesi kararı alınmıştır. Bu süreçte zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranı belirlenirken başlangıçta TL mevduat ağırlıklı ortalama basit faiz oranı esas alınırken daha sonra TCMB'nin borç alma oranı baz alınmıştır. Tarihsel süreçte zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına bakıldığında, tutulan zorunlu karşılıkların fırsat maliyeti göz önüne alınarak faiz getirisinin genellikle piyasada oluşan faiz oranına göre saptandığı gözlenmektedir (Talaslı, 2012). Zorunlu

¹¹Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ(Sayı: 2013/15), Madde 7

¹²Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ(Sayı: 2013/15), Madde 8,9

karşılık politikasının rezerv opsiyon mekanizması ile tekrar inşa edilmesinin ardından Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da TL zorunlu karşılıklara Kasım 2014'ten itibaren faiz ödeme yönünde karar almıştır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2014).

21 Ekim 2014 tarihli TCMB basın duyurusu ile sunulan çerçevede TCMB'nin TL ZK'ya uygulanacak faizi bankaların çekirdek yükümlülük oranına (mevduat ve özkaynağın kredilere oranı) bağlı makro-ihtiyati bir araç olarak kullanması öngörülmüştür. Ayrıca, banka bazında zorunlu karşılık faizi farklılaştırılmasına gidilerek bankaların kaynak olarak yurtdışı borçlanma yerine bankaların kendi kaynaklarını ve mevduatlarını kullanmaları teşvik edilmiş ve finansal istikrara katkı vermesi hedeflenmiştir. Ayrıca bu politikanın yurtiçi tasarrufun desteklemesi ile cari açık probleminin hafifletilmesi ve dengeli ekonomik büyümede rol oynaması beklenmektedir. Ayrıca rezerv opsiyonu mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliğinin güçlenmesine katkı sağlaması düşünülmektedir (Ünalmiş ve Ünalmiş, 2015).

2.1.6. Zorunlu karşılık tesisinde kullanılabilir kaynaklar ve maliyet hesaplamaları

Türk lirası zorunlu karşılık tesisi için bankaların kullanabilecekleri temel fon kaynakları şunlardır:

- Yabancı para kaynakların kur swapı ile Türk lirasına çevrilmesi
- Altın cinsi kaynakların sentetik altın swapı ile Türk lirasına çevrilmesi
- TCMB'nin sağladığı Türk lirası cinsi zorunlu karşılıkları döviz cinsinden tesis imkânı
- TCMB'nin sağladığı Türk lirası cinsi zorunlu karşılıkları altın cinsinden tesis imkânı
- TCMB miktar ihalesi
- TCMB bir ay vadeli geleneksel repo ihalesi ile sağlanan fonlar
- TCMB gecelik borç verme imkânı
- İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndan sağlanan fonlar
- İMKB Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı'ndan sağlanan fonlar

Yukarıda yer alan fon kaynaklarına ek olarak TL cinsi mevduatlar/katılım fonları, banka bonoları ve TCMB'nin bir hafta vadeli geleneksel repo ihaleleri gibi bankaların TL cinsi fon kaynakları da söz konusudur. Fakat hedeflediği ölçüde, mevduat toplaması veya banka bonusu ihraç etmesi bankaların kısa bir zamanda mümkün olamamaktadır. Rutin olarak yapılmamasından dolayı TCMB'nin bir hafta vadeli geleneksel repo ihalelerinin ise düzenli olarak kullanıma açık bir fon kaynağı niteliği taşımaz. Ayrıca, bankaların Türk lirası likidite temin elde edebileceği Takasbank Para Piyasası ve TRLIBOR Para Piyasası gibi para piyasaları mevcut olsa da bu piyasalar işlem hacimlerinin oldukça düşük düzeydedir (Küçüksaraç ve Özel, 2012, s.6).

ROM ile birlikte TL cinsi karşılıkların belli bir miktarının döviz(dolar) veya altın olarak tesis edilmesine imkan tanınmıştır. Bu bölümde zorunlu karşılık tesisinde kullanılacak yerli kaynak (TL cinsi) ve yabancı kaynak (dolar/altın) maliyetleri hesaplanarak karşılaştırılacaktır.

2.1.6.1. Zorunlu karşılığın yerli para ile tesisi

Türk lirası zorunlu karşılıkların tesisinde bankaların kullanabilecekleri ilk seçenek karşılıkların doğrudan yerli para (Türk lirası) cinsinden tesis edilmesidir. Bankalar zorunlu karşılık tesis dönemi boyunca gerek merkez bankasından gerekse diğer finansal kuruluşlardan borçlanabilseler de likidite ihtiyacı, fon kaynağı ve vade yapısına göre fonlama maliyetleri farklılık arz eder. Para piyasasında bankaların Türk lirası cinsi fonlama yapılabilecekleri birçok araç söz konusudur. Bunlar arasında, TCMB'nin miktar ihalesi, faiz koridorunun üst bandı, bir ay vadeli repo ihalesi, İMKB Gecelik Repo-Ters Repo Piyasası ile İMKB Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı en çok işlem gören ve aktif olarak kullanılan fonlama araçlarıdır. Bu bölümde bu piyasalardan sağlanan fonların maliyetleri incelenecektir.

Bankalar TCMB'den fon sağlamaları durumunda, bu fonlar için herhahgi bir karşılık ödemeyecek sadece faiz ödemesi yapacaklardır. Yani toplam maliyetleri elde ettikleri fonlara ödedikleri faizdir. Bankaların diğer bir fon bulma yolu ise, İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda diğer finansal kuruluşlardan kısa vadeli borçlanmaktır. Fakat ilk durumdan farklı olarak, bankalar banka dışı finansal kuruluşlardan fon sağlaması halinde bu fonlar için zorunlu karşılık yükümlülüğüyle karşı karşıya kalacaklardır. Bankaların İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda kendi aralarında (bankalararası) fon temin etmesi durumunda zorunlu karşılık yüküllülüğü yoktur

(Küçüksaraç ve Özel, 2012). Bu nedenle, bu fiyasad an elde edilen fonların maliyetleri farklılık arz etmektedir. Temin edilen fonlar için zorunlu karşılık yükümlülüğünün olmadığı TCMB'den sağlanan fonlar ve İMKB Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı'ndan sağlanan fonlar için maliyet sadece bu fonları için yapılacak faiz ödemesidir. Fonlama maliyeti hususunda diğ er bir önemli faktör, vade farklılıklarıdır. Buradaki hesaplamalarımızı sadeleştirmek adına, TL cinsinden fon kaynaklarının maliyeti iki haftabileşik vadeli olacak şekilde düzeltiltiğimizde vade farkı ortadan kalkacaktır. Böylece karşılık yükümlülüğü olmayan bir araçla borçlanarak T_0 kadar TL zorunlu karşılık tesisinde bulunan bir bankanın maliyeti şöyle olur:

$$\text{Toplam Maliyet} = T_0 r_{TL} \frac{t}{365} \quad 2.1$$

Bankanın borçlandığı piyasa ve olanağa göre faiz (r_{TL}) değ işkenlik gösterecektir. Ayrıca, bankanın zorunlu karşılık yükümlülüğü olan bir araçla kaynak temin etmesi durumunda daha fazla borçlanmak zorunda kalacak ve toplam maliyeti şu şekilde olacaktır:

$$\text{Toplam Maliyet} = \frac{T_0}{(1-ZK_{TL})} r_{TL} \frac{t}{365} \quad 2.2$$

2.1.6.2. Zorunlu karşılığın yabancı kaynaklar ile tesisi

Bu bölümde, ROM kapsamında TL cinsi zorunlu karşılığın altın ve döviz cinsi tesis etmenin maliyeti matematiksel olarak işlenecektir. T_0 miktarında TL cinsi zorunlu karşılık tesis etmekle yükümlü bir bankanın yapması gereken işlemler adımlar halinde sunularak toplam maliyet ortaya konuyacaktır.

1-) Zorulu karşılığın karşılanması için altın/döviz cinsi kaynak için r maliyetle borçlanılması

Yükümlülüğün tesisinde r_g maliyetle altın veya r_d maliyetle dolar için $x/(1-ZK_y)$ kadar borçlanır.

r: Bankaların altın veya döviz cinsi borçlanma maliyeti

r_g : Bankaların altın cinsi borçlanma maliyeti

r_d : Bankaların dolar cinsi borçlanma maliyeti=LİBOR+spread (p)

2-)Elde edilen fonlar için yabancı para karşılık ödenmesi

Borçlanılarak elde edilen altın/döviz için ZK_y oranında yabancı fonlar için zorunlu karşılık ödenecektir. Yabancı para zorunlu karşılığın ödenmesinin ardından x kadar likid dolar veya gram altın kalacaktır.

3-) Risklerden kaçınmak için forward anlaşmasının yapılması

Banka döviz kuru riskinden veya altın fiyatı riskinden kaçınarak borç almış olduğu $x/(1-ZK_y)$ altın/döviz için forward sözleşmesi yapacaktır.

4-) Bankanın T_0 için zorunlu karşılık yatırması

Banka x kadar dolar veya gram altınını T_0 TL zorunlu karşılık olarak yatıracaktır.

Yukarıda anlatılanların net para akışının görülebilmesi adına işlemler tablolaştırılarak aşağıda sunulmuştur:

Tablo 2.1. Döviz/Altın Cinsi Yabancı Kaynak ile Zorunlu Karşılığın Tesis Edilmesi

| İşlemler | Para Birimi | Başlangıç Anında | Bitiş Anında |
|--|-------------|--------------------------------|--|
| <i>Zorulu karşılığın karşılanması için altın/döviz cinsi kaynak için borçlanılması</i> | TL | | |
| | Dolar | $\frac{1}{(1 - ZK_y)}$ | $-\left[1 + (LIBOR + p) \frac{t}{365}\right] \frac{x}{(1 - ZK_y)}$ |
| | Altın | $\frac{1}{(1 - ZK_y)}$ | $-\left[1 + r_g \frac{t}{365}\right] \frac{x}{(1 - ZK_y)}$ |
| <i>Elde edilen fonlar için yabancı para karşılık ödenmesi</i> | TL | | |
| | Dolar | $-\frac{x * ZK_y}{(1 - ZK_y)}$ | $+\frac{x * ZK_y}{(1 - ZK_y)}$ |
| | Altın | $-\frac{x * ZK_y}{(1 - ZK_y)}$ | $+\frac{x * ZK_y}{(1 - ZK_y)}$ |
| <i>TL Zorunlu karşılık tesisi</i> | TL | | |
| | Dolar | $-x$ | $+x$ |
| | Altın | $-x$ | $+x$ |
| NET PARA AKIŞI | TL | 0 | |
| | Dolar | 0 | $-\left[\frac{x}{(1 - ZK_y)} (LIBOR + p) \frac{t}{365}\right]$ |
| | Altın | 0 | $-\frac{x}{(1 - ZK_y)} r_g \frac{t}{365}$ |

Kaynak: Küçüksaraç ve Özel, 2012

Görüleceği üzere bankanın T_0 kadar TL zorunlu karşılık yatırmak için katlanacağı maliyet sadece altın/dolar cinsi borcu için ödeyeceği faizin forward oranı ile Türk lirası karşılığı olacaktır:

$$\mathbf{Toplam\ Maliyet} = \left[\frac{x}{(1-ZK_y)} r \frac{t}{365} \right] F_0 \quad \mathbf{2.3}$$

Yukarıdaki grafikte, r bankaların altın veya döviz cinsi borçlanma maliyetini, F_0 ise $t=0$ anında yapılacak olan forward fiyatı (kur ya da altın fiyatını) ifa eder.

2.1.6.3. Karşılığın yerli ve yabancı kaynaklarla tesis edilmesinin karşılaştırılması

Yerli ve yabancı kaynaklarla karşılık tesis edilmesinin maliyetleri karşılaştırılırken, hangisinin optimal olacağı sorusuna cevap vermek için iki fon kaynağını birbirine kayıtsız bırakacak rezerv opsiyon katsayılarını tespit etmek gerekir. Bu nedenle iki fon kaynağının maliyeti birbirine eşitlenerek, iki fon kaynağını birbirine kayıtsız bırakan ROK değeri bulunur.

2.1.6.3.1. Yerli para ile döviz imkanı kaynakların karşılaştırılması

Yerli para ve döviz cinsi karşılık tesis edilmesinin maliyetleri karşılaştırılırken, iki fon kaynağını birbirine kayıtsız bırakacak rezerv opsiyonu katsayılarını tespit etmek için iki fon kaynağının maliyeti birbirine eşitlenecektir.

Yerli para birimiyle fon temin edilirken zorunlu karşılık yükümlülüğü olan veya olmayan kaynaklar hususu ön plana çıkmaktadır. Öncelikle zorunlu karşılık yükümlülüğü bulunmayan TL cinsi fonlarla döviz cinsi imkan arasında kayıtsız bırakan katsayıyı hesaplayalım:

$$\mathbf{T_0 r_{TL}} = \left[\frac{x}{(1-ZK_y)} (LIBOR + p) \frac{t}{365} \right] F_D \quad \mathbf{2.4}$$

Yukarıdaki eşitlikte forwad kurunu temsil eden F_D yerine $\frac{T_0(1+swap_{TL} \frac{t}{365})}{(1+LIBOR \frac{t}{365})}$ ifadesi korularak x yalnız bırakıldığında yerli kaynaklar ile döviz imkanı arasında kayıtsız bırakan x değeri (ROK) bulunur:

$$\mathbf{x} = \frac{(1-ZK_y)(1+LIBOR \frac{t}{365}) r_{TL}}{(LIBOR+p)(1+swap_{TL} \frac{t}{365})} \quad \mathbf{2.5}$$

Bu denklemde r_{TL} yerine politika faizi, gecelik borçlanma faizi, bir ay vadeli repo faizi ve İMKB Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı'nda oluşan faizler konulursa bu kaynaklar ile döviz imkânı arasında kayıtsız bırakan x değeri bulunmuş olur.

Önceki bölümde, bankaların İMKB Gecelik Repo-Ters Repo Pazarı'nda banka dışı finansal kuruluşlardan fon temin etmesi durumunda zorunlu karşılık yükümlülüğünün doğduğundan söz etmiştik. Bankaların zorunlu karşılık yükümlülüğü bulunan banka dışı finansal kuruluşlardan sağladıkları fonlar ile döviz imkanı arasında kayıtsız yapan ROK aşağıdaki gibidir:

$$x = \frac{(1-ZK_y)(1+LIBOR\frac{t}{365})r_{IMKB}}{(1-ZK_{TL})(LIBOR+p)(1+swap_{TL}\frac{t}{365})} \quad 2.6$$

2.1.6.3.2. Yerli para ile altın imkanı kaynakların karşılaştırılması

Yerli para ve altın cinsi karşılık tesis edilmesinin maliyetleri karşılaştırılırken, iki fon kaynağının maliyeti birbirine eşitlenerek iki fon kaynağını birbirine kayıtsız bırakacak rezerv opsiyonu katsayıları tespit edilir. Fakat TL cinsi karşılıklarda borçlanılan kaynağın zorunlu karşılık yükümlülüğünün olup olmamasına dikkat etmek gerekir.

Zorunlu karşılık yükümlülüğünün olmayan bir TL fon ile altın imkanı arasındaki maliyetleri eşitlediğimizde şöyle bir eşitlik karşımıza çıkar:

$$T_0 r_{TL} = \left[\frac{x}{(1-ZK_y)} (r_g) \frac{t}{365} \right] F_G \quad 2.7$$

Yukarıdaki eşitlikte forwad altın fiyatını temsil eden F_G yerine $\frac{T_0(1+swap_{TL}\frac{t}{365})}{(1+swap_{gG}\frac{t}{365})}$ ifadesi korularak x yalnız bırakıldığında yerli para ile altın imkanı arasında kayıtsız bırakan x değeri (ROK) bulunur:

$$x = \frac{(1-ZK_y)(1+swap_{gG}\frac{t}{365})r_{TL}}{r_g(1+swap_{TL}\frac{t}{365})} \quad 2.8$$

Bu denklemde r_{TL} yerine gecelik borçlanma faizi, politika faizi, bir ay vadeli repo faizi ve İMKB Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı'nda oluşan faizler konulursa bu kaynaklar ile döviz imkânı arasında kayıtsız bırakan x değeri bulunmuş olur.

Önceki bölümde, bankaların İMKB Gecelik Repo-Ters Repo Pazarı'nda banka dışı finansal kuruluşlardan fon temin etmesi durumunda zorunlu karşılık

yükümlülüğünün doğduğundan söz etmiştik. Bankaların zorunlu karşılık yükümlülüğü bulunan banka dışı finansal kuruluşlardan sağladıkları fonlar ile döviz imkanı arasında kayıtsız yapan ROK ise aşağıdaki gibidir:

$$x = \frac{(1-ZK_y)\left(1+swap_{g\frac{t}{365}}\right)r_{IMKB}}{(1-ZK_{TL})r_g\left(1+swap_{TL\frac{t}{365}}\right)} \quad 2.9$$

2.2. Rezerv Opsiyonu Mekanizması

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), bankaların Türk lirası (TL) cinsi zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir finansal mühendislik uygulamasıdır. Bu olanağın hangi ölçüde kullanılabileceği ise rezerv opsiyonu dilimleri (ROD) ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise rezerv opsiyonu katsayısı (ROK) olarak tanımlanmaktadır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012) (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2012, s. 2). Bankalara TL karşılıkların yerli paranın yanında ABD doları gibi uluslararası konvertibilitesi yüksek bir para birimiyle ve dünyaca kabulü tartışılmaz bir emtia olan altınla rezerv tahsisi imkanı sunarak dünyadaki para politikasına yeni bir boyut kazandırılmıştır. TCMB tarafından tasarlanan ve bir finansal mühendislik ürünü olan ROM, TCMB'ye özgü bir para politika aracıdır.

2.2.1. ROM'un tarihsel gelişimi

2008 yılının son aylarında Amerika'da başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finans krizi sonrasında risk iştahının artmasıyla da beraber gelişmekte olan ülkeler spekülâtif sermaye hareketleriyle karşı karşıya kaldılar. Cari işlemler açığı veren ülkeler için kısa vadeli sermaye hareketliliği ayrı bir önem taşımaktadır. Cari işlemler açığının finansmanına katkı sağlayan kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklık finansal kırılganlığa neden olmaktadır.

2001 yılında düzenlenen 1211 sayılı TCMB kanunda bankanın görev ve yetkileri(md.4)arasında “finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak” zikredilmiştir. Sermaye hareketliliğindeki aşırı oynaklık, temel amacı fiyat istikrarı olan TCMB yan hedef olarak finansal istikrarı da gözetmeye itmiştir. Bu bağlamda, TCMB oynak sermaye hareketlerini kontrol altına

almak,dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak ve hızla tepki verebilmek için yeni para politikası araçlar aramaya başlamıştır. Söz konusu sorunların çözümünde TCMB kendine has iki politika aracı inşa etmiştir: Faiz koridoru ve rezerv opsiyonu katsayısı.

Rezerv opsiyonu mekanizması (ROM), döviz ve altın rezervlerinin desteklenerek sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların olumsuz etkilerini sınırlamak için TCMB tarafından finansal mühendisliğin bir ürünü olarak tahsis edilmiştir. TCMB, 12 Eylül 2011 tarihinde aldığı kararla bankaların zorunlu karşılıklarının belli bir kısmını yabancı para cinsinden tutmalarına imkan tanımıştır. ROM uygulaması zamana yayılarak aşamalı bir şekilde çeşitlendirilmesi hedeflenmiştir. Bu amaçla Ekim 2011'de altın olarak da tesis edebilme imkanı getirilmiş, başlangıçta yüzde 10 olarak belirlenen söz konusu opsiyon piyasa koşullarına göre kademeli olarak yükseltilmiş ve çeşitlendirilmiştir. Mevcut haliyle, opsiyonların çeşitli dilimlerine uygulanan farklı Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK), rezerv imkânının kullanımına bağlı olarak artan bir yapı arz etmektedir.

Döviz imkanı için ROM'un başlangıçtan 2019 yılına kadarki tarihsel süreç aşağıda tablo olarak verilmiştir (Tablo 2.2). Başlangıçta döviz cinsi imkanı ABD doları ve/veya euro cinsinden iken küresel piyasalardaki gelişmeler ve zorunlu karşılıklara ilişkin operasyonel süreçler dikkate alınarak 24 Temmuz 2014 tarihinde alınan kararla ABD doları ile sınırlandırılmıştır. Böylece 15 Ağustos 2014'ten itibaren TL zorunlu karşılık döviz imkanı sadece ABD dolarıyla tesis edilmeye devam etmiştir ta ki 2018'e kadar. 2018 Ağustos ayında yaşanan ciddi kur atağı üzerine kademeli olarak döviz tesisi azami imkanı düşürülmüş, doların yanı sıra euro cinsinden de tesis edilebilme imkanı tekrar getirilmiştir.

Tablo2.2. Döviz İmkani Rezerv Opsiyonu Dilimleri(ROD) ve ROK'lar

| Tarih | Döviz Tesis İmkani (%) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|------------------------|----|-----|----|----|----|-----|----|-----|----|----|----|-----|----|----|----|----|----|--|
| | 10 | 20 | 25 | 30 | 35 | 40 | 45 | 50 | 51 | 52 | 53 | 54 | 55 | 56 | 57 | 58 | 59 | 60 | |
| Eylül 2011 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ekim 2011 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Kasım 2011 | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Haziran 2012 | | | 1 | | | | 1,4 | | | | | | | | | | | | |
| Temmuz 2012 | | | 1 | | | | 1,4 | | 1,7 | | | | | | | | | | |
| Ağustos 2012 | | | 1 | | | | 1,4 | | 1,7 | | | | 1,9 | | | | | | |
| Ağustos 2012 | | | 1,1 | | | | 1,4 | | 1,7 | | | | 1,9 | | 2 | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|----|----|----|----|
| Ekim 2012 | 1,3 | | | 1,6 | 1,9 | | | 2,1 | 2,2 | | | | | | | | | |
| Kasım 2012 | 1,4 | | | 1,7 | 2 | | | 2,2 | 2,3 | | | | | | | | | |
| Aralık 2012 | 1,4 | | | 1,8 | 2,1 | | | 2,3 | 2,4 | | | | | | | | | |
| Nisan 2013 | 1,4 | | 1,5 | 1,9 | 2,2 | | | 2,4 | 2,5 | | | | | | | | | |
| Mayıs 2013 | 1,4 | | 1,7 | 2,1 | 2,4 | | | 2,6 | 2,7 | | | | | | | | | |
| Haziran 2013 | 1,4 | 1,5 | 1,8 | 2,6 | 2,5 | | | 2,7 | 2,8 | | | | | | | | | |
| Ocak 2014 | 1,4 | 1,5 | 1,8 | 2,6 | 2,9 | | | 3,1 | 3,2 | | | | | | | | | |
| Şubat 2015 | 1,2 | 1,5 | 1,9 | 2,3 | 2,7 | | | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 3,7 | 3,9 | 4,1 | | | | | |
| Mart 2015 | 1 | 1,5 | 1,9 | 2,3 | 2,7 | | | 3,1 | 3,9 | 4,1 | 4,3 | 4,5 | 4,7 | | | | | |
| Ağustos 2015 | 1 | 1,6 | 2 | 2,4 | 2,7 | | | 3,1 | 3,9 | 4,1 | 4,3 | 4,5 | 4,7 | | | | | |
| Eylül 2016 | 1 | 1,7 | 2,1 | 2,5 | 2,7 | | | 3,1 | 3,9 | 4,1 | 4,3 | 4,5 | 4,7 | | | | | |
| Ekim 2016 | 1 | 1,5 | 1,9 | 2,3 | 2,7 | | | 3,1 | 3,9 | 4,1 | 4,3 | 4,5 | 4,7 | | | | | |
| Kasım 2016 | 1 | 1,4 | 1,7 | 2,1 | 2,5 | | | 2,9 | 3,7 | 3,9 | 4,1 | 4,3 | 4,5 | | | | | |
| Kasım 2017 | 1 | 1,4 | 1,7 | 2,1 | 2,5 | 2,9 | 3,7 | 3,9 | 4,1 | 4,3 | 4,5 | | | | | | | |
| Mayıs 2018 | 1 | 1,4 | 1,7 | 2,1 | 2,5 | 2,9 | | | | | | | | | | | | |
| Ağustos 18 | 1 | 1,4 | 1,7 | 2,1 | 2,5 | | | | | | | | | | | | | |
| Mayıs 2019 | 1 | 1,4 | 1,7 | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 10 | 20 | 25 | 30 | 35 | 40 | 45 | 50 | 51 | 52 | 53 | 54 | 55 | 56 | 57 | 58 | 59 | 60 |

Kaynak: TCMB, Zorunlu karşılıklara ilişkin basın duyuruları

ROM kapsamında getirilen bir imkan da Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesinin altın cinsinden tesis edebilmesidir. Altın rezervleri ve daha esnek bir banka likidite yönetiminin desteklenmesi amacıyla “standart altın” cinsinden %10’a kadar tutularak başlatılan bu imkan, 2012’de %30’a çıkarılmıştır. Bankaların altın cinsi mevduat toplamını teşvik eden bu uygulama sonrasında ve %5’e kadar işlenmiş veya hurda cinsi altın da bu imkânâ ilave edilmiştir. Bu %5’lik imkan ise 2019 Şubat ayında %10’a yükseltilmiştir.

Tablo 2.3. Altın İmkânı Rezerv Opsiyonu Dilimleri(ROD) ve ROK'lar

| Tarih | Altın Tesis İmkânı Dilimleri (%) | | | | |
|------------|----------------------------------|-----|-----|-----|----|
| | 10 | 15 | 20 | 25 | 30 |
| 28.10.2011 | 1 | | | | |
| 13.04.2012 | 1 | | | | |
| 20.07.2012 | 1 | | 1,5 | | |
| 14.09.2012 | 1 | | 1,5 | 2 | |
| 21.12.2012 | 1,2 | | 1,7 | 2,2 | |
| 04.01.2013 | 1,3 | | 1,8 | 2,3 | |
| 01.03.2013 | 1,4 | | 1,9 | 2,4 | |
| 12.04.2013 | 1,4 | 1,5 | 2 | 2,5 | |

| | | | | |
|------------|-----|-----|-----|-----|
| 12.08.2016 | 1,5 | 1,6 | 2 | 2,5 |
| 09.09.2016 | 1,6 | 1,7 | 2,1 | 2,5 |

Kaynak: TCMB, Zorunlu karşılıklara ilişkin basın duyuruları

2.2.2. ROM Kapsamında zorunlu karşılık hesaplanması örneği

ROM'un işleyişini daha iyi anlamak adına basit bir örnek yardımıyla ROM kapsamında tesis edilecek bir zorunlu karşılık için hesaplamamın nasıl yapıldığını açıklayalım. Bir ay vadeli 950 TL mevduat alan bir banka 2016 Eylül rakamlarıyla %10,5 oranında (99,75TL) karşılık ayıracaktır. "Zorunlu karşılıklar esasen, Türk lirası yükümlülükler için Türk lirası olarak, yabancı para yükümlülüklerde ise ABD doları cinsinden olan kısmı için ABD doları, kalan kısmı için ise ABD doları veya Euro olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasındaki hesaplarda tesis edilmektedir. Ancak, TL yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların; en fazla yüzde 55'i ABD doları cinsinden, en fazla yüzde 30'u standart altın cinsinden ve en fazla yüzde 5'i kaynağı yurtiçi yerleşiklerden toplanan işlenmiş veya hurda altın olan standart altın cinsinden aşağıdaki tabloda belirtilen dilimlere denk gelen karşılıkların hizalarında gösterilen katsayılar ile çarpılmak suretiyle bulunan toplam tutarı üzerinden bloke hesaplarda tesis edilebilir. Yabancı para yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken kısmının tamamına kadarki standart altın cinsinden bloke hesaplarda tesis edilebilir." (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası)

Örneğimizdeki ayrılacak zorunlu karşılık tutarını 100 TL olarak aldığımızda Kasım 2016'da belirlenen Rezerv Opsiyonu Dilimleri (ROD) ve bunlara ilişkin Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) çerçevesinde bu tutarın en fazla yüzde 55'lik kısmı olan 55 TL'i dolar olarak TCMB'ye yatırabilecektir. Fakat bu opsiyonu kullanmak isteyen bir banka, yatıracakları döviz tutarını hesaplarken Türk Lirası cinsi zorunlu karşılıkların yukarıda belirtilen dilimlerine denk gelen katsayıları uygulayacaktır. ROK'un 1 olması 1 TL zorunlu karşılık yerine 1TL tutarındaki yabancı paranın tutulabileceğini ifade eder. ABD doları/TL kurunun 2,5 olduğunu varsayar isek 55 TL tutarındaki zorunlu karşılığı $ROK = 1$ ise $55/2,5=22$ ABD doları olarak karşılayabilir. ROK'un 1 değil de 2 olması halinde, her 1 TL için 2 TL karşılığı döviz tutmak zorunda kalacaktır. Bu durumda 55 TL zorunlu karşılığı 110 TL tutarında ABD doları, yani $110/2,5=44$ ABD doları olarak tutar.

Yukarıdaki örnek sabit ROK uygulamasına ait idi. Aşağıda tablolar halinde verilen Kasım 2016'da belirlenen Rezerv Opsiyonu Dilimleri (ROD) ve ROK'lara bakıldığında, mevcut uygulama ROK rezerv imkânının kullanımına bağlı olarak artan bir yapı arz eder. Zorunlu karşılık tesis edecek kurumlar döviz ve TL kaynaklarının maliyetine göre döviz imkan dilimlerinden yararlanacaktır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012).

Tablo 2.4. TL Zorunlu Karşılıklarda Döviz İmkânına İlişkin ROK'lar

| Döviz İmkân Dilimleri (%) | 0-30 | 30-35 | 35-40 | 40-45 | 45-50 | 50-55 | 55-56 | 56-57 | 57-58 | 58-59 | 59-60 |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Katsayı | 1 | 1,4 | 1,7 | 2,1 | 2,5 | 2,9 | 3,7 | 3,9 | 4,1 | 4,3 | 4,5 |

Kaynak TCMB

Tablo 2.5. TL Zorunlu Karşılıklarda Altın İmkânına İlişkin ROK'lar

| Altın İmkân Dilimleri (%) | 0-15 | 15-20 | 20-25 | 25-30 |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|
| Katsayı | 1,5 | 1,6 | 2,0 | 2,5 |

Kaynak TCMB

Yukarıdaki tabloya göre banka ilk yüzde 30'luk dilim için 1,00 ROK ile hesaplanan Türk lirası tutarında döviz yatırmalıdır. (Yani 100 TL zorunlu karşılık ayırması gereken bir banka sadece ilk dilimdeki döviz tesis imkanından yararlanmak isterse, 70 TL ve 30 TL karşılığı doları TCMB'de tutacaktır.) Sonraki her yüzde 5'lik dilim için yüzde 55'lik dilime kadar 1,4'den başlayarak sırasıyla 1,7, 2,1, 2,3, 2,5, 2,4 olarak devam eden katsayılar uygulanacak ve yüzde 55'lik dilimden sonra her yüzde 1'lik dilim için 3,7 den başlayarak 0,2 artan katsayılar uygulanacaktır. Örneğimizde döviz tutma imkanının tamamını 60 TL zorunlu karşılık için döviz cinsinden tutar şöyle hesaplanır:

$$100*(0,3*1+0,05*1,4+0,05*1,7+0,05*2,1+0,05*2,5+0,05*2,9+0,01*3,7+0,01*3,7+0,01*4,1+0,01*4,3+0,01*4,5) = 103,5$$

Buna göre 100 TL zorunlu karşılık tutması gereken bir bankanın döviz tutma imkanının tamamını kullanmak isterse 55 Türk Lirası karşılık için bu günkü katsayılarla göre (Kasım 2016) 103,5 Türk Lirası değerinde değerinde doları TCMB'ye yatırması

gerekir. 1\$=3,45 kuru ile bankanın bu imkandan yararlanmak istediğini varsayar isek 30 Dolar Merkez Bankasına yatırmalıdır. Sonuçta 100 Türk lirası zorunlu rezerv tutacak bir banka bunu 45 Türk lirası ve 30 Dolar şeklinde tesis edebilir.

Benzer şekilde TCMB'ye Türk Lirası zorunlu karşılık yatıracak bir banka, mevcut uygulamaya göre bu tutarın en fazla yüzde 30'u kadar altın olarak tutabilir. Yine aynı şekilde altın için belirlenen dilimlere karşılık gelen ROK ile hesaplanan Türk lirası karşılığında standart altın yatıracaktır. Mevcut uygulamaya göre 100 TL zorunlu karşılık buldurması gereken bir banka, altın tutma imkânının tamamını kullanması halinde standart altın cinsinden tesis edeceği zorunlu karşılığın Türk Lirası tutarı $100*(0,15*1,5+0,05*1,6+0,05*2+0,05*2,5)=53$ formülüyle hesaplanmaktadır. Dolayısıyla 30 TL tutarındaki kısmı altın cinsinden tutmak isteyen bankanın 53 TL değerinde standart altını TCMB'ye yatıracaktır.

2.2.3. ROM kullanım oranını belirleyen unsurlar ve eşik ROK

Bu uygulama ile bankalar Türk lirası cinsinden yatıracakları zorunlu karşılıkların sınırlı bir bölümünü altın veya döviz cinsinden yatırebildikleri için esnek bir zorunlu karşılık uygulaması karşımıza çıkıyor. Böylece bankaların likitide yönetimleri esneklik kazanıyor ve bankanın Türk Lirası cinsi likiditesi artmış oluyor. Bankalar bu imkanı kullanırken bankaların sağladığı veya sağlayacağı yabancı para ve altın miktarına ve Türk Lirası, döviz ile altın kaynaklarının nispi maliyetlerine göre karar verecektir. Zorunlu karşılık tesis etmekle mükellef kurumlar, döviz/altın ve TL kaynaklarının göreceli maliyetine göre ROM'un sağladığı imkanı kullanacaktır.

Zorunlu karşılık tutmakla mükellef olan bir finansal kurum için eşik ROK, TL kaynakların maliyetinin YP kaynakların maliyetine oranı olarak ifade edilebilir. Sözcüğü TL kaynakların maliyeti yüzde 6 iken beklenen kur değişimi dahil yabancı kaynakların maliyeti yüzde 3 ise eşik ROK 2 olmaktadır. Bu durumda ilgili finansal kurumunun rezerv opsiyonunu ROK'un 2'ye eşit olduğu noktaya kadar bu imkandan faydalanmaları beklenir. Eşik ROK, matematiksel olarak şöyle ifade edilebilir:

$$ROK^E = \frac{R^D}{\frac{E_{t+1} * R^f}{E_t}} \quad 2.10$$

Yukarıdaki denkleme göre eşik ROK değerini (ROK^E) belirleyen unsurlar, yerli paranın maliyeti (R^d), yerli para cinsinden borçlanmanın maliyeti (R^f), t tesis dönemi

başlangıcındaki döviz kuru(E_t) ve tesis dönemi sonunda beklenen kur(E_{t+1})'dur. Buna göre, Türkiye'de faaliyet gösteren ve TL yükümlülükleri için döviz cinsinden zorunlu karşılık ayırabilme imkanından yararlanacak bir banka için eşik ROK, zorunlu karşılık tesisini TL kaynaklarla gerçekleştirmesi durumunda katlanacağı maliyet (R^d) ile YP kaynakların kullanılması durumunda dönem sonu itibarıyla TL cinsinden oluşması beklenen maliyetin ($\frac{E_{t+1}}{E_t} * R^f$) birbirlerine oranıdır. Elbette, burada basitçe gösterilen bu denklemde, mevcut durumda bankaların görece yerli ve yabancı para borçlanma maliyetleri faizlerinin yanı sıra zorunlu karşılık gibi diğer maliyet unsurlarını da kapsamaktadır. (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012, s. 4)

Bankaların kur forward sözleşmelerini göz önüne aldığımız durumda, döviz ve Türk lirası maliyetlerin kıyaslandığı eşik ROK değeri en yalın haliyle aşağıdaki gibi olur:

$$ROK^E \sim \frac{(1-ZK_y)r_{TL}}{(1-ZK_{TL})r_D} \quad 2.11$$

ROK hesaplamasında yer alan ZK_y ve ZK_{TL} sırasıyla yabancı para ve yerli para (TL) zorunlu karşılık oranlarını, r_{TL} ve r_d ise TL ve ABD doları faiz oranlarını ifade etmektedir. Dolayısıyla, zorunlu karşılıkların kısa vadede sabit olduğu varsayımı altında, eşik ROK'taki değişimlerin temel belirleyicisi yerli ve yabancı para cinsi faizlerin nispi seviyesidir. Eşik ROK'un TCMB'nin belirlemiş olduğu ROK'tan büyük olduğu durumda bankalar ROM'un bu imkanını kullanarak bu maliyet avantajından yararlanmaktadırlar. Başka bir deyişle, teorik olarak bankaların ROM kullanım oranını etkileyen en önemli değişkenin bankaların eşik ROK'lar ile TCMB tarafından belirlenen ROK'lar arasındaki farkın olması beklenmektedir. (Arslaner vd. 2014)

ROM kapsamında tanınan imkanı kullanırken bankaların dikkate alacağı görece maliyetleri belirleyen en önemli unsurlardan birisi TCMB ve piyasa fonlama faizleridir. “Dolayısıyla, geniş faiz koridorunun aktif olarak kullanıldığı bir politika çerçevesinde faizlerdeki oynaklık da yüksek olacağından, ROM kullanımında kısa vadeli Türk lirası faizlerin hareketi yabancı para fonlama maliyeti gibi diğer değişkenlere göre daha belirleyici olabilecektir. Böyle bir ortamda ise ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin gözlenebilmesi güç olacaktır” (TCMB, 2013, s. 95)

Maliyet yönlü unsurların yanı sıra bankaların ROM kullanım oranını etkileyen başka unsurlar da mevcuttur. ROM'nun getirdiği imkanın kullanılabilmesi için her durumda dövize/altına ihtiyaç duyulması, bankaların kullanım oranında yabancı para

veya altın likidite koşullarının etkili olduğu anlamı taşımaktadır. Nitekim yeterli kaynağa erişim sağlanamaması durumunda, her ne kadar bankalar açısından rezerv opsiyonu imkânını kullanmak kağıt üstünde avantajlı olsa da ROM kullanım oranı beklenenden daha düşük bir seviyede gerçekleşebilecektir. Bu nedenle, bankaların yabancı kaynaklara ilişkin likidite koşulları, ROM kullanım oranındaki hareketlerin açıklanmasına katkıda bulunabilecek bir değişkindir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2013, Kasım).

ROM kullanımını etkilemesi beklenen diğer bir husus ise döviz kurundaki değişimler ve kur beklentileridir. ROM kullanımını net döviz pozisyonu almayı gerektirmemektedir. Bu nedenle terik olarak döviz kurunun başabaş ROK hesaplamasında herhangi bir etkisinin olması beklenmemektedir. Ancak uygulamada döviz kurundaki değişimler bazı bankaların ROM kullanma oranını değerlendirme kanalından etkileyebilmektedir. Örneğin, yerli paraya ilişkin değer kaybı veya beklentisi olması durumunda, ROM kapsamında tutulan dövizlerin TL değerini yükseleceğinden, yabancı para likiditeye erişim nedeniyle ROM’u düşük oranda kullanan bankaların ROM kullanım oranı artmaktadır (Arslaner vd., 2014).

Yukarıda saydığımız ROM kullanımını belirleyen unsurlara küresel risk algılamaları, doğrudan sermaye akımları, yabancı para fonlarının değerlendirildiği diğer varlıklar, kredi verme iştahı gibi bankaların davranışlarını açıklayan pek çok değişken eklenebilir. Zira, bankalar ROM’dan yararlanırken diğer finansal araçlarla karşılaştırarak fırsat maliyetlerini hesaplayacaktır.

2.2.4. ROM’un otomatik stabilizatör olarak çalışması

Sermaye girişlerinin arttığı, sıcak para girişinin hızlandığı dönemlerde genel olarak yabancı para kaynaklarının maliyeti görece olarak düşmektedir. Böyle bir durumda bankaların Türk Lirası cinsinden tutacakları zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını döviz olarak tutma eğilimleri artacaktır. Yani bankalar, döviz borçlanma maliyetlerinin düşmesiyle ROM’dan daha çok yararlanma yoluna gidecektir. Dolayısıyla sıcak para girişinin arttığı dönemlerde, Türk Lirası üzerindeki değerlenme baskısı, bankaların tutacağı zorunlu karşılıkların bir kısmını döviz cinsinden tutmasıyla ortadan kalkacaktır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2012). Görüleceği üzere ROK uygulaması otomatik stabilizatör olarak görev almaktadır. Böyle bir ortamda TCMB ise gönüllü bir uygulama ile döviz rezervlerini arttıracaktır. Ayrıca bankaların

getirdiği dövizlerin TCMB’de toplanması sonucu para ikamesinin etkisi azaltılmış olacaktır.

Sermaye girişlerinin yavaşladığı, döviz cinsi para çıkişlarının yaşandığı dönemlerde ise döviz kurlarındaki artış nedeniyle, döviz kaynakların maliyeti görel olarak artmaktadır. Bu durumda döviz cinsi borcu olan özel kesim olumsuz etkilenmektedir. Böyle bir ortamda banklar döviz opsiyonu kullanımlarını azaltarak ihtiyaç duydukları döviz likiditesini TCMB’e yatırmayacaklardır. Böylelikle Türk Lirası üzerindeki değer kaybı baskısı azalacaktır.

Yukarıda sayılan durumlardan anlaşılacağı üzere ROM, kısa vadeli sermaye akımlarının yaratacağı oynaklığı azaltmakta ve dış şoklara karşı ekonominin korunmasına katkı sağlamaktır. Döviz ve altın piyasalarına oluşabilecek arz ve talep dengesizliklerinin azaltılmasında istikrarı sağlayıcı görev almaktadır. Ayrıca konjonktüre bağlı olarak bankalara kendi likidite optimizasyonlarını yapma imkanı sağlayarak esnek bir bilanço yönetimi sunmaktadır. Böylelikle, ROM finansal istikrarın sağlanmasında otomatik olarak olumlu bir rol oynamaktadır.

Burada gözden kaçıırılmaması gereken bir nokta var: hem sermaye girişlerinde hem de sermaye çıkişlarında ROM’un otomatik stabilizatör olarak çalışması için bankaların TL cinsi zorunlu karşılıkların döviz veya altın olarak tutulması imkânını tamamen kullanmaması gerekir. Bunun içindir ki TCMB, üst dilimlerde ROK’u yüksek tutmaktadır. Ayrıca son dilimlerin kullanılması bankaların kısa vadeli borçlanma imkânlarıyla da yakından ilişkilidir.

Otomatik stabilizatör özelliği sayesinde ROM, geniş faiz koridoruna duyulan ihtiyaçı azaltmaktadır. Bu bağlamda, dolar kurunun zirvede olduğu, faiz indirimi tartışmalarının yaşandığı günümüzde, ROM’un daha etkin işleyebilmesi için faiz koridoru üzerindeki muhtemel bir indirim ayrı bir önem kazanmaktadır. Olası bir üst banttaki indirim faiz koridorunu daha sistematik hale getirecektir.

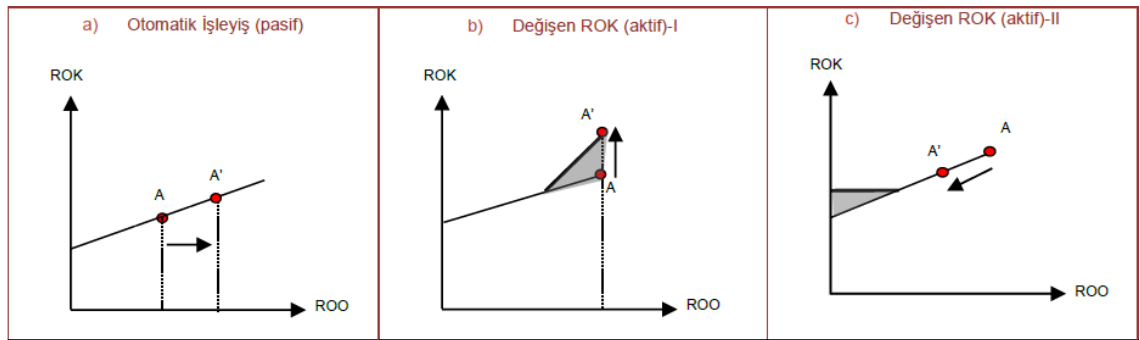
ROM’un önemli bir özelliği de kendiliğinden işleyen, otomatik bir dengeleyici role sahip olmasıdır. Yani ROM yoluyla döviz likiditesinin çekilmesi, doğrudan müdahaleden farklı olarak, merkez bankasının ihtiyari kararının değil bankaların bireysel kâr maksimizasyonu davranışlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. ROM uygulamasında her bir bankaya, kendi maliyet analizini yapmak suretiyle bu imkandan istediği ölçüde yararlanma imkanı sunulmaktadır. Böylece finansal sistemin

daha verimli ve etkin çalışmasına katkı sağlanmaktadır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012).

Her ne kadar ROM kendiliğinden işleyen bir mekanizma olsa da şu unutulmamalıdır. Bu mekanizma, merkez bankasının müdahalesini ortadan kaldırmaz; sadece müdahale ihtiyacını azaltır. Beklenmedik dışsal şoklara maruz kalınması durumunda veya altın ve döviz piyasalarında oluşacak istenmedik fiyat oluşumlarında TCMB, kanunun vermiş olduğu yetkiyi kullanarak finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri alacaktır.

2.2.4.1. ROM'un aktif ve pasif kullanımı

ROM, sermaye akımlarındaki değişiklikler sonucu oluşabilecek döviz arz ve talebi arasındaki dengesizliklerin azaltılmasını sağlamakta ve aşırı oynaklığa sahip sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde oluşturacağı olumsuz etkilerin giderilmesinde rol oynamaktadır. Bu açıdan otomatik dengeleyici olarak hareket etmesi amaçlanmıştır. Bu sebeple, sisteme ilişkin parametrelerin değişen koşullara göre uyarlanması da mümkündür. Aşağıdaki grafikte, sistemin otomatik (pasif) olarak çalıştığı durum ile TCMB'nin rezerv opsiyonu katsayılarını değiştirdiği (aktif) durum altında sistemin nasıl işlediğini şekilsel olarak aşağıdaki örneklerle gösterilmektedir.



Şekil 2.1. ROM'un Aktif ve Pasif Kullanımı

Kaynak: Alper, Kara, & Yörükoğlu, 2012

ROM'un bankalarca sadece kısmi olarak kullanması ve sistemin otomatik dengeleyici olarak işleme hali Grafik 2.1.a'da gösterilmektedir. Sermaye girişlerinin arttığı zamanlarda, yabancı para (YP) cinsinden kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine göre düşeceğinden, eşik ROK değeri artacak ve yurt dışı borçlanma

maliyetlerinin düşmesinden dolayısıyla zorunlu karşılıkların YP cinsinden tutma eğilimi artacaktır. Yani, kâr maksimizasyonu güdüsüyle hareket eden bankalar, rezerv opsiyonundan daha fazla yararlanmak isteyecektir. Herhangi bir zaman diliminde bankaların ROM imkânından yararlanma oranını “A” noktasında gösterildiğini varsayar isek sermaye girişinin hızlandığı dönemde, ROM kullanımı çizgi üzerinde “A” noktasının sağında bulunan bir noktaya (A') kayacaktır. Şekil 2.1.b ve 2.1.c'de ise bankalarca imkânın tamamının kullanılması durumunda TCMB tarafından ROK'un aktif olarak değiştirilmesi durumu gösterilmektedir. Şekil 2.1.b'de en üst dilimlerdeki ROK yükseltilmektedir. Söz konusu değişikliğin ardından rezerv opsiyonunun tamamıyla kullanılmaya devam edilmesi durumunda, bankaların TL likiditesi etkilenmezken piyasadan çekilen döviz tutarı Şekil 2.1.b'deki taralı alanla orantılı olarak artacaktır. Fakat ROK katsayısının yükseltilmesi durumunda, eşik ROK'un aşılmasından veya döviz cinsi borçlanma kısıtları nedeniyle bankalar optimal kullanım oranını azaltırsa, çekilen toplam döviz likiditesinin ne yönde değişeceği ROK'taki artırımın oranı ve TL ile YP kaynakların göreceli maliyetlerine bağlı olacaktır. Yani, ROM'un kullanım imkanının azaltılması, her durumda TL likidite ihtiyacını artırmaktadır.

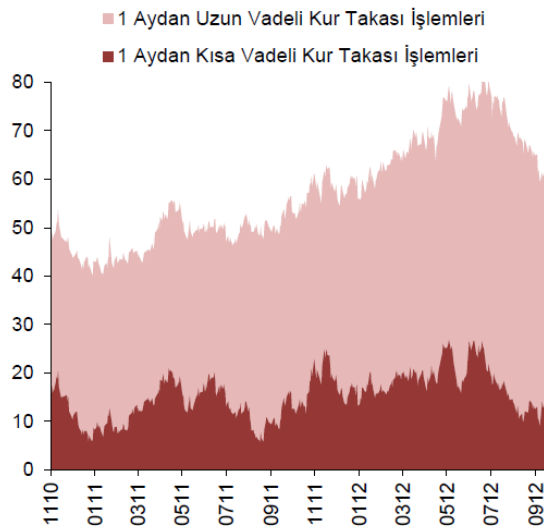
Şekil 2.1.c ise TCMB'nin ROK'un daha düşük olduğu dilimlerdeki katsayıların artırılması durumu gösterilmektedir. Yurt dışı borçlanma imkânlarının geniş olduğu ve bankaların verili bir faiz oranından istedikleri kadar borçlanabildikleri bir ortam söz konusu ise bu hamle ile merkez bankası taralı alanla orantılı miktarda döviz likiditesini piyasadan çekebilmektedir. Diğer yandan, merkez bankasının böyle bir hamlesi piyasadaki TL likidite koşullarını değiştirmemektedir. Yani, ROK'un daha düşük olduğu dilimlerdeki katsayılar da yapılacak bir değişiklik, dilimlerde tutulacak TL ya da YP tutarını etkilemezken, piyasadan çekilen döviz miktarını etkilemektedir. Yurt dışından borçlanma konusunda bir takım miktarsal kısıtların mevcut olması veya bankaların döviz cinsi borçlanma maliyetlerinin borçlanma tutarı ile orantılı olması durumunda (borçlanmanın maliyeti borçlanılan tutarla yükseliyorsa) ROK'taki artış, TL zorunlu karşılığın YP olarak tutulan kısmını azaltarak piyasadaki TL likidite ihtiyacını artırmaktadır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012, s. 8).

2.2.4.2. ROM'da bilanço analizi

ROM'un getirdiği bankaların TL karşılıklarının belli bir yüzdesini döviz ve altın cinsi tesis edebilmeleri imkanı, bankaların portföy davranışlarına dolayısıyla bilanço kalemleri arasındaki kompozisyonun değişmesine yansımıştır. Döviz imkanıyla birlikte bankaların TCMB'den TL cinsi alacaklarının ve repo işleminden sağlanan fonların azalması, döviz cinsinden mevduatların ve zorunlu karşılıkların artması beklenmektedir. Aşağıdaki başlıklarda örneklerle anlatılan bu etkiler ayrı bir başlık (ROM'un Günümüze Kadar Sonuçları) altında tarihsel olarak incelenmiştir.

2.2.4.2.1. ROM'un bankaların portföy davranışı ve rezervlere etkisi

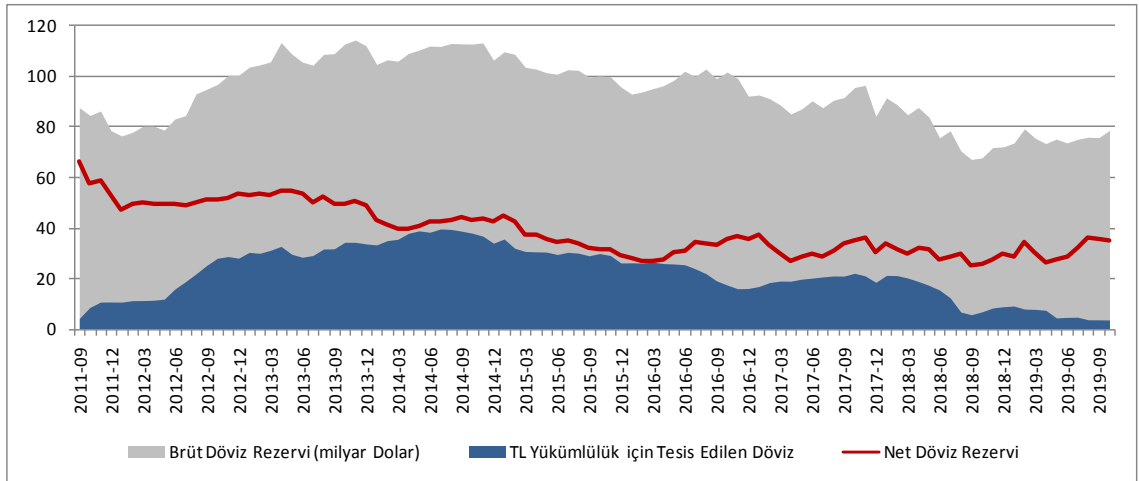
ROM'un inşasından önce TL zorunlu karşılıklarının bir bölümünün döviz cinsinden tutabilmesi, para takası yoluyla sağlanmakta idi. ROM ile birlikte, para takası yoluyla sağlanan TL fonlamanın bir kısmı ikame edilerek, para takası pozisyonlarının azaltılması sağlanmıştır. Aşağıdaki grafiklerden de görüleceği üzere, döviz ve altın cinsi rezerv opsiyonu imkânlarının aktif olarak kullanılmasıyla birlikte bankaların kısa vadeli kur takası işlemleri başka bir ifadeyle, ilgili dönemde kur takası yoluyla gerçekleşen ve oynaklığı yüksek olan kısa vadeli pozisyonların azaltılması sağlanmıştır (Şekil 2.2). Bu açıdan ROM, risk iştahındaki beklenmeyen hareketlere karşı döviz kuru oynaklığının düşük kalmasına katkıda bulunarak finansal istikrarı desteklemektedir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012).



Şekil 2.2. Kur Takası İşlemleri, (Milyar TL)

Kaynak: Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012

ROM, gönüllülük esasına dayalı olarak bankaların tutması gereken karşılığı döviz ve altın cinsinden tutma imkanı vererek bir yandan bankalara esneklik kazandırırken, diğer yandan da merkez bankasının brüt rezervlerini artırmaktadır. Ancak ROM uygulaması TCMB brüt rezervlerini artırsa da net rezervleri değiştirmemektedir. Nitekim, ROM'un aşamalı olarak devreye girdiği 2011 yılının sonlarından buyana brüt rezervlerin belirgin şekilde arttığı, net rezervlerin ise nispeten daha yatay seyrettiği gözlenmektedir (Şekil 2.3). Bu durum il bakışta ROM'un faydasının sınırlı olduğu yönünde bir yorumlamaya gidilse de, aslında artan rezervlerin TCMB'den ziyade özel sektör kaynaklı olduğu görüldüğünde, brüt rezervin özel sektör lehine artması rezervlerin daha etkin kullanımına yol açtığı, finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini artırdığı anlaşılacaktır. Sermaye hareketlerindeki oynaklığın özel sektörün bilançosunu olumsuz etkilediğini, yabancı para cinsi borç ve alacaklarını etkilediğini düşündüğümüzde, özel sektörün tuttuğu rezervler ve bu rezervlerin optimal kullanımı bir bütün olarak finans istikrara katkı sağlayacaktır.



Şekil 2.3. TCMB Döviz Rezerleri (Milyar Dolar)

Kaynak: TCMB (Bankacılık Verileri, EVDS)

2.2.4.2.2. ROM'UN bilançolara etkisi

Bu bölümde ROM'un otomatik stabilizatör olarak çalışması banka bilançosu üzerinden diğer para politikası aracı olan APİ ile kıyaslanarak basit bir örnekle anlatılacaktır. Başlangıçta bankaların yurt dışından borçlanarak yurt içine 100 birim

döviz getirdiğini varsayalım. (Gösterimin basitleştirilmesi için, YP/TL döviz kuru 1 olarak alınmış, YP yükümlülüklerin zorunlu karşılığa tabi olmadığı varsayılmıştır).

Tablo 2.6. Başlangıç Durumunda Banka Bilançosu

| Varlıklar | | Yükümlülükler | |
|-----------|------|--------------------------|------|
| Krediler | +100 | Yurt Dışı Bankalara Borç | +100 |

Yukarıdaki başlangıç durumu, sermaye girişine karşı merkez bankasının herhangi bir müdahalesinin olmadığı (TCMB'nin döviz satın almadığı ve ROM'un olmadığı) durumu göstermektedir. Bu baz senaryo altında ilave sermaye girişi direkt olarak YP kredilere dönüşerek yurt içi piyasada döviz arzını artırmakta ve TL'nin değerlenmesi yönünde bir baskı oluşturmaktadır.

Yurt içine giren 100 TL değerindeki dövizin yarısının merkez bankasınca satın alınması ve buna bağlı olarak ortaya çıkan 50 TL likiditeyi açık piyasa işlemleriyle sterilize edilmesi durumunda döviz girişinin neden olduğu TL üzerindeki değerlenme baskısını azaltılarak fazla likiditenin TL faizler üzerindeki düşürücü etkisi engellenmektedir. Böylece, Tablo 2.6'daki duruma göre daha az kredi artışı olacak, bankacılık sisteminin merkez bankasına olan yükümlülükleri ise aynı miktarda azalacaktır. Bu durumda bilançonun görünümü aşağıdaki gibi olacaktır.

Tablo 2.7. Sermaye Girişi ve APİ ile Müdahale

| Varlıklar | | Yükümlülükler | |
|-----------|-----|--------------------------|------|
| Krediler | +50 | Yurt Dışı Bankalara Borç | +100 |
| | | Repo ile Sağlanan Fonlar | -50 |

Şimdi de TCMB'nin sermaye girişine doğrudan müdahale etmediği ve ROM'un otomatik dengeleyici olarak rol aldığı durumu ROK=1 ve ROK=2 senaryoları altında inceleyelim.

100 TL'lik ilave sermaye girişinin 50 TL'lik kısmının ROM'dan yararlanmak adına merkez bankasına yatırıldığı, buna mukabil serbest kalan 50 TL'nin (ROK'un bir olması nedeniyle) APİ yoluyla piyasadan çekilmesi durumda sermaye girişinin daha az bir kısmı YP krediye dönüşmektedir (Tablo2.8). Ortaya çıkan TL likiditenin sterilize edilmesi yoluyla ise bankaların merkez bankasına olan yükümlülükleri 50 TL

azalmaktadır. Bilançoları incelediğimizde, bu senaryonun sonuçları Tablo 2.7'deki sterilize edilmiş müdahalenin sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir.

Tablo2.8. ROK=1 Durumunda Sermaye Girişi

| Varlıklar | | Yükümlülükler | |
|------------------------------|-----|--------------------------|------|
| Krediler | +50 | Yurt Dışı Bankalara Borç | +100 |
| TL Zorunlu Karşılık (ROM) | +50 | Repo ile Sağlanan Fonlar | -50 |
| Merkez Bankasından Alacaklar | -50 | | |

ROK'un 2'ye eşit olması durumunda ise tasarlanan mekanizma gereği sistemden çekilen döviz likiditesi, ROK'un 1'e eşit olduğu duruma göre iki katı olacaktır. Bir önceki senaryodaki gibi sermaye girişinin 50 TL'lik kısmının ROM'da kullanılması durumunda, ROK 2 olduğundan artık merkez bankasına yatırılması gereken 100 TL karşılığı yabancı para olacaktır.(Tablo 2.9) Sonuç olarak, sterilize edilmiş müdahale durumuna ya da ROK'un 1'e eşit olduğu duruma kıyasla, ROK 1'den büyük olması halinde dövizde yaşanabilecek dalgalanmalara karşı daha etkin bir araç olma özelliği gösterebilecektir.(Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012)

Tablo 2.9. ROK=2 Durumunda Sermaye Girişi

| Varlıklar | | Yükümlülükler | |
|------------------------------|------|--------------------------|------|
| Krediler | +0 | Yurt Dışı Bankalara Borç | +100 |
| TL Zorunlu Karşılık (ROM) | +100 | Repo ile Sağlanan Fonlar | -50 |
| Merkez Bankasından Alacaklar | -50 | | |

2.2.4.2.3. ROM ve döviz müdahaleleri

Bankaların kar azamileştirme güdüsüyle davranmasına bağlı olarak ROM yoluyla döviz likiditesinin etkilenmesi merkez bankasının ihtiyari kararının değil ROM'un en önemli kendinden işleyen bir mekanizma olmasının sonucudur. Bu mekanizmayla bankalara maliyet durumlarına göre bu mekanizmadan yararlanma imkanı sunulurken zorunlu karşılık politikasına esneklik kazandırılmıştır.

Doğrudan döviz alımı veya müdahale gibi ihtiyari araçlara kıyasla ROM önemli avantajlara sahiptir. Aktif müdahale araçlarının kullanılması, iletişim politikası ve merkez bankasını kredibilitesi ile yakından ilgili olup, zaman zaman arzu edilmeyen algılamalar oluşması riski mevcuttur. Söz gelimi, kurda oynaklığı azaltmayı hedefleyen

bir merkez bankasının döviz müdahalesi, kamuoyunda kurların seviyesine ilişkin sinyal olarak algılanabilmektedir. ROM'da ise ROK veri iken imkânın ne kadar kullanılacağı ve bunun sonucunda dövizde oluşacak hareketler tamamen bankaların optimizasyon kararları sonucu oluşacağından, döviz kurunun seviyesine veya para politikasının duruşuna dair yanlış algılama riskini sınırlandıracaktır. Ayrıca spekülasyon amaçlı taleplere muhatap olan merkez bankasının döviz alım satımı, ROM ile daha sınırlı olacaktır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012). Oduncu, Ermişoğlu ve Akçelik(2013) ROM'un döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisini ampirik olarak analiz ettiklerinde ROM'un kur oynaklığını düşürücü yönde açık bir etkisinin olduğu saptanmış, sermaye akımlarındaki oynaklıklara bağlı ortaya çıkan kur oynaklıklarının azaltılmasında ROM'un etkin bir politika aracı olduğu sonucuna varılmıştır.

Yukarıda anlatılanlar doğrultusunda, ROM'un döviz müdahalesine olan ihtiyacı azalttığı söylenebilir. Fakat, merkez bankasının müdahale imkanını tamamen ortadan kaldırmaz. Nitekim, sert ve ani sermaye hareketlerinde veya sağlıklı fiyat oluşumlarında döviz müdahaleleri diğer para politikası araçlarını destekleyerek önemli rol oynar.

2.3. ROM ve Faiz Koridoru

2008 krizi sonrası, TCMB oynak sermaye hareketlerini kontrol altına almak, dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak ve hızla tepki verebilmek için yeni para politikası araçlar aramaya başlamıştır. Söz konusu sorunların çözümünde TCMB kendine has iki politika aracı inşa etmiştir: Faiz koridoru ve rezerv opsiyonu mekanizması (ROM).

Faiz koridoru, TCMB'nin gecelik vadede bankalardan borçlanabildiği ve bankalara borç verebildiği faiz seviyelerinin arasında kalan alan tanımlanabilir. Ayrıca, TCMB faiz oranını üzerinden miktar ihalesi ile bankalara fonlama yapabilmektedir. Bu likidite politikası çerçevesinde, politika faizi olarak da adlandırılan haftalık repo faizleri değiştirilmeksizin yani faiz politikasında herhangi bir değişikliğe gidilmeden, ekonomik ve finansal gelişmelerin seyrine göre gecelik piyasada oluşan faiz oranları ayarlanabilmektedir. Böylece, piyasaya yapılan fonlama ayarlanmakta ve para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden farklı olmasına izin verilmiş olmaktadır. Bu para politikası uygulamasında TCMB'nin likidite operasyonlarını kullanmak suretiyle günlük olarak yapabileceği kısa vadeli piyasa faizlerindeki

değişikliklerin büyüklüğü, faiz koridorunun genişliği tarafından belirlenmektedir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2013, s. 14).

Temelde aynı amaca yönelik bu iki aracın ortaya konulması beraberinde bu araçların birbirinin ikamesi olup olmadığı sorusunu gündeme getirmiştir. Her ne kadar iki aracın döviz kurundaki dalgalanmalara yönelik sonuçları nihai durumda benzerlik gösterse de işleyiş mekanizmaları açısından ciddi farklılıklar söz konusudur. Faiz koridoru, döviz kuru oynaklığını portföy davranışları kanalıyla doğrudan etkilerken; ROM giren sermayenin kullanımını değiştirmek suretiyle etkili olmaktadır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012). Dolayısıyla sermaye akımlarının yurt içi piyasalarda yol açtığı oynaklığın azaltılması açısından ROM, faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmi olarak azaltmakta ya da faiz koridoruna yardımcı rol oynamaktadır.

Likidite yönetimi ve kredi aktarımı mekanizması açılarından faiz koridoru farklı işlevlere sahiptir. Kredi mevduat faiz farkını etkilemesi sebebiyle faiz koridoru ROM'dan ayrılmaktadır. Faiz koridoru, dolaysız olarak TL cinsi kredi koşulları üzerinde etkili olabilen bir araçtır. Bankaların kredi fiyatlamalarında koridorun üst bandının TCMB'nin uyguladığı likidite politikalarına bağlı olarak önemli bir ağırlığa sahip olması, kredi kanalının etkileme hususunda faiz koridoru aracını öne çıkarmaktadır. Öte yandan, sermaye akımlarındaki hareketlere bağlı olarak TCMB'nin duruşunu ince frekansta ayarlayabilme esnekliğini kazandırması açısından da faiz koridoru ROM'a göre farklılık arz etmektedir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012). Geniş faiz koridorunun aktif olarak kullanılması durumunda, faizlerdeki oynaklık da yüksek olacaktır. Bu nedenle, kısa vadeli TL faizlerin hareketi, ROM kullanımında yabancı para fonlama maliyeti gibi diğer değişkenlere göre daha belirleyici olmaktadır. Dolayısıyla, ROM'un otomatik dengeleyici özellik göstermesi böylesine bir ortamda zayıf olacaktır. Buna göre, kısa vadeli faiz oynaklığındaki düşüş ROM'un dengeleyici çalışmasına katkı sağlayacaktır. Mesela, TCMB likidite ve faiz politikasının öngörülebilirliğindeki artış ROM'un otomatik dengeleyici mekanizmasının daha belirgin görülmesini sağlayacaktır. (Arslaner, Çıplak, Kara ve Doruk, 2014).

Sonuç olarak, faiz koridoru ile ROM birbirinin ikamesi olarak düşünülmesi mümkün değildir. Zira, döviz kurundaki oynaklığın azaltılması bakımından ROM, geniş bir faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltmakta ama bütünüyle ortadan kaldırmamaktadır. Diğer yandan faiz koridorunun varlığı ise ROM uygulaması neticesinde ortaya çıkan TL likidite hareketlerinin sterilizasyonu konusunda merkez bankasına bir esneklik

sağlamaktadır. Bu iki durumu göz önüne aldığımızda, ROM ile faiz koridorunun tamamlayıcı mekanizmalar olarak çalıştığını söyleyebiliriz. Bu anlamda, her iki aracın senkronize çalışması önemlidir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. ROM'A İLİŞKİN GELİŞMELER VE KARŞILAŞTIRMALAR

“Önceki bölümde ROM detaylı olarak anlatılmış, işleyiş mekanizması incelenmiştir. Bu bölümde ise ROM'un günümüze kadar sonuçları sunulmuş, ROM'un sağlamış olduğu döviz/altın cinsi tesis imkanı üzerinden çeşitli karşılaştırmalar sunularak ROM ile yakın ilişki içinde olan değişkenlerden bazıları ele alınmıştır.

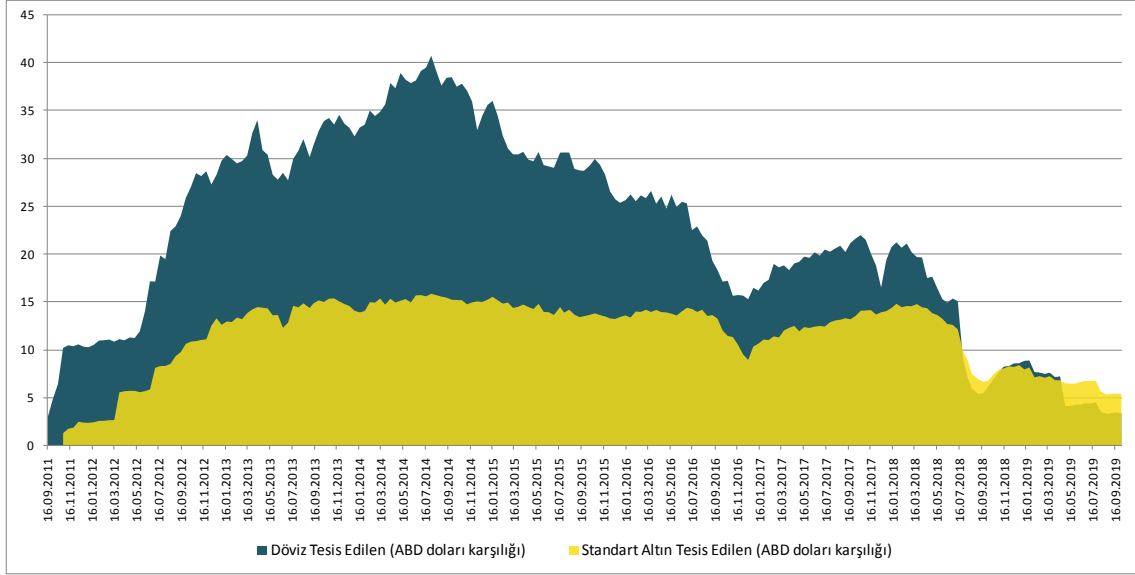
3.1. ROM'un Günümüze Kadar Sonuçları

Sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerinde oluşturduğu olumsuz etkilerinin sınırlandırılması, bankaların Türk lirası likidite ihtiyacının daha düşük bir maliyetle ve daha kalıcı bir yolla temini, döviz rezervlerinin desteklenmesi yoluyla zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması ve yastık altı diye tabir edilen atıl durumda bekleyen altının ekonomiye kazandırılması amaçlarıyla Eylül 2011'de bir para politikası aracı olarak ROM uygulamaya girmiştir. Finansal bir mühendisliğin çıktısı olan ROM sayesinde, bankalara Türk lirası zorunlu karşılıkların belli bir bölümünü yabancı para cinsinden tesis etme imkânı getirmiştir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Kasım, 2012, s. 61). Söz konusu imkân kademeli olarak artırılmış ve Türk lirası zorunlu karşılıkların altın cinsinden tutulma imkânı ile kapsamı genişletilmiştir ve başlangıçta + üzerinden de kabul edilen döviz opsiyonu dolar olarak sadeleştirilmiştir. (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2014)

ROM ile sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılması, TCMB'nin döviz rezervlerinin güçlendirilmesi ve bankaların döviz likiditelerinin desteklenmesi öngörülmüştür (Oduncu, Ermişoğlu ve Akçelik, 2013). TCMB rezervlerinin düşük sterilizasyon maliyetiyle yükseltilmesi ve bankaların borç çevirme riskini azaltması açısından, ROM'un esnek ve piyasa dostu, faydalı bir mekanizma olduğu düşünülmektedir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2013, Kasım, s. 96).

2012 yılında yaşanan küresel ekonomideki daralma ve oynaklıkların artmasının, ROM kullanımını artırdığı ve ilerleyen süreçte bankaların TL zorunlu karşılıklarını daha fazla oranda döviz tutarak karşıladığı görülmüştür. ROM'un yürürlüğe girdiği 2011 yılının sonunda TL karşılığı tesis edilen döviz miktarı 10 milyar dolar seviyelerinde

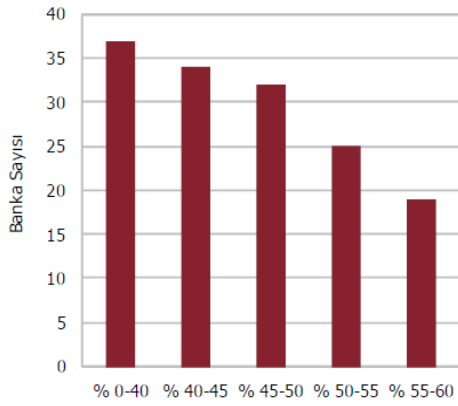
iken 2012 yılı sonunda yaklaşık 3 katı büyüklüğe ulaşarak 28 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı şekilde, 2012 yılı sonundaki 19 milyar dolarlık altın rezervinin 11 milyar doları ROM kapsamında tutulan altından oluşmaktadır (Şekil 3.1).



Şekil 3.1. Yükümlülük Tarihine Göre ROM Döviz ve Altın Tutarı (Milyar Dolar)

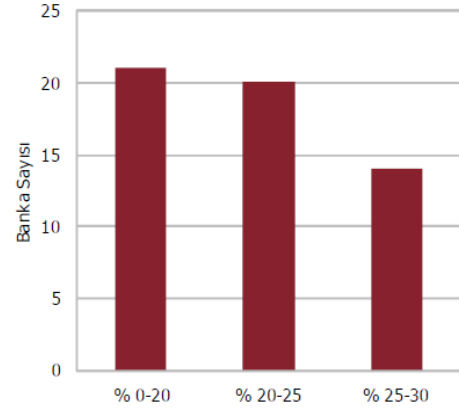
Kaynak: TCMB(Bankacılık Verileri)

Kasım 2012 Finansal İstikrar Raporuna göre, söz konusu dönemde ROM ile bankalara sağlanan TL zorunlu karşılıkların daha düşük maliyetle tesisi imkanı bankalarca yüksek oranda ve istikrarlı kullanılmış, döviz imkandan yararlanan 37 bankadan 12'si 55-60'luk son yüzdeler diliminde imkânın tamamını kullanmışlardır. Yine ayrıca bu dönemde, TL karşılık yükümlülüğü için altın olarak tutma imkanından yararlanan 21 bankadan 7'si son 25-30'luk dilimin tamamını kullanmıştır (Şekil 3.2). 24 Mayıs 2013 tesis tarihi itibarıyla, sektör genelinde döviz imkânının kullanım oranı yüzde 82,6; altın imkânının kullanım oranı yüzde 80,6 olarak gerçekleşmiştir. (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2013, Mayıs)



Şekil 3.2. Bankaların Rezerv Opsiyonu Dilimlerine Göre Döviz İmkanı Kullanımları

Kaynak: TCMB, Kasım, 2012, s. 62



Şekil 3.3. Bankaların Rezerv Opsiyonu Dilimlerine Göre Altın İmkanı Kullanımları

Kaynak: TCMB, Kasım, 2012, s. 62

Oduncu, Ermişoğlu ve Akçelik (2013) ROM'un döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisinin ilk kez araştırıldığı çalışmalarında, 10/2010-10/2012 dönemini incelemişler ve ROM'un kur oynaklığı düşürücü yönde bariz bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. ROM'un değiştirilmesi suretiyle, sermaye hareketlerindeki oynaklığın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkisi giderilmeye çalışılmaktadır. ROM sayesinde, TCMB'nin piyasa döviz alım/satımı yoluyla müdaheli ihtiyacı azalmaktadır. Ayrıca aşamalı olarak ROM'un etkin bir şekilde uygulamaya geçmesi, döviz kuru ve sermaye akımlarındaki oynaklıklara karşı kullanılan faiz koridoru politikasına olan ihtiyacı da azaltmıştır. 2011 ve 2012 yıllarında yaşanan deneyimler faizkoridorunun kredi arzı ve kredi büyümesine yönelik bir araç olarak da düşünülebileceği hususuna işaret etmiştir. (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2013, Mayıs)

Arslaner vd.,(2014, s13) ROM'un kurulumundan Eylül 2013'e kadar olan dönemi inceledikleri çalışmalarında TCMB'nin likidite politikası ile kısa vadeli fonlama faizlerini yükseltmesinin ROM kullanımını artırdığına değinmişlerdir. Fakat bu gözlemleri, ROM'un faydasız olduğu anlamına gelmemektedir. Nitekim, çalışmalarının sonucunda, ROM'un kredi davranışı ve likidite yeterliliği ile etkileşimi durumunda dengeleyici rol oynama potansiyeline vurgu yapılmaktadır. Söz konusu dönemde yaşanan şok, bankaların dış finansman koşullarındaki zayıflamadan ziyade daha çok bir yeniden fiyatlamayı yansıtmaları da ROM'un dengeleyici etkisinin hissedilememesine

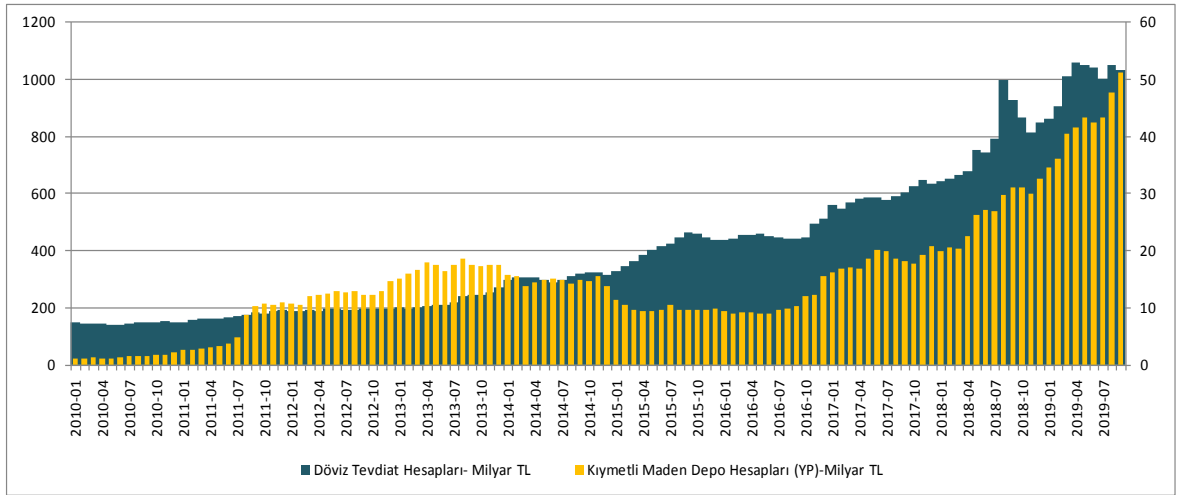
yol açmıştır. Zira, ilgili dönemde bankaların dış borç çevirme oranları oldukça yüksek seyretmektedir (Arslaner vd., 2014, s.13).

2014 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde TL cinsi maliyetlerin yabancı para maliyetlere nazaran yüksek seyretmesinden dolayı ROM'un kullanım avantajı devam etmiştir. Bu imkân kapsamında, bankaların TCMB'de tutukları döviz rezervlerinin tutarı 120 milyar TL'ye yaklaşmıştır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2014, Kasım). 2015 yılına gelindiğinde ise, kurdaki yükselişin etkisiyle ROM kapsamında tesis edilen döviz ve altın rezervlerinde düşüş görülmüştür. 2016 Mayıs Finansal raporunda, ROM kapsamında TCMB'de bulundurulmuş altın ve döviz varlıklarının toplamının bankaların gelecek bir yıldaki yurt dışı borç ödemelerini karşılayabilecek seviyede olduğuna vurgu yapılmıştır. 2016 yılının son yarısında sermaye girişlerinin zayıflaması, döviz kurundaki yükselişler yabancı para maliyetlerini artırmış, buna bağlı olarak ROM rezervlerinde azalmıştır. 2017 yılında ise itibaren ise sermaye hareketlerine bağlı olarak döviz kuru oynaklığının düşmesiyle birlikte ROM rezervlerinde yeniden artış gözlenmiştir. Bu durum yabancı para likidite kullanım oranını da olumlu etkilemiştir. Bankaların likit aktif portföyleri ROM rezervleri başta olmak üzere, nakit, yurt dışı hesaplar ve serbest eurobondlardan oluşmaktadır. ROM rezervlerindeki artışlar, bankaların likit aktiflerine dolayısıyla likidite şoklarına karşı bulundukları tamponlara katkı sağlamaktadır. 2017 yılının son dönemiyle birlikte fonlama maliyetleri ve buna bağlı olarak kredi faiz artarak, kredi-mevduat faiz farkları açılmıştır ve finansal koşullar sıkılaşmaya başlamıştır. 2018 yılında, küresel faiz oranlarındaki gelişmelere bağlı olarak bankaların dolar cinsi dış borçlanma maliyetleri artarak devam etmiştir. 2018 yılının ikinci yarısında finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak dolarda artışlar dikkat çekmiştir. Artan döviz kuru riski üzerine TCMB bankaların döviz likiditesi artırmak üzere ROM döviz imkanının üst sınırını %55'ten %45'e düşürmüştür. Fakat Ağustos ayında yaşanan ciddi kur atağı üzerine döviz imkân oranı üst sınırı %40 düşürülmüş. TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında indirime gidilmiştir.

3.2. Bankaların Kasalarındaki Değişim

ROM uygulaması likidite yönetiminde bankalara esneklik kazandırması açısından önem taşımaktadır. ROM ile birlikte bankalar TL cinsi mevduatları için altın ve döviz cinsi zorunlu karşılık tutma imkanına kavuştular. Merkez bankalarının kural olarak

zorunlu karşılıkları kendi para birimi cinsinden tutması bilinen ve yaygın olarak uygulanan bir politika iken, TCMB'nin kendi para biriminden zorunlu karşılıkları altın ve döviz olarak da tutma imkanını bankalara tanınması merkez bankacılığında uluslararası rezerv biriktirme şekli olarak ilk kez karşılaşılan bir durumdur (Böcüoğlu, 2015). Bu durum karşısında bankalar da mevduatlarını, döviz ve altın cinsinden artırmaya çalışmışlardır. Mevduat bankalarının uygulamanın başladığı 2011 yılı ile birlikte menkul kıymet depo hesaplarındaki ciddi bir artış görülmektedir (Şekil 3.2). Bu dönemde, bankalar altın cinsi mevduat toplamak için birbirleriyle bir rekabetin içine girmiş, çeşitli altın kampanyaları ve reklamları yapmışlardır. Altının ROM içerisinde yer alması, yastık altında tutulan altının finansal sistemi girmesinde ön ayak olarak brüt altın rezervlerinin artmasına katkı sağlamıştır. Altın tesisinde, ROM direkt etkili olurken; kuru kanalıyla etkilemesi açısından faiz koridoru yastık altındaki altını dolaylı olarak etkilemektedir. 2011- 2019 dönemine bakıldığında, ROM ile başlanan ve faiz koridoru sistemiyle desteklenen yastık altı altın çalışmalarının koridor sisteminin sadeleşme adı altında kaldırılması ile oluşturulan para politikasının dengeleyici mekanizması tek taraflı devam etmiştir (Gökçe, 2019).

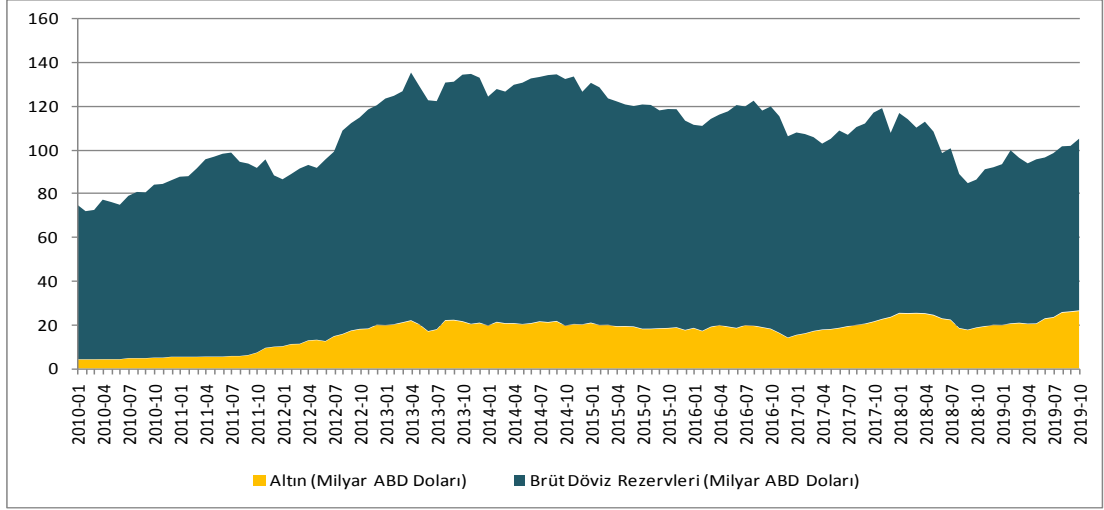


Şekil 3.4. Bankaların Mevduat Grupları (Milyar TL)

Kaynak: TCMB(EVDS)

Bankaların tutması gereken karşılığı döviz ve altın cinsinden tutma imkanı vererek bir bankalara esneklik kazandıran bu uygulamayla birlikte, bankaların merkez bankasında tuttıkları döviz ve altının artmasıyla brüt rezervlerini artırmaktadır. Sermaye hareketlerindeki oynaklıklar yabancı para cinsi borç/alacakları ve buna bağlı

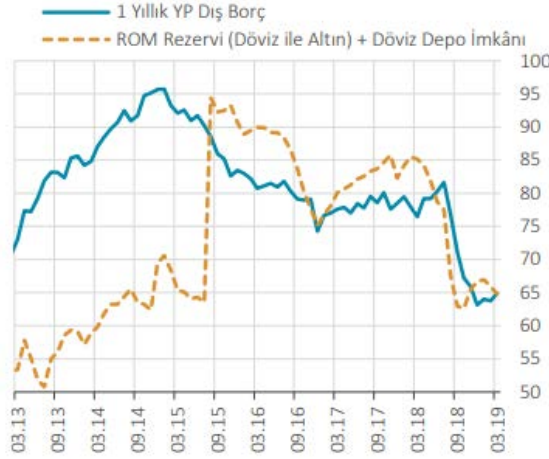
olarak özel sektörün bilançosunu olumsuz etkilemektedir. Bu açıdan, özel sektörün tuttuğu rezervler ve bu rezervlerin optimal kullanımını bir bütün olarak finans istikrara katkı sağlayacaktır.



Şekil 3.5. TCMB Döviz ve Altın Rezervleri (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB (EVDS)

Bankaların likit aktif portföyleri nakit, yurt dışı hesaplar, ROM rezervleri ve serbest eurobondlar dan oluşmaktadır. Söz konusu likit aktifler 2019 yılında, altı ay içinde vadesi dolacak YP cinsi yurt dışı borcun tamamını; bir yıl içinde vadesi dolacak YP cinsi yurt dışı borcun ise yüzde 70'ini karşılayabilecek düzeye ulaşmıştır. (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2019, Mayıs). Artan ROM rezervleri, likit aktifler içindeki payıyla bankaların likidite şoklarına karşı bulundukları tamponlara katkıda bulunmaktadır. TCMB tarafından bankalara tahsis edilen depo limitleri de dâhil edildiğinde, bankaların likit aktifleri en olumsuz şoklara yanıt verebilecek seviyededir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2019, Mayıs). Öyle ki ROM rezervleri ile döviz depo imkanı, 1 yıllık yabancı para dış borç ile baş edecek seviyededir (Şekil 3.6).

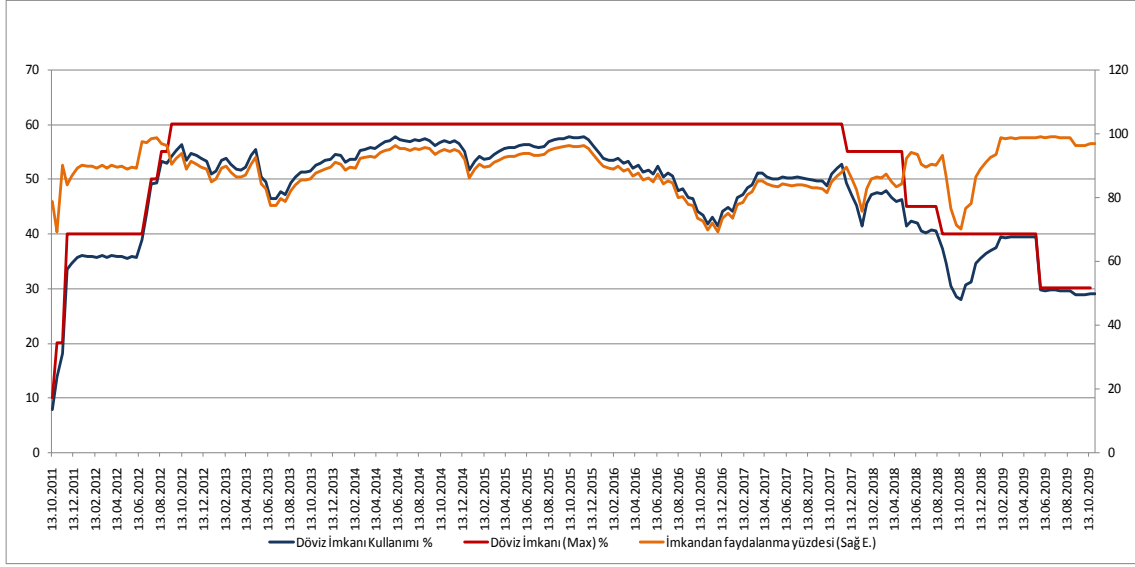


Şekil 3.6. ROM Rezervleri ve Döviz Depo İmkânı ile 1 Yıl İçinde Vadesi Dolacak YP Dış Borç (Milyar ABD Doları)

Kaynak: TCMB (Finansal İstikrar Raporu 2019, Mayıs.)

3.3. ROM İmkânından Faydalanma

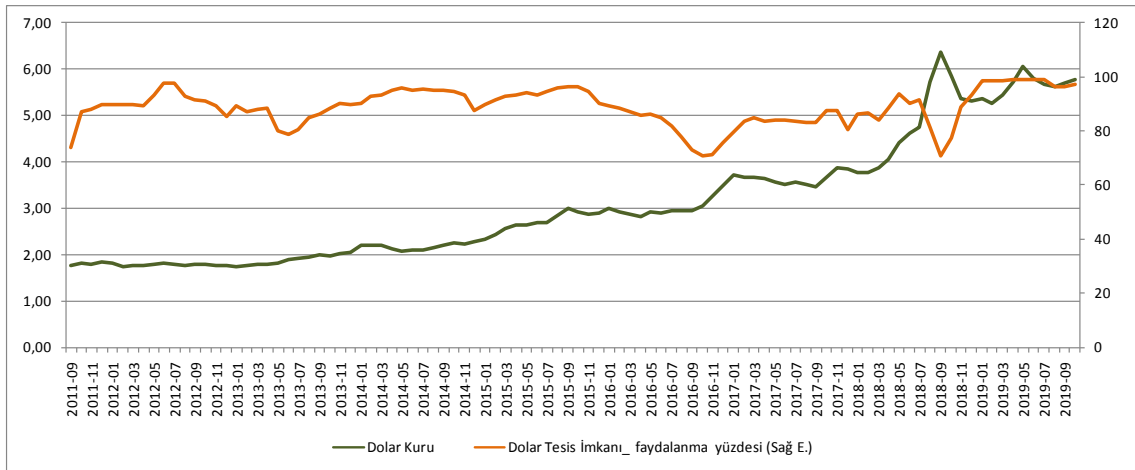
Sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması açısından geliştirilen ROM'un otomatik stabilizatör olarak çalışması durumuna vurgu yapılmıştı. Fakat otomatik bir dengeleyici olarak çalışmasının arkasında bankaların Türk Lirası cinsi zorunlu karşılıkları döviz veya altın tutma imkânını tamamen kullanmaması yatmaktadır. Üst dilimlerinde ROK'un yüksek tutulması da bu amacın gereğidir. Yükümlülük tarihleri esas alınarak aşağıdaki grafikte ROM kapsamında döviz tutma imkanı gösterilmiştir. İmkandan yüzde yüz bir yararlanma olmamıştır. 15 Temmuz 2016 hain darbe girişimi ve Ağustos 2018'deki dolar atakları ve sonrasında döviz imkanından imkandan faydalanma da ciddi düşüş göstermiştir. Kurdaki hareketlere bağlı olarak 2018 ve sonrasında TCMB'nin döviz imkanı için imkanın üst sınırı kademeli olarak düşürdüğü görülmüş, 2019 yılında ise tekrardan artış göstererek 100'e yaklaşmıştır. İmkan üst sınırının aşağı çekilmesi, yerli paranın piyasadan çekilerek bankalar kanalıyla yabancı paranın kullanıma sunulmasını ifade eder. Böylece. Banka davranışları etkilenmek suretiyle kura dolaylı bir müdahale gerçekleştirilmiş olmaktadır.



Şekil 3.7. ROM Kapsamında Döviz İmkani ve Faydalanma Durumu

Kaynak: TCMB (Bankacılık Verileri)

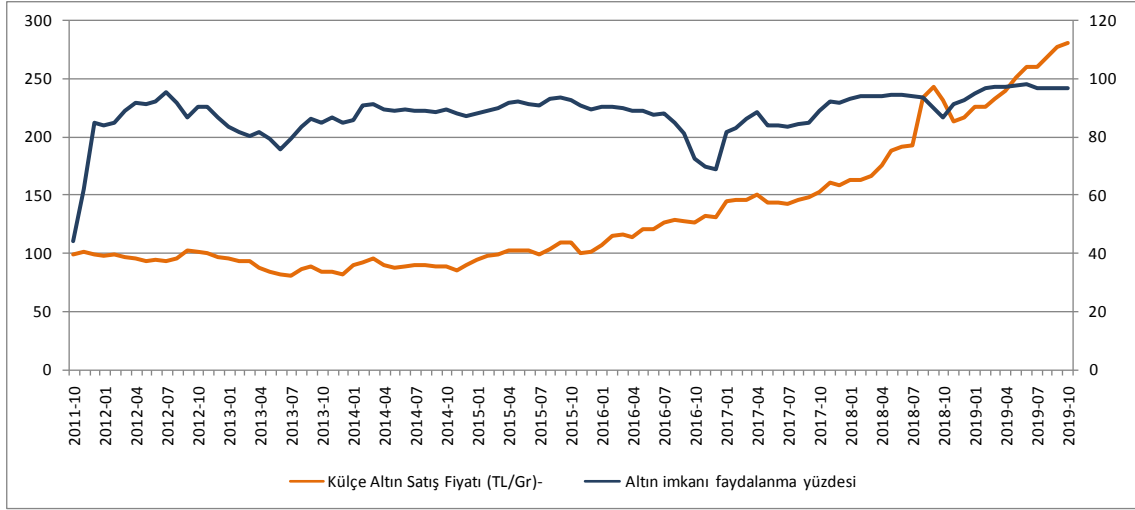
Yabancı para cinsinden tesis edilecek bir karşılığın en önemli belirleyicisi onun maliyetidir. Bu da öncelikli olarak döviz kuruna bağlıdır. Döviz kurunda yaşanan ciddi artışlar (15 Temmuz 2016, Ağustos 2018 ABD kur atağı) durumunda yabancı para maliyeti artmış ve ROM dolar cinsi tesis imkanından yararlanma düşüş göstermiştir (Şekil 3.8).



Şekil 3.8. Döviz Kuru ve ROM Kapsamında Döviz İmkanından Faydalanma

Kaynak: TCMB(EVDS, Dolar Alış Kuru; Bankacılık Verileri)

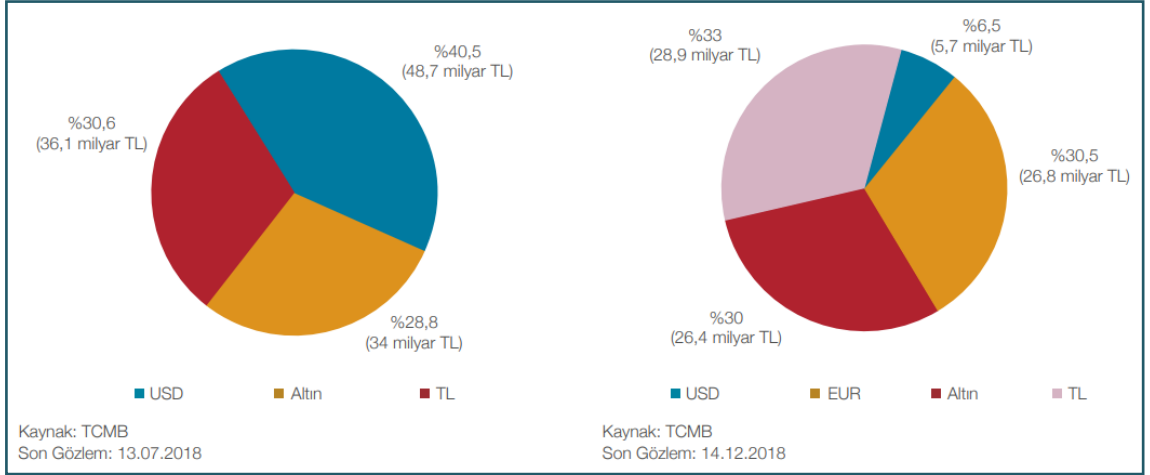
Kur ile döviz cinsi tesis arasındaki ilişkinin benzeri altın fiyatı ile altın cinsi tesis imkanında görülmektedir. Külçe altının satış fiyatındaki artış durumunda ROM kapsamında altın cinsi tesis imkanından faydalanma düşmektedir (Şekil 3.9.)



Şekil 3.9. Külçe Altın Fiyatı ile ROM Kapsamında Standart Altın Cinsi Tesis İmkanından Faydalanma

Kaynak: TCMB(EVDS;Bankacılık Verileri)

ROM kapsamında TL cinsi karşılıklar için ABD dolarının yanı sıra euro cinsinden de zorunlu karşılık tesis edilebilmesi imkânı 2014'te kaldırılmıştı. Döviz kurundaki gelişmeler üzerine 2018 Ağustos ayında alınan bir karar ile euro cinsi tesis imkanı tekrar getirilerek finansal kuruluşların likidite yönetimindeki esnekliklerine katkı sağlanmıştır. Böylece TL yükümlülükler için yapılan zorunlu karşılık tesisinde euro cinsinden tesisin payı ise 2018 sonunda %30,5 olarak gerçekleşmiştir. ABD dolarının payı ise %40,5'den % 6,5'e gerilemiştir. ROM'da euro tesis imkânı öncesi ve sonrası TL cinsi zorunlu karşılık tesisine ilişkin kompozisyon karşılaştırmalı olarak aşağıda sunulmuştur. Bankalar uluslar arası piyasalardan borçlanırken sendikasyon kredisini dolar cinsinden alıp ödemektedirler. Zorunlu karşılıқта euro imkanı ile birlikte bankalar bünyesinde bulunan doları yabancı para borçların ödemesinde kullanmayı tercih etmişler, euro ise ROM kapsamında karşılık tesisinde kullanılmıştır.



Şekil 3.10. ROM'da Euro Tesis İmkânı Öncesi ve Sonrası

Kaynak: TCMB, 2019

ROM uygulamasıyla birlikte bankaların bilanço kalemlerinin kompozisyonunda da önemli değişiklikler olmuştur. TL zorunlu karşılıkların döviz ve altın cinsi tutulabilmesi imkanının pek tabii sonucu olarak, zorunlu karşılık yükümlülüğü için TCMB serbest hesaplarda tutulan TL tutarı Eylül 2011-Eylül 2012 döneminde TL gerilerken, yabancı para cinsinden bloke hesaplarda tutulan zorunlu karşılıklar ise artmıştır. Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, ROM uygulamasının ilk yılının ardından TCMB'den TL cinsi alacaklar 53,1 milyar TL azalırken, yabancı para cinsinden zorunlu karşılıklar hesabı ise 31,7 milyar ABD doları artmıştır. Zorunlu karşılık olarak TCMB'de tutulan TL tutarının azalmasına bağlı olarak, TCMB'den repo yoluyla borçlanmalar ve piyasadaki TL likidite açığı azalmıştır. Bilançonun pasif tarafına baktığımızda ise, söz konusu dönemde repo işlemlerinden sağlanan TL cinsi fonlar 32,8 milyar TL gerileyerek repo işlemlerine olan bağımlılığın azalmasına katkı sağlanmıştır. Bu azalış, bankaların TL faiz maliyetlerini de azaltarak net faiz gelirlerine katkı sağlanmıştır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Kasım, 2012).

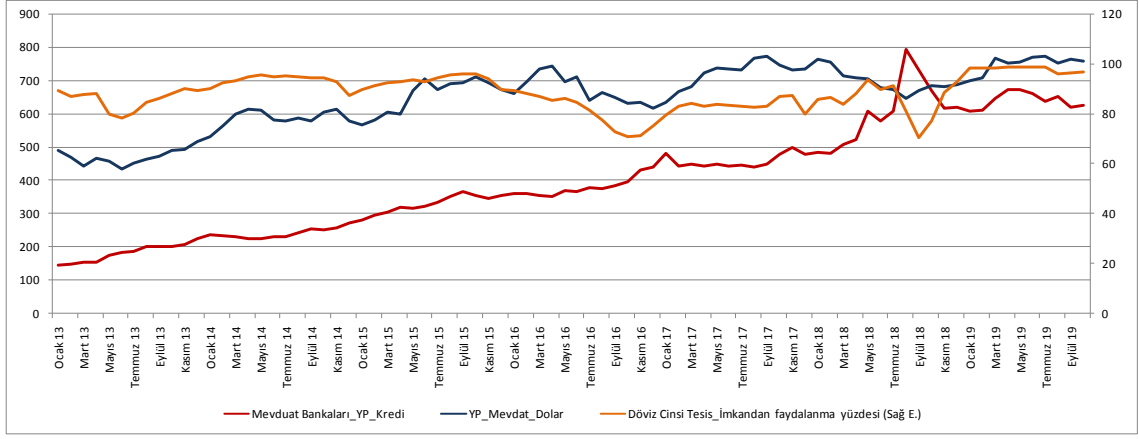
Tablo 3.1. Eylül 2011-2012 Aktif -Pasif Değişimi

| | TL (Milyon TL) | YP (Milyon ABD doları) | | TL (Milyon TL) | YP (Milyon ABD doları) |
|------------------------------|----------------|------------------------|-------------------------------|----------------|------------------------|
| Merkez Bankasından Alacaklar | -53,1 | 0,0 | Repo İşlemlerinden Sağ.Fonlar | -32,8 | 4,2 |
| Zorunlu Karşılıklar | -0,1 | 31,7 | Mevduat | 34,9 | 15,0 |
| Bankalardan Alacaklar | 3,1 | -3,1 | Bankalara Borçlar | 3,4 | 7,2 |
| Krediler | 89,8 | 6,1 | İhraç Edilen Menkul Değerler | 10,0 | 4,1 |
| Ters Repo | 8,9 | 0,0 | Karşılıklar | 6,8 | 0,1 |
| Menkul Değerler | -1,5 | -4,0 | Diğer | -0,7 | 3,3 |
| Diğer | 5,0 | -0,3 | Özkaynaklar | 24,1 | 1,4 |
| Toplam Aktifler | 52,1 | 30,4 | Toplam Pasifler | 45,8 | 35,3 |

Kaynak: BDDK,TCMB

Yukarıdaki tabloya bakıldığında, zorunlu karşılıklar için döviz ve altın cinsinden tesis edilen tutarların bir kısmının likit varlıklarla finanse edildiği, önemli bir kısmının ise yabancı para cinsinden borçlarla finanse edildiği görülmektedir. Zira, ağırlıklı olarak bankaların yurt dışı muhabir mevcutlarından oluşan bankalardan yabancı para alacaklar hesabı 3,1 milyar ABD doları, yabancı para menkul kıymetler hesabı ise 4 milyar ABD doları azalırken yabancı para cinsinden pasifler 35,3 milyar ABD doları artmıştır. 35,3 milyar ABD doları yabancı para kaynak girişi karşısında, yabancı para cinsinden kredilerdeki artış sınırlı olmuş ve sadece 6,1 milyar ABD doları artmıştır. Bu durum ise, yabancı para cinsi borçlanmaların büyük bir kısmının zorunlu karşılık tesisinde kullanıldığı ve bu durumun yabancı para kredi büyümesini sınırlandırdığı şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca, ROM kapsamında bankaların döviz imkanından yararlanmasıyla birlikte, bankaların TL likidite ihtiyaçları için yaptıkları TL borçlanma swap işlemlerinde düşüş görülmüştür.

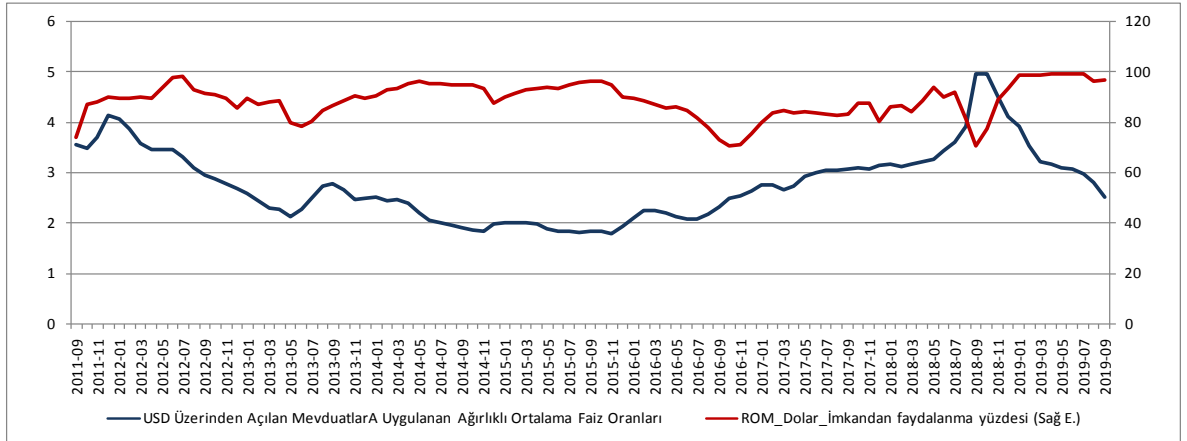
ROM kapsamında döviz cinsi karşılık tesisi, bir yandan bankaların yabancı para cinsi borçlanma imkanı ve maliyetine bağlı olarak etkileniyorken diğer yandan yabancı para cinsi kredi verme imkanını da etkilemektedir. Aşağıdaki grafikte mevduat bankalarının ABD doları cinsi mevduatları, kredileri ile döviz tesis imkanından yararlanmaları sunulmuştur. Buna göre 2016 yılına kadar bankaların topladığı dolar cinsi mevduatlar ve buna bağlı olarak kredileri artmıştır. 15 Temmuz hain darbe girişimi sonrası kurdaki ani ve ciddi yükselişe bağlı olarak dolar cinsi krediler ve döviz tesis imkanından faydalanma düşüş göstermiştir. Benzer durum 2018 Ağustos ayında ABD ile ülkemiz arasında yaşanan gelişmelere bağlı olarak yaşanmıştır.



Şekil 3.11. Dolar Cinsi Mevduat ve Krediler (Milyar TL) ile ROM Kapsamında Döviz İmkanından Faydalanma

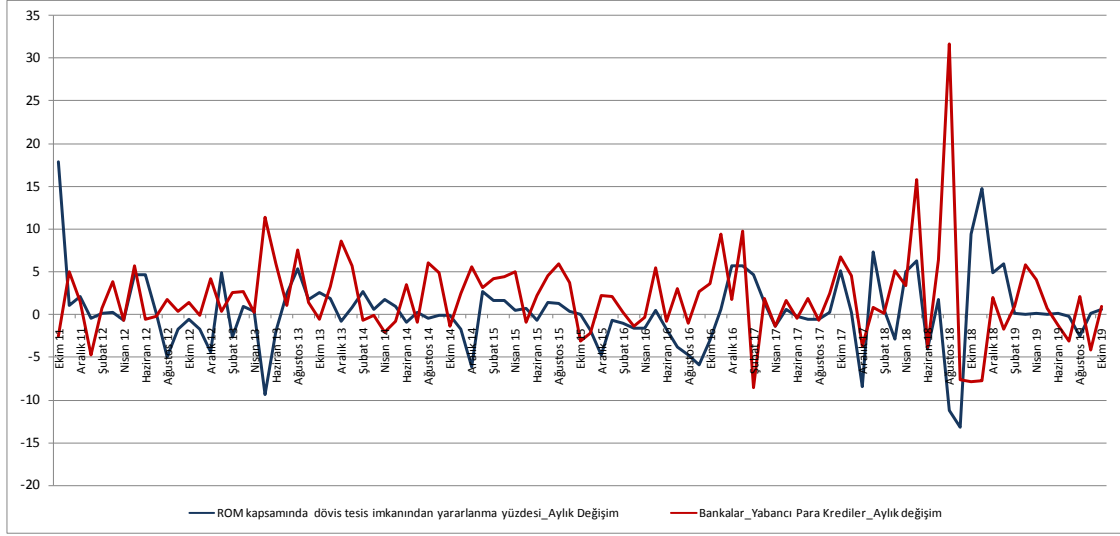
Kaynak: TCMB (Bankacılık Verileri; EVDS)

ROM kullanımını belirleyen diğer bir unsur ise, mevduat faiz oranlarıdır. Faiz oranlarının artmasına bağlı olarak banka TL cinsi mevduatlar için daha yüksek maliyetle döviz cinsi karşılık tutmak yerine, döviz mevduatı toplamak ve döviz cinsi kredi vermek eğiliminde olacaktır. Bu ters yönlü ilişki aşağıdaki grafikte de görülmektedir. Yabancı para cinsi kredilerdeki aylık değişim ile ROM kapsamındaki döviz cinsi tesis imkanından yararlanma yüzdesindeki aylık değişim genel olarak ters yönlüdür (Şekil 3.13).



Şekil 3.12. Dolar Cinsi Mevduatlar için Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı ile ROM Kapsamında Döviz İmkanından Faydalanma

Kaynak: TCMB (EVDS; Bankacılık Verileri)



Şekil 3.13. *Yabancı Para cinsi Krediler ile ROM Kapsamında Döviz İmkanından Faydalanma (Aylık Değişim, %)*

Kaynak: TCMB (Bankacılık Verileri; EVDS)

Ayrıca Şekil 3.11 ve 3.12’de verilen grafiklerden görüleceği üzere 2015 yılından itibaren döviz imkanından faydalanma oranı düşüş göstermiştir. Bu durumun nedeni olarak, 2014 yılının sonunda zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasıyla birlikte, bankaların TL cinsi mevduatlara uygulanan faizlerden dolayı karşılıklarını TL olarak tesis etmeyi tercih etmeleri gösterilebilir

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TARTIŞMA VE SONUÇ

Cari işlemler açığı veren ülkeler için kısa vadeli sermaye hareketliliği ayrı bir önem taşımaktadır. Zira, Cari işlemler açığının finansmanına katkı sağlayan kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklık finansal kırılganlığa neden olmaktadır. Bu durum, 2018 yılı sonlarında başlayan küresel finansal krizle birlikte spekülasyon hareketlerinin artmasıyla daha ciddi hissedilmiştir. Bu süreçte, TCMB de döviz ve altın rezervlerinin desteklenerek oynak sermaye hareketlerinin kontrol altına alınması, dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığının artırılması ve bu şoklara hızla tepki verilebilmesi amaçlarıyla finansal bir mühendislik ürünü olan ROM'u geliştirmiştir. Bu yeni aracın makroekonomik ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda faydalı bir mekanizma olarak kullanılması hedeflenmiştir. Yapılan çalışmalarda, ROM'un sermaye hareketlerindeki ani, sert hareketlere bağlı olarak geniş kur dalgalanmalarındaki riski azalttığını, ABD doları/TL kurunun diğer kurlara göre oynaklık, çarpıklık ve basıklıkta daha düşük seviyede seyrettiği görülmüştür. Döviz kuru oynaklığını azaltmanın yanı sıra brüt döviz rezervlerini de artırıcı bir etkisi söz konusudur. Ayrıca döviz kurundaki oynaklıkların faiz oranlarında ve yatırım pozisyonlarında oluşturacağı olumsuz etkiler göz önüne alındığında, kurdaki oynaklığın azaltılmasında ROM'un daha etkin bir şekilde kullanılmasının gerektiği açıktır. Artan brüt döviz rezervlerinin TCMB'den ziyade özel sektör kaynaklı olduğu görüldüğünde, brüt rezervin özel sektör lehine artması finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini artırarak rezervlerin daha etkin kullanımına yol açtığı anlaşılabacaktır. Sermaye hareketlerindeki oynaklığın özel sektörün bilançosunu olumsuz etkilediğini, yabancı para cinsi borç ve alacaklarını etkilediğini düşündüğümüzde, özel sektörün tuttuğu rezervler ve bu rezervlerin optimal kullanımı bir bütün olarak finans istikrara katkı sağlayacaktır.

ROM, döviz rezervlerini artırarak sermaye hareketlerinin azaltılmasında merkez bankasına bir hareket kabiliyeti kazandırmaktadır. Ayrıca, kısa vadeli kur swap işlemlerine olan ihtiyacın azaltılarak portföy akımları ve cari açığın finansman kalitesinin korunmasında katkılar sağlamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ROM ile sterilize edilme imkanı cari açık ve kısa vadeli borç yükü gibi diğer makro ekonomik değişkenlerle de ilişkilidir. Zira, her ne kadar brüt rezervi artırmada başarılı

bir politika aracı olsa da, genel olarak brüt rezervlerin kısa vadeli borç yükünün gerisinde olması nedeniyle ROM eleştirisi de almaktadır. Fakat burada şu gözden kaçırılmamalıdır. ROM kendiliğinden işleyen bir mekanizma olsa da merkez bankasının müdahalesini ortadan kaldırmaz. Yeni bir araç olması nedeniyle hareket sahası net olarak ancak zaman içinde çeşitli şoklara karşı sınanması ile görülecektir.

ROM'un önemli bir özelliği otomatik bir dengeleyici olmasıdır. Yani ROM yoluyla döviz likiditesinin çekilmesi merkez bankasının ihtiyari kararının değil, müdahale olmaksızın, bankaların bireysel kâr âzamîleştirme davranışlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak burada altının çizilmesi gereken bir husus var: ROM'un tam otomatik dengeleyici rol oynaması ancak finansal araçların ROM dahilindeki döviz/altın cinsi karşılık tesisi olanağını tamamen kullanmamaları ile mümkündür. Bu durum bankaların kısa vadeli borçlanma imkanlarıyla yakından ilişkili olan ROD'un üst dilimlerine uygulanan yüksek ROK'un nedenini açıklamaktadır. ROM'a ait ilk çalışmalarda zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi yoluyla karşılık maliyetinin merkez bankası politika faizine duyarlılığının azaltılması ve bu yolla ROM'un otomatik stabilizatör özelliğinin güçlendirebilmesi önerileri merkez bankasınca ilerleyen süreçte kabul görerek uygulanmıştır. Her ne kadar ROM kendiliğinden işleyen bir mekanizma olsa da merkez bankasının müdahalesini ortadan kaldırmak veya minimum seviyeye çekmek gibi bir iddiası olamaz. Ani dışsal şoklar ve sermaye hareketlerinde diğer para politikası araçlarıyla desteklenmelidir.

Döviz kuru oynaklığının azaltılmasında ROM'u destekleyen önemli bir para politikası aracı ise faiz koridorudur. Faiz koridoru, döviz kuru oynaklığını portföy davranışları kanalıyla doğrudan etkilerken; ROM ise piyasaya giren sermayenin kullanımını ve kompozisyonunu değiştirmek suretiyle etkili olmaktadır. Böylelikle sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu oynaklığın azaltılmasında ROM, faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmi olarak azaltmakta ve faiz koridoruna yardımcı rol oynamaktadır.

ROM uygulamasında piyasadaki TL/döviz likiditesi rezerv opsiyonu katsayıları (ROK) ve rezerv opsiyonu dilimlerinin (ROD) değiştirilmesi suretiyle sağlanmaktadır. ROK'ların düşük seviyede tutulması, diğer fon kaynaklarına olan talebi etkilemek suretiyle bankaların bu opsiyondan faydalanmalarını teşvik etmektedir. Yeni bir ROK diliminin eklenmesi piyasadaki TL likiditesini artırıcı etki oluşturmaktadır. ROK

katsayılarının belirlenmesinde bankaların dış kaynaklardan borçlanma imkanlarının ve özellikle de maliyetlerinin tahmin edilmesi önem taşımaktadır. Çünkü bankaların, ROD'lara göre kullanım miktarlarının temel belirleyicisi fon bulma maliyetleridir. TCMB'nin ROD ve ROK'ları belirlerken karşılaştığı en önemli problem bu fonlama maliyetinin tahmin edilmesidir. Buradaki zorluğun bir nedeni özellikle yabancı finansal kuruluşlarla işbirliği içinde olan bankaların düşük maliyetle döviz cinsi borçlanabilme imkanlarıdır. Döviz maliyetlerine bağlı olarak bankaların ROD'un son dilimlerinin kullanım oranları TCMB nezdinde piyasanın durumu ve fonlaması hakkında bir ipucu vererek politika kararına yardımcı olmaktadır. Zira, hızlı sermaye hareketlerinde TCM'nin ROM kapsamındaki altın/döviz rezervleri ve buna bağlı olarak ROD'larda uygulayacağı değişiklikler önem arz etmektedir. Gerek sermaye girişlerinde gerekse sermaye çıkışlarında ROM'un otomatik stabilizatör olarak çalışması için bankaların Türk Lirası cinsi zorunlu karşılıkları döviz veya altın tutma imkânını tamamen kullanmaması gerekir. Bunun içindir ki TCMB, üst dilimlerde ROK'u yüksek tutmaktadır. Ayrıca, ilk dilemlere daha fazla müdahale edilmesinin nedeni de, döviz likiditesine daha fazla etki sağlamak amacıyla'dır.

Maliyet yönlü unsurların yanı sıra bankaların ROM kullanımını etkileyen başka faktörler de mevcuttur. ROM kullanımını belirleyen unsurlara kur değişimleri, kur beklentileri, küresel risk algılamaları, doğrudan sermaye akımları, yabancı para fonlarının değerlendirildiği diğer varlıklar, kredi verme iştahı, yabancı para/altın likidite koşulları gibi bankaların davranışlarını açıklayan pek çok değişken eklenebilir. ROM kapsamında döviz ve altın cinsi karşılık tesisi imkanından yararlanma hususunda altın ve kurun ve bu cinsten tutulan mevduatların etkili olduğu grafiklerle açıklanmıştır. Ayrıca bu imkandan yararlanmada görülen hareketlerin yabancı para cinsinden verdikleri kredilerdeki aylık hareketlerle benzerlik gösterdiği görülmüştür.

ROM otomatik bir dengeleyici mekanizmaya sahip olsa da gerektiğinde bu müdahalelerle desteklenmelidir. Döviz kurundaki ciddi yükselmeler karşısında piyasaların ihtiyaç duyduğu döviz likiditesinin sağlanması ve böylece ROM'un otomatik dengeleyici olma özelliğinin güçlendirilmesi amaçlarıyla gerek ROM ve gerekse ROK'lara müdahale edilmektedir. Bunun en bariz örneği 2018 yılındaki dolar kurundaki aşırı yükselişlerin ardından merkez bankasının döviz imkan oranı üst sınırını

kademeli olarak düşürmesinde görülmüştür. Böylece TL likidite için sıkılaştırmaya gidilerek piyasadan çekilerek, dolar likiditesi bankaların kullanımına açılmıştır.

KAYNAKÇA

- Akçay, M. A. (1997, Ekim). Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Ankara: TC Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı.
- Akdış, M. (2006). *Para Teorisi ve Politikası*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Alexander, W. A., Balino, T. ve Enoch, C. (1995). *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*. IMF Tebliği No:126.
- Alper, K., Kara, H. Ve Yörükoğlu, M. (2012, Ekim). *TCMB Ekonomi Notları*. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/11ae5e89-de8a-49a9-8a0e-425b8cad7cdf/EN1325eng.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=11ae5e89-de8a-49a9-8a0e-425b8cad7cdf> (Erişim tarihi: 10.11.2015)
- Alptekin, V., Ünüvar, B. ve Küçüközmen, C. C. (2015). Para Politikası Araçları. N. O. Altay içinde, *Para İktisadi Teori ve Politika* (s. 31-39). Ankara: Palme Yayınları.
- Arslaner, O., Çıplak, U., Kara, H. ve Doruk, K. (2014, Ekim). *Reserve Option Mechanism: Does it Work as an Automatic Stabilizer?* <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f4762770-5933-4a90-9a29-031b6c05684f/WP1438.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-f4762770-5933-4a90-9a29-031b6c05684f-m3fw6bn> (Erişim tarihi: 10.11.2015)
- Böcüoğlu, M. E. (2015, Haziran). Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. TCMB.
- Gökçe, D. (2019, 2 12). *Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Yastıkaltı Altın Potansiyeli*. <https://www.halkbankkobi.com.tr/NewsDetail/Rezerv-Opsiyon-Mekanizmasi-ve-Yastikalti-Altin-Potansiyeli/11551> (Erişim tarihi: 07.05.2019)
- Güneş, H. (1990). *Türkiye'de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Jansen, D. ve De Haan, J. (. (2007). Were Verbal Efforts to Support the Euro Effective? A High-Frequency Analysis of ECB Statements. *European Journal of Political Economy*, 23 (1).
- Jansen, D. ve De Haan, J. (2005). Talking Heads: The Effects of ECB Statements on the Euro-Dollar Exchange Rate. *Journal of*, 24 (2), s. 343-361.
- Keyder, N. ve Ertunga, E. İ. (2012). *Para Teori, Politika, Uygulama*. Ankara.
- Koçyiğit, D. (2009, Mayıs). Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Küçüksaraç, D. ve Özel, Ö. (2012, Kasım). Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarını Hesaplanması. TCMB.
- Mussa, M. (1981). The Role of Official Intervention.
- Oduncu, A., Ermişoğlu, E. ve Akçelik, Y. (2013). Merkez Bankasının Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı. *Bankacılar Dergisi* (86), 43-52.
- Önder, T. (2005, Mayıs). Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.

- Özatay, F. (2011). *Parasal İktisat: Kuram ve Politika*. Ankara: Ankara: Efil Yayınevi.
- Özbilen, Ş. (2014). *Para Politikası*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Öztürk, N. (2014). *Para Banka Kredi*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Parasız, İ. (2000). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (2007). *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (2000). *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Pınar, A. ve Erdal, B. (2008). *Para Banka, Mali Kuruluşlar ve Uluslararası Mali Sistem*. Ankara: Naturel Yayıncılık.
- Şıklar, İ. (2008). *Para Teorisi ve Politikası*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Talashı, i. A. (2012, Mayıs). Türkiye'de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşık Yönetimi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi* . Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- TCMB. (2013, Kasım). Rezerv Opsiyonu Mekanizması Kullanımını Etkileyen Faktörler. *Finansal İstikrar Raporu* .
- Türkel, J. Z. (2014, Ekim). Sözlü Döviz Müdahalelerinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi* . Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2012, Aralık). Bülten. 28 .
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2014, Ekim 21). Çekirdek Yükümlülüklerine Sağlanacak Desteğe İlişkin Basın Duyurusu. *Basın Duyurusu* . Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2012, Aralık). *TCMB Bülten (28)* .
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2012, Kasım). *Finansal İstikrar Raporu*.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2013, Mayıs). *Finansal İstikrar Raporu*.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2013, Kasım). *Finansal İstikrar Raporu*.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2013). *Parasal Aktarım Mekanizması*.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2014, Kasım). *Finansal İstikrar Raporu*.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2016, Mayıs). *Finansal İstikrar Raporu*.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2019, Mayıs). *Finansal İstikrar Raporu*
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2019, Mart 15). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yıllık Faaliyet Raporu 2018*.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2014). *Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar*. <http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Zorunlu+Karsilik+Oranlari> (Erişim tarihi: 10.02.2017)
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2014, Temmuz 24). *Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu*. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6ab8cb22-a63f-4b8b-9ad6-3a12ef3fe069/DUY2014-56.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6ab8cb22-a63f-4b8b-9ad6-3a12ef3fe069-m3fC8> (Erişim tarihi: 20.03.2015)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. *Terimler Sözlüğü*.

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/>

Ünalmiş, D. ve Ünalmiş, İ. (2015, Şubat 2). Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi. *Ekonomi Notları* . Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Yavuzarslan, N. (2011, Temmuz). Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi* . Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.

Yay, G. G. (2012). *Para ve Finans Teori-Politika* . İstanbul : İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.