

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKANIN KARŞILIKLI ETKİLEŞİMİ¹²

*Ali İLHAN*³

Öz

Makro ihtiyati politikaların, kriz sonrası dönemde finansal istikrarı sağlamaya yönelik politika çerçevelerine dahil olması, para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki koordinasyon problemlerini de beraberinde getirmiştir. Geçiş etkilerinin merkezinde finansal sistemin bulunduğu para politikası ve makro ihtiyati politikanın aktarım mekanizmalarının birbiriyle örtüşmesi ve bir politikanın diğer bir politikanın etki alanını şekillendirebilmesi, politikalar arasındaki karşılıklı etkileşimi inceleme gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Küresel finansal kriz sonrası dönemde oluşan küresel likidite bolluğunun getirdiği makro-finansal risklere bağlı olarak gerçekleşen politika açmazları karşısında para politikası ile makro ihtiyati politikanın birlikte yürütüldüğü politika çerçevesini uygulamaya koyan Türkiye gibi ülkelerde karşılıklı etkileşimin derecesi ve koordinasyon ihtiyacı daha fazla olmuştur. Bu bağlamda çalışmanın amacı, Türkiye’de yeni politika bileşiminin uygulandığı dönemdeki para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamaları arasındaki karşılıklı etkileşimleri incelemektir. Ekonomik döngü ve finansal döngünün durumu dikkate alınarak yapılan değerlendirmeler sonucunda, politikaların Eylül 2016’ya kadar aynı yönde hareket ettiği ve nihai hedefler arasında ciddi uyumsuzlukların yaşanmadığı, bu tarihten itibaren politikaların ters yönde hareket etmeye başladığı ve nihai hedefler arasındaki çatışmaya bağlı olarak koordinasyon ihtiyacının arttığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrar, Para Politikası, Makro İhtiyati Politika, Türkiye Ekonomisi

1 Makalenin Geliş Tarihi: 18.3.2019

Makalenin Kabul Tarihi: 27.5.2019

2 Bu çalışma, Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı’nda Doç. Dr. Metin ÖZDEMİR danışmanlığında Ali İLHAN tarafından hazırlanan “Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Makro İhtiyati Politikalar: Türkiye Örneği” başlıklı doktora tezinden üretilmiştir.

3 Arş. Gör. Dr., Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, e-mail: ailhan@nku.edu.tr

Atıf: İlhan, A. (2019). Türkiye’de para politikası ve makro ihtiyati politikanın karşılıklı etkileşimi. *Tesam Akademi Dergisi*, Türkiye Ekonomisi Özel Sayısı, 43-71. <http://dx.doi.org/10.30626/tesamakademi.584282>

The Interaction between Monetary Policy and Macroprudential Policy in Turkey

Abstract

The involvement of the macroprudential policies in financial stability frameworks in the post-crisis period led to coordination problems between monetary policy and macroprudential policy. The overlapping of the transmission mechanisms of the monetary policy and macroprudential policy where the financial system is at the centre of the pass-through effects and the ability of a policy to shape the domain of another policy have revealed the need to examine the interaction between these policies. The need for coordination along with the degree of mutual interaction have been higher in countries like Turkey where monetary and macroprudential policies have been carried out together as a result of the policy dilemmas which occurred due to the macro-financial risks brought about by the abundance of the global liquidity that emerged after the global financial crisis. In this context the aim of study is to examine the interactions between monetary policy and macroprudential policy in the period of new policy mix in Turkey. As a result of the evaluations made taking into account the situation of the economic cycle and the financial cycle, it was observed that the policies were moving in the same direction until September 2016 and there were no serious conflict between the ultimate targets. After that time, the policies has been started to move in the opposite direction and the need for coordination has been increased due to the conflict between the final targets.

Keywords: Price Stability, Financial Stability, Monetary Policy, Macroprudential Policy, Turkish Economy

Giriş

Küresel finansal kriz ile birlikte geleneksel politika çerçevesinin konjonktür yanlılığını (procyclicality) sınırlamada ve finansal araçlar arasındaki yapısal bağlantılardan doğan kırılganlıkları azaltmada başarısız olduğunun ortaya çıkması, politika otoritelerini alternatif arayışlara yöneltmiştir. Bu doğrultuda sistemik riskleri ve bunların yol açabileceği olumsuz dışsallıkları kontrol altına almak, muhtemel şoklara karşı finansal sistemin direncini güçlendirmek ve diğer iktisat politikalarının etkinliğini arttırmak amacıyla yeni bir politika alanı olarak makro ihtiyati politika tanımlanmıştır.

Makro ihtiyati politikaların, kriz sonrası dönemde finansal istikrarı sağlamaya yönelik politika çerçevelerine dahil olması, para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki koordinasyon problemlerini de beraberinde getirmiştir. Geçiş etkilerinin (pass-through) merkezinde finansal sistemin bulunduğu para politikası ve makro ihtiyati politikanın, aktarım mekanizmaları birbiriyle örtüşmekte ve bir politika diğer bir politikanın etki alanını şekillendirebilmektedir. Politikaların nihai hedeflerinin açık bir şekilde ayrıştırıldığı durumlarda dahi politikalar arasındaki karşılıklı etkileşim, her bir politikanın nihai hedefine ulaşmadaki etkinliğini arttırabilmekte veya azaltabilmektedir. Bu bağlamda, politikaların tamamlayıcılık özelliklerinden faydalanabilmek veya çatışma durumlarından kaçınabilmek için gerekli olan koordinasyon ihtiyacının belirlenmesinde politikalar arasındaki karşılıklı etkileşimin incelenmesi gerekmektedir.

Türkiye ekonomisi, küresel finansal kriz sonrasında küresel likidite bolluğunun neden olduğu makro-finansal risklere yoğun bir şekilde maruz kalmıştır. Hızlanan sermaye girişlerine bağlı olarak kredi hacminin genişlemesi, Türk Lirasının (TL) aşırı değerlenmesi ve cari işlemler dengesinin bozulması neticesinde iç ve dış dengedeki farklılaşmadan kaynaklanan politika açmazları yaşayan Türkiye ekonomisi için makro-finansal istikrarı gözeten yeni bir politika çerçevesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda kısa vadeli sermaye girişlerini yavaşlatmak ve kredi büyüme hızını kontrol altına almak amacıyla Kasım 2010’dan⁴ itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) öncülüğünde *yeni politika bileşimi* uygulanmaya başlanmıştır.

Yeni politika bileşiminde finansal istikrar hedefi, fiyat istikrarı hedefi ile aynı düzeye getirilmiş ve para politikası ile makro ihtiyati politika birlikte

4 TCMB yetkililerinin yapmış olduğu açıklamalar; yeni politika bileşiminin tam anlamıyla Kasım 2010’da yürürlüğe girdiğine işaret etmektedir (Özatay, 2011, s. 31).

yürütülmüştür. Ortodoks enflasyon hedeflemesinin gözden geçirildiği para politikası stratejisinde finansal istikrar, destekleyici bir amaç olarak benimsenmiştir. Fiyat istikrarı, nihai hedef olma özelliğini korumaya devam ederken politika alanının küresel likidite koşullarından kaynaklanan makro-finansal riskleri de içine alacak şekilde genişletilmesi, para politikası ile makro ihtiyati politika arasındaki karşılıklı etkileşimlerin artmasına neden olmuştur.

Bu bağlamda çalışmanın amacı, Türkiye'deki para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamaları arasındaki karşılıklı etkileşimleri incelemektir. Bu çerçevede çalışmada, yeni politika bileşiminin uygulanmaya başlandığı Kasım 2010 ile Aralık 2017 döneminde, para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamaları arasındaki karşılıklı etkileşim, ekonomik döngü (business cycle) ve finansal döngünün⁵ (financial cycle) durumuna göre değerlendirilmektedir.

Çalışmanın girişi izleyen bölümünde, para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki karşılıklı etkileşim teorik düzlemde ele alınmıştır. Bir sonraki bölümde, yeni politika bileşiminde ekonomik döngü ve finansal döngünün durumu enflasyon ve toplam kredi büyüme oranları vasıtasıyla açıklanmıştır. Ardından, para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamaları döngülerin durumu dikkate alınarak alt dönemler halinde incelenmiştir. Çalışma, politikalar arasındaki karşılıklı etkileşimlere ilişkin değerlendirmeler ile tamamlanmıştır.

Para Politikası ve Makro İhtiyati Politikanın Karşılıklı Etkileşimi: Teorik Çerçeve

Para politikası ve makro ihtiyati politika, farklı amaçlara ve araç setlerine sahip iki iktisat politikasıdır. Para politikası nihai hedefi olan fiyat istikrarına kısa vadeli faiz oranları, zorunlu karşılıklar gibi araçlarla ulaşmaya çalışırken makro ihtiyati politika nihai hedefi olan finansal istikrar doğrultusunda sermaye ve likidite düzenlemeleri gibi araçları kullanmaktadır. Nihai hedefleri ve kullandıkları araçlar farklı olsa da her iki politika birbirlerinin aktarım kanalları üzerinde etkili olabilmektedir. Para politikası kredi koşullarını etkileyebildiği gibi makro ihtiyati politika da parasal koşulları değiştirebilmektedir (Malovana ve Frait, 2016, s.1).

Para politikasının, ekonomik birimlerin kaldıraç düzeyine ve aktif/pasif

⁵ Finansal döngüyle ilişkin uzlaşımın sağlandığı bir tanım olmamakla birlikte C. Borio (2012) finansal döngüyü; riske yönelik tutum, risk ve değere ilişkin algılar ve finansal kısıtlar arasında kendi kendini güçlendiren karşılıklı ilişkilerin konjonktürde -daralma ile sonuçlanacak- genişlemelere yol açtığı durum olarak tanımlamak mümkündür.

bileşimine ilişkin vermiş oldukları kararlar üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Politika faizindeki değişiklikler, çeşitli kanallar aracılığıyla borçlanma maliyetlerini, döviz kurlarını ve yurtiçi aktif fiyatlarını etkileyebilmektedir⁶ (Antipa ve Matheron, 2014, s. 227). Tablo 1’de para politikasının finansal istikrarı hangi kanallar vasıtasıyla etkilediği sunulmaktadır.

Tablo 1

Para Politikasının Finansal İstikrar Üzerindeki Etkileri

Finansal istikrarsızlık kaynakları	Parasal aktarım kanalı	Politika faizinin arttırılması durumunda beklenen etki
Borçlanma kısıtları	<i>Bilanço</i>	<i>Olumsuz</i>
Finansal kurumların riskli davranışları	<i>Risk alma</i>	<i>Olumlu</i>
	<i>Risk kaydırma</i>	<i>Olumsuz</i>
Toplam fiyatlardan kaynaklanan dışsallıklar	<i>Aktif fiyatları</i>	<i>Olumlu</i>
	<i>Döviz kuru</i>	<i>Olumsuz</i>

Kaynak: IMF, 2013, s. 27.

Finansal istikrarı etkileyen parasal aktarım kanallarından ilki borçluların bilanço kanalıdır. Sıklaştırılan para politikası, borçlanma kısıtlarını ve temerrüt riskini (default risk) arttırarak finansal istikrarın bozulmasına yol açabilmektedir. Politika faizindeki artışlar bir yandan borç yükünü ağırlaştırırken diğer yandan ekonomik faaliyetleri olumsuz etkileyerek borçluların geri ödeme kapasitelerini ve gelir akımlarını azaltmaktadır. Bununla birlikte faiz artışı ile düşen aktif fiyatları, borçluların net değerlerini azaltarak kısa vadeli kredilere erişimi güçleştirmekte ve mevcut borcun temerrüt riskini arttırmaktadır (Nier ve Kang, 2016, ss. 28-29).

Para politikasının risk alma (risk-taking) ve risk kaydırma (risk-shifting) kanalları finansal kurumların riske yönelik tutumlarını farklı şekillerde etkileyebilmektedir. Örneğin, politika faizinin arttırılması ile sermaye oranları ve teminat değerleri düşen bankalar, risk alma konusunda daha ihtiyatlı davranmaktadırlar. Bu da bankaları, bilançoları ve kaldıraç düzeylerini genişletmeme ve borçluları daha yakından izleme yönünde 6 Etkilerin şiddeti; finansal döngünün durumuna, ekonominin dışı açıklığına ve finansal yapısına göre değişebilmektedir (Antipa ve Matheron, 2014, s. 227).

teşvik etmektedir. Diğer taraftan faizlerin yükselmesi ile aracılık karları düşen bankalar faaliyetlerini daha riskli alanlara kaydırabilmektedirler. Fonlama maliyetinin belirleyicisi olan kısa vadeli faiz oranlarındaki artışın kazanç eğrilerini yatay hale getirmesi, öz sermaye karlılık oranlarının (return on equity) düşmesini istemeyen bankaların, faaliyetlerini riskli aktiflere kaydırmalarına ve kaldıraç oranlarını yükseltmelerine yol açabilmektedir (IMF, 2013, s. 25).

Para politikası, aktif fiyatları ve döviz kuru kanalları aracılığıyla toplam finansal fiyatları etkileyerek sistemik dışsallıklar yaratabilmektedir. Düşük faiz oranları ile yükselen aktif fiyatları ve net değerler, kaldıraç düzeyindeki artışları tetikleyerek aktif fiyat balonlarının oluşumuna zemin hazırlamakta ve finansal döngüyü güçlendirmektedir. Aktif fiyatlarının, temel değerlerinin çok üzerinde seyrettiği dönemlerde politika faizinin arttırılması, finansal dengesizlikleri kontrol altına almaya yardımcı olabildiği gibi teminatların değerini düşürerek zararına satışların yaşanmasına da neden olabilmektedir (Antipa ve Matheron, 2014, s. 227).

Bununla birlikte dışa açık ve küçük ekonomilerde politika faizinin arttırılması, sermaye girişlerini hızlandırabilmektedir. Bu da kredi hacmini aşırı şekilde genişletmenin yanı sıra -döviz kurunun değerlendirilmesine bağlı olarak- finansal volatiliteye ve enflasyonist baskılara yol açabilmektedir. Kredi hacmindeki büyümeyi ve enflasyonist baskıları dizginleyebilmek amacıyla sıkılaştırılan para politikası ise sermaye girişlerini daha da arttırabilmektedir (Pereira da Silva, 2016, s. 4).

Para politikasının finansal istikrarı olumsuz etkilediği durumlarda, fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri arasında çatışmaların yaşanması muhtemeldir. Bu tip durumlarda uygun makro ihtiyati araçların kullanılmasıyla para politikasının arzu edilmeyen yan etkilerini sınırlamak, politika açmazlarını (dilemma) azaltmak ve para politikasının manevra alanını genişletmek mümkündür (Nier ve Kang, 2016, s. 30). Örneğin borç-gelir oranı (debt-to-income - DTI) tavanı, parasal sıkılaştırmadan kaynaklanan temerrüt risklerini azaltmaya yardımcı olabilmektedir (İgan ve Kang, 2011). Sermaye yeterlilikleri ve kaldıraç oranı sınırlamaları, düşük faiz oranlarının neden olduğu risk alma teşviklerini azaltabilmektedir (Farhi ve Tirole, 2012). Döviz cinsinden kredilere getirilen kısıtlamalar sermaye akımlarından kaynaklanan sistemik riskleri sınırlayabilmektedir (Hahm vd., 2012).

Makro ihtiyati politikaların kredi koşullarını etkileyebilmesi, politika

faizinde herhangi bir değişiklik olmadığı durumlarda dahi para politikası duruşu üzerinde -dolaylı yoldan- rol oynamasına olanak sağlamaktadır. Şekil 1’den de görüleceği üzere, finansal döngünün genişleme aşamasında, kredi-teminat oranı (loan-to-value - LTV) sınırlaması kredi büyüme hızındaki artışın yavaşlatılmasına yardımcı olabilmektedir. Kredi büyüme hızındaki yavaşlama neticesinde yurtiçi talepteki ılımlaşma ve enflasyonist baskıların azalması, olası para politikası müdahalesinin şiddetini düşürebilmektedir (Dunstan, 2014, s. 18). Benzer şekilde, konjonktür karşıtı sermaye tamponlarının finansal döngünün daralma sürecinde kredi piyasasının işlerliğinin sürdürülebilmesi amacıyla kullanılması, parasal otoritelerin sıkılaştıran kredi koşullarının üretim üzerindeki olumsuz etkilerini dengeleme ihtiyacını azaltabilmektedir (Antipa ve Matheron, 2014, s. 227). Bu bağlamda makro ihtiyati politikalar, finansal şokların enflasyon ve üretim düzeyi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmada para politikasına yardımcı olabilmektedir (Nier ve Kang, 2016, s. 33).

Şekil 1

Makro İhtiyati Politikaların Para Politikası Üzerindeki Etkileri

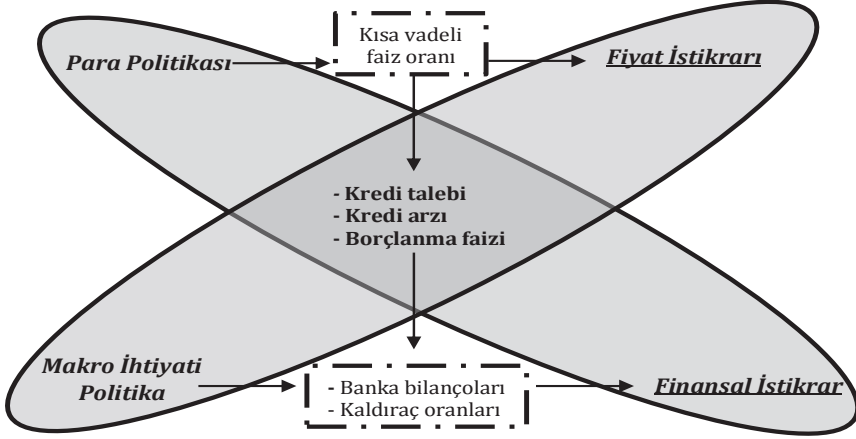


Kaynak: Dunstan, 2014, s. 18’den uyarlanmıştır.

Para politikası ve makro ihtiyati politika farklı araç setlerine ve ara hedeflere sahip olsalar da politikaların geçiş etkilerinin merkezinde finansal sistem bulunduğundan aktarım mekanizmaları birbiriyle örtüşmektedir. Şekil 2’den de görüleceği üzere bir politika diğer politikanın etki alanını şekillendirebilmektedir. Diğer bir ifadeyle politikalar arasındaki karşılıklı etkileşim, her bir politikanın hedefine ulaşmadaki etkinliğini artırıcı veya azaltıcı olabilmektedir (Popoyan, 2016, s. 14).

Şekil 2

Para Politikası ve Makro İhtiyati Politika Arasındaki Etkileşim



Kaynak: Popoyan, 2016, s. 15.

Teoride düzgün bir şekilde tasarlanmış bir politika, diğer politikanın olumsuz yan etkilerini dengeleyebilir. Ancak pratikte bunu gerçekleştirmek çok da kolay değildir. Ekonomik döngü ve finansal döngü arasındaki bağlantının durumu ve maruz kalınan şokların türüne göre politikalar birbirlerini tamamlayabilmekte veya çatışabilmektedir (Borio, 2014; Frait, Malovana ve Tomsik, 2015, s. 113; Balog vd., 2016, ss. 167-168). Dolayısıyla bir politikanın uygulanmasında diğer politikanın etkileri de dikkate alınmalı ve politikalar arasında koordinasyonun sağlanması gerekmektedir (Smets, 2014, ss. 265-266). Para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki muhtemel çatışma ve tamamlayıcılık durumları Tablo 2'de sunulmaktadır.

Tablo 2

Para Politikası ve Makro İhtiyati Politika Arasındaki Muhtemel Çatışma ve Tamamlayıcılık Durumları

		Ekonomik döngü (Enflasyonun durumu)		
		<i>Hedefin üzerinde enflasyon</i>	<i>Hedefe yakın enflasyon</i>	<i>Hedefin altında enflasyon</i>
Finansal döngü (Aktif/kredi döngüsünün durumu)	<i>Genişleme</i>	<i>Tamamlayıcı</i>	<i>Bağımsız</i>	<i>Çatışma</i>
	<i>Dengesizlik yok</i>	<i>Bağımsız</i>	<i>Bağımsız</i>	<i>Bağımsız</i>
	<i>Daralma</i>	<i>Çatışma</i>	<i>Bağımsız</i>	<i>Tamamlayıcı</i>

Kaynak: Beau, Clerc ve Mojon, 2012, s.10 ve Dunstan, 2014, s.23’den uyarlanmıştır.

Tablo 2’nin sol üst ve sağ alt tarafından da görüleceği üzere, döngüler arasında uyum söz konusu olduğunda politikalar birbirlerini tamamlamaktadır. Örneğin, güçlü ekonomik büyüme ve enflasyonist baskılar genellikle kredi hacmindeki genişlemelerle ve aktif fiyatlarındaki ani yükselişlerle ilişkilidir. Yükselen enflasyon karşısında sıkılaştırılan para politikası, finansal genişlemenin kontrol altına alınmasına da katkı sağlamaktadır. Diğer taraftan sistemik riskleri azaltmaya yönelik kullanılan makro ihtiyati araçlar da finansal istikrarı sağlamanın yanı sıra enflasyondaki yükselişi frenlemeye yardımcı olmaktadır. Dolayısıyla böyle zamanlarda nihai hedefine odaklanan her bir politika diğerinin hedefine ulaşmasına katkı sağlamakta ve politikalar arasındaki koordinasyon ihtiyacı azalmaktadır (Dunstan, 2014, s. 22).

Ekonomik döngü ve finansal döngü arasındaki bağlantının koptuğu durumlarda ise politikaların nihai hedeflerine verilen önemin dengelenmesi gerekmektedir. Tablo 2’nin sağ üst tarafında da görüleceği üzere, finansal genişlemenin yaşandığı dönemlerde enflasyon oranlarının hedefin altında seyretmesi, politikalar arasındaki çıkar çatışması ihtimalini arttırmaktadır. Finansal döngüdeki genişlemeyi sınırlamak amacıyla kullanılan makro ihtiyati araçlar, reel ekonomik faaliyetlerde arzu edilmeyen bir daralmaya ve fiyatlar genel seviyesinde aşağı yönlü bir baskıya neden olabilmektedir. Makro ihtiyati politikanın fiyat istikrarını olumsuz etkilemesi ve ortaya çıkan deflasyon riski ise para politikasının mevcut tutumunun gevşetilmesi ile sonuçlanabilmektedir. Buna karşın hedefin altında seyreden enflasyona tepki olarak faizlerin düşürülmesi -aktif fiyatları ve risk alma kanalları- vasıtasıyla makro-finansal risklerinin artmasına ve finansal istikrar hedefinden uzaklaşılmasına yol

açabilmektedir (Beau, Clerc ve Mojon, 2012, s. 8).

Para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki muhtemel çatışma durumları, politikalar arasındaki koordinasyon problemlerini de beraberinde getirmiştir. Bu doğrultuda, kriz sonrası dönemde politikaların farklı şekillerde yürütülebildiği ve koordinasyon ihtiyacının farklılaştığı alternatif politika çerçevelerine yönelik tartışmalar hız kazanmıştır.

Para politikası ve makro ihtiyati politikanın nasıl bir politika çerçevesi altında yürütülmesi gerektiğine ilişkin literatürdeki tartışmaların iki gruba ayrıldığı görülmektedir. Bir tarafta nihai hedefinden sapan politikaların etkinliğinin azalacağına vurgu yapan ayrık politika çerçevesi (separated policy-mix) bulunurken, diğer tarafta ise politikalar arasındaki tamamlayıcılık ilişkisini ön plana çıkaran bütünleşik politika çerçevesi (integrated policy-mix) bulunmaktadır.

Ayrık politika çerçevesi yaklaşımı, para politikası ile fiyat istikrarına, makro ihtiyati politikalar ile de finansal istikrara odaklanılması gerektiğini ifade etmektedir. Buna göre, fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi iki amaca sahip olan politika yapıcı, “Tinbergen Kuralı”⁷ gereğince amaçlar arasında yaşanabilecek potansiyel değiş-tokuş (trade-off) durumlarında politika faizinin dışında başka bir araca daha gereksinim duymaktadır. Öte yandan politikaların, “Mundell Kuralına”⁸ göre amaçları etkilemedeki karşılaştırmalı üstünlükleri dikkate alınarak kullanılması gerekmektedir. Bu doğrultuda, etkin ve kredibiliteye sahip makro ihtiyati politikalar, finansal dengesizlikler karşısında ilk savunma hattını oluşturmalıdır (Svensson, 2012, s. 34). Finansal istikrarı merkez bankasının amaç fonksiyonuna dahil etmek, fiyat istikrarı hedefinden sapma ve kredibilite kaybı gibi riskleri de beraberinde getirebilmektedir. Bu tür sorunlar çözümlense dahi politika faizinin sektörel boyutta meydana gelen dengesizliklerle mücadeledeki etkinliğine dair önemli soru işaretleri bulunmaktadır.

Bütünleşik politika çerçevesi yaklaşımı ise finansal dengesizliklerle mücadelede para politikasının -spesifik makro ihtiyati araçlarla birlikte- aktif rol oynaması gerektiğini ifade etmektedir. Buna göre, ekonomik döngü ile doğrusal olmayan çeşitli yollarla etkileşim halinde olan finansal döngünün sadece makro ihtiyati politikalarla kontrol altına alınması

7 J. Tinbergen’e (1952) göre politika otoritelerinin sahip oldukları politika araçları en az nihai amaç değişkeni kadar olmalıdır.

8 R. Mundell (1962) “etkin piyasa sınıflandırması kuralından” hareketle politika araçlarının görelî biçimde en fazla etkiledikleri amaçlar için kullanılması gerektiğini ifade etmektedir.

mümkün değildir. Para politikası, çeşitli aktarım kanalları vasıtasıyla finansal istikrar üzerinde etkili olabilmektedir. Bunun yanı sıra finansal dengesizlikler, parasal aktarım mekanizmalarına ve fiyat istikrarına zarar verebilmektedir. Bu bağlamda, parasal otoriteler finansal istikrarı gündemlerine almalı ve politika stratejilerine ikincil amaç olarak dahil etmelidir (Özdemir, 2014, s. 202).

Ayrık politika çerçevesinde politika hedefleri ve araçları kolaylıkla birbirinden ayrılabilir. Bununla birlikte finansal istikrar, sistemik riskler enflasyon ve üretim düzeyine ilişkin beklentiler üzerinde etkili olduğu ölçüde para politikasının gündeminde yer almaktadır. Dolayısıyla, nihai hedeflerine odaklanan para politikası ve makro ihtiyati politika arasında sınırlı bir etkileşim gerçekleşmekte ve koordinasyon ihtiyacı azalmaktadır.

Diğer taraftan bütünleşik politika çerçevesinde finansal istikrarın ikincil amaç olarak benimsenmesi karşılıklı etkileşimi ve koordinasyon ihtiyacını arttırmaktadır. Etkin koordinasyonun sağlanmasıyla politikalar, tamamlayıcılık ilişkisinden faydalanarak nihai hedeflerine ulaşmadaki etkinliklerini arttırmaktadır (Smets, 2014, ss. 269-272). Bununla birlikte, politikaların birlikte yürütüldüğü bir çerçevede koordinasyonu sağlamak politikaların ayrı ayrı yürütüldüğü bir çerçeveye göre daha kolay olmaktadır (Malovana ve Frait, 2016, s. 1).

Yeni Politika Bileşiminde Ekonomik Döngü ve Finansal Döngünün Durumu

Para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki karşılıklı etkileşimin ve koordinasyon ihtiyacının ekonomik döngü ve finansal döngünün durumuna göre şekillenmesi, politikalar arasındaki tamamlayıcılık ve çatışma ilişkilerine yönelik değerlendirmelerde döngülerin durumunun ortaya konulmasını gerekli hale getirmektedir.

Ekonomik döngü analizlerinde genellikle ekonomik faaliyetleri en iyi yansıtan değişken olarak GSYİH kullanılmaktadır (Drehmann vd., 2012). Bununla birlikte genişleyen ekonomik döngünün enflasyonist baskıları da beraberinde getirmesi ve para politikası ile makro ihtiyati politika arasındaki karşılıklı etkileşimin fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri arasında gerçekleşmesi, politikalar arasındaki karşılıklı etkileşimi konu alan literatürdeki çalışmalarda ekonomik döngünün enflasyon oranları ile de temsil edilmesine neden olduğu görülmektedir (Beau vd., 2012, s. 10; Dunstan, 2014, s.23; Spencer, 2014; Malovana ve Frait, 2016, s. 21).

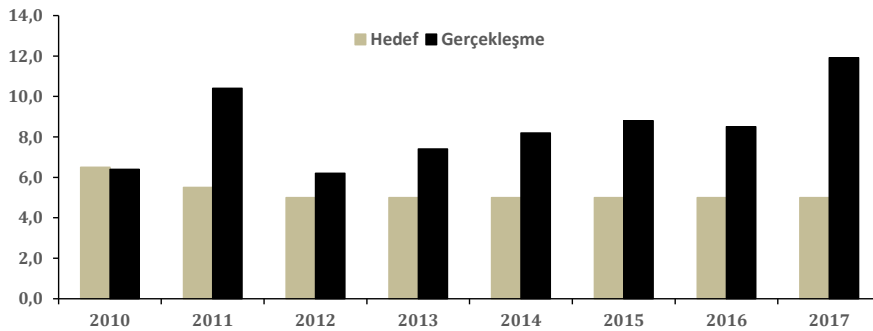
Bu noktadan hareketle çalışmada, yeni politika bileşiminin uygulandığı dönemdeki ekonomik döngünün durumu enflasyon oranları üzerinden ele alınmıştır.

Finansal döngünün tanımına yönelik henüz bir uzlaşımın oluşmaması, finansal döngü analizlerinde farklı değişkenlerin kullanılmasına neden olmaktadır. Finansal döngü; kredi büyüme oranı, kredi/GSYİH oranı, konut ve hisse senedi fiyatları gibi farklı değişkenler ile analiz edilebilmektedir (Claessens vd., 2011; Drehmann vd., 2012; Strohsal vd., 2015; Koopman vd., 2016; Galati vd., 2016). Bu doğrultuda çalışmada, -yeni politika bileşiminin ara hedeflerinden biri olmasına da bağlı olarak- finansal döngünün açıklanmasında toplam kredi büyüme oranları tercih edilmiştir.

Türkiye’de enflasyon oranları, yeni politika bileşiminin genelinde Grafik 1’den de görüleceği üzere hedeflenen düzeyin üzerinde seyretmiştir. Sermaye girişlerindeki dalgalanmalara bağlı olarak döviz kurlarında yaşanan değer kayıplarının ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışların şekillendirdiği enflasyon oranları bu dönemde çift haneli rakamlara kadar yükselmiştir (Kara, Ögünç ve Sarıkaya, 2017, s.12). Bu bağlamda, -zaman zaman düşme eğilimi gösterse de- dönemin geneli itibariyle hedefin üzerinde gerçekleşen enflasyon oranlarının, söz konusu dönemde genişleyici bir ekonomik döngünün varlığına işaret ettiğini ifade etmek mümkündür.

Grafik 1

Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları: 2010-2017



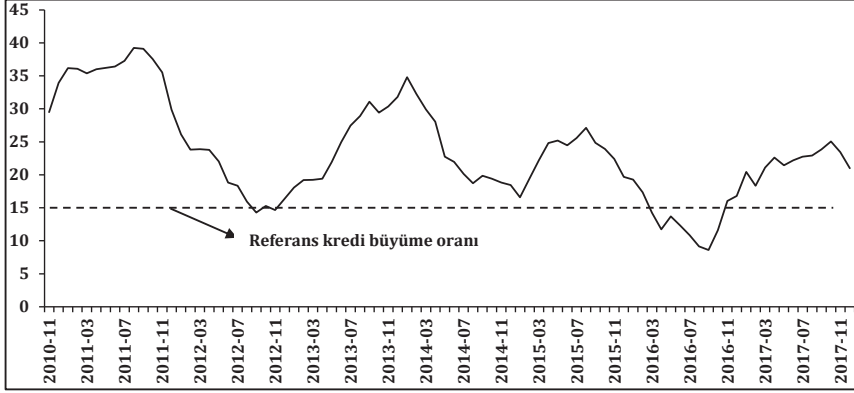
Kaynak: TCMB.

Yeni politika bileşiminde kredi büyüme oranı, Grafik 2’den de görüleceği üzere dalgalı bir seyir izlemiştir. Takip edilen politika duruşu ve küresel

likidite koşullarındaki değişimlere bağlı olarak bazı dönemlerde %40’a yaklaşan kredi büyüme oranı, bazı dönemlerde %10’un altına kadar gerilemiştir.

Grafik 2

Toplam Kredi Büyümesi: Kasım 2010-Aralık 2017



Kaynak: BDDK.

Kara vd. (2013) Türkiye için makul kredi büyüme oranının hesaplanmasına ilişkin yapmış oldukları çalışmada orta vadede referans alınabilecek kredi büyüme oranının %15 olması gerektiği sonucuna ulaşmıştır. Grafik 2’den de görüleceği üzere, Türkiye’de kredi büyüme oranının 2016’nın ilk çeyreğine kadar makul kabul edilebilecek oranın üzerinde seyrettiği görülmektedir. Bu tarihten itibaren düşüş trendine giren kredi büyüme oranı 2016’nın Eylül ayında en düşük değerini almış ve yeniden yükselişe geçmiştir. Diğer bir ifadeyle, yeni politika bileşiminin uygulandığı dönemde 2016’nın ilk çeyreğinden itibaren daralma sürecine giren bir finansal döngünün varlığından söz etmek mümkündür.

Yeni Politika Bileşiminde Para Politikası ve Makro İhtiyati Politika Uygulamaları

Yeni politika bileşimi, para politikası ve makro ihtiyati politikannın birlikte yürütüldüğü ve para politikası uygulamalarında finansal istikrar amacının ağırlık kazandığı bir politika çerçevesi olmuştur. Bu doğrultuda para politikası duruşunun belirlenmesinde nihai hedef olan fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı sağlamaya yönelik ara hedefler de dikkate alınırken makro ihtiyati politika uygulamalarında finansal döngüdeki

aşırılıklara ve konjonktür yanlılığına odaklanılmıştır.

Yeni politika bileşiminin uygulandığı dönemde, Türkiye ekonomisinde farklı ekonomik döngü ve finansal döngü bileşimleri meydana gelmiştir. Politikalar arasındaki karşılıklı etkileşimlerin döngülerin durumlarına göre değerlendirilmesi gerekliliği, söz konusu dönemin -döngülerin bileşimi dikkate alınarak- alt dönemlerde incelenmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu doğrultuda çalışmada politika uygulamaları, her iki döngünün de genişlemesine bağlı olarak aynı yönde politika tepkilerinin verildiği Kasım 2010-Ağustos 2016, ekonomik döngü genişlemeye devam ederken finansal döngünün daralmaya başlamasına bağlı olarak farklı yönde politika tepkilerinin verildiği Eylül 2016-Aralık 2017 olmak üzere iki alt dönemde incelenmiştir.

Kasım 2010-Ağustos 2016 Dönemi

Yeni politika bileşiminin ilk dönemlerinde TCMB, kısa vadeli sermaye girişlerini yavaşlatabilmek amacıyla, hedefin altında seyreden enflasyonun da kendisine sağladığı alanla düşük politika faizi ve geniş faiz koridoru araçlarını kullanmıştır. Faiz koridorunu aşağı yönlü genişleten TCMB, gecelik piyasa faizlerinin ortalama getirilerini düşürerek ve oynaklığını arttırarak spekülative sermaye girişlerini azaltmaya çalışmıştır (Başçı ve Kara, 2011, s. 13). Diğer taraftan kredi büyümesini kontrol altına almaya yönelik ilk tepkiler, para politikası araçları vasıtasıyla verilmiştir. Bu doğrultuda, makro ihtiyati hedeflere yönelik aktif bir politika aracı olarak kullanılan zorunlu karşılıklar; para birimine ve vadeye göre farklılaştırılarak kademeli bir şekilde arttırılmıştır. Buna karşın bankaların artan zorunlu karşılıkların kredi arzını azaltıcı etkisini hafifletmek için kar marjlarından belirli oranda feragat etmeleri ve açık piyasa işlemleri vasıtasıyla TCMB'den borçlanmaları, Grafik 2'den de görüleceği üzere kredi büyüme hızındaki artışın devam etmesine neden olmuştur (IMF, 2017, s. 69).

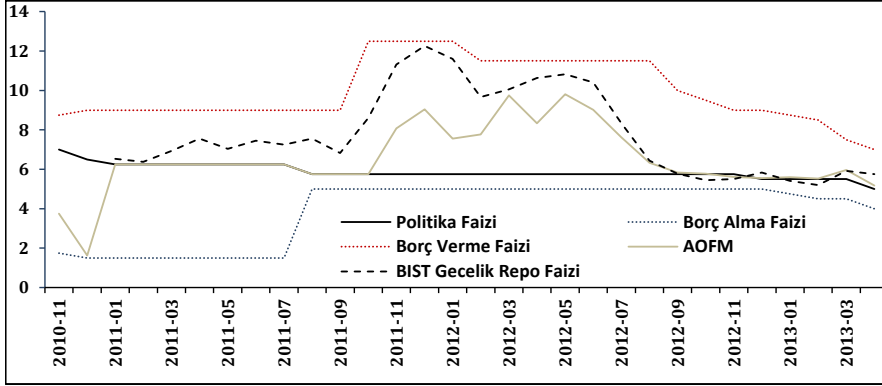
TCMB'nin kredi büyüme artışına zorunlu karşılıklar üzerinden vermiş olduğu tepkinin yetersiz kalması, yeni politika bileşiminin etkinliğinin arttırılmasında finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu diğer kurumlara duyulan ihtiyacı açık bir şekilde ortaya koymuştur. Nitekim Haziran 2011'den itibaren -başta Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) olmak üzere- düzenleyici ve denetleyici kurumlar, -Finansal İstikrar Komitesi'nin (FİK) koordinatörlüğü ve rehberliği altında- TCMB'nin bireysel çabalarını destekleyici makro ihtiyati tedbirleri devreye sokmaya başlamışlardır (Kara, 2016, s. 131).

FİK’in temel önceliklerinden biri olan tüketici kredilerindeki büyümeyi kontrol altına alma ve hanehalklarının borçluluk düzeyini azaltma hedefi doğrultusunda ilk makro ihtiyati sıkılaştırma paketi Haziran 2011’de BDDK tarafından uygulamaya konmuştur. Bu amaca yönelik olarak, tüketici kredileri içerisinde en hızlı büyüme oranına sahip olan ihtiyaç kredileri için bankaların ayırmaları gereken karşılık oranları yükseltilmiştir. Tüketici kredilerinin uzun vadede yol açabileceği muhtemel riskleri sınırlandırabilmek için sermaye yeterliliği hesaplamalarına dikkate alınan risk ağırlıkları ihtiyaç kredileri için arttırılmıştır. Bununla birlikte kredi kartlarının nakit kullanımlarına ilişkin Aralık 2010’da yapılan düzenleme yine bu dönemde uygulanmaya başlanmıştır (TCMB, 2014c, s. 51-60)

2011 yılının ikinci yarısından itibaren Euro bölgesindeki kamu borcunun sürdürülebilirliğine ve küresel büyümeye ilişkin kaygıların artması küresel risk iştahında bozulmaya neden olmuş ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan hızlı sermaye çıkışlarından Türkiye ekonomisi de payını almıştır. TL’de yaşanan değer kaybının arzu edilen üzerine çıkması karşısında TCMB, politika araçlarını sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemdeki tersine kullanmaya başlamıştır. Sermaye hareketlerindeki çıkışı engellemek amacıyla faiz koridoru daraltılarak kısa vadeli faizlerin oynaklığı düşürülmüş ve döviz satış ihaleleri ile dış finansmandaki ani duruş (sudden stop) riski azaltılmaya çalışılmıştır (Kara, 2012, s. 27; TCMB, 2011b, ss. 5-13).

Faiz koridorunun daraltılması ve döviz piyasasına yönelik müdahaleler sayesinde döviz kurundaki dalgalanmaların azaltılmasına karşın TL’deki sert değer kayıplarının önüne geçilememiş ve Kasım 2010-Ekim 2011 döneminde TL’deki değer kaybı %30’a ulaşmıştır. Bununla birlikte yönetilen/yönlendirilen ürünlere öngörülenin üzerinde yapılan zamlar ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin artışlar orta vadeli enflasyon bekleyişlerindeki bozulma riskini de beraberinde getirmiştir (Aktaş ve Cortuk, 2012, s. 202; Kara, 2012, s. 27).

Hızlanan enflasyon karşısında TCMB Ekim 2011’de parasal sıkılaştırmaya başlamıştır. Bu doğrultuda borç verme faiz oranı 350 baz puan arttırılarak %12.5’e yükseltilirken borç alma faizi sabit tutulmuştur. Faiz koridorunu yukarı yönlü genişleten TCMB, likidite koşullarını da sıkılaştırarak fonlamayı daha yüksek maliyetli araçlara kaydırmıştır. Böylelikle Grafik 3’den de görüleceği üzere gecelik piyasalarda oluşan faizlerde ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinde (AOFM) belirgin bir artış yaşanmıştır.

Grafik 3*Faiz Oranları: Kasım 2010-Nisan 2013*

Kaynak: TCMB.

Küresel ekonomideki olumlu görünüme karşın 2011 yılsonu enflasyon oranının %10.45 olarak gerçekleşmesi ve maliyet unsurlarına ilişkin yukarı yönlü risklerin varlığı 2012 yılının ilk yarısında temkinli bir para politikası izlenmesine yol açmıştır (TCMB, 2013, s. 31). Bu doğrultuda fiyat istikrarı amacına yönelik olarak Ocak-Haziran döneminde 6 kez ek parasal sıkılaştırma uygulanmıştır. Politika faizi ile fonlamaya bir süre ara verilmiştir. Fonlamanın borç verme faizinden ve TCMB nezdinde piyasa yapıcı repo faizinden yapılması neticesinde para piyasası faizleri koridorun üst bandında yakın yerlerde oluşmuştur (TCMB, 2012, s. 20).

2012 yılının ikinci yarısından itibaren küresel risk iştahının artması ve gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitmeleri ile birlikte sermaye girişlerini hızlandırma riski karşısında TCMB, faiz oranlarında finansal istikrar amacına yönelik indirimler gerçekleştirilmiştir. Bu doğrultuda Eylül 2012-Mayıs 2013 döneminde faiz koridorunun üst bandı %11.5'den %6.5'e, koridorun alt bandı %5'den %3.5'e, politika faizi ise %5.75'den %4.5'e çekilmiştir (TCMB, 2013, ss. 31-32). Diğer taraftan yine aynı dönemde, bankaların yüksek borçlanmalarına bağlı olarak oluşabilecek riskleri sınırlamak amacıyla -yüksek kaldıraçla çalışan bankalara ilave zorunlu karşılık yükü getiren-kaldıraca dayalı zorunlu karşılık sistemi, konjonktür karşıtı bir araç olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin vade yapısını daha sağlıklı hale getirmek amacıyla kısa vadeli yükümlülükler için TL ve yabancı para (YP) zorunlu karşılık oranlarında ölçülü artışlar

gerçekleştirilmiştir (TCMB, 2014a, ss. 30-39).

Mayıs 2013’de Amerikan Merkez Bankası (Federal Reserve -FED-) guvernörü B. Bernanke’nin niceliksel genişleme programını kademeli bir şekilde sonlandıracağına ve tahvil alımlarını azaltacağına ilişkin sinyaller içeren “taper talk” açıklaması, küresel piyasalarda para politikalarının sıkılaştırılacağına yönelik beklentileri güçlendirmiştir. Buna bağlı olarak birçok gelişmekte olan ülkeye benzer şekilde Türkiye’de de ani sermaye çıkışları meydana gelmiş ve döviz kurunda sert yükselişler gerçekleşmiştir (Aktaş, Erduman ve Kaya Ekşi, 2018).

Bu dönemde, TL’de yaşanan değer kayıplarının enflasyonist etkileri karşısında TCMB, önceliği büyümeye vermiş ve politika faizi aracını kullanmamıştır. Bunun yerine faiz koridorunun genişliği ile oynayarak ve likidite operasyonları ile faiz oranlarını belirlemeye çalışmıştır.

2013 yılının ikinci yarısındaki sorunlar döviz kurundaki sert düşüş ile sınırlı kalmamıştır. Grafik 2’den de görüleceği üzere, 2012’nin son çeyreğinde %15’lere kadar gerileyen toplam kredi büyüme oranı, düşük seyreden kredi faizlerine bağlı olarak hem tüketici hem de ticari kredilerin desteğiyle bir sonraki yılın aynı çeyreğinde %25’lere kadar yükselmiştir. Kredi büyüme hızının makul kabul edilebilecek seviyelerin üzerine çıkması, BDDK öncülüğünde sıkılaştırıcı yeni makro ihtiyati tedbirlerin devreye sokulmasına neden olmuştur.

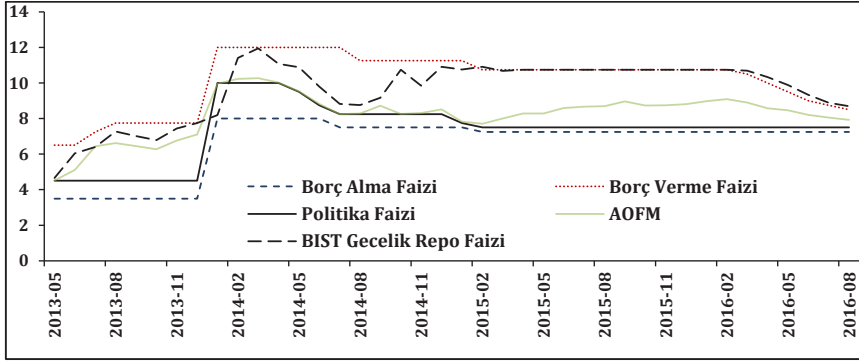
Ekim 2013’te uygulanmaya başlanan ikinci makro ihtiyati sıkılaştırma paketinde ağırlıklı olarak tüketici kredileri ve bireysel kredi kartlarına yönelik tedbirler yer almıştır. Bu doğrultuda, kredi büyüme hızını yavaşlatmak amacıyla tüketici kredilerinin ve bireysel kredi kartlarının risk ağırlıkları arttırılmıştır. Konut ve gayrimenkul haricindeki tüketici kredilerine çeşitli oranlarda vade sınırlaması getirilmiştir. Taşıt kredileri genel karşılık kapsamına dahil edilmiş ve nihai fatura değerlerine bağlı olarak değişen oranda kredi-teminat oranı sınırlaması uygulanmıştır. Kredi kart limitlerine borç-gelir tavanı getirilirken asgari ödeme tutarının bir takvim yılında üç kez ödenmemesi durumunda kredi kartları nakit çekime kapatılmıştır. Kredi kartı taksitlendirme süreleri kısıtlanmış ve bazı harcama kalemlerinde taksit uygulaması kaldırılmıştır (TCMB, 2014c, s. 51-60).

Aralık 2013’de FED’in tahvil alımlarını azaltmaya (tapering) başlaması ve yılın ikinci yarısından itibaren politik belirsizliklerin giderek artması TL’deki değer kaybının şiddetlenmesine, finansal piyasalardaki

dalgalanmaların ve piyasa faizlerinin yükselmesine neden olmuştur. Döviz kurunda ve risk primindeki yukarı yönlü hareketlere daha fazla kayıtsız kalamayan TCMB, 28 Ocak 2014 tarihinde yapmış olduğu olağanüstü para politikası kurulu (PPK) toplantısında sert faiz artırımları gerçekleştirmiştir. Grafik 4'den de görüleceği üzere politika faizi 550 baz puan artırılarak %10'a çıkarılmıştır. Faiz koridorunun alt bandı %3.5'den %8'e, üst bandı ise %7.75'den %12'ye yükseltilmiştir. Bununla birlikte para politikasının operasyonel çerçevesini sadeleştirmeye yönelik olarak fonlamanın 1 hafta vadeli repo faizinden yapılacağı açıklanmış ve AOFM, politika faizine yakın tutulmuştur (IMF, 2017, s 67; TCMB, 2015a, ss. 28-36).

Grafik 4

Faiz Oranları: Mayıs 2013-Ağustos 2016



Kaynak: TCMB.

2014'ün ikinci çeyreğinden itibaren küresel likidite koşullarındaki iyileşme ve makroekonomik göstergelerin olumlu seyri, faiz oranlarında ölçülü indirimler gerçekleştirilmesine neden olmuştur. Buna karşın 2014'ün son çeyreğinden itibaren küresel piyasalardaki dalgalanmaların artması, risk primleri ile uzun vadeli faizlerdeki artışlar ve TL'de yaşanan değer kayıpları karşısında mevcut sıkı para politikası duruşu likidite sıkılaştırmaları ile desteklenmiş ve 2015 yılı boyunca buna devam edilmiştir (TCMB, 2016a, ss. 27-30).

FED'in Aralık 2015'de politika faizinde gerçekleştirdiği artışın 25 baz puanda kalması ve küresel ekonomide yavaş bir toparlanma sürecinin yaşanacağına yönelik beklentilerin ağırlık kazanması, 2016 yılının başından itibaren sermaye girişlerinin hızlanmasına ve risk primlerinin

düşmesine yol açmıştır. Enflasyonist baskıların bir nebze azalması, TL’nin istikrarlı seyri, finansal koşullardaki sıkılık ve küresel piyasalardaki olumlu gelişmeler, TCMB’ye faiz koridoru politikasını 2016’nın ikinci çeyreğinden itibaren sadeleştirme imkanı sağlamış ve koridor genişliği 300 baz puandan 100 baz puana kadar daraltılmıştır (TCMB, 2017a, s. 32).

Bununla birlikte söz konusu dönemde kredi büyümesinin kontrol altına alınmasına yardımcı olan sıkı makro ihtiyati politika duruşu, BDDK tarafından alınan tedbirlerle daha da güçlendirilmiştir. Bankaların sermaye gereksinimlerini karşılama düzeyleri dikkate alınarak kar dağıtım oranları sınırlandırılmış ve likidite karşılama oranları arttırılmıştır. Bankalara konjonktür karşıtı sermaye tamponu bulundurma zorunluluğu getirilmiştir (TCMB, 2014b, ss. 85-86).

Kasım 2010-Ağustos 2016, enflasyon beklentilerinin sağlıklı bir şekilde çapalanamaması ve parasal aktarım mekanizmalarının işleyişinin bozulmasına bağlı olarak fiyat istikrarının sağlanamadığı bir dönem olmuştur. Para politikası, finansal istikrar amacının artırıldığı ve araç setinin genişletildiği politika çerçevesinin yanı sıra politika duruşunun yeterince sıkı olmaması gerekçeleri ile yoğun bir şekilde eleştirilmiştir (Kara, 2012; Özatay, 2014; Gürkaynak vd. 2015; Yeldan ve Ünüvar, 2016; IMF, 2018). Bununla birlikte, dönemin geneli itibarıyla temkinli ve sıkı bir politika duruşu takip edilmeye çalışılmış ve döviz kurundaki değer kayıplarının enflasyonist etkileri karşısında sert faiz artırımları gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda Kasım 2010-Ağustos 2016 döneminde, -her ne kadar şiddeti ve yeterliliği tartışılabilirse de- sıkı bir para politikası duruşunun benimsendiğini ifade etmek mümkündür.

Diğer taraftan makro ihtiyati politika uygulamalarında, genişleyici finansal döngünün neden olduğu makro-finansal riskleri sınırlamaya yönelik sıkılaştırıcı düzenlemelerin gerçekleştirildiği görülmüştür. Bu doğrultuda, BDDK öncülüğünde gerçekleştirilen uygulamalar vasıtasıyla kredi büyüme hızındaki artışlar kontrol altına alınmaya çalışılmıştır.

Kasım 2010-Ağustos 2016 döneminde para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamalarının sıkılaştırma yönünde olması her iki politika arasında ciddi uyumsuzlukların yaşanmamasına katkı sağlamıştır. Bununla birlikte, para politikası duruşunun -hedefin üzerinde gerçekleşen enflasyona yönelik olarak- görece sıkı olması kredi büyüme hızının yavaşlatılmasına yardımcı olurken sıkı makro ihtiyati politika duruşu da iç talebi baskılayarak fiyat istikrarına katkı sağlamıştır. Bu bağlamda, söz

konusu dönemde para politikası ve makro ihtiyati politikanın aynı yönde hareket ederek birbirlerini tamamladığını söylemek mümkündür.

Eylül 2016-Aralık 2017 Dönemi

Türkiye ekonomisi, 2016 yılının ikinci yarısından itibaren bir dizi olumsuz iç ve dış şoka maruz kalmıştır. Her ne kadar finansal piyasalar üzerindeki etkisi sınırlı kalsa da İngiltere'deki Brexit Referandumu ve 15 Temmuz darbe girişimi, yılın ilk yarısında zayıflayan büyüme performansını daha da kötüleştirmiştir. Kredi büyümesindeki yavaşlamanın arzu edilenin ötesine geçmesi neticesinde Eylül 2016'da makro ihtiyati politika duruşunda gevşetmeye gidilmiştir. BDDK tarafından alınan ve tüketici kredilerindeki büyümeyi sınırlamaya yönelik çok sayıdaki makro ihtiyati tedbir gevşetilmiş veya yürürlükten kaldırılmıştır. Buna göre taşıt ve konut kredileri haricindeki tüketici kredilerinin azami vade süresi uzatılmıştır. Kredi kartlarında 9 ay olan genel taksit sınırlaması bazı mal ve hizmetler için 12 aya çıkarılmıştır. Konut kredilerindeki kredi-teminat oranı sınırlaması %75'ten %80 yükseltilmiştir. Konut kredisi dışındaki tüketici kredileri için geçerli olan artan orandaki genel karşılık düzenlemesi yürürlükten kaldırılmıştır (TCMB, 2016b).

Kasım 2016'da ABD'deki başkanlık seçimlerinde D. J. Trump'ın seçilmesi, küresel ekonomi politikalarına dair belirsizliklerin yaşanmasına neden olmuştur. Uluslararası finansal görünüme ilişkin artan belirsizlikler ve ABD tahvil faizlerinin yükselmesi neticesinde -gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde- Türkiye'den de kayda değer portföy çıkışları gerçekleşmiştir

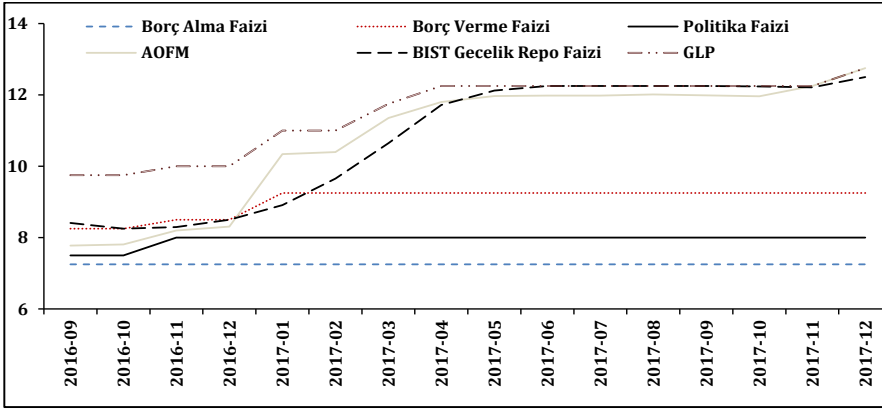
TL'deki değer kayıplarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkileri karşısında TCMB, Kasım 2016'da ölçülü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. FED'in Aralık 2016'daki faiz artırımını ile yükselişini sürdüren döviz kurunun enflasyona ilişkin yukarı yönlü riskleri arttırması karşısında TCMB, Ocak-Nisan 2017 döneminde öncekinden daha güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmek zorunda kalmıştır. Bununla birlikte kurdaki yükselişi geçici olarak değerlendiren ve iktisadi faaliyetteki toparlanma eğiliminin sürdürülmesi amacıyla politika faizi kullanmak istemeyen TCMB farklı bir likidite politikası izlemiştir.

Buna göre, öncelikle 1 hafta vadeli repo ihalesi açılmamış ve gecelik fonlama miktarı kademeli olarak azaltılmıştır. Bankalar fon ihtiyaçları için gün sonuna yönlendirilmiş ve fonlamanın giderek artan kısmı Geç

Likidite Penceresinden (GLP) sağlanmaya başlanmıştır⁹ (TCMB, 2017b, s.3). Ardından Grafik 5’den de görüleceği üzere, 24 Ocak’taki PPK toplantısında GLP kapsamındaki borç verme faiz oranı %10’dan %11’e yükseltilmiştir. TL’deki değer kaybının enflasyon üzerindeki gecikmeli etkilerinin sürmesi nedeniyle GLP faizi Mart ve Nisan aylarında sırasıyla 75 ve 50 baz puan arttırılarak %12.25 seviyesine çıkarılmış ve AOFM, GLP faizine yakın tutulmuştur (TCMB, 2018a, ss. 17-18).

Grafik 5

Faiz Oranları: Eylül 2016-Aralık 2017



Kaynak: TCMB.

2017 yılının başlarında bir yandan döviz kurundaki yükselişin enflasyonda yol açtığı yukarı yönlü riskleri kontrol altına almaya yönelik sıkı para politikası duruşu sürdürülürken diğer yandan kredi büyümesindeki toparlanmayı desteklemek amacıyla gevşek makro ihtiyati politika duruşuna devam edilmiştir. Tüketici kredilerindeki büyümeyi hızlandırmak amacıyla esnetilen makro ihtiyati tedbirlerin yanı sıra ticari kredileri desteklemek için Kredi Garanti Fonu (KGF) teşvikleri arttırılmıştır.¹⁰ 2017 yılında KGF’nin sağladığı kefalet tutarı Hazine desteği ile birlikte 20 milyar TL’den 250 milyar TL’ye yükseltilmiştir (IMF, 2018, s. 5).

9 GLP, yeni politika bileşiminden önce de var olan bir uygulama olmakla birlikte 1990 yılından bu yana sadece 7 kez kullanılmıştır.

10 KGF, 1993 yılında küçük ve orta boy işletmelerin (KOBİ) finansmanına katkı sağlamak amacıyla oluşturulan Hazine destekli kurumsal bir kefalet kuruluşudur. KGF, geri ödenmemiş kredilerin banka bilançosundaki payı %7’yi aşmadığı sürece ilgili bankaya ihracat kredileri için %100, KOBİ kredileri için %90 ve ticari krediler için %85 oranına kadar devlet garantisi vermektedir (IMF, 2018, s. 24).

2017 yılının ikinci yarısında yurt içi talep artışına bağlı olarak enflasyonun yükselmesi, para politikasındaki sıkı duruşun güçlendirilmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda öncelikle bankacılık sisteminin fonlamasının tamamı GLP üzerinden yapılmaya başlanmıştır. Böylelikle AOFM, %12.25 olan GLP borç verme faizi düzeyinde oluşmuştur. Ardından, Aralık ayındaki PPK toplantısında GLP faizi %12.25'den %12.75'e yükseltilmiştir (TCMB, 2018b, s. 13).

Eylül 2016 sonrası, enflasyondaki yükselişin hızlanmasına bağlı olarak fiyat istikrarına yönelik kaygıların arttığı bir dönem olmuştur. Enflasyon oranlarının çift haneli rakamlara ulaşması para politikası duruşunun sıkılaştırma derecesinin yükseltilmesine yol açmıştır. Diğer taraftan aynı dönemde kredi büyüme hızının ekonomik büyüme açısından aşağı yönlü bir risk oluşturması, makro ihtiyati tedbirlerin gevşetilmesine ve kredi büyümesindeki toparlanmayı destekleyici KGF gibi yeni düzenlemelerin gerçekleştirilmesine neden olmuştur.

Eylül 2016-Aralık 2017 döneminde para politikasının sıkılaştırma makro ihtiyati politikanın ise gevşetme yönünde olması, politikalar arasında uyumsuzlukların yaşanmasına yol açmıştır. Kredi piyasasını canlandırmak amacıyla gevşetilen makro ihtiyati tedbirler iç talebi körükleyerek enflasyonu yükseltici etkilere neden olmuştur. Diğer taraftan, fiyat istikrarı hedefiyle arttırılan faiz oranları, kredi büyümesindeki toparlanma sürecinin beklenenden daha yavaş olmasında etkili olmuştur. Bu bağlamda, söz konusu dönemde döngüler arasındaki bağlantının kopmasına bağlı olarak ters yönde hareket eden politikaların nihai amaçları arasında çatışma yaşanmıştır.

Sonuç

Türkiye ekonomisinde, küresel finansal kriz sonrası dönemde ortaya çıkan makro-finansal istikrarı sağlamaya yönelik politika çerçevesi ihtiyacı TCMB önderliğinde uygulamaya konulan yeni politika bileşimi ile giderilmeye çalışılmıştır. Finansal istikrar hedefi ile fiyat istikrarı hedefinin aynı düzeye getirildiği ve para politikası ile makro ihtiyati politikanın birlikte yürütüldüğü yeni politika bileşimi, her iki politika arasında karşılıklı etkileşimlerin yaşanmasına yol açmıştır.

Yeni politika bileşiminin uygulandığı dönemde, Türkiye ekonomisinde farklı ekonomik döngü ve finansal döngü bileşimleri meydana gelmiştir. Ekonomik döngü, söz konusu dönemin geneli itibariyle genişleyici bir seyir izlerken 2016'nın ilk çeyreğine kadar genişleyen finansal döngünün

bu tarihten bir daralma süreci yaşadığı görülmüştür. Buna bağlı olarak, politika tepkileri Kasım 2010-Ağustos 2016 döneminde aynı yönde verilirken Eylül 2016 sonrası dönemde farklılaşmıştır.

Kasım 2010-Ağustos 2016 döneminde para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamalarının sıkılaştırma yönünde olması her iki politika arasında ciddi uyuşmazlıkların yaşanmamasına neden olmuştur. Söz konusu dönemde para politikası ve makro ihtiyati politikanın aynı yönde hareket ederek birbirlerini tamamladıkları ve birbirlerinin nihai hedeflerine katkı sağladıkları görülmektedir. Eylül 2016-Aralık 2017 döneminde ise para politikasındaki sıkı duruş sürdürülürken makro ihtiyati politika duruşunun daralan finansal döngüye bağlı olarak gevşetilmesi, politika hedefleri arasında uyuşmazlıklar ortaya çıkarmıştır. Kredi piyasasını canlandırmak amacıyla gevşetilen makro ihtiyati tedbirler iç talebi körükleyerek enflasyonu yükselmesinde, fiyat istikrarı hedefiyle arttırılan faiz oranları ise kredi büyümesindeki toparlanma sürecinin beklenenden daha yavaş olmasında etkili olmuştur. Döngüler arasındaki bağlantının kopmasına bağlı olarak ters yönde hareket eden politikaların nihai amaçları arasında çatışma yaşanmış ve koordinasyon ihtiyacı belirgin hale gelmiştir.

Türkiye’de makro-finansal istikrarı sağlamaya yönelik uygulamaya konulan yeni politika bileşiminin, politikaların tamamlayıcılık özellikleri vasıtasıyla birbirlerinin nihai hedeflerine katkı vermek, nihai hedefleri arasında çatışmaların yaşandığı durumlarda ise artan koordinasyon ihtiyacını gidermek açısından uygun bir çerçeve sunduğunu ifade etmek mümkündür. Bununla birlikte dönemin genelindeki fiyat istikrarı performansının, nihai hedefinden sapan politikaların etkinliğinin azalacağı yönündeki argümanı savunan ayrık politika çerçevesi yaklaşımını güçlendirdiğini ve söz konusu çerçevenin zayıf noktası olduğunu da belirtmek gerekmektedir.

Kaynakça / References

Aktaş, C., Cortuk, O. (2012). Turkey’s experience with the global crisis: restructuring policies within a financial stability framework. *Journal of Economic Policy Reform*, 15(3), 195-205.

Aktaş, Z., Erduman, Y., Kaya Ekşi, N. (2018). Gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımları: Pastadan kim daha fazla pay alacak?. *Merkezin Güncesi*, Erişim Tarihi: 11.01.2019. <http://www.tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/gelismekte+olan+ulkelere+yonelen+portfoy>.

Antipa, P., Matheron, J. (2014). Interactions between monetary and macroprudential policies. *Banque de France Financial Stability Review: Macroprudential Policies Implementation and Interactions*, 18, 225-239.

Balog, A., Csontos, O., Torös, A., Zsigo, M. (2016). Interaction between monetary and macroprudential policies in practice – a Hungarian example. *BIS Papers*, 83, 159-179.

Başçı, E., Kara, H. (2011). Finansal istikrar ve para politikası. *İktisat, işletme ve finans*, 26(302), 9-25.

Beau, D., Clerc, L., Mojon, B. (2012). Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy. *Banque de France Working Papers*, 390.

Borio, C. (2003). Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?. *BIS Working Papers*, 128.

Borio, C. (2012). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?. *BIS Working Papers*, 395.

Borio, C. (2014). Monetary policy and financial stability: What role in prevention and recovery?. *BIS Working Papers*, 440.

Claessens, S., Kose, M. A. ve Terrones, M. E. (2011). How do business and financial cycles interact?. *IMF Working Paper*, 88.

Drehmann, M., Borio, C. ve Tsatsaronis, K. (2012). Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!. *BIS Working Papers*, 380.

Dunstan, A. (2014). The interaction between monetary and macro-prudential policy. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 77(2), 15-25.

Farhi E. ve Tirole, J. (2012). Collective moral hazard, maturity mismatch and systemic bailouts. *American Economic Review*, 102(1), 60-93.

Frait, J., Malovana, S., Tomsik, V. (2015). The interaction of monetary and macroprudential policies in the pursuit of the Central Bank's primary objectives. *Czech National Bank/Financial Stability Report*, 110-120.

FSB, IMF, BIS. (2011). Macroprudential policy tools and frameworks, *Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Erişim Tarihi: 26.01.2019. <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/021411.pdf>.

Galati, G., Hindrayanto, I., Koopman, S. J. ve Viekke, M. (2016). Measuring financial cycles with a model-based filter: Empirical evidence for the United States and the Euro Area. *DNB Working Paper*, 495.

- Gürkaynak, R. S, Kantur, Z., Taş, M. A., Yıldırım-Karaman, S. (2015). Monetary policy in Turkey after Central Bank independence. *İktisat, İşletme ve Finans*, 30(356), 9-38.
- Hahm, J., Mishkin, F. S., Shin, H. S., Shin, K. (2012). Macroprudential policies in open emerging economies. *NBER Working Paper Series*, 17780.
- Igan, D. ve Kang, H. (2011). Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea. *IMF Working Paper*, 297.
- IMF. (2013). The interaction of monetary and macroprudential policies. *IMF Policy Papers*.
- IMF. (2017). Increasing resilience to large and volatile capital flows – The role of macroprudential policies, *IMF Policy Paper*.
- IMF. (2018). 2018 Article IV Consultation with Turkey, *IMF Country Report*, 110.
- Kara, H. (2012). Küresel kriz sonrası para politikası, *İktisat, İşletme ve Finans*, 27(315), 9-36.
- Kara, H. (2016). Turkey’s experience with macroprudential policy. *BIS Papers*, 86, 123-140.
- Kara, H., Küçük, H., Tiryaki, S. T., Yüksel, C. (2013). Türkiye için makul kredi büyüme oranı ne olmalı?. *TCMB Ekonomi Notları*, 03.
- Kara, H., Ögünç, F., Sarıkaya, Ç. (2017). Inflation dynamics in Turkey: A historical accounting, *CBRT Research Notes in Economics*, 03.
- Koopman, S. J., Lit, R. ve Lucas, A. (2016). Model-based business cycle and financial cycle decomposition for Europe and the U.S.. *Tinbergen Institute Discussion Paper*, 051/IV.
- Malovana, S. ve Frait J. (2016). Monetary policy and macroprudential policy: Rivals or teammates?. *IES Working Paper*, 19.
- Mundell, R. (1962). The appropriate use of monetary and fiscal policy for internal and external stability, *IMF Staff Papers*, 9(1), ss. 70-79.
- Nier, E. ve Kang, H. (2016). Monetary and macroprudential policies – exploring interactions. *BIS Papers*, 86, 27-38.
- Özatay, F. (2014). A note on the new monetary policy of the Central Bank of Turkey. In A. Arı (Ed.) *The European debt crisis: Causes, consequences, measures and remedies* (pp. 185-194). Newcastle: Cambridge Scholars Publishing.

Özdemir, M. (2014). Krizin Ardından Makro İktisat ve Enflasyon Hedeflemesi: Quo Vadis?. A. Arı (Ed.), *Bir duayen ile iktisat ve finansı çok boyutlu düşünmek: Prof. Dr. İlker Parasız'a armağan kitabı içinde* (s. 187-236). Ankara: Efil Yayınevi.

Pereira da Silva, L. A. (2016). *Towards and integrated inflation targeting framework in middle-income countries: A research agenda*. 2nd ECBN Policy Research Conference on Macroprudential Instruments and Financial Cycles, Ljubljana, 29 September.

Popoyan, L. (2016). Macroprudential policy: A blessing or a curse?, *LEM Working Paper Series*, 21.

Smets, F. (2014). Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?. *International Journal of Central Banking*, 10(2), 263-300.

Spencer, G. (2014). *Coordination of monetary policy and macro-prudential policy*. the Credit Suisse Asian Investment Conference, Hong Kong, 27 March.

Strohsal, T., Proano, C. R. ve Wolters, J. (2015). Characterizing the financial cycle: Evidence from a frequency domain analysis. *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 22.

Svensson, L. E. O. (2012). Comment on Michael Woodford: Inflation targeting and financial stability. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 1, ss. 33-39.

TCMB. (2010). 2011 Yılında para ve kur politikası.

TCMB. (2011a). Finansal istikrar raporu, 12.

TCMB. (2011b). 2012 Yılında para ve kur politikası.

TCMB. (2012). 2013 Yılında para ve kur politikası.

TCMB. (2013). Yıllık rapor – 2012.

TCMB. (2014a) Yıllık rapor – 2013.

TCMB. (2014b). Finansal istikrar raporu, 18.

TCMB. (2014c). Finansal istikrar raporu, 19.

TCMB. (2015). Yıllık rapor – 2014.

TCMB. (2016a). Yıllık rapor – 2015.

TCMB. (2016b). Finansal istikrar raporu, 23.

TCMB. (2017a). Yıllık rapor – 2016.

TCMB. (2017b). Finansal istikrar raporu, 25.

TCMB. (2018a). Yıllık rapor – 2017.

TCMB. (2018b). Finansal istikrar raporu, 26.

Tinbergen, J. (1952). *On the theory of economic policy*. Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

Yeldan, A. E., Ünüvar, B. (2016). An assessment of the Turkish economy in the AKP era. *Research and Policy on Turkey*, 1(1), 11-28.

Summary

The involvement of the macroprudential policies in financial stability frameworks in the post-crisis period led to coordination problems between monetary policy and macroprudential policy. The overlapping of the transmission mechanisms of the monetary policy and macroprudential policy where the financial system is at the centre of the pass-through effects and the ability of a policy to shape the domain of another policy have revealed the need to examine the interaction between these policies. The need for coordination along with the degree of mutual interaction have been higher in countries like Turkey where monetary and macroprudential policies have been carried out together as a result of the policy dilemmas which occurred due to the macro-financial risks brought about by the abundance of the global liquidity that emerged after the global financial crisis. In this context the aim of study is to examine the interactions between monetary policy and macroprudential policy in the period of new policy mix in Turkey.

Monetary policy and macroprudential policy are two economic policies with different objectives and tool sets. While monetary policy is trying to reach price stability by using instruments such as short-term interest rates and reserve requirements, macroprudential policy uses tools such as capital and liquidity regulations in line with the financial stability. Although their ultimate goals and tools are different, both policies could have an impact on each other’s transmission channels. While monetary policy could affect the credit conditions, macroprudential policy could change the monetary conditions.

In theory, a properly designed policy can balance the negative side effects of the other policy. However, it is not easy to realize this in practice. Depending on the situation of the link between the economic cycle and the financial cycle, and the type of shocks exposed, policies could conflict with each other or complement each other. Therefore, in the implementation of a policy, the effects of the other policy should be taken into account and coordination should be ensured between policies.

The new policy mix has begun to be implemented by Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) in order to slow down the short term capital inflows and control credit growth rate since November 2010 in the Turkish economy. In the new policy mix, the price stability goal was aligned with the financial stability goal and monetary policy and macroprudential policy were conducted together. In the monetary policy strategy, orthodox inflation targeting was revised and financial stability was adopted as a supportive objective. While price stability remains the ultimate goal, the widening of the policy area to include macro-financial risks arising from global liquidity conditions has been led to increase the interactions between monetary and macroprudential policies.

Studies in the literature on mutual interaction between policies seem to suggest that the expanding economic cycle is also represented by inflation rates as a result of the fact that the expanding economic cycle is accompanied by inflationary pressures and the interaction between monetary policy and macroprudential policy is realized between price stability and financial stability targets. From this point of view, in the period of new policy mix, the situation of the economic cycle was explained by inflation rates. On the other hand, total credit growth was preferred in the explain of the financial cycle –one of the intermediate objectives of the new policy mix.

In the period of the new policy mix, different economic cycle and financial cycle combinations occurred in the Turkish economy. While the economic cycle tracked an expansionary course throughout the period in question, it was observed that the financial cycle that expanded until the first quarter of 2016 experienced a downturn process from that date. Accordingly, policy responses has been given in the same direction in the period of November 2010-August 2016 and were differentiated in the post-September 2016 period.

The fact that the monetary and macro prudential policies had a tightening tendency in the November 2010-August 2016 period resulted in no

serious conflict between two policies. In this period, it was observed that monetary policy and macroprudential policy acted in the same direction and they complemented each other and contributed to the ultimate objectives of one another. The relatively tight monetary policy stance -above the inflation target- helped slow down the credit growth rate, while the tight macroprudential policy stance also contributed to price stability by suppressing domestic demand.

In September 2016-December 2017, while the tight monetary policy stance was maintained, loosening of the macroprudential policy stance due to the contracting financial cycle caused conflicts among policy targets. Macroprudential measures, which were loosened in order to stimulate the credit market, have been caused the upward pressure on the inflation by fuelling domestic demand. On the other hand, interest rates, which were increased with the aim of price stability, have been effective in the recovery in loan growth to be slower than expected. Because of the breaking of the link between the cycles, a conflict has taken place among the ultimate goals of the policies that move in the opposite direction and the need for coordination has increased.

It is possible to say the new policy mix is implemented to achieve financial stability in Turkey, providing an appropriate framework to contribute to the ultimate goals of one another through the complementary characteristics of policies, and to fulfil the need to increase coordination in case of conflicts. In addition to this, it should be kept in mind that the price stability performance throughout the period strengthens the argument that the effectiveness of policies deviating from its ultimate goal will be reduced and it is the weakest point of this framework.