

TCMB’NİN PARA POLİTİKASI VE POLİTİKA FAİZİNİN KREDİ FAİZLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Burcu Ünüvar Immerkjaer, Yeditepe Üniversitesi İktisat Doktora öğrencisi
Prof. Dr. Ahmet Özçam, Yeditepe Üniversitesi İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

Büyük Durgunluk’un (Great Recession) gölgesinde geçen son on yılda, pek çok ekonomik ezberin sorgulandığına şahit olduk. Dünya genelinde krizle mücadele görevinin ağırlıklı olarak merkez bankaları üzerinden yürütülmesi, para politikası amaç ve araçlarının yeni bir bakışla ele alınmasına neden oldu. Faiz oranlarının büyük merkez bankaları tarafından sıfır noktasına kadar düşürülmesi, eksi reel faizlerin devreye girmesi ve faiz oranlarıyla oynamanın daha fazla mümkün olmaması nedeniyle makro ihtiyati tedbirler ve parasal genişleme gibi araçlar ön plana çıktı. ABD, Avrupa, Japonya gibi dünyanın önde gelen merkez bankalarının düşük faiz oranlarına ek olarak küresel likiditeyi tarihte görmediğimiz seviyelere çıkartan adımları, gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için önemli sonuçlar doğurdu.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da bu dönemde para politikası cephesinde yaşanan tartışmalara aktif olarak dahil oldu. Çalışmamızın ilk bölümünde kısaca son on yılda küresel anlamda öne çıkan para politikası ve merkez bankacılığı tartışmalarına değineceğiz. İkinci bölümde TCMB özelinde para politikası ve reaksiyon fonksiyonu yaklaşımlarındaki değişimi tarihsel bir sıra içerisinde sunacağız. Son bölümde ise, gelinen noktada parasal aktarım mekanizmasının etkinliği hakkında fikir verebilmek için TCMB’nin yeni politika çerçevesinde öne çıkan Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti’nin (AOFM) kredi faizlerini etkileme gücünü modellediğimiz çalışmanın sonuçlarını paylaşacağız. Çalışmanın amacı son on yılda TCMB tarafından farklı zamanlarda ön plana çıkartılan amaç ve araç kombinasyonlarını tarihsel bir sıralama ile sunarak gelinen noktada yeni para politikası araçlarının etkinliğinin sorgulanmasına ışık tutmaya çalışmaktır.

Bölüm-1: Dünyada “Merkez Bankacılık ve Para Politikası” Tartışmaları

1970’lerde gelişmiş ülkelerde ve 1980’ler ve 1990’larda gelişmekte olan ülkelerde görülen yüksek enflasyon, merkez bankacılık ve para politikası literatürünü ağırlıklı olarak şekillendiren temel gelişmelerdi. Enflasyonla mücadele amacıyla gerçekleştirilen farklı deneme-yanılmaların sonunda 1990’lara geldiğimizde neredeyse genel bir uzlaşma ile kabul edilen 3 nokta karşımıza çıkmaktaydı:

- 1- Fiyat istikrarı, istihdam ile çelişen bir öncelik değildir,
- 2- Yüksek ve dalgalı enflasyon büyüme performansını zedeliyor ve kaynak dağılımını bozuyor,
- 3- Enflasyondan en çok toplumun düşük gelir grubu zarar görüyor.

Eldeki bu tespitler “Enflasyon Hedeflemesi” rejiminin, diğer bir deyişle “Fiyat İstikrarı” hedefinin 1990’lardan başlayarak genel kabul görmüş merkez bankacılık yaklaşımı olmasını sağladı. ABD Merkez Bankası FED’in fiyat istikrarı ve tam istihdamı gözeten “çifte görev tanımı” yaklaşımı dışarıda tutulursa, dünyada önde gelen pek çok merkez bankası için fiyat istikrarı, sorgulanmadan gelen bir görev tanımı haline dönüştü.

Bu yaklaşımı eleştiren iktisatçılar da elbette vardı. Öncelikle merkez bankalarının sadece fiyat istikrarına odaklanmasının, özellikle gelişmekte olan ülkelerde genel makro istikrar perspektifinden bakıldığında eksiklik yaratabileceği tezi yaygın olarak yapılan eleştirilerden bir tanesiydi. Enflasyon Hedeflemesi uygulayan ekonomilerde ücret artışlarının enflasyon hedefi ile sınırlanmasının, fedakârlığı orantısız olarak düşük gelir gruplarının üzerine yaktığı da eleştirilerin odaklandığı bir diğer noktaydı.

Bu eleştirilerin hiçbiri, Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Fiyat İstikrarı Hedefi’nden vazgeçilmesi için yeterince ikna edici olmamıştı; ta ki 2008 Küresel Krizi ile tanışılincaya kadar.

Bu dönemde, kamu ve özel sektör borcunun gelişmiş ülkelerde rekor seviyelere yükselmesi, krizden çıkmak için büyümeyi destekleme sorumluluğunu merkez bankalarının omuzlarına bırakarak, merkez bankalarının rollerinin fiyat istikrarı sağlamanın ötesine geçmesine neden oldu. Bu arada yazının başında belirtildiği üzere parasal genişleme cephesinde atılan adımlar, küresel anlamda tarihte görülmemiş bir likidite bolluğu yaşanmasına neden oldu. Risk algısındaki iyileşmeyle birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelen bu likidite, “kur savaşları” ve “aşırı kredi genişlemesi” olgularını gündeme taşıdı.

Bu sorunlarla başa çıkabilmek için de merkez bankalarının sorumlulukları ve hedefleri yeniden masaya yatırıldı. Bu dönemde enflasyonun dünya genelinde bazı istisnalar hariç düşük seyrediyor olması merkez bankalarından beklentinin fiyat istikrarının ötesine geçmesine neden oldu. Biraz önce atıfta bulunulan “kur savaşları” ve “aşırı kredi genişlemesi” riskleri de değerlendirildiğinde, 2008 Küresel Krizi sonrasında merkez bankacılık görev tanımının “finansal istikrar” vurgusunu da kapsayacak şekilde genişletilmesinin daha fazla destek bulduğuna şahit olduk.

Görev tanımının genişletilmesi, Enflasyon Hedeflemesi Rejimi içerisinde temel politika aracı olarak öne çıkan “kısa vadeli faiz oranları”na ek olarak alternatif politika araçları üretilmesini de zorunlu kıldı. Özellikle genişleyen küresel likiditeye karşı edilgen durumda olan gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının, döngü karşıtı hareketler yapabilmek için para politikası araç sepetini genişlettiklerini gördük. Ancak faiz dışı araçlardan bazıları parasal aktarım mekanizmasının iyi tanımlı olmaması ya da bir kısmının hiç denenmemiş olması nedeni ile, araçların amaca giden yolda etkisinin tahmin edilmesini zorlaştırarak belirsizliği artırıcı etkide bulundu.

Bölüm-2: Küresel Para Politikası Tartışmaları İçerisinde Türkiye

TCMB, Büyük Durgunluk’tan sonra bir yandan dünya ekonomisindeki yeni düzeni anlamaya çalışırken, bir yandan da merkez bankacılık ve para politikası konusunda tartışmalara aktif olarak dahil olmaya çalıştı.

Ancak on sene, bir tartışmayı aynı düzlemde sürdürmek için elbette epey uzun bir zaman. TCMB de, değişen koşullar gereği geçtiğimiz on yılda farklı evrelerden geçti.

Kriz sonrası verilen ilk tepki belirsizliği anlamaya yönelikti. Bu dönemin 2010 sonuna kadar sürdüğünü söylemek yanlış olmayacaktır.

Tablo 1: Büyük Durgunluk Sonrası TCMB Para Politikası

Büyük Durgunluk Sonrası TCMB Para Politikası	
1. Dönem:	Lehman Brothers’ın çöküşünden sonra tam likidite desteği
2. Dönem:	Parasal Çıkış Stratejisi, Nisan 2010
3. Dönem:	Yeni Politika Karışımı (Kasım 2010)

Kaynak: TCMB, Başkan Başçı’nın Nisan 2011 tarihli sunumu.

Büyük Durgunluk sonrasındaki belirsizlik içerisinde tam likidite desteği ve ardından açıklanan Parasal Çıkış Stratejisi geçiş döneminin parçasıydı. 2010 sonunda geçiş döneminin sona erdiğini ve yazının ilk bölümünde özetlemeye çalıştığımız tartışmalara paralel olarak “finansal istikrar” vurgusunun TCMB’nin görev tanımı içerisine girdiğini görüyoruz. Görev tanımındaki bu genişleme, TCMB Kanunu Madde 4(g)’de belirtilen “TCMB, finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almakla görevlidir” cümlesi ile de uyum sağlamaktadır.

Nitekim, TCMB'nin internet sayfasına girdiğiniz zaman ilk sayfada “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir.” cümlesi karşınıza çıkıyor. Ancak, yine aynı internet sayfası içerisinde “Para Politikası” yazan sekmeyi tıkladığınız zaman “fiyat istikrarı” vurgusunun dahil edildiği görev tanımı açıklamasını görüyorsunuz:

Merkez Bankası, temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamaya ilave olarak finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almakla da görevlendirilmiş bulunmaktadır. Bu doğrultuda Banka, küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak ortaya çıkan makro finansal riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla, 2010 yılının sonlarından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimini geliştirerek yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur.

Tablo 2, TCMB'nin kurallı para politikasını benimsediği kabul edilen 2001'den bu yana para politikasının geçtiği dönemleri özetlemektedir. 2010 sonrası dönem de TCMB'nin kendi internet sayfasında da ifade ettiği gibi, finansal istikrar amacının Enflasyon Hedeflemesi Rejimi'ne dahil edildiği dönem olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 2 : 2001-2013 TCMB Para Politikası

2001-2013 TCMB Para Politikası	
2001-2006	Örtük Enflasyon Hedeflemesi
2006-2008	Açık Enflasyon Hedeflemesi
2009-2010	Küresel Kriz Sonrası Döneme Alışma
2010 ve sonrası	Finansal İstikrar Amacının Enflasyon Hedeflemesi Rejimi'ne Dahil Edilmesi

Kaynak: TCMB, 19 Haziran 2013, Eskişehir sunumu.

Küresel Kriz sonrası benimsenen bu yeni para politikası ile TCMB'nin genişleyen görev tanımına uygun olarak politika araçlarının sayısında da artış oldu (Tablo 3). Çok amaçlı-çok araçlı yeni para politikası çerçevesi içerisinde politika faizine ek olarak faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi de “alet çantası”na eklendi.

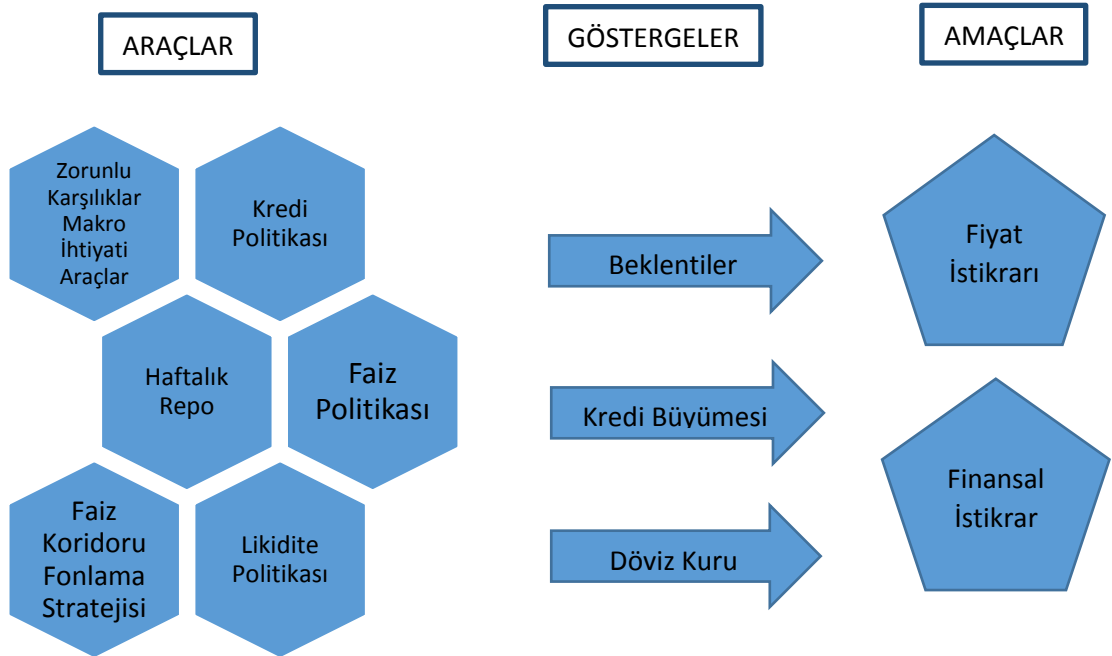
Tablo 3: Para Politikası Çerçevesi

Para Politikası Çerçevesi		
	Küresel Kriz Öncesi	Küresel Kriz Sonrası
AMAÇ	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
POLİTİKA ARACI	Politika Faizi	*Faiz Koridoru *Rezerv Opsiyon Mekanizması *Politika Faizi *Zorunlu Karşılıklar *Likidite Yönetimi

Kaynak: TCMB, 19 Haziran 2013, Eskişehir sunumu.

TCMB, çok amaçlı-çok araçlı yeni para politikası çerçevesi içerisinde “kredi kanalı”, “beklentiler” ve “döviz kuru”nu temel göstergeler olarak belirlemiş ve bu göstergeler üzerinden fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarına ulaşmak için politika araçlarını şekillendirme kararı almıştır. Şekil 1, TCMB’nin çok amaçlı-çok araçlı para politikası yaklaşımı içerisinde para politikası araçlarının temel göstergeler üzerinden para politikası amaçlarına bağlantısını göstermektedir.

Şekil 1: TCMB’nin Çok Amaçlı Çok Araçlı Para Politikası Yaklaşımı

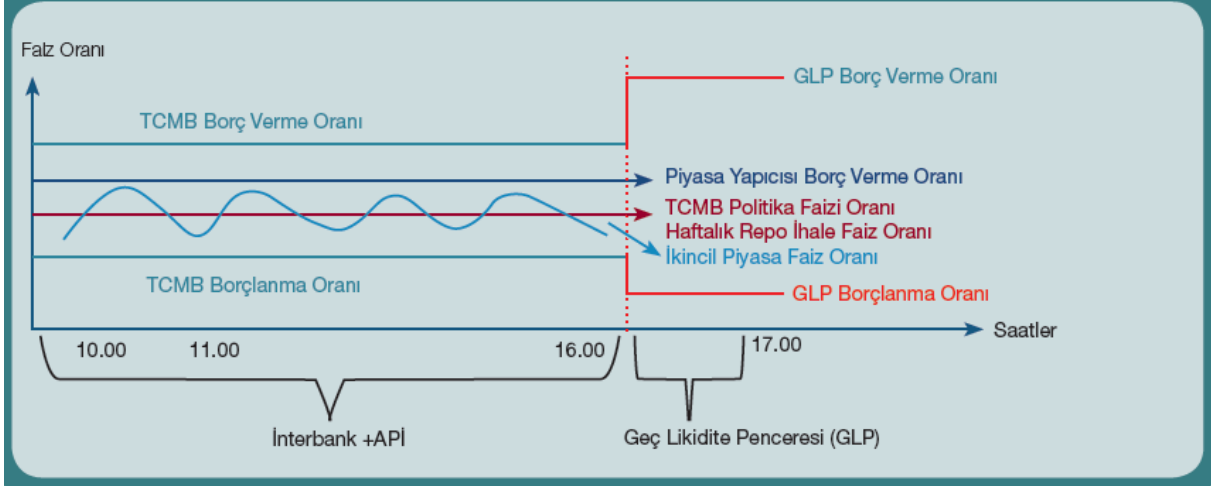


Kaynak: TCMB.

Birden fazla politika faizinin ön plana çıkması, kredi kanalı açısından bir belirsizliği beraberinde getirdi. Geleneksel Enflasyon Hedeflemesi Rejimi içerisinde “politika faizi”

değişikliklerinin parasal durumu belirleyerek bankaların kredi faizlerine etki etmesi beklenmektedir. Ancak yeni sistemde, TCMB'nin piyasaya farklı kanallardan sağladığı kısa vadeli fonların ortalama maliyetini yüksek frekanslı bir değişken olarak kullanması kredi kanalının nasıl işlediği sorusunu yeniden gündeme taşıdı.

Şekil 2: TCMB Faiz Oranları



Kaynak: TCMB, 2013, Parasal Aktarım Mekanizması Raporu.

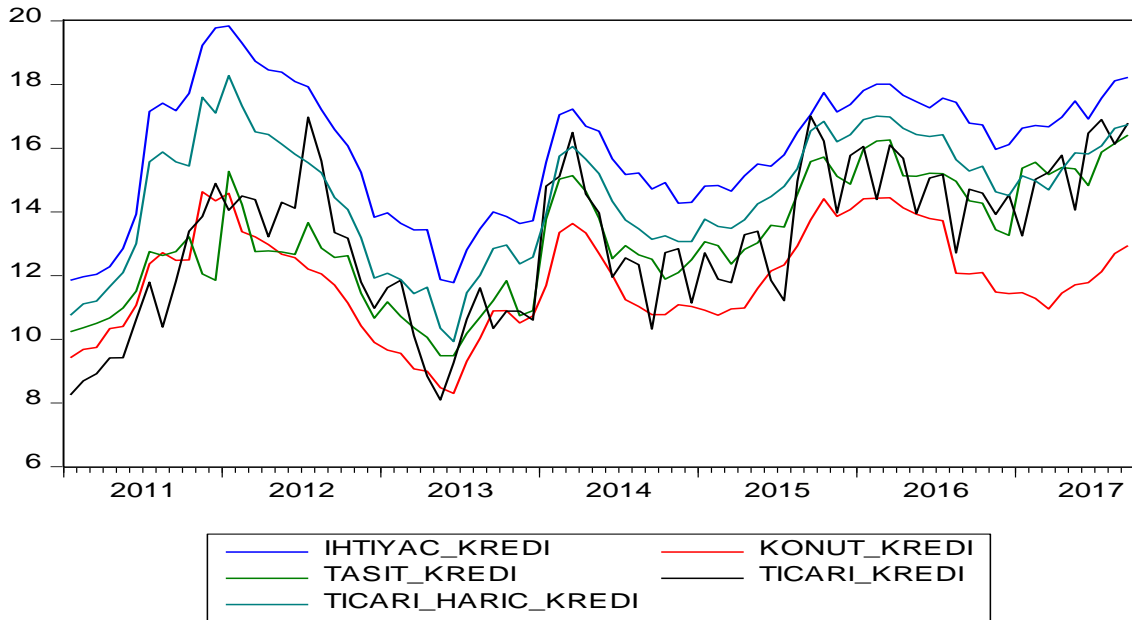
Bu noktada TCMB, yeni yöntem ile eski yöntem arasında kredi kanalının işleyişi açısından bir fark olmadığını söylemektedir. AOFM, 2011'den beri, bu çerçevede içerisinde öne çıkan bir araç olarak değerlendiriliyor. Kredi kanalının işleyişine dair TCMB'nin 2013'te yayınladığı "Parasal Aktarım Mekanizması" raporundan özetleyerek alıntılırsak (syf:13):

- Geçmişten farklı olarak TCMB, piyasaya çeşitli kanallardan sağladığı kısa vadeli fonların ortalama maliyetini günlük olarak gözden geçirerek bir kontrol değişkeni olarak kullanmaktadır.
- Bu bağlamda TCMB likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetlerini yüksek frekansta etkileyebilmektedir.
- TCMB, ayrıca, fonlama faizine dair belirsizliği de bir politika aracı olarak da kullanabilmektedir.
- Belirsizliğin derecesi faiz koridorunun genişliğine ve kısa vadeli faizin tahmin edilebilirliğine bağlıdır.

Bölüm-3: Hangi Kredi Faizi?

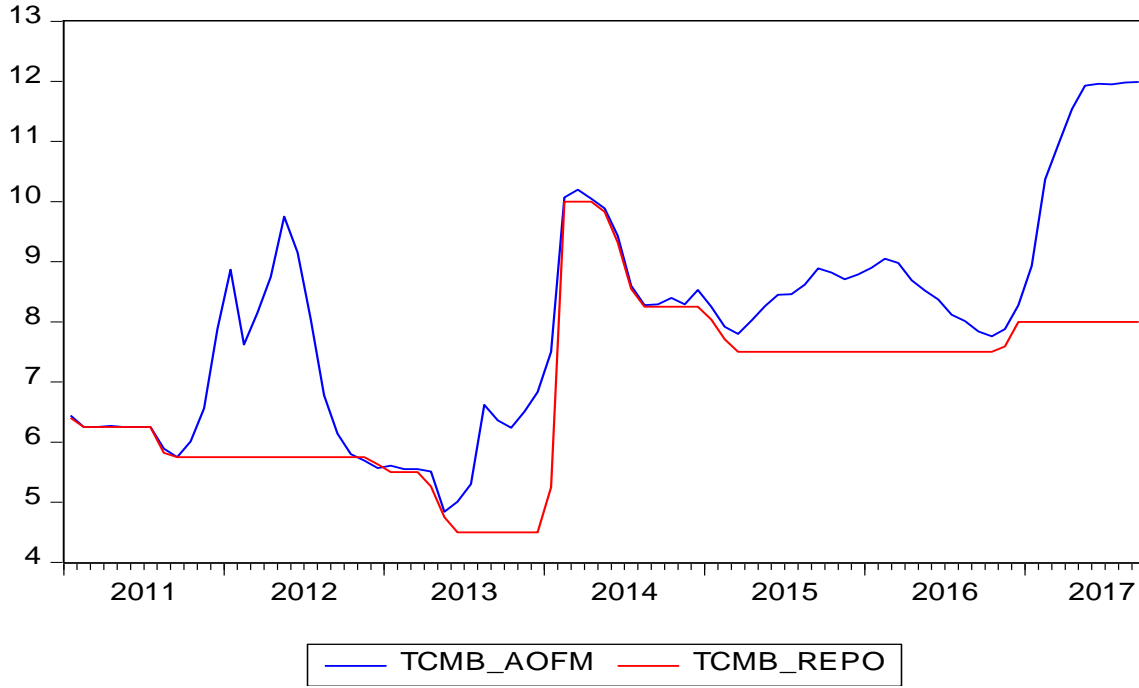
Çalışmamızın üçüncü ve son bölümünde, yeni para politikası ile ön plana çıkan Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti'nin bankaların kredi faizleri üzerindeki etkisini modellemeye çalışacağız. TCMB faizlerinin kredi faizleri üzerine etkisini araştırmak için 2011:01-2017:09 dönemini kapsayan aylık veriler kullanılarak 2 değişkenli bir YAPISAL VEKTÖR OTOREGRESYON (YVOR) modeli uygulanmıştır. Grafik 1, 2011-2017 döneminde Türkiye'de İhtiyaç, Konut, Taşıt, Ticari ve Ticari hariç Kredi faizlerinin birlikte dalgalandıklarını göstermektedir.

Grafik 1: Kredi Faizleri



TCMB politika faizi olarak ise 1 haftalık TCMB repo faiz oranı ve TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti seçilmiştir. Bu 2 oran, aşağıda Grafik 2'de gösterilmiştir. Repo faizleri uzun süre sabit kalabilmesine rağmen, ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM), TCMB'sının repo-dışı diğer fonlama imkanlarını da içerdiği için daha dalgalı bir seyir izleyebilmiş ve piyasada likidite sıkışıklığı olduğu dönemlerde AOFM, repo faizlerinin bir hayli üzerinde belirlenebilmiştir. Küçüksaraç (2016) ise para politikası faiz oranı olarak, likidite yönetimini de içerdiği düşünüldüğünden piyasa ağırlıklı ortalama fonlama faiz verisini kullanmıştır.

Grafik 2: TCMB Politika Faizleri



YAPISAL VEKTÖR OTOREGRESYON (YVOR) modeline işlevsellik kazandırabilmek amacıyla, önce, gecikme sayısını tesbit etmek için LR, AIC ve HQ testleri kullanılmış ve gecikme sayısının 2 dönem (ay) olduğuna karar verilmiştir. Dolayısıyla, kredi ve politika faizlerinin gecikmeli etkileşiminin içinde bulunulan ay dahil 3 ay içinde tamamlandığı gözlenmektedir. Kullandığımız bu basit model çerçevesinde, yapılan Granger-Nedensellik testinde, ticari kredi faizlerinin gecikmeli değerleri TCMB AOFM'inin oluşumuna nedensellik teşkil etmezken, TCMB politika faizinin ticari kredilerin belirlenmesine neden olduğuna karar verilmiştir. Bu durumda, ilgili test istatistiği olan 2 serbestlik derecesindeki χ^2 tesadüfi sayının p-değerleri sırasıyla 0.19 ve 0.01'dir. TCMB'nın en önemli para politikası aracı olan AOFM bankacılık sisteminde oluşan kredi faizlerini etkileyebilmektedir. TCMB ise, kredi faizlerine değil, diğer makroekonomik gelişmelere tepki vermektedir. Daha kapsamlı yapılabilecek bir çalışmada, küresel likidite imkanlarının da modele dahil edilebileceği göz ardı edilmemelidir.

Granger-Nedensellik testi İNDİRGENMİŞ VEKTÖR OTOREGRESYON (İVOR) modeli kullanılarak yapılabilmesine rağmen değişkenlerin Tepki Fonksiyonlarını (TF) belirleyebilmek sadece YAPISAL VEKTÖR OTOREGRESYON (YVOR) modeli vasıtasıyla gerçekleştirilebilmektedir. Genelde, Tepki Fonksiyonlarının neticeleri modelde kullanılan değişkenlerin sıralanmasından etkilenebilmektedir. Bu nednle, İVOR modelinin sınırlı

parametre tahmin değerlerinden, değişkenlerin eş-dönemli değerlerini de içeren YVOR modelinin parametre tahminlerini çözebilmek için ilave bir iktisadi veya para piyasaları kısıtı gerekmektedir. Bu kısıt, transformasyon matrisinin üçgen olabilmesini sağlamakta ve neticesinde Koleski ayrıştırmasına imkan vermektedir. Çalışmamızda, TCMB'sının eş-dönemli olarak piyasa kredi faizlerine tepki göstermediği kısıtı kullanılmıştır.

Kullandığımız modelin karakteristik kökleri 0.87, 0.67, 0.45 ve -0.07 olarak bulunmuş ve dolayısıyla hiçbiri kompleks dairenin dışında olmadığından modelin durağan olduğuna karar verilmiştir. YVOR modelinin birinci yapısal denkleminin bağımlı değişkeni olan TCMB faizleri ortogonal hata terimlerinde meydana gelen 1 standart sapma şokun, modelin İVOR versiyonu hata terimlerinde 0.5144 değerinde bir standart sapmaya karşılık geldiği hesaplanmıştır. TCMB faizleri ortogonal hata terimlerindeki bir standart sapma pozitif bir şok, TCMB politika faizinin % 1 arttırılması anlamına gelmektedir; çünkü ortogonal tesadüfi sayıdaki 1 standart sapma 1 birim değişimi temsil etmektedir. Çalışmanın ana bulgusu aşağıda Tablo 4'de gösterilmiştir. TCMB'nin politika faizini kalıcı şekilde % 1 arttırmasının, bankacılık sektörü ticari kredi faizlerinin aynı dönemde % 0.53 yükselmesine yol açtığı tespit edilmiştir. Takip eden 5 ay içinde ise, kredi faizleri sırasıyla % 0.91, % 1.08, % 1.15, % 1.14 ve % 1.09 yükselmektedir. Neticede, % 1 oranında para sıkılaştırmasının kredi piyasası faiz oranlarına takip eden aydan itibaren aşağı yukarı aynı miktarda tesir ettiği bulunmuştur.

Tablo 4: TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyetindeki %1 Yükselişe Ticari Kredi Faizlerinin Tepki Fonksiyonu

İçinde Bulunulan Dönem	1 ay sonra	2 ay sonra	3 ay sonra	4 ay sonra	5 ay sonra
% 0.53	% 0.91	% 1.08	% 1.15	% 1.14	% 1.09

Kaynakça:

- Enders, W. (1995) “Applied Econometric Time Series”, John Wiley & Sons, Inc.
- Eichengreen, Barry, Mohamed El-Erian, Arminio Fraga, Takatoshi Ito, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad, Raghuram Rajan, Maria Ramos, Carmen Reinhart, Helene Rey, Dani Rodrik, Kenneth Rogoff, Hyun Song Shin, Andres Velasco, Beatrice Weder di Mauro, and Yongding Yu (2011). “[Rethinking Central Banking](#),” Brookings Institution, Washington.
- Küçüksaraç, D. (2016) “Para Politikası Faizlerinin ve Duruşunun Kısa Vadeli Piyasa Faizlerine Geçişkenliği”, TCMB Ekonomi Notları, 2016-05.
- TCMB, Parasal Aktarım Mekanizması Kitapçığı.
- TCMB, Başkan'ın Sunumu, 19 Haziran 2013, Eskişehir.