

Türkiye’de yakın dönem merkez bankacılığı ve uygulanan politikaların sonuçları*

Ali Çufadar

Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV), Ankara, Türkiye

e-posta: ali.cufadar@tepav.org.tr

ORCID: 0000-0001-9654-2338

Özet

Türkiye, 1990’lı yıllardaki yüksek enflasyon düşük büyüme dönemini enflasyon hedeflemesi stratejisi ile sona erdirmiştir. 2002-2016 yılları arasındaki fiyat istikrarına odaklı politikalar düşük enflasyon düzeylerine ulaşmış, istikrarlı büyümeyi desteklemiştir. 2017 yılından başlayarak TCMB bağımsızlığının aşamalı olarak azalması, para politikası kararlarında büyümenin ağırlığının artması, KGF ve kamu bankalarının aktif olarak kredi politikalarında rol üstlenmesi kısa vadede yatırımları ve büyümeyi artırmıştır. Ancak, özellikle Eylül 2021 sonrası fiyat istikrarı odaklı politikaların terk edilmesiyle birlikte, TCMB’nin enflasyon hedefinin nominal çapa olma vasfı erozyona uğramış, enflasyon oranları belirgin yükselmiş, döviz rezervleri kritik seviyelere düşmüş, ülke risk primi artmıştır. Başta düşük TCMB rezervleri olmak üzere, mevcut göstergeler mevcut para politikası operasyonel çerçevesinin sürdürülebilir olmadığını, gözden geçirilmesinin zorunlu olduğunu göstermektedir.

Anahtar kelimeler: Merkez bankacılığı, para politikası araçları, enflasyon, sermaye hareketleri, büyüme, döviz rezervleri.

JEL kodları: E52, E62, E63, F34, H63.

1. Giriş

Merkez bankacılığında 1970’li yılların sonlarından itibaren en azından orta ve uzun vadede enflasyon ve büyüme arasında ödünleşme olmayacağı, merkez bankalarının büyümeye en fazla katkıyı fiyat istikrarını sağlayarak yapabileceği

genel kabul görmeye başlamıştır.¹ Diğer yandan, 1980'li yıllardan başlayarak serbest piyasa esaslı ekonomik sisteme doğru eğilim yaygınlaşmış, merkez bankaları kredi ve faiz oranı kontrolleri gibi serbest piyasa işleyişine müdahale eden doğrudan para politikası araçlarını terk ederek serbest piyasa ile uyumlu açık piyasa işlemlerini temel para politikası aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Değişen kambiyo rejimleriyle uluslararası portföy hareketlerinin serbestleşmesi ise dalgalı kur rejimlerini dayatmıştır.²

Fiyat istikrarına ulaşmak için 1990'lı yıllardan başlayarak en etkin stratejinin enflasyon hedeflemesi olduğu konusunda geniş uzlaşa oluşmuştur. Bu strateji, Mishkin (2009.b)'in özetlediği üzere; (i) para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı olması, finansal istikrarı gözetmesi, (ii) enflasyon hedefinin kamuoyuna şeffaf bir şekilde ilan edilmesi, (iii) enflasyon hedefine ulaşmak için politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının etkili ve bağımsız bir şekilde kullanılması, (iv) merkez bankasının enflasyon gelişmeleri hakkında kamuoyunu aydınlatması ve hedefin tutmadığı durumlarda hesap vermesi ilkelerine dayanmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 1980'li ve 1990'lı yıllarda fiyat istikrarına odaklanamasa da önemli ölçüde serbest piyasa işleyişine uygun dolaylı para politikası araçlarını kullanan bir para politikası çerçevesi oluşturabilmiştir. TCMB, 2000'li yılların başlarında itibaren ise temel amacı olan fiyat istikrarına odaklanmış, dalgalı kur rejimiyle birlikte enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde kısa vadeli politika faizini temel araç olarak kullanmaya başlamıştır. 2002-2006 döneminde uygulanan para politikası ile enflasyon tek hanelerde seyretmiş, istikrarlı büyüme gözlenmiştir.

Ancak, iktisat politikalarında 2017 yılından başlayarak büyümeyi de önceleyen yaklaşım öne çıkmaya, TCMB'nin faiz politikasını belirleme esnekliği azalmaya başlamış, genel kabul gören merkez bankacılığı yaklaşımından uzaklaşma eğilimleri ortaya çıkmıştır. TCMB, özellikle Eylül 2021'den başlayarak, düşük faiz politikası ve hızlı kredi genişlemesi ile yüksek büyümeyi de temel amaç olarak görmüş, başta merkez bankası bağımsızlığı olmak üzere, enflasyon hedeflemesi temel ilkelerinden belirgin olarak uzaklaşmıştır. Politika faizi temel politika aracı olma niteliğini yitirmiş, makro-ihiyati araç olma özelliğini aşan ve serbest piyasa işleyişine müdahale eden 1970'ler ve 1980'lerdeki benzer para politikası araçları kullanılmaya başlanılmıştır.

¹ Küresel ölçekte merkez bankacılığı ve para politikası uygulamalarının gelişimi Mishkin (2009a) ve Çufadar (2012)'de daha detaylı olarak özetlenmektedir.

² Birçok gelişmekte olan ülke sabit (ya da kontrollü) kur politikası uyguladıklarında; ünlü “imkânsız üçlü” açmazı, diğer bir ifadeyle “sermaye hareketleri serbest iken, kurların ve faiz oranlarının aynı anda kontrol edilemeyeceği” gerçeği çerçevesinde krizlerle karşılaşmışlardır. “İmkânsız üçlü” sorunu Obstfeld vd. (2003)'te, sabit kur rejimi uygulaması deneyen ülkelerin yaşadığı krizler Obstfeld and Rogoff (1995)'te tartışılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, TCMB para politikası uygulamalarının tarihsel gelişimi özetlenerek; kısmen 2017 yılından, özellikle Eylül 2021'den itibaren uygulamaya başlanan büyüme odaklı yeni para politikası yaklaşımının ve kullanılan araçların incelenmesi ve temel ekonomik göstergeler üzerindeki etkilerinin enflasyon hedeflemesi dönemi ile karşılaştırılmasıdır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye'deki yakın dönem merkez bankacılığının gelişimi kısaca özetlenmiştir. Üçüncü bölümde 2017 yılı sonrasındaki para politikası yaklaşımı çerçevesinde kullanılan politika araçları kısaca incelenmiş, dördüncü bölümde ise uygulanan politikaların önemli göstergeler üzerindeki etkileri raporlanmıştır. Beşinci ve son bölüm ise sonuç ve değerlendirmeye ayrılmıştır.

2. Türkiye'de yakın dönem merkez bankacılığı

Merkez bankacılığı ve para politikası genel çerçevesi, ekonomik yapıdaki ve finansal koşullardaki gelişmelere bağlı olarak değişim göstermektedir. Bu çerçevede, Türkiye'deki merkez bankacılığının ve son yıllardaki para politikası uygulamalarındaki değişimin dönemler itibarıyla dünyadaki genel eğilimler çerçevesinde değerlendirilmesi sağlıklı olacaktır.

2.1. 1970'li yıllardan 2000'li yıllara

TCMB para politikası, 1970'li yıllarda; (i) sıkı dış ticaret ve sermaye hareketleri kontrolleri, (ii) yerleşiklerin döviz mevduatının yasaklanması, (iii) mevduat ve kredi faizlerine tavan konulması, (iv) sık sık devalüasyonların yapıldığı sabit kur rejimi, (v) devlet tahvili bulundurmaya da içeren zorunlu karşılıkların aktif bir politika aracı olarak kullanılması, (vi) banka kredilerinin otoritelerce kontrol altında tutulması ve bankacılık sistemi kaynaklarının selektif kredi uygulaması ile yönlendirilmesi, (vii) yüksek bütçe açıklarının TCMB kısa vadeli avans kredileriyle finanse edilmesi, ve (viii) TCMB'nin reeskont ve uzun vadeli avans kredileri ile kamu iktisadi teşekküllerine ve reel sektöre kredi vermesi çerçevesinde oluşmuştur.³

Türkiye, 1980 yılından itibaren, küresel eğilimlerle uyumlu olarak dış açılmaya, finans sistemini, dış ticaretini ve sermaye hareketlerini serbestleştirmeye başlamıştır. Nitekim, 1980'lerde; (i) kurların piyasada oluşmasını sağlamış, (ii) yerleşiklerin döviz mevduatı açmasına izin vermiş, (iii) mevduat ve kredi faiz tavanlarını kaldırarak faizlerin piyasa koşullarında belirlenmesinin yolunu açmış, (iv) 1989 ve 1990 yıllarında kambiyo rejimini serbestleştirerek yerleşiklerin

³ Önder (2005) TCMB'nin kuruluşundan 2000'li yılların ilk yarısına kadar uyguladığı para politikası genel çerçevesini detaylı bir şekilde incelemektedir.

yurtdışından borçlanmasına, yurtdışında finansal varlıkları edinmesine, yurtdışı yerleşiklerin de Türkiye’de finansal varlıklara yatırım yapmasına izin vermiştir.

TCMB, 1987 yılından başlayarak para politikası operasyonlarını önemli ölçüde açık piyasa işlemleri ile yürütmeye başlamıştır. 1990’lı yıllarda ise serbest piyasa esaslı para politikası işleyişi için gerekli piyasa reformları tamamlanmış olmasına rağmen, siyasi istikrarsızlık, kırılgan bankacılık sistemi, yüksek bütçe açıkları, sık sık yaşanan dış ve iç şoklar nedeniyle fiyat istikrarına odaklanamamış; (i) enflasyonu mümkün olduğunca çift hanelerde kontrol altında tutmak, (b) örtülü reel kur hedeflemesi yoluyla rekabet gücünü mümkün olduğunca korumak, ve (c) Hazine'nin iç borçlanmasını sürdürebilmesi amacıyla finansal piyasalardaki oynaklığı azaltmak gibi birbiri ile çelişen hedefler belirlemek zorunda kalmıştır. Nitekim, 1990’lı yıllarda enflasyon çok yüksek, büyüme hızı düşük gerçekleşmiştir. Yüksek enflasyon, düşük hızda büyüme, yüksek reel faiz ve hızla artan kamu borç stoku kısır döngüsünü kırmak amacıyla, 1999 yılı sonunda sıkı mali ve yapısal reform hedefleriyle desteklenen döviz kuru bazlı istikrar programı denenmiştir. Ancak, söz konusu istikrar programı yapısal reformlardaki gecikmeler, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki oynaklıklar ve kırılgan bankacılık sistemi gibi nedenlerle Şubat 2001’de kur ve bankacılık krizi ile sonlanmıştır.⁴

2.2. 2000’li yıllar: Çağdaş merkez bankacılığı ve enflasyon hedeflemesi

Türkiye, Şubat 2001 krizini takiben, güçlü bir yapısal reform sürecine girmiş; kamu bankaları dahil bankacılık sistemi rehabilite edilmiş, bütçe disiplini sağlanmış, 2001 yılında Kanununda değişiklik yapılarak TCMB’nin bağımsızlığı teminat altına alınmış, TCMB’nin kısa vadeli avans kullanımı yoluyla Hazine’yi finansmanı yasaklanmıştır. Yeni kanunda, TCMB'nin temel hedefinin fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğu açıkça belirtilmiştir. Nitekim, TCMB 2002-2010 döneminde para politikasını enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde belirlemeye başlamış⁵; fiyat istikrarına odaklanmış; faiz oranlarını da bağımsız şekilde belirleyerek tek politika aracı olarak seçmiştir. Bu dönemdeki para politikası genel çerçevesini, fiyat istikrarı ile çelişmediği sürece büyümenin desteklenmesini ve finansal istikrarın gözetilmesini de içerse de, “tek araç - politika faizi” ve “tek amaç - enflasyon hedefi” olarak tanımlamak mümkündür.

Olumlu küresel likidite koşulları, ihtiyatlı maliye ve para politikaları ile yapısal reformlar Türkiye’ye yönelik sermaye girişlerini 2002 yılından itibaren

⁴ Özatay and Sak (2002) bankacılık krizini detaylı bir şekilde incelemiştir.

⁵ Serdengeçti (2002). TCMB, 2002-2005 döneminde para politikası stratejisini “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırmış, tam enflasyon hedeflemesi uygulamasına 2006 yılında başlamıştır. Ancak, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde de para politikası ilan edilen enflasyon hedefleri odaklı olarak enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yürütülmüştür. Kara (2006) örtük enflasyon hedeflemesi dönemi para politikasını detaylı anlatmaktadır.

artırmıştır. Portföy girişleri, 2009 yılındaki küresel finansal kriz sırasında dursa da, 2009 yılında ve sonrasında gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz oranlarını düşürmesi ve parasal genişleme stratejileri sonucu hızlanmıştır. Bu arada, 2009 küresel finansal krizi sırasında reel kesimin döviz cinsi krediye ulaşımını kolaylaştırmak amacıyla Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'da yapılan değişikliklerle reel kesim firmalarına yurt içinde yabancı para cinsi borçlanma imkânı tanınmıştır.⁶

Yoğun portföy girişleri ve reel sektöre yurt içinde döviz cinsi borçlanma imkânı tanınmasının da desteğiyle dış borçlanmadaki artış, Türk lirasının reel olarak belirgin değer kazanmasına neden olmuştur. Döviz girişlerinin artması özellikle 2010-11 yıllarında faiz oranına dayalı tek araçlı para politikasının etkinliğini azaltmış, aşırı kredi genişlemesine ve cari işlemler açığının artmasına yol açmıştır.⁷ TCMB, oluşan makro-f finansal riskleri de gözeterek para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla, 2010 yılının ikinci yarısından itibaren zorunlu karşılık oranlarını aktif bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır.⁸ Böylece kredi koşulları, politika faizinin yanında zorunlu karşılık oranları ile de etkilenmeye çalışılmıştır. BDDK da 2010 yılından itibaren para politikasının etkinliğini desteklemek ve makro-f finansal riskleri azaltmak amacıyla özellikle tüketici kredilerine yönelik bir dizi kısıtlayıcı düzenlemelere başvurmaya başlamıştır.⁹

TCMB, 2002-2010 döneminde tüm Türk lirası mevduatlara yüzde 6 civarı zorunlu karşılık oranı belirlemiş, piyasa faiz oranının altında da olsa faiz ödemiştir.¹⁰ Ocak 2011'den başlayarak aşırı kredi genişlemesini önlemek amacıyla, Türk lirası mevduat vadeleri bazında farklı zorunlu karşılık uygulamasına geçmiş, zorunlu karşılık oranlarını önemli oranda artırmış, Şubat 2013'ten itibaren ise aşamalı olarak indirmiştir.¹¹ Ayrıca, zorunlu karşılık uygulamasının etkinliğini artırmak amacıyla Ekim 2010-Kasım 2014 döneminde Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödemesine son vermiştir. TCMB, bankaların likidite ve kredi

⁶ 16 Haziran 2009 tarihli Resmî Gazetede yayımlanan 2009/15082 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Kararda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Bakanlar Kurulu Kararı. Bu karar, reel sektörün yabancı para borçlarının hızla artmasına yol açmış, makro-f finansal risklerin belirginleşmesiyle, 2018 yılında gözden geçirilmiştir.

⁷ Portföy girişleri; kredi genişlemesi, iç talep ve enflasyon baskısını artırırken, bunları önlemeye yönelik politika faiz oranını artırma seçeneği daha fazla portföy girişini, yabancı para borçlanmasını teşvik etme ve Türk lirasının daha fazla değer kazanması ikilemi yaratmıştır.

⁸ Başçı ve Kara (2011) ve Başçı (2011; 2012).

⁹ TCMB (2014).

¹⁰ Zorunlu karşılık oranlarına ve ödenen faiz oranlarına ilişkin detaylı tarihsel bilgiler TCMB internet sitesinde bankacılık verileri bölümünde yayınlanmaktadır. Ayrıca zorunlu karşılıklar sadece mevduata değil, dış borçlanma gibi diğer yükümlülüklerle de uygulanmaktadır.

¹¹ Farklı vadelerdeki yükümlülükler için farklı zorunlu karşılık oranı uygulamasıyla, uzun vadeyi teşvik için Türk lirası ve yabancı para yükümlülükler için uzun vadeli zorunlu karşılık oranları daha düşük belirlenmiştir.

koşullarını sıkılaştırmak ve yükümlülüklerin vadesini uzatmak amacıyla yabancı para yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranlarını da aktif olarak kullanmaya başlamıştır. TCMB, ayrıca, bankaların yabancı para likiditelerini, inisiyatifi bankalara bırakıp, dolaylı yoldan sınırlamayı tercih ederek, Eylül 2011'den itibaren Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nı (ROM) uygulamaya koymuştur.¹² ROM, kısaca Türk lirası zorunlu karşılıkların bir kısmının yabancı para olarak tutulmasına imkân tanınması olarak da özetlenebilir.

Özetle Kara (2016)'nın belirttiği üzere, TCMB, 2011 yılından başlayarak, amaç fonksiyonuna finansal istikrarı açıkça dahil ederek makro-f finansal risklere daha fazla önem vermiş; bu çerçevede, zorunlu karşılıkları aktif bir araç olarak kullanarak para politikasının esnekliğini ve etkinliğini artırmayı hedeflemiştir. Diğer bir ifadeyle, 2011 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi çerçevesinde fiyat istikrarı temel amaç, politika faizi temel araç olmakla birlikte, kısmen çok amaçlı-çok araçlı bir yapı oluşturulmuştur. Ancak, para piyasası verileri, TCMB'nin faiz politikası esnekliğinin kısmen 2011 yılı sonlarından, belirgin olarak da 2017 yılından başlayarak siyasi otoritenin etkisiyle azalmaya başladığına işaret etmektedir (Grafik 1).¹³ Zira, TCMB'nin bazı dönemlerde enflasyon oranının yükselmesine karşın politika faizini yükseltmek yerine, parasal sıkılaştırmayı dolaylı yollardan yaptığı, politika faizinden yapması gereken fonlama miktarını kısıtlayarak fonlamanın bir kısmını faiz koridorunun üst sınırından (ya da Geç Likidite Penceresinden) yaparak ortalama fonlama faiz oranını yükselttiği, politika faiz oranını gecikmeli olarak artırmak zorunda kaldığı gözlenmiştir.¹⁴

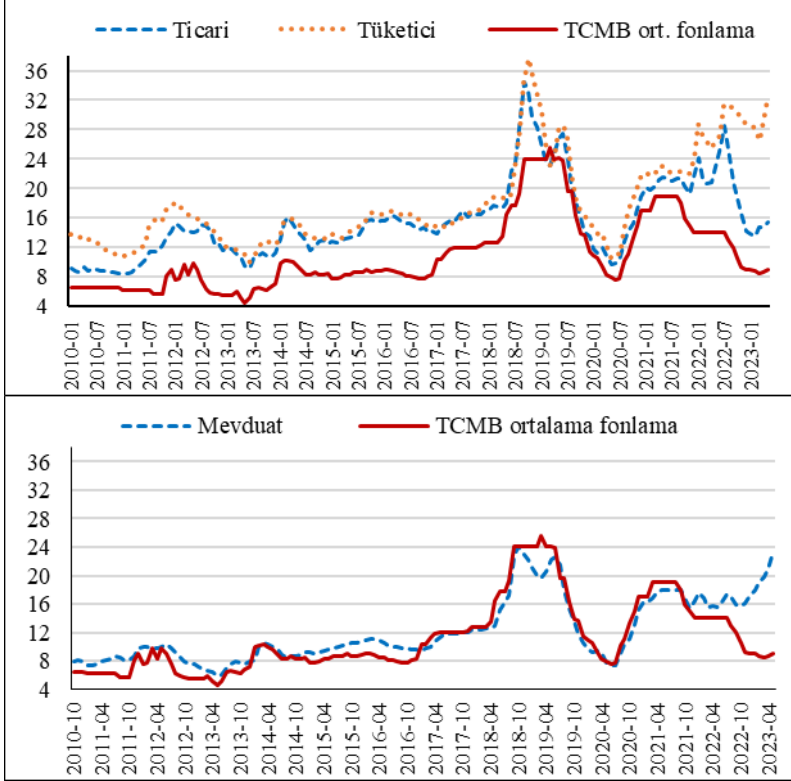
¹² Rezerv Opsiyon Mekanizmasının içeriği ve gerekçeleri TCMB (2012)'de detaylı olarak anlatılmaktadır. ROM uygulamasının Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının indirilmeye başlanmasıyla etkisi giderek azalmış ve 2019-2021 döneminde yabancı para zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla kademeli olarak sonlandırılmıştır.

¹³ Enflasyon hedeflemesinde, temel araç politika faizidir ve bağımsız kullanılması esastır. TCMB, normalde asıl fonlamasını politika faizinden bir haftalık repo ihaleleri ile gerçekleştirmekte, ikincil para piyasası gecelik faiz oranlarının politika faiz oranının altında ve üstünde belirlediği belli bir koridorun dışına çıkmaması için alt ve üst faiz sınırları koymaktadır. Politika faizi ikincil piyasalar için referans niteliğindedir ve normalde piyasalardaki gecelik faizlerin TCMB politika faizi civarında gerçekleşmelidir. Gün içinde TCMB bir haftalık repo işlemlerinin yeterli fonlama sağlamadığı durumda, gecelik faizler TCMB faiz koridorunun üst sınırına yükselmekte, TCMB eksik verdiği likiditeyi yüksek olan üst koridor faizinden sağlamakta, böylece TCMB ortalama fonlama faizi yükselmektedir. TCMB'nin ortalama fonlama faiz oranının uzun süre politika faiz oranından yüksek gerçekleştirmesi, faiz politikası karar esnekliğinin azaldığı, örtük parasal sıkılaştırma yapmak zorunda kaldığı şeklinde yorumlanmaktadır.

¹⁴ Örneğin, TCMB ortalama fonlama faizi Kasım 2011-Aralık 2013 ve Ocak 2017-Mayıs 2018 döneminde çoğunlukla politika faizinin belirgin üzerinde gerçekleşmiş; politika faizi gecikmeli olarak Ocak 2014'te yüzde 4.5'ten yüzde 10'a, Haziran 2018'de ise yüzde 8'den yüzde 16.5'e çıkartılmak zorunda kalmıştır.

Grafik 1

TCMB Politika Faizi, TCMB Ortalama Faizi ve Enflasyon Oranı (yüzde)



Not: Ortalama fonlama faizi, TCMB'nin gecelik vade dahil yaptığı toplam fonlama maliyetini göstermektedir.

Kaynak: TCMB EVDS.

TCMB, 2002-2017 döneminde dalgalı kur rejimine büyük ölçüde bağlı kalmış, kurlarda aşırı oynaklık olduğunda şeffaf bir şekilde döviz alım ya da satım yapacağını vurgulamış, belirli bir kur seviyesini korumaktan ya da kur seviyesi hedefi vermekten özenle kaçınmıştır. Dalgalı kur rejimiyle uyumlu olarak döviz arzının arttığı ve Türk lirasının reel değerlenme eğiliminde olduğu 2002-2010 döneminde genellikle doğrudan müdahale yöntemi yerine, ihale yöntemi ile alım yaparak döviz rezervlerini artırmış, döviz talebinin arttığı ve Türk lirasının reel değer kaybetme eğiliminde olduğu 2011-2017 döneminde yine çoğunlukla ihale yöntemiyle döviz satmış, kurların piyasa koşullarında oluşmasına özen göstermiştir.

3. 2017 yılı ve sonrası: İktisat ve para politikalarında değişim

İktisat politikalarında 2017 yılından başlayarak fiyat istikrarı odaklı yaklaşımdan büyüme odaklı yaklaşıma aşamalı bir dönüşüm gerçekleşmiş, fiyat istikrarı odaklı para politikası da bu süreçten etkilenmiştir. Bu dönüşüm, temelde talebi potansiyel üretim düzeyinde tutarak enflasyonu kontrol etme ilkesine dayanan ana akım merkez bankacılığı yerine, düşük faiz ve uygun kredi koşullarıyla yatırımların ve potansiyel üretimin artırılabilmesi düşüncesine dayanmaktadır. Bu dönemin en önemli özelliklerini; (i) para politikasında özellikle Eylül 2021'den başlayarak çok amaçlı - çok araçlı çerçeveye geçilmesi, (ii) kredileri üretken olduğu düşünülen alanlara yönlendirme çabası, (iii) düşük reel kur ile ihracatın ve ithal ikamesinin desteklenmesi arzusu (iv) düşük faiz politikası ve hızlı kredi genişlemesi ile kalkınmayı hızlandırma isteği, (v) Kredi Garanti Fonu (KGF)'nin yoğun olarak özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ) desteklenmesi amacıyla kullanılması, ve (vi) siyasi otoritenin yönlendirmesi ile kamu bankalarının kredilerini hızla artırması olarak sıralamak mümkündür.

Öncelikle 2017 yılında Hazine'nin sağladığı imkanlarla KGF destekli krediler yoğun olarak kullanılmaya başlamıştır.¹⁵ Yine 2017 yılından başlayarak kamu bankaları siyasi otoritenin bir kredi politikası aracı olmaya başlamış, kamu bankalarının bankacılık sistemi kredileri içindeki payı hızla artmaya başlamıştır.¹⁶ Böylece, kredi piyasaları TCMB'nin faiz politikası yanında KGF ve kamu bankalarının aktif kredi politikası ile de yönlendirilmeye başlanmıştır. TCMB, her ne kadar enflasyon hedeflemesi stratejisine devam etmeye çalışsa da, 2017 yılında artan krediler, iç talep, enflasyon ve kur baskılarına rağmen politika faizini artıramamış, söz konusu baskıları politika faizinde yapması gereken sıkışmayı likiditeyi kısırarak ve ortalama fonlama maliyetini artırarak önlemeye çalışmıştır. TCMB'nin faiz politikasındaki esnekliğinin sınırlı olduğu ve gerektiğinde politika faizini esnek kullanamayabileceği algısı sonucu bekleyişler bozulmaya başlamıştır. Nitekim, TCMB, bekleyişlerdeki bozulmanın ve 2018 yılı ikinci yarısında dış politikada meydana gelen gerginliklerin etkisiyle kuvvetlenen kurlardaki hızlı artışı politika faizini Haziran-Eylül döneminde yüzde 8'den yüzde 24'e çıkartarak durdurabilmiştir. 2019 yılında yükselen faizlerle kurlardaki istikrarın sağlanması ve enflasyonun belirgin düşüş eğilimine girmesi üzerine, politika faizini Temmuz 2019'dan itibaren tekrar hızlı bir şekilde düşürmeye başlamıştır.

¹⁵ KGF, 1991 yılında kurulmuştur. 1994-2016 yılları arasında kullanılan KGF kefaletli krediler görece olarak sınırlı kalmıştır. 2009 krizi sırasında kısmen canlandırılan KGF, 2017 yılından itibaren etkin bir kredi politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. 2017 yılında Hazine garantileri 20 milyar TL'den 200 milyar TL'ye çıkarılmış, daha sonraki yıllarda yeni KGF paketleri açıklanarak bu çerçevede kullanılan krediler özellikle KOBİ'lerin fonlanması bakımından önemli bir araç haline gelmiştir.

¹⁶ Kamu bankalarının toplam bankacılık sektörü ticari kredileri içindeki payı 2016'da yüzde 36.3 iken, Nisan 2023'e kadar aşamalı olarak artarak yüzde 53.3'e kadar çıkmıştır.

Diğer yandan, Temmuz 2019’da TCMB Kanunu’nda değişiklik yapılarak daha önce sadece bankacılık sistemi yükümlülükleri üzerinden zorunlu karşılık alınmasına izin veren madde değiştirilerek varlıklar üzerinden de zorunlu karşılık alınabilmesine imkân tanınmıştır.¹⁷ Bu değişiklik aslında TCMB’nin 2022 yılından başlayarak yaygın olarak kullanacağı ve 1970’ler merkez bankacılığında görülen banka kredilerinin kontrolü, seçilmiş sektörlerin desteklenmesi ve bankacılık kaynaklarının üretken alanlara yönlendirilmesi yaklaşımına imkan sağlamıştır. Nitekim, TCMB, Eylül 2019’dan başlayarak ekonomiyi asıl olarak politika faizi ile yönlendirme uygulamasından kısmen vazgeçmiş, zorunlu karşılıkları daha müdahaleci bir para politikası aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Bu amaçla, kredi büyümesi ile zorunlu karşılıklar ilişkilendirilmiş, ekonomik aktivitenin yavaş olduğu söz konusu dönemde bankalar kredi vermeye teşvik edilmiş, kredi genişlemesi verilen hedeflerin altında ve üstünde kalan bankalar cezalandırılmıştır. TCMB bu uygulamasını 2019 yılı Aralık ayında kuvvetlendirmiş, zorunlu karşılıkları kredi çeşitleri ile de ilişkilendirerek kredilerin KOBİ ve uzun vadeli yatırım kredilerine yönlendirilmesini hedeflemiştir. TCMB, ayrıca 1970’ler benzeri diğer bir araç olan Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası (TKYB) aracılığı ile seçili sektörlerle kullanılacak uzun vadeli Yatırım Taahhütlü Avans Kredisini (YTAK) Haziran 2020’de devreye almıştır.¹⁸

TCMB, Covid-19 sürecinde bankacılık sistemine likidite ve salğından en çok etkilenen ihracatçı sektörler kredisini imkanı ile kriz yönetimine odaklanırken, BDDK Nisan-Aralık 2020 döneminde bankaların aktif ve pasiflerinin yapısına Aktif Rasyo düzenlemesi ile müdahale ederek kredi genişlemesini teşvik etmiş, kamu bankalarının uygun koşullu kredi kampanyaları da kredi genişlemesini hızlandırmıştır.¹⁹ TCMB’nin, 2017-2018 yıllarında olduğu gibi, Ağustos ayından itibaren hızlı kredi genişlemesi sonucu artan enflasyon, kur ve rezerv baskısına zamanında politika faizini yükseltmek yerine ortalama fonlama maliyetini yükselterek tepki vermesi, faiz yükseltme esnekliği olmadığı algısını güçlendirerek bekleşileri bozmuş, kur atağına yol açmıştır. TCMB, kur atağını Kasım 2020’de politika faizini hızla yükselterek, enflasyon hedeflemesi ilkelerini kararlılıkla

¹⁷ 19/7/2019 tarihli Resmî Gazetede yayımlanan 17/7/2017 tarihli Gelir Vergisi Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun. Yeni madde, TCMB’ye zorunlu karşılık uygulamasını çok etkili bir araç olarak kullanma, bankacılık sistemine çok geniş şekilde müdahale imkânı tanımaktadır.

¹⁸ 5 Haziran 2020 tarihli TCMB Yatırım Taahhütlü Avans Kredisini Kullanılmasına İlişkin Basın Duyurusu. TCMB, YTAK kredileri konusunda temkinli davranmış, ilk kullandırımı Ekim 2020’de yapsa da, Ağustos 2022’de sadece 7 milyar Türk lirasına çıkmış; ancak, sonra hızla artırarak Mayıs 2023’te 60 milyar Türk lirasına yükseltmiştir.

¹⁹ BDDK (2020a; 2002b).

uygulayacağını vurgulayarak ve kredi genişlemesini teşvik eden zorunlu karşılık sistemini yürürlükten kaldırarak durdurabilmiştir.^{20,21}

TCMB, Kasım 2020-Eylül 2021 döneminde para politikası operasyonel çerçevesini enflasyon hedeflemesi stratejisi ile uyumlu biçimde sadeleştirerek tek amaçlı - tek araçlı operasyonel çerçeveye dönse de, Eylül 2021'den itibaren tekrar gevşek para politikası stratejisine yönelmiş ve enflasyon hedefini ikinci plana atarak güçlü iç talebe ve enflasyondaki yüksek düzeylere rağmen, politika faizinde belirgin indirimler yapmıştır. Öyle ki, enflasyon hedeflemesi döneminde ilk defa belirgin biçimde eksi reel faizler gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, Eylül 2021'i para politikası uygulamasında net bir değişimin başlangıcı olarak nitelendirmek mümkündür. Para politikasındaki gevşemede temel motivasyon hızlı büyümenin sürdürülmesi olsa da, otoriteler, gevşek para politikasıyla Türk lirasının reel değer kaybetmesinin ihracatı destekleyeceği, ithal ikamesini güçlendireceği, böylece cari işlemler açığı sorununun çözüleceği, dolayısıyla kur baskısının geçici olacağı beklentilerini de sıkça belirtmişlerdir. TCMB'nin hızlı faiz indirimi kurlarda ve enflasyonda büyük baskı yaratmış, Aralık ayındaki yoğun rezerv kaybına rağmen kurlardaki artış önlenememiş, kur baskısını azaltmak amacıyla politika faizini artırmak yerine Ocak 2022'den geçerli olmak üzere çok riskli bir uygulama olan Kur Korumalı Mevduat (KKM) sistemi yürürlüğe konulmuştur.²² Ocak 2023'ten itibaren ise bir planın parçası olmaktan ziyade, eksi reel faiz politikasının kurlarda, rezervlerde ve kredi piyasalarındaki yan etkisini gidermeye yönelik günün ihtiyaçlarına göre sıklıkla değişen zorunlu karşılıklar esaslı önlemler alınmaya başlanmıştır.

KKM'ye rağmen TCMB'nin düşük faiz politikası kredi genişlemesini, cari işlemler açığını ve döviz talebini artırarak kur baskısının sürmesine neden olmuştur. Bu defa TCMB, faiz politikasının ekonomide ve finansal piyasalarda yarattığı başta hızlı kredi genişlemesi, kur ve rezerv baskısı gibi dengesizlikleri azaltmak amacıyla Ocak 2022'den başlayarak bankacılık sistemine, mevduat ve kredi kararlarına aşırı müdahaleci zorunlu karşılık sistemini temel para politikası aracı haline getirmiş, çok sık yapılan değişikliklerle takip edilmesi ve anlaşılması oldukça güç operasyonel

²⁰ TCMB Eylül'de politika faizini artırmış, ancak Ekim'de artırmaya devam etmemiştir.

²¹ TCMB, 27/11/2020 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu ile parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmak amacıyla sade bir zorunlu karşılık sistemine geçilmesine karar vermiş, BDDK da Kasım'da Aktif Rasyo düzenlemesine son vermiştir.

²² KKM uygulamasında, özetle, bireyseller ve şirketler döviz mevduatlarını Türk lirası mevduata çevirmekte, Bankalar Türk lirası faiz ödemekte, kur artışı mevduat faiz oranının üzerinde olması halinde fark Hazine veya TCMB tarafından üstlenilmektedir. Detaylar için, bkz. TCMB'nin 21/12/2021 tarihli Döviz Tevdiat Hesaplarından Türk Lirası Vadeli Mevduata Dönüşümün Desteklenmesine İlişkin Basın Duyurusu, Hazine ve Maliye Bakanlığının 24/12/2021 tarihli Kur Korumalı TL Vadeli Mevduatları ve Katılma Hesaplarına İlişkin Uygulama Esasları Hakkında Basın Açıklaması.

çerçeve oluşturmuştur.^{23,24} Yapılan düzenlemelerin içeriği temelde; (i) yabancı para mevduatlar karşılığı tutulan zorunlu karşılıklar için komisyon alınmasını, (ii) kredi genişlemesinin azaltılması için, kredi genişlemesi belirli bir düzeyin üstüne çıkması halinde ilave zorunlu karşılık tutulmasını, (iii) KKM'nin toplam mevduatlar içindeki payı için hedefler konulmasını ve bu hedefleri tutturamayan bankalar için ilave komisyon alınmasını ya da ilave zorunlu karşılık tutulmasını, (iv) selektif olarak kabul edilmeyen krediler için zorunlu karşılık tutulmasını, (v) zorunlu karşılıkların bir kısmı için uzun vadeli Hazine tahvili tutulmasını kapsamaktadır. Özellikle KKM için hedefler konulması, kur baskısının azaltılmasını ve azalan TCMB rezervlerinin takviyesini, bankaları zorunlu karşılıklar için tahvil tutma zorunluluğu ise bir yandan bankaların kredi verme davranışını etkilemeyi, diğer yandan da dolaylı olarak, 2000'li yılların öncesinde olduğu gibi, Hazine'nin finansmanının kolaylaştırılmasını amaçlamıştır. Nitekim, zorunlu karşılıkların bir kısmı için tahvil alma zorunluluğu sonucu tahvil faizleri mevduat faizinin çok altına, yüzde 10 düzeylerine kadar düşmüştür. Diğer yandan, BDDK da kredi genişlemesini sınırlamak üzere likidite rasyolarını ve tüketici kredisi kullanım koşullarını sıkılaştırarak ve döviz talebini azaltmak için yabancı para mevduatı olan şirketlerin Türk lirası kredi kullanımını sınırlandırarak TCMB'ye destek vermiştir.

Aşırı kredi genişlemesinin sınırlandırılmasına yönelik önlemler kredi faizlerinin hızla artmasına yol açmıştır. Bu defa, reel sektörden gelen krediye erişim sorunu şikayetleri üzerine, TCMB, Eylül 2022'den itibaren, bankaların mevduat faiz oranını gösteren referans faiz oranının belirli bir katsayı ile çarpımının üzerindeki faizli ticari krediler için zorunlu karşılık uygulaması çerçevesinde hazine tahvili alım zorunluluğu getirerek, ticari kredi faizleri için örtük üst sınır belirlemiştir.²⁵ Diğer yandan, TCMB, kur ve rezerv baskısını azaltmak amacıyla bankalara KKM ve Türk lirası mevduatların toplamının toplam mevduatlar içindeki payının belirli bir orandan daha az olamayacağına ilişkin düzenlemeler yapmış, altında kalacak bankaları zorunlu karşılıklarla cezalandırmış, bu oranları kur ve rezerv baskısı arttıkça yükseltmiştir. Böylece, bankalar yabancı para mevduatları KKM'ye ya da Türk lirası mevduatlara çevrilmesini teşvik etmek amacıyla söz konusu mevduatlar

²³ TCMB'nin, piyasalara ve bankacılık sistemine ilişkin düzenleme değişiklikleri 2018 yılına kadar çok seyrek olmuş, önemli her bir düzenlemenin amacı yılda iki defa yayımlanan Finansal İstikrar Raporlarında ayrı bir kutu içinde açıklanmıştır. 2019 yılından itibaren düzenleme sayısı çok arttığı için düzenlemelerin listesi için ayrı bir kutu hazırlanmaya başlanmış, bu liste Kasım 2022 raporunda 3 sayfa tutmuştur. 2022 ve 2023 yıllarındaki düzenlemeler Finansal İstikrar Raporlarındaki kutularda yer almaktadır.

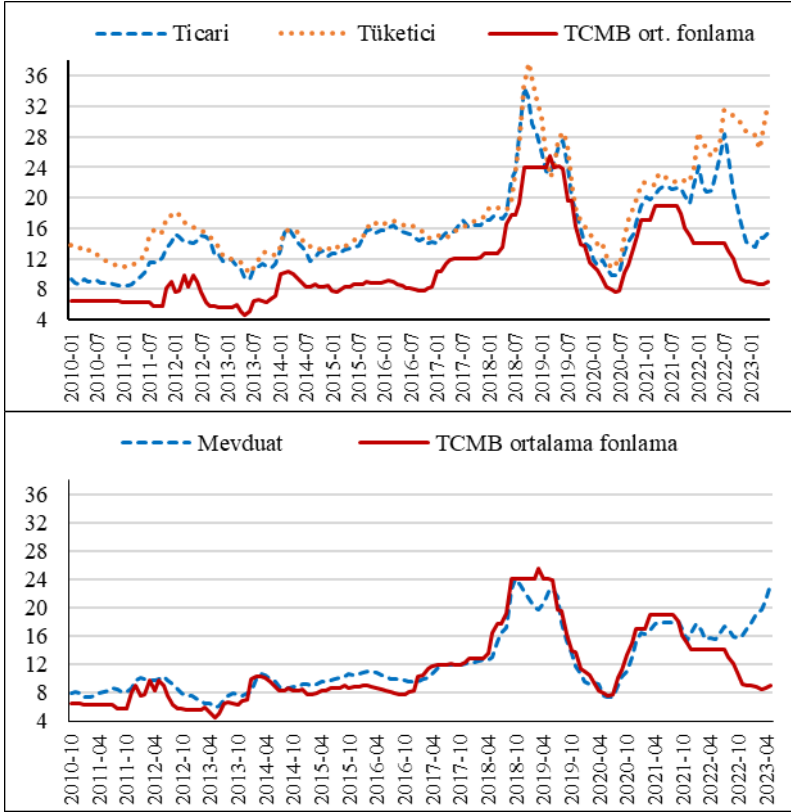
²⁴ TCMB bu araçları makro-ihiyati araç olarak adlandırır ve bir kısmı makro-ihiyati araç niteliğinde olsa da, kullanım amaçları dikkate alındığında bunlar geleneksel makro-ihiyati nitelikleri aşan, önemli bir kısmı ekonominin dengeleri ile uyumlu olmayan, faiz politikasının yarattığı dengesizlikleri azaltmaya yönelik, faiz politikasını ikame etmeye çalışan kısıtlayıcı araçlardır.

²⁵ TCMB 20/08/2022 tarihli Makro-ihiyati Tedbirler Hakkında Basın Duyurusu.

için önerilen faiz oranlarını artırmaya başlamışlardır. Bu uygulamalar sonucu, politika faizi ile mevduat faizi ve mevduat faizi ile kredi faizi arasındaki ilişki kırılmıştır (Grafik 2). Zira, mevduat faizleri, politika faizinden yukarı yönlü ayrılmış, ticari kredilerdeki örtük faiz üst sınırı nedeniyle ticari kredi faizleri mevduat faizlerinin dahi altına düşmüş, tüketici kredi faizleri de ticari kredi faizlerinin belirgin biçimde üzerinde gerçekleşmiştir.

Grafik 2

Aylık TCMB Ortalama Fonlama, Türk Lirası Mevduat ve Kredi Faiz Oranları (yüzde)



Not: Grafikte, bazı dönemlerde (2011, 2013, 2017-2018, 2020) TCMB'nin parasal sıkılaştırmayı politika faizi yerine likiditeyi sıkılaştırarak gerçekleştirmesi nedeniyle TCMB ortalama fonlama faizi kullanılmıştır. Zira böyle dönemlerde, TCMB ortalama fonlama faizi piyasalar açısından gösterge niteliği kazanmıştır.

Kaynak: TCMB EVDS. En son veri Mayıs 2023 ilk yarısına aittir.

TCMB'nin para politikasındaki değişiklik uygulanan kur politikasına da yansımıştır. TCMB, 2002-2017 döneminde, dalgalı kur rejimi ile uyumlu olarak herhangi bir kur hedefi ima etmeden döviz alım ve satımında bulunmuş ve bu

işlemlerin bilgilerini kamuoyu ile paylaşmıştır. Ancak, TCMB'nin net döviz rezervleri 2018 yılından başlayarak belirgin gerilemesine karşın, azalışın kaynağına ilişkin herhangi bilgi paylaşılmamaktadır. Bu dönemki net döviz rezerv değişimleri ve kur hareketleri dikkate alındığında, özellikle 2020 yılı ve sonrası kur rejimini, Aralık 2020-Kasım 2021 dönemi hariç, "sıkı bir şekilde yönetilen kur rejimi" olarak adlandırmak mümkündür.

4. Para politikası stratejindeki değişiminin makroekonomik sonuçları

Kuşkusuz para politikası stratejisindeki değişiklikler, enflasyon yanında, dış borçlanmayı ve reel sektörün döviz cinsi borçlanmasını, yabancı portföy hareketlerini, dolarizasyonu, kredi piyasasını ve büyüme oranlarını belirgin etkilemiş, en net etki ise TCMB döviz rezervlerinde ve ülke risk priminde gözlenmiştir. Türkiye'nin ortalama yıllık büyümesi, 1991-2001 döneminde yüzde 2.9 ile küresel büyüme ortalamasının 0.92 katı, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde para politikasının esnek olduğu 2002-2016 döneminde ortalama küresel büyümenin 1.48 katı ve iktisat politikalarının büyüme odaklı ve para politikasının da genellikle destekleyici olduğu 2017-2022 döneminde ise ortalama küresel büyümenin 1.77 katı olmuştur (Tablo 1). Diğer yandan, Türkiye'de yatırımların GSYH'ye oranı 1991-2001 döneminde küresel ortalamanın 0.95, 2002-2016 döneminde 1,09 ve 2017-2018 döneminde 1.15 katı olmuştur. Buna karşın, enflasyon oranı büyüme odaklı para politikası döneminde küresel eğilimden belirgin yukarı yönlü sapmıştır. Ayrıca, Türkiye'nin cari işlemler dengesi reel kurun değer kaybettiği son yıllarda iyileşmiştir. Zira, 2002-2016 döneminde cari işlemler açığının GSYH'ye oranı yüzde 4.3 iken, 2017-2022 döneminde yüzde 2.8'e gerilemiştir.²⁶ Dolayısıyla, aşağıda incelendiği üzere; Türkiye genişlemeci politikaların uygulandığı 2017-2022 döneminde büyümede ve yatırımlarda görece olarak daha iyi performans göstermiş, ancak enflasyon kontrolünden çıkmış, yoğun döviz rezerv kaybı sonucu önemli riskler birikmiştir.²⁷

²⁶ Türkiye'nin ortalama büyümesinin gelişen ve gelişmekte olan ülkeler ortalama büyümesine oranı 1991-2001 döneminde 0.77, 2002-2016 döneminde 0.97 ve 2007-2022 döneminde 1.62'dir. Yatırımlar/GSYH oranı için Türkiye ortalamasının gelişen ve gelişmekte olan ülkeler ortalamasına oranı, 1991-2001 döneminde 0.96, 2002-2016 dönemine 0.91 ve 2007-2022 döneminde 1.09'dur. Dolayısıyla, 2017-2022 döneminde Türkiye'nin performansı gelişen ve gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre de artmıştır.

²⁷ 2009 yılı küresel finansal kriz sonrası küresel likiditenin çok artmıştır. Bu nedenle, Tablo 1'de 2002-2016 dönemi küresel kriz öncesi ve sonrası iki dönem olarak da gösterilmiştir. Ancak, verilerde çarpıcı bir eğilim değişikliği gözlenmemiştir.

Tablo 1
Temel Göstergeler

Dönemler	1991-2001	2002-2008	2009-2016	2002-2016	2017-2022
	Türkiye				
GSYH büyümesi (yüzde)	2.9	6.3	5.3	5.7	5.0
Yatırımlar/GSYH (yüzde)	22.8	26.0	27.9	27.0	30.6
Enflasyon (yüzde) *	74.6	9.1	7.7	8.3	24.5
Cari işlemler dengesi/GSYH (yüzde)	-0.5	-3.8	-4.7	-4.3	-2.8
Ortalama reel kur endeksi*	89.9	106.9	104.9	105.9	77.3
TCMB net döviz varlıkları (milyar ABD\$)	-11.0	37.2	34.0	34.0	-54.4
Dış borç stoku (milyar ABD\$)	113.6	285.0	406.1	406.1	459.0
Dış borç stoku/GSYH (yüzde)	66.1	43.0	54.6	54.6	52.8
	Dünya				
GSYH büyümesi (yüzde)	3.2	4.5	3.4	3.9	2.8
Yatırımlar/GSYH (yüzde)	24.0	24.2	25.1	24.7	26.6
Enflasyon (yüzde) *	16.3	4.3	3.5	3.9	4.4
	Gelişen ve gelişmekte olan ülkeler				
GSYH büyümesi (yüzde)	3.8	6.9	5.1	5.9	3.1
Yatırımlar/GSYH (yüzde)	23.6	27.4	31.8	29.7	28.1
Enflasyon (yüzde) *	9.0	5.9	3.6	4.6	2.5

Not: Dış borç stoku ve TCMB net döviz varlıkları verileri dönem sonu olan yıl sonu değerini, diğer veriler ise dönem ortalamasını göstermektedir.

* Enflasyon oranı ve reel kur yıl ortalamaları alınarak hesaplanmıştır. Sağlıklı karşılaştırma yapabilmek için 2002-2016 enflasyon hedeflemesi dönemi için, hızlı enflasyon düşüşünün gerçekleştiği 2002 ve 2003 yılları verileri alınmamıştır. 2004-2016 verileri alınmıştır.

** 1991-1993 dönemi reel kur verisi bulunmadığı için Ocak 1994 değeri olan 100 söz konusu dönemler için varsayılmıştır.

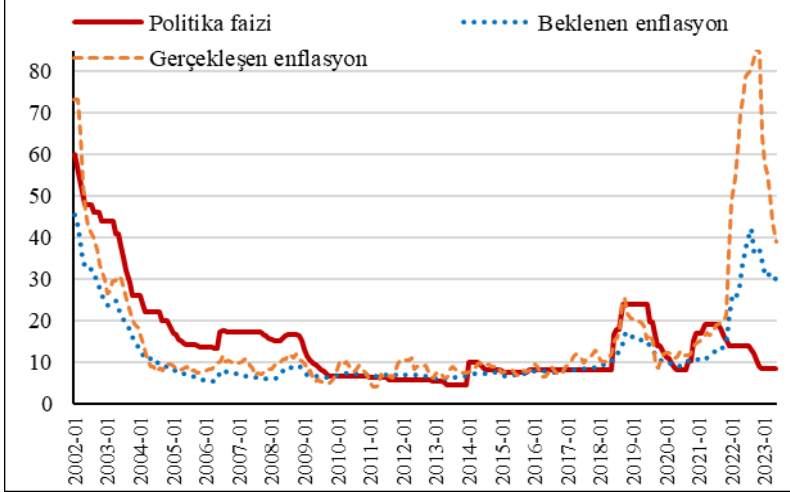
Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, TCMB EVDS, Hazine ve Maliye Bakanlığı.

4.1. Enflasyon

TCMB, enflasyon hedeflemesi dönemine sıkı para politikası ile başlamış, 2001 yılı sonunda yüzde 68.5 olan tüketici fiyatları enflasyon oranı, 2004 yılı ortalarında tek haneye düşmüştür (Grafik 3). TCMB'nin 2000'li yıllarda enflasyonu düşürmedeki başarısıyla edindiği itibarı, 2010'lu yıllarda da olumlu etkisini göstermiştir. Türk lirasının 2012 yılından başlayarak reel değer kaybetme eğilimine girmesine karşın, enflasyon oranı orta vadeli hedef olan yüzde 5'e inmesi (dolayısıyla fiyat istikrarı amacına ulaşılmasa da) de genellikle tek hanelerde kalmıştır.

Grafik 3

TCMB Politika Faizi, Gerçekleşen Enflasyon ve Enflasyon Bekleyişi (yüzde)



Not: Beklenen enflasyon, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketindeki gelecek 12 aylık enflasyon beklendiği. Beklenen reel faiz, Cari aydaki politika faizi ile gelecek 12 aylık enflasyon beklendiği ile hesaplanmıştır

Kaynak: TCMB EVDS. En son veri Nisan 2023'e aittir.

Enflasyon oranı, 2005-2017 döneminde yüzde 4-13 aralığında dalgalanmış, ortalaması yüzde 8.5 olmuştur. Aynı dönemde 12 aylık enflasyon beklendiği daha dar bir aralıkta, yüzde 5.4 - 9.3 aralığında seyretmiş, ortalaması da yüzde 7.1 olarak gerçekleşmiş, gerçekleşen enflasyon kur, gıda, enerji fiyatları gibi nedenlerle zaman zaman artsa da TCMB'nin enflasyonist baskıları önleyeceği beklentisi korunmuştur. Zira, TCMB, enflasyon artışına politika faizi ile zamanında tepki vermekte gecikerek kısmi itibar kaybına uğradığı dönemlerde dahi takiben yüksek reel faiz ima eden politika faizi uygulayabilmiş, enflasyonun kalıcı yükselişini engellemiştir.²⁸

Enflasyon oranı ve enflasyon beklendiğindeki kırılma, Mart 2021'de TCMB Başkanının görevden alınması ile kısmen başlamış, Eylül 2021'de enflasyon hedeflemesi stratejisinden vazgeçilmesi, enflasyon baskıları artarken faiz indirimine devam edilmesi ve TCMB bağımsızlığı algısının kaybolması ile keskinleşmiştir. Önce kur artışı, onu takiben Mart 2022'de başlayan Ukrayna-Rusya çatışması ile

²⁸ TCMB'nin bağımsızlığına ilişkin tereddütler ve kur atağı nedeniyle 2018 yılında enflasyon oranı yüzde 25 düzeyine çıksa da, enflasyon beklendiği yüzde 17.4 düzeyinde kalmıştır. TCMB'nin sıkılaştırıcı önlemleri sonucu enflasyon oranı ve enflasyon beklendiği 2019 yılında hızlı bir şekilde yüzde 10 düzeyine yakınsamıştır. Benzer şekilde, 2020 yılı ikinci yarısında yaşanan kur atağında da 2020 yılı son aylarındaki sıkılaştırıcı politika tepkisi sonucu gerçekleşen enflasyon 14.6'ya çıksa da, enflasyon beklendiği yüzde 10.8 düzeyinde kalmıştır.

küresel emtia fiyatlarının yükselmesinin de etkisi ile her ikisi de hızla artmaya başlamış, kontrolden çıkmıştır. Mayıs 2023'teki eğilim, TCMB'nin beklentileri etkileme gücünün önemli ölçüde kaybolduğuna, para politikasında belirgin bir sıkılaşma ve itibar kazanımı olmadıkça, enflasyon oranının dalgalı ve yüksek seyredeceğine işaret etmektedir.

4.2. Reel kur ve cari açık

Son 20 yıllık süreçte cari işlemler açığının temel belirleyicilerinden birisi reel kur düzeyi olmuştur. Enflasyon hedefinin kararlılıkla uygulandığı 2002-2011 döneminde Türk lirasının reel değer kazanması ve cari işlemler açığının genel bir artış eğilimiyle 2011 yılında GSYH'nin yüzde 9.8'ine kadar ulaşması eleştiri konusu olabilmıştır (Grafik 4). Ancak, dezenflasyon sürecinde enflasyondaki katılığın kırılması gereği sıkı para politikasını zorunlu kılmıştır. Cari işlemler açığı gelişmelerine altın hariç bakmak daha sağlıklıdır.²⁹ Nitekim, 2014 yılından itibaren Türk lirasının değer kaybetmeye başlamasıyla altın hariç cari işlemler açığında belirgin iyileşme başlamıştır.³⁰ Türk lirasının 2011-2017 dönemindeki aşamalı reel değer kaybı, enflasyon eğilimini ve beklentilerini belirgin biçimde bozmadan cari işlemler dengesini olumlu etkilemiştir.

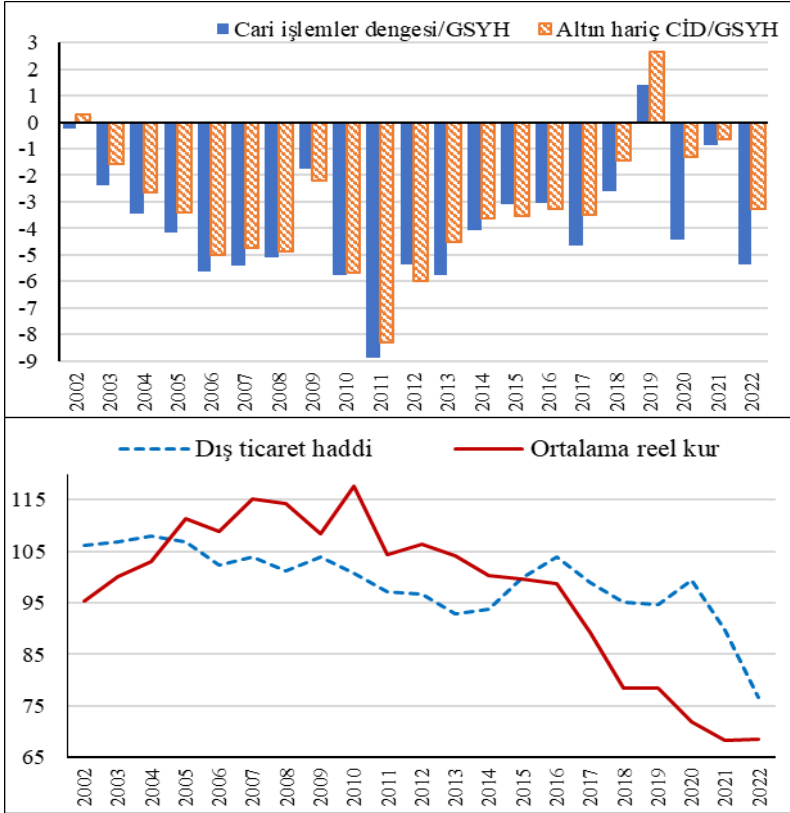
Eylül 2021 sonrasındaki nominal kur artışı ise enflasyonda çarpıcı yükselişe neden olmuş, Türk lirasının reel değerini düşürememiş, dolayısıyla para politikası değişimin başlangıçtaki amaçlarından olan Türk lirasının reel değerinin ve cari işlemler açığının düşmesi amaçlarına hizmet etmemiştir. Nitekim, Ocak-Nisan 2023 dönemi ortalama reel kur düzeyi, ÜFE kaynaklı olarak 2022 yılı ortalaması olan 68.5'in belirgin üzerine çıkarak 75.5 olarak gerçekleşmiştir. İki dönemdeki reel kur gelişmeleri, Gülşen ve Kara (2021)'nin bulgularıyla uyumlu olarak, TCMB politikalarının nominal çapa olma özelliğini koruduğu dönemlerde, kurlardan enflasyona geçişkenliğin az olması nedeniyle nominal kur artışlarının Türk lirasının reel değer kaybına bir ölçüde imkân tanıdığına, ancak TCMB para politikalarının nominal çapa olma niteliğini kaybetmesi ile geçişkenliğin arttığına ve nominal kur artışının reel kur düzeyini değiştirmekte fazla etkili olmadığına işaret etmektedir.

²⁹ Net altın ithalatı her ne kadar mal kabul edilip cari işlemler dengesinde gösterilse de esasında finansal varlık işlevi görmektedir. Gevşek para politikası ve yüksek enflasyon dönemlerinde kişiler varlıklarını korumak amacıyla altın talep etmekte, güven tesis edildiğinde de tekrar diğer finansal araçlara yönelebilmektedir.

³⁰ 2022 yılında cari işlemler açığında belirgin yükseliş gözlemlense de, artış önemli ölçüde dış ticaret hadlerinin küresel emtia ve enerji fiyat artışları sonucu geçici bozulmasından ve 2023 yılı Cumhurbaşkanlığı seçimine giden süreçte iç talebin güçlü seyretmesinden kaynaklanmıştır.

Grafik 4

Cari İşlemler Dengesi/GSYH (yüzde), Dış Ticaret Haddi (2013=100) ve Ortalama Reel Kur (2003=100)



Not: Dış ticaret haddi ve reel kur yıllık ortalama olarak alınmıştır. 2013 öncesi dış ticaret haddi verileri, 2013 baz yılı verileri ile uyumlaştırılmıştır. Reel kur; ithalat için tüketici fiyatları esaslı reel kurun, ihracat açısından ise üretici fiyatları esaslı reel kurun belirleyici olacağı değerlendirilerek iki tür reel kurun ortalaması gösterilmiştir. Her iki reel kurda 2020 yılı sonlarına kadar benzer bir seyir izlerken, sonraki dönemde belirgin ayrılmaya başlamıştır.

Kaynak: TCMB EVDS ve TÜİK.

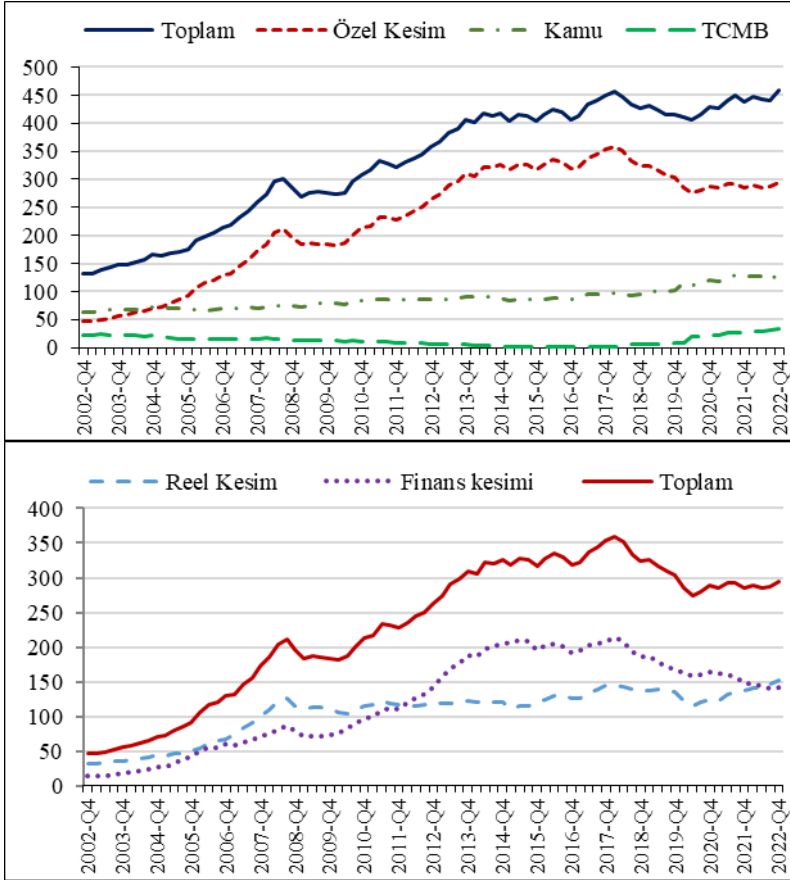
4.3. Dış borçlanma

Türkiye'nin dış borçlanması, 2002 yılından, 2017 yılına kadar hızla artmıştır (Grafik 5). Aralık 2002'de sadece 131.9 milyar ABD doları olan Türkiye'nin dış borç stoku 2017 yılı sonunda 450.8 milyar ABD dolarına çıkmıştır.³¹ Dış borçlardaki artış asıl olarak özel kesimin borçlarındaki artıştan kaynaklanmıştır.

³¹ Dış borç stokundaki artış miktar olarak artsa da GSYH'ye oranı 2002 yılında yüzde 59.5, 2022 yılında ise yüzde 52.8 ile düşüş göstermiştir. Oranlar Tablo 1'de yer alırken, stoku eğilimi için Grafik 5'te tutar gelişimi incelenmiştir.

Grafik 5

Türkiye'nin Dış Borç Stoku ve Özel Kesim Dış Borçlarının Dağılımı (Milyar ABD Doları)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı.

2002 yılında sadece 47.2 milyar ABD doları olan özel kesimin dış borcu, 2017 yılı sonunda 354.1 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Buna karşın, söz konusu dönemde kamu kesimi borcu 62.6 milyar ABD dolarından 94.9 milyar ABD dolarına çıkarırken, Merkez Bankasının dış borcu 22 milyar ABD dolarından 1.8 milyar ABD dolarına düşmüştür. Dış borçların seyri, 2018 yılından başlayarak belirgin biçimde değişmiş; 2020 yılı Haziran ayında 406.3 milyar ABD dolarına gerilemiş, sonraki dönemde de sınırlı artarak 2022 yılı sonunda 459 milyar ABD dolarına çıkmıştır. Dış borçların 2017 sonrası seyrinde özel kesim belirleyici olmaya devam etmiş; 2017 yılı sonunda 354.1 milyar ABD doları olan özel sektör dış borcu, 2022 yılı sonunda 294.4 milyar ABD dolarına düşmüştür. 2017-2022 döneminde

kamu dış borcu sınırlı artışını sürdürerek 131.8 milyar ABD dolarına, TCMB dış borçları da 32.8 milyar ABD dolarına çıkmıştır. TCMB dış borçlarındaki artış, asıl olarak diğer ülke merkez bankalarının TCMB nezdindeki mevduatlarından kaynaklanmaktadır.

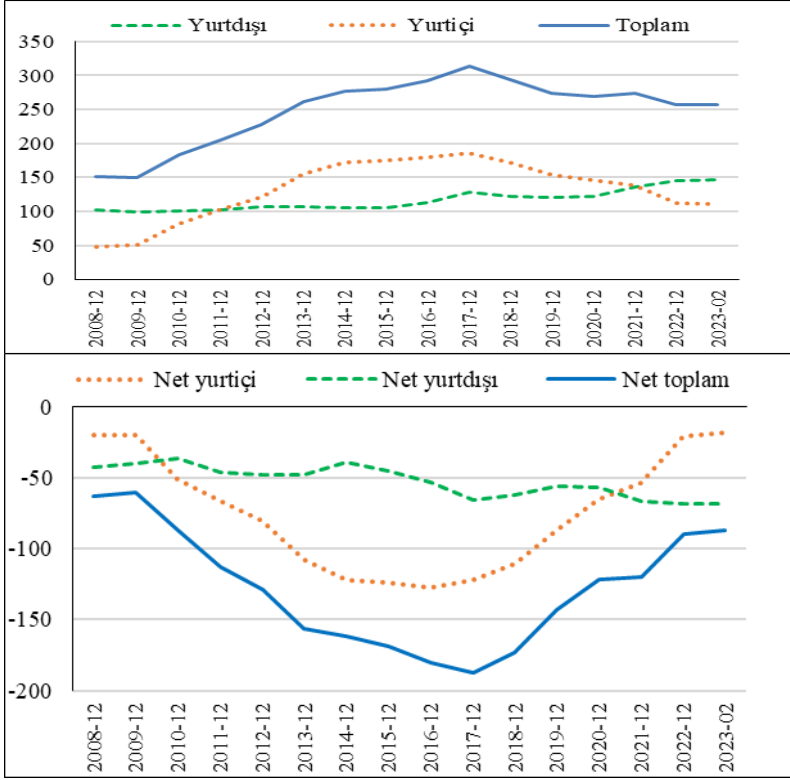
Özel sektör dış borçlarının seyri temelde finans kesimince belirlenmekte, finans kesiminin dış borçlanmasını ise önemli ölçüde reel sektör firmalarının yabancı para kredi talebi belirlemektedir. Zira, reel sektör firmaları yabancı para borçlanmasını kısmen yurtiçinde yerleşik bankalardan gerçekleştirmekte, yurt içi bankalar ise reel kesimin talep ettiği yabancı para kredileri yurtdışından borçlanarak ya da yerleşiklerin yabancı para mevduatlarıyla finanse etmektedirler. Özel sektörün 2002-2017 dönemi dış borçlanmasındaki belirgin artışta makroekonomik istikrardaki iyileşme sonucu dış kredi kaynaklarına ulaşmasının kolaylaşması, 2009 yılından başlayarak küresel likiditenin artması ve 2009 yılında reel sektöre yurtiçinde yabancı para cinsi borçlanma imkânı tanınması belirleyici olmuştur.

4.4. Reel sektörün net döviz pozisyonu

Reel kesimin yabancı para varlıklarından yükümlüklerinin düşülmesi ile bulunan kur riski 2018 yılından başlayarak belirgin azalmıştır (Grafik 6). Bu azalışta, (i) kur oynaklıklarının ve kur riski farkındalığının artması, (ii) 2018 yılında yürürlüğe konulan döviz geliri olmayan firmaların yurt içi bankalardan döviz cinsi borçlanmalarının sınırlandırılması önlemi ve (iii) 2019 yılından başlayarak reel sektörün desteklenmesine yönelik genişleyici kredi politikaları etkili olmuştur. Reel kesimin yurtdışı ve yurtiçi toplam yabancı borcu 2008 yılında 150.9 milyar ABD doları iken 2017 yılında 313.7 milyar ABD dolarına çıkmış, net yabancı para pozisyonu (net borcu) ise 2008 yılında sadece 62.9 milyar ABD doları iken, 2017 yılında 187.9 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Dolayısıyla, özellikle yurtiçi net döviz borçlanmasından kaynaklanan toplam net döviz borcu artışı sonucu reel kesimin kur riski çarpıcı bir şekilde yükselmiş, makro-finansal istikrarın korunması açısından en önemli risk faktörü haline gelmiştir. Yukarıda açıklanan nedenlerle 2018 yılından başlayarak hızla azalan reel sektörün toplam yabancı para borcu 2022 yılında 256.7 milyar ABD dolarına, toplam net döviz cinsi borcu ise 86.7 milyar ABD dolarına düşmüştür. Diğer yandan, Kısıtlayıcı düzenlemeler ve düşük faizli Türk lirası kredi koşulları reel sektörün kur riskine karşı dayanıklılığını artırmakla birlikte, kurlarda belirgin baskı yaratmış, TCMB net döviz rezervleri azalmış, Hazine'nin yabancı para borcu artmış, kur riski önemli ölçüde kamuya aktarılmıştır.

Grafik 6

Reel Kesimin Yabancı Para Borcu ve Net Döviz Pozisyonu (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB EVDS. En son veri Şubat 2023'e aittir.

4.5. Yabancı portföy hareketleri

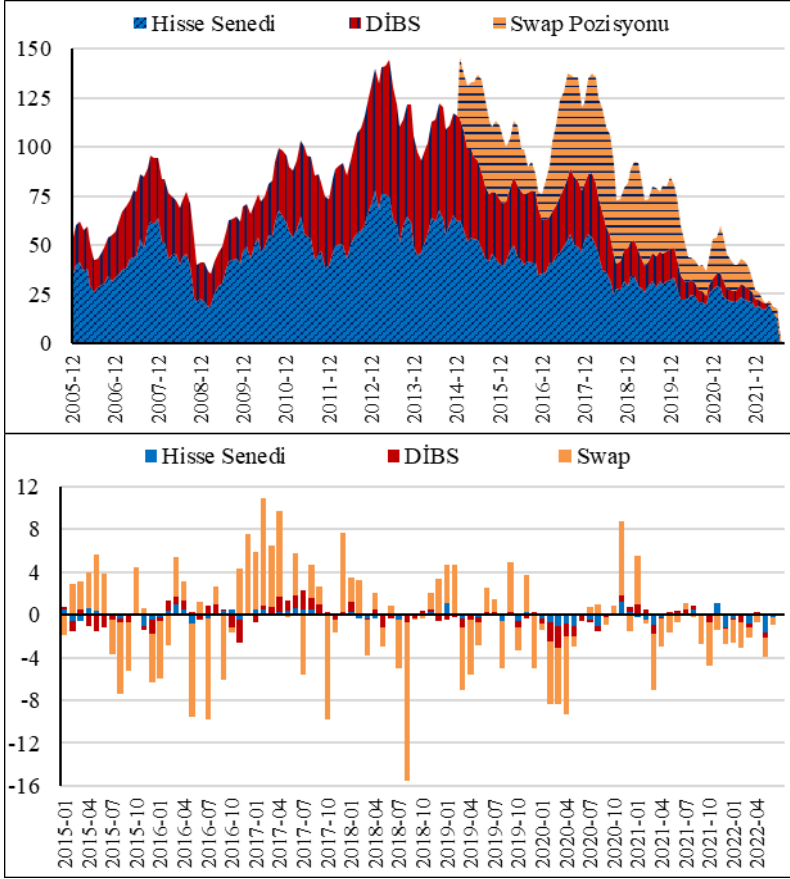
2002 yılı sonrasında artmaya başlayan yabancı portföy girişleri, 2010 yılından başlayarak hızlanmıştır.³² Yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi ve devlet iç borçlanma (DİBS) verileri 2005 yılından itibaren yayımlanırken, swap işlemleri 2014 yılından itibaren Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun (BDDK) ilan ettiği bankacılık sistemi bilanço verilerinden kabaca tahmin edilebilmektedir (Grafik 7).³³

³² Bu çalışmada, yabancı portföy girişleri yurtdışı yerleşiklerin yurtiçindeki Türk lirası varlıklara olan yatırımları olarak tanımlanmıştır. Yabancı portföy yatırımları; yurtdışı yerleşiklerin yurtiçindeki Türk lirası cinsi devlet tahvillerine, hisse senetlerine yaptıkları yatırımlar ile Türkiye'de yerleşik bankalarla yaptıkları para takası (swap) işlemleri olarak sınıflandırılmıştır. Yabancı portföy tutarı dış borçlar içinde gözükmemle birlikte yurtdışı yükümlülük niteliğindedir.

³³ Türk lirası cinsi hisse senetleri ve DİBS'ler Türk lirası değer kaybettiğinde, ABD doları karşılığı değerleri düşmekte (tersi durumda yükselmekte), bu nedenle portföyden herhangi bir çıkış olmasa dahi,

Grafik 7

Yabancı Yatırımcıların Türk Lirası Portföy Tutarı (Üst) ve Aylık Değişimler (alt)
(Milyar ABD Doları)



Not: Yabancıların Türk bankaları ile yaptıkları swap tutarına ilişkin açıklanan veri bulunmamaktadır. Bu nedenle, 2014 yılı ve öncesi swap verileri gösterilememektedir. 2014 yılı sonrası swap verileri BDDK tarafından açıklanan bankaların bilanço dışı işlemlerinden tahmin edilmiştir. Alt paneldeki değişimler, hisse senedi ve DİBS'ler için kur ve fiyat değişimleri etkilerinden arındırılmıştır. Swaplar için kur etkisi sınırlıdır.

Kaynak: TCMB EVDS ve BDDK. En son veri Nisan 2023 tarihlidir.

Buna göre, 2005 yılı sonunda 50 milyar ABD doları olan yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi ve DİBS portföyleri, 2012 yılı sonunda da 140 milyar ABD dolarına çıkmıştır. Bu dönemde swap işlemlerine ilişkin net bir veri bulunmamakla birlikte, swap dahil toplam yabancı portföy stokunun 2012 yılı sonunda 150 milyar ABD

portföy stokunun ABD doları karşılığı değişmektedir. Bu etkileri gidermek için Grafik 6'da kur etkisinden arındırılmış fiili portföy hareketleri gösterilmiştir.

dolarının üzerinde olduğu değerlendirilmektedir. Yabancı yatırımcının Türk lirası portföy stoku 2014 yılından başlayarak Türk lirasının nominal değer kaybının da etkisi ile azalış eğilimine girmiş, 2014 yılı sonunda swaplar dahil toplam yabancı portföy stoku 140 milyar ABD doları civarında gerçekleşmiştir.

Grafik 7’de görülen bir diğer önemli gelişme, 2017 yılında swap işlemlerinin belirgin bir şekilde artmasıdır. Hisse senetleri ve DİBS yatırımları nispeten istikrarlı ve uzun vadeli yatırım niteliğindedir. Buna karşın swap işlemleri çoğunlukla çok kısa vadeli olup hacmi oynaklık göstermektedir.³⁴ Dolayısıyla, iç ve dış politik gelişmelere ile ekonomi politikalarındaki kararlara en fazla duyarlı yabancı portföy akımı olan swap işlemleri hacmindeki değişimler, yarattığı döviz arz ve talebi nedeniyle kurlarda da önemli oynaklıklara yol açabilmektedir.

Yetkililer, 2018 yaz aylarında yılında yaşanan Rahip Brunson gerilimi ve yabancı portföy hareketlerinin dış politika gelişmelerine sert tepki vermesi üzerine önce Ağustos 2018’de ve daha sonra Aralık 2019’da yurtdışı yerleşiklerle yapılan swap işlemlerini sınırlamaya, böylece iç piyasaların yurtdışı yerleşiklerin portföy hareketlerinden etkilenmesini azaltmaya çalışmışlardır.³⁵ Nitekim, 2020 yılından başlayarak, alınan kısıtlayıcı önlemler swap işlemleri olumsuz etkilemiş, TCMB’nin döviz rezerv azalışının nedenlerinden birisi olmuş, 2021 yılı sonunda sıfır düzeyine yaklaşmıştır. Kuşkusuz swap işlemlerindeki azalmayı tek başına alınan önlemlere bağlamak mümkün değildir. Zira aynı dönemde, yurtdışı yatırımcıların TCMB politikalarına güveni azalmış, Türkiye’deki her tür portföy yatırımlarını azaltmışlardır.

Türkiye’deki yabancı portföy stokunun arttığı dönemlerde Türk lirası değerlenmiş, iç talebin ve cari işlemler açığının artmasına yol açmış, finansal piyasaların ve ekonomik aktivitenin portföy akımlarına duyarlılığını artırmıştır. Nitekim, portföy çıkışları olduğunda Türk lirası değer kaybetmiş, finansal piyasalarda ve ekonomik aktivitede olumsuz etkiler gözlenmiştir.

4.6. Dolarizasyon

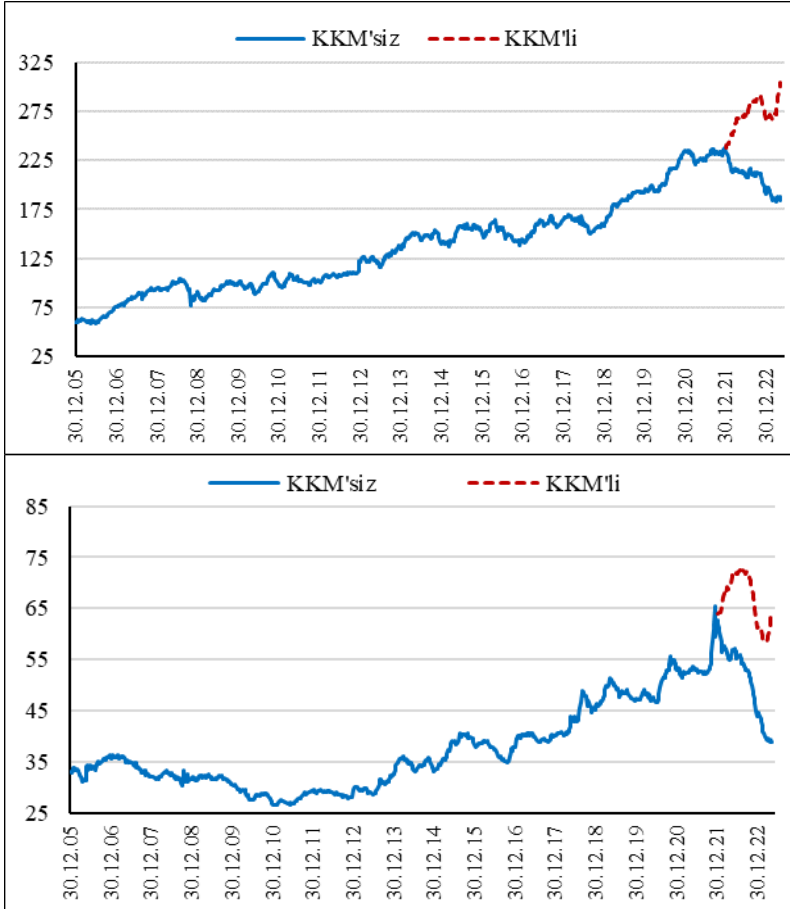
Türkiye’de dolarizasyon, 1990’lı yıllardaki yaşanan yüksek enflasyon ve sık karşılaşılan kur şokları sonucu kalıcı hale gelmiştir. Yabancı para cinsi mevduat hesapları enflasyon hedeflemesinin etkin uygulandığı dönemlerde dahi artış eğilimini devam ettirmiştir (Grafik 8).

³⁴ Swap işlemlerinin artması, yurtdışı yerleşiklerin, vadesinde ters işlem yapmak üzere, TL varlık edinmek üzere döviz satmasından kaynaklanırken, azalması genellikle mevcut swap işlemlerini vadesinde kapatarak pozisyonlarını azaltmasından kaynaklanmaktadır.

³⁵ BDDK’nın 13/08 ve 17/08/2018 tarihli Basın Açıklamaları. Daha sonra bu kısıtlamalar 11/11/2020 tarihli Basın Açıklaması çerçevesinde kısmen gevşetilmiştir.

Grafik 8

Yabancı Para Mevduatlar (Üst-Milyar ABD Doları) ve Toplam Mevduatlar İçindeki Payı (Alt-Yüzde)



Kaynak: TCMB EVDS. En son veri Mayıs 2023 ilk yarısına aittir.

Yabancı para mevduatlar, 2002 yılında 44.1 milyar ABD doları iken, 2005 yılında 58.4 milyar ABD dolarına, 2017 yılında ise 165.4 milyar ABD dolarına çıkmıştır. 2018 yılından itibaren para politikasının nominal çapa işlevinin zayıflaması ve 2019 yılı ortalarından itibaren başlayan kredi genişlemesini destekleyen gevşek para politikası stratejisi yabancı para mevduatların artış eğilimini artırmıştır. 2022 yılında uygulamaya konulan KKM sistemi yabancı para cinsi mevduatlarda azalmaya neden olmuşsa da, bir tür yabancı para mevduat niteliğinde olan KKM'ler dahil edildiğinde yabancı para mevduatlardaki gerçek artış belirgindir. Nitekim, yabancı para mevduatlar 2021 yılı sonunda 237 milyar

ABD dolarına, 12 Mayıs 2023 itibarıyla da KKM dahil 308 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

Yabancı para mevduatların düzey olarak artışı tek başına dolarizasyon düzeyi hakkında bilgi vermemekte, dolarizasyon oranını gösteren yabancı para mevduatların toplam mevduatlar içindeki payına da bakılması gerekmektedir. Dolarizasyon oranı, 2002 yılında yüzde 55 civarında iken, 2005 yılı sonunda yüzde 33 civarına, takip eden yıllarda azalış eğilimini sürdürerek 2010 yılı sonunda yüzde 27 düzeyine kadar gerilemiştir.³⁶ Bu çerçevede, politika faizinin fiyat istikrarı amacıyla etkin olarak kullanıldığı ve kur istikrarının olduğu 2002-2010 yılları arasında dolarizasyon oranı belirgin azalmıştır. Ancak, 2012 yılı sonrasında Türk lirasının reel olarak değer kaybetmeye başlamasının da etkisi ile dolarizasyon oranı artış eğilimine girmiş, 2017 yılı sonunda yüzde 40 düzeyine çıkmıştır. Daha sonraki yıllarda ise bu eğilim hızla artarak KKM dahil yüzde 64 düzeyine ulaşmıştır.³⁷ Mevcut veriler, para politikasının itibarı ve kurların genel seyrinin mevduat dolarizasyonunun belirgin etkilediğini göstermektedir. 2018 yılı ve sonrasında ve özellikle Eylül 2021'den sonra uygulanan politikaların en olumsuz etkilerinden biri de mevduat dolarizasyonunun artması olmuştur.

4.7. Bankacılık sistemi kredileri

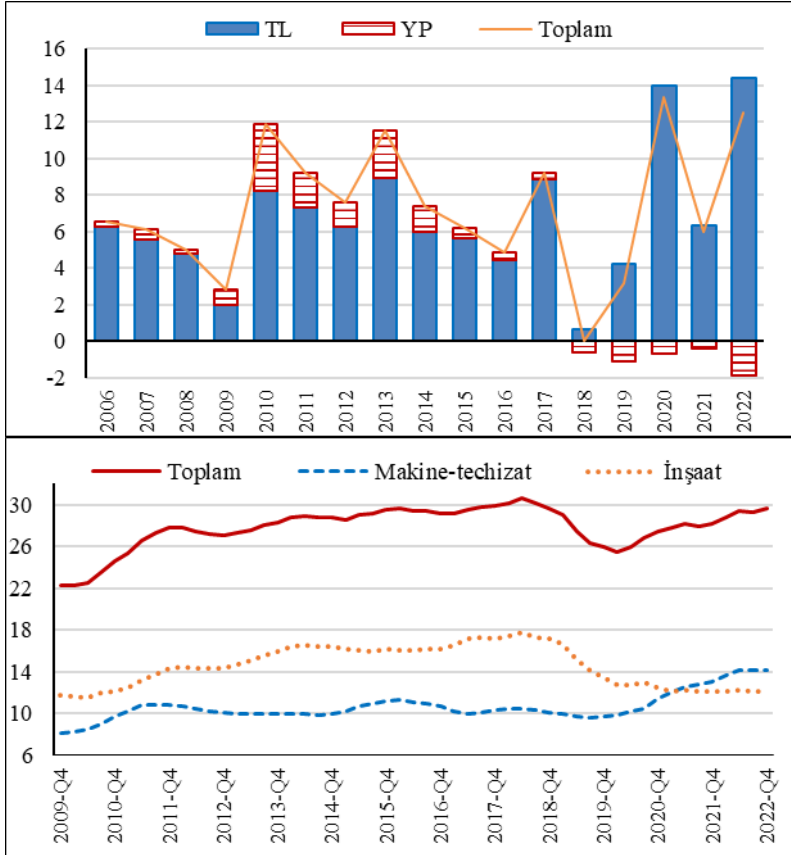
İktisat politikaları 2017 yılından başlayarak mümkün olduğunca genişlemeci kredi politikaları ile üretimin ve yatırımların artırılmasını amaçlamıştır. Kredi genişlemesi sadece genişleyici para politikasına bırakılmamış, KGF ve kamu bankaları da aktif rol almıştır. 2017 yılı hızlı kredi genişlemesinde KGF destekleri belirleyici olmuştur (Grafik 9). Diğer yandan son yıllardaki kredi genişlemesi Türk lirası kredilerden kaynaklanmış, reel sektör yabancı para kredilerini azaltmışlardır.

³⁶ Dolarizasyon oranı reel kur düzeyine oldukça duyarlıdır. Türk lirası 2011 yılı öncesinde reel olarak uzun dönem ortalamasından daha değerli (Grafik 4), 2011 yılından başlayarak reel olarak değer kaybetme eğiliminde, 2018 yılından sonra da reel olarak uzun dönem ortalamasının oldukça altındadır. Bu nedenle, 2005-2012 döneminde kur etkisinden arındırıldığında belirgin fiili dolarizasyon azalışının olmadığı, sonraki dönemde de dolarizasyon artışının gözükenden biraz daha sınırlı olduğu değerlendirilmektedir.

³⁷ KKM düzeyi Mayıs 2023 itibarıyla 110 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. KKM sahipleri için döviz varlığı, kur artışı ve KKM faizi arasındaki olası pozitif fark TCMB ve Hazine açısından yükümlülüktür. Dolayısıyla, KKM faizi üzerindeki kur artışı TCMB ve Hazine açısından önemli bir risk unsuru oluşturmaktadır.

Grafik 9

Kredi Artışının GSYH'ye Oranı (Üst-Yüzde) ve Yatırımların GSYH'ye Oranı (Alt-Yüzde)



Not: Kredi artışı, ilgili yıl içindeki Türk lirası kredi değişimine yabancı para kredilerdeki değişimin ortalama kur ile çarpılması ile elde edilen Türk lirası karşılığının eklenmesi ile bulunmuştur. Alt paneldeki yatırımların GSYH'ye oranında ise cari fiyatlarla hesaplanan veriler kullanılmıştır.

Kaynak: TCMB EVDS ve TÜİK.

Kredi genişlemesi, henüz zorunlu karşılıklarla ya da diğer önlemlerle bankacılık sistemine müdahalenin fazla olmadığı, serbest piyasa sisteminin önemli ölçüde işlediği 2018 yılı ve 2019 yılı ilk yarısında, 2018 yılında hızla yükseltilmek zorunda kalınan politika faizi sonucu sınırlı kalmıştır. Kredi genişlemesi asıl olarak 2019 yılı Eylül ayında başlanan kredi genişlemesine dayalı zorunlu karşılık sistemi ile başlamış, 2020 yılındaki Covid-19 salgını sırasında TCMB'nin kredi genişlemesini teşvik edici zorunlu karşılık uygulamasının yanı sıra, doğrudan Türk lirası reeskont kredilerine başlaması, açık piyasa işlemlerindeki uygun uzun vadeli

fonlamayı kredi genişlemesi ile ilişkilendirmesi, BDDK tarafından Aktif Rasyo uygulamasının yürürlüğe konması ve kamu bankalarının kredi kampanyaları ile Nisan 2020'den itibaren ivmelenmiş, 2020 yılında tarihi yüksek düzeylere çıkmıştır.

Aşırı kredi genişlemesi, TCMB'nin Ağustos 2020'den başlayarak almaya başladığı, Kasım 2020'de de belirginleştirdiği parasal sıkılaşıma ve kredi genişlemesini teşvik eden Aktif Rasyo ve zorunlu karşılık uygulamalarının yürürlükten kaldırılmasıyla 2021 yılında bir ölçüde yavaşlamıştır. Ancak, krediler, Eylül 2021'de başlayan gevşek para politikası ile 2022 yılında tekrar ivmelenmiştir. Kredilerdeki yüksek artış 2023 yılı ilk 5 ayında da devam etmiştir.

Kuşkusuz, aşırı kredi genişlemesi, iç talep ve cari işlemler açığındaki artışın, kur baskısının, rezerv azalışının ve nihayetinde enflasyonun temel nedenlerindedir. Ancak, özellikle 2020-2022 dönemi aşırı kredi genişlemesi Covid-19 salgınına ve küresel belirsizliklere rağmen yatırımların toparlanmasını ve özellikle makine-teçhizat yatırımlarının son yıllardaki en yüksek düzeylerine çıkmasını da sağlamıştır. Bu çerçevede, kredi genişlemesi ekonomi üzerindeki diğer birçok olumsuz etkilerine karşın, otoritelerin arzu ettiği makine-teçhizat ağırlıklı yüksek yatırım ortamını ve iç talebe dayalı GSYH artışını belirgin şekilde desteklemiştir. Nitekim 2020 yılından itibaren makine-teçhizat yatırımları geçmiş dönemin oldukça üzerine çıkmıştır.

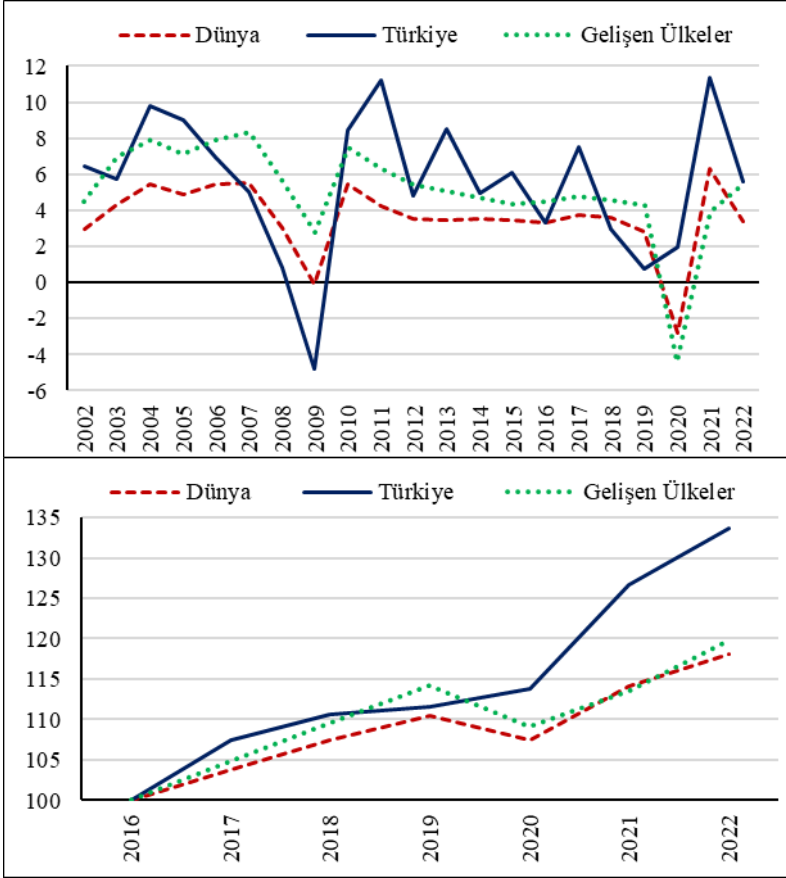
4.8. Büyüme

Mevcut veriler, 2019 yılı ikinci yarısından itibaren başlayan düşük faiz ve hızlı kredi genişlemesine dayalı para politikasının, çok önemli risk birikimine neden olsa da kısa vadede yatırımların ve ekonomik büyümenin hızlandırılması amaçlarına ulaştığını göstermektedir. Nitekim Türkiye, düşük faiz ve genişlemeci kredi politikası ile Covid-19 salgınının yaşandığı 2020 yılında diğer ülkelerin aksine küçülmemiş, 2021 yılında çok hızlı toparlanmış, 2022 yılında da Rusya-Ukrayna çatışmasına karşın büyüme hızını yüksek düzeylerde koruyabilmiştir (Grafik 10). Covid-19 salgını, etkileri açısından önemli ölçüde 2009 yılı küresel finansal krizden çok daha şiddetli olmasına karşın, Türkiye 2009 yılında küresel küçülme yüzde 0.9 iken yüzde 4.8 küçülmüş, 2020 yılında ise küresel küçülme yüzde 2.8 iken yüzde 1.9 ile büyümesini sürdürebilmiş, hızlı kredi genişlemesinin etkisi 2021 yılı büyümesinde de belirgin biçimde hissedilmiştir. Söz konusu politikaların etkisi yaygın olarak kullanıldığı 2020-2022 dönemindeki kümülatif GSYH endeksinde daha net gözükmektedir. Buna göre, 2016 yılı baz alındığında, 2017-2022 döneminde, Türkiye diğer gelişen ülkelere göre yüzde 14 yüzde puan daha fazla büyümüştür.³⁸

³⁸ Benzer şekilde, yatırımların GSYH'ye oranı 2002-2016 döneminde yüzde Türkiye'de yüzde 27, gelişen ülkelere yüzde 29,7 iken, 2017-2019 döneminde Türkiye'de yüzde 30.6'ya çıkarken, gelişen ülkelere

Grafik 10

Türkiye’de ve Dünyada Büyüme Oranları (Üst-Yüzde) Ve Türkiye’de Ve Dünyada Reel GSYH Düzey Endeksi (alt-2016=100)



Kaynak: IMF World Economic Outlook Database.

Kuşkusuz, Türkiye’nin 2017-2019 döneminde görece olarak hızlı büyümesi, özellikle 2020 ve sonrasında iç talep kaynaklı olmuş, gevşek para politikası sonucu portföy çıkışları, cari işlemler açığı ve dolarizasyonun artışı nedeniyle TCMB döviz rezervleri kritik seviyelere ulaşmış, enflasyon belirgin biçimde yükselmiştir. Bu nedenlerle, söz konusu büyüme performansı kısa dönem için geçerlidir. Artan riskler nedeniyle, özellikle para politikası stratejisinde fiyat istikrarı odaklı bir değişiklik olmaması halinde, Türkiye’nin büyüme hızının ilerleyen dönemlerde belirgin biçimde yavaşlaması olasıdır.

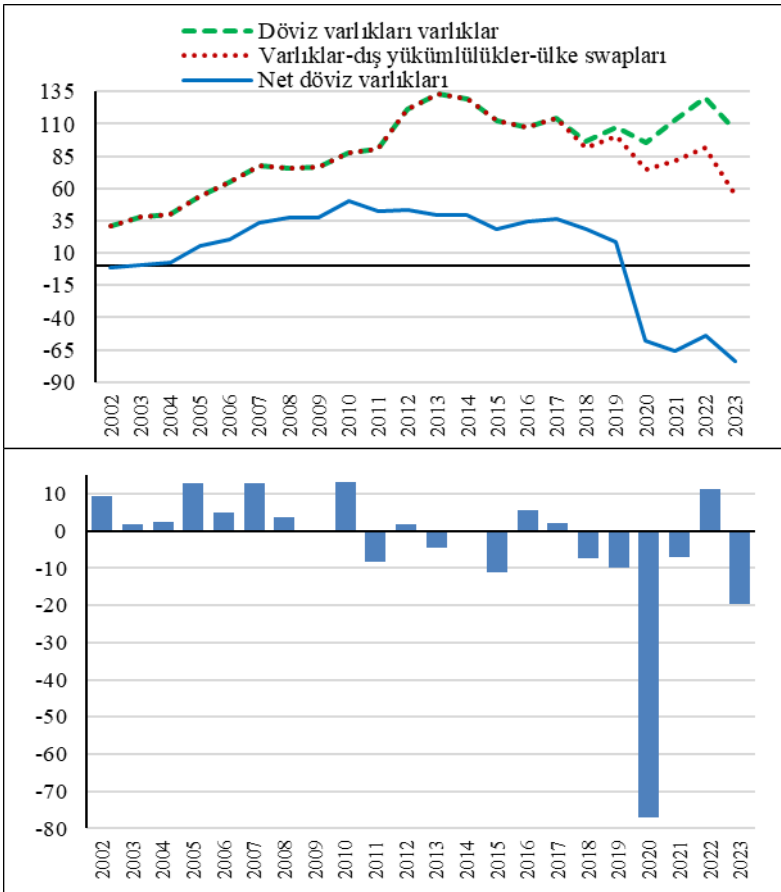
yüzde 28.1’e düşmüş; Türkiye’nin yatırım performansı diğer gelişen ülkelere göre daha yüksek olmuştur.

4.9. TCMB rezervleri

Kısa dönemde GSYH büyümesindeki ve yatırımlardaki başarıya karşın, uygulanan politikaların TCMB rezerv kaybı açısından maliyeti yüksek olmuş, ülke risk primi belirgin artmıştır. TCMB toplam ve net döviz varlıkları 2010 yılına kadar sürekli artarken, daha sonraki dönemde sınırlı azalış eğilimine girmiş, 2020 ve 2023 yıllarında hızla azalmıştır (Grafik 11).³⁹

Grafik 11

TCMB Döviz Varlıkları (Üst) ve Net Döviz Varlıklarındaki Değişim (Alt)
(Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB EVDS.

³⁹ TCMB (2017)'de 2002-2017 dönemindeki doğrudan müdahale ve ihale ile alım satım verileri yıllar itibarıyla yer almaktadır. TCMB'nin 2002-2010 dönemindeki toplam net döviz alımı 80 milyar ABD doları, 2011-2017 döneminde toplam net satım tutarı 56 milyar ABD dolarıdır.

TCMB toplam döviz varlıklarının önemli kısmı bankaların yabancı para zorunlu karşılıklarından ve bankalara Türk lirası likidite sağlamak için TCMB'nin bankalarla yaptığı swap işlemleri karşılığı alınan dövizlerden oluşmaktadır. TCMB, ayrıca azalan döviz varlıklarını yükseltmek amacıyla bazı ülke merkez bankaları ile 24 milyar ABD dolar civarında swap anlaşması yapmış, yine çoğunluğu diğer ülke merkez bankalarının mevduatlarından oluşan yaklaşık 27 milyar ABD dolarlık dış yükümlülük oluşturmuştur.⁴⁰ Nitekim, yoğun rezerv kaybı sonucu, döviz varlıklarından swap işlemleri dahil döviz yükümlülükleri çıkartılarak bulunan TCMB net döviz rezervleri 15 Mayıs 2023 itibarıyla tarihsel düşük düzey olan eksi 74 milyar ABD dolar civarına gerilemiştir. Diğer yandan, dış yükümlülükler ve diğer ülke merkez bankaları yapılan swap anlaşmaları hariç döviz varlıkları 2011 yılındaki 133 milyar ABD doları düzeyinden, Mayıs 2023 ortasında 56 milyar ABD dolarına düşmüştür. Böylece, TCMB'nin kur istikrarını sağlama ve gerektiğinde piyasaya döviz likiditesi sağlama kabiliyeti önemli ölçüde zayıflamıştır.

Reel sektör yabancı para net borçlarındaki ve yabancıların portföy ve swap pozisyonundaki azalışın TCMB net ve kullanılabilir döviz varlıklarını kısmen azaltması makul olmakla birlikte, kullanılabilir ve net döviz pozisyonunun tarihi düşük düzeylere inmesi, kur şoku riski başta olmak üzere, makro-finansal riskleri belirgin biçimde artırmıştır. Nitekim, TCMB, kullanılabilir döviz rezervleri azaldıkça, kredi ve mevduat piyasalarına müdahale eden yukarıda sayılan düzenlemelerinin yanı sıra; döviz talebini kıstak amacıyla bankaların döviz alışı ve satışı değerleri arasındaki farkı yüzde 5'e kadar çıkarmış, firmaların döviz alışlarına sınırlama getirmiş, yurtdışı döviz transferlerini yakından izleyerek bunları caydırmaya yönelik sözlü müdahalelerde de bulunmak zorunda kalmıştır. Dolayısıyla, TCMB'nin ödemeler dengesi krizi riskinden kaçınmak için döviz pozisyonunu güçlendirmesi, makro-finansal istikrar açısından zorunlu hale gelmiştir.

5. Sonuç

Ekonomi politikalarının temel amaçlarını (i) hızlı ve istikrarlı büyüme, (ii) tam istihdam ve (iii) adil gelir dağılımı olarak özetlemek mümkündür. Tarihsel tecrübeler, merkez bankalarının söz konusu amaçlara en fazla katkıyı fiyat istikrarını sağlayarak ve finansal istikrarı gözeterek yapabileceğini göstermektedir. Nitekim, TCMB, uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisiyle 1990'lı yıllardaki yüksek enflasyon-düşük büyüme sürecini kırmış, 2002-2016 yılları arasında görece düşük

⁴⁰ TCMB diğer ülke merkez bankaları ile swap anlaşması yapmaya 2019 yılında küçük bir tutarla başlamış, 2020 ve sonrasında hızla artırmıştır. Diğer ülke merkez bankalarının döviz mevduatları ise asıl olarak TCMB döviz likiditesinin azaldığı 2022 ve 2023 yıllarında gerçekleşmiştir.

enflasyon düzeylerini sağlayabilmiş, fiyat istikrarına odaklı politikalar istikrarlı büyümeyi desteklemiştir.

TCMB'nin 2017 yılından başlayarak bağımsızlığının aşamalı olarak azalması, kredilerin para politikası yanında KGF ve kamu bankaları aracılığıyla da aktif olarak yönlendirilmesi, Eylül 2021'den itibaren enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiilen sona ermesi ve büyüme odaklı yaklaşımın hâkim olması sonucunda kısa vadede yüksek ortalama yatırım ve büyüme oranlarına ulaşılmıştır. Ancak, para politikasının nominal çapa olma vasfı erozyona uğramış, enflasyon oranları aşırı yükselmiş, döviz rezervleri kritik seviyelere düşmüş, TCMB'nin makro-finansal istikrarı koruma kapasitesi azalmış, ülke risk primi yüksek düzeylere çıkmıştır. Başta TCMB'nin düşük döviz rezervleri olmak üzere, iktisadi göstergeler mevcut para politikası operasyonel çerçevesinin makro-finansal istikrar ve büyüme açısından sürdürülebilir olmadığını, politika faizinin temel araç olduğu fiyat istikrarı odaklı politikalara geri dönülmesinin zorunlu olduğunu göstermektedir.

TCMB'nin tekrar fiyat istikrarına odaklanması ve döviz rezervlerini güçlendirmesi makro-finansal istikrar açısından ön şart olarak görülmektedir. Bu çerçevede, 2017 yılından başlayarak uygulanan kalkınmacı merkez bankacılığı yaklaşımının ve piyasa işleyişine aşırı müdahale unsuru içeren para politikası araçlarının terk edilmesi gerekmektedir. Güncellenecek para politikası operasyonel çerçevesinde, politika faizinin tekrar temel politika aracı olması sağlanmalıdır. Ancak, TCMB zorunlu karşılıklar uygulamasının ve BDDK'nın makro-ihiyati araçlarının da koordine ve makro-finansal istikrarı gözetecek şekilde etkin kullanılması uygun olacaktır. Diğer yandan, yerel piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılması amacıyla kısa vadeli sermaye akımlarının aşırı artmasının önlenmesine yönelik kısıtlamaların piyasa işleyişini bozmayacak şekilde korunması, ekonominin dışsal şoklara karşı dayanıklılığını artıracaktır.

Kaynaklar

- BAŞÇI, E. (2011), Başkan Başçı'nın 'Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal İstikrar' Konferansında Yaptığı Konuşma, İstanbul, 25 Kasım 2011.
- BAŞÇI, E. (2012), Başkan Başçı'nın "Zorunlu Karşılıklar ve Diğer Makro-İhtiyati Tedbirler: Gelişmekte olan Ülkeler Deneyimleri" Konferansında Yaptığı Konuşma, İstanbul, 8 Kasım 2012.
- BAŞÇI, E. ve KARA, A. H. (2011), "Finansal İstikrar ve Para Politikası ", *İktisat İşletme ve Finans*, 26 (302).
- BDDK (2018a), Basın Duyurusu, 13 Ağustos 2020, İstanbul.
- BDDK (2018b), Basın Duyurusu, 18 Ağustos 2020, İstanbul.
- BDDK (2020a), Basın Duyurusu, 12 Nisan 2020, İstanbul.
- BDDK (2020b), Basın Duyurusu, 11 Kasım 2020, İstanbul.
- BDDK İstatistikleri, <https://www.bddk.org.tr/Veri/Index/69>.
- ÇUFADAR, A. (2012), "Monetary Policy Operating Framework for Financial and Price Stability: The Case of Turkey", *Doktora tezi*, Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Ekonomi Bölümü.
- GÜLŞEN, E. ve KARA A. H. (2021), "Policy Performance and the Behavior of Inflation Expectations", *Journal of Central Banking*, October 2021, 179-224.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı (2021), "Kur Korunmalı TL Vadeli Mevduatlara ve Katılma Hesaplarına İlişkin Uygulama Esasları Hakkında Basın Açıklaması", 24 Aralık 2021, Ankara.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı İstatistikleri, <https://www.hmb.gov.tr/>.
- IMF World Economic Outlook Database, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April/>.
- KARA, A. H. (2006), "Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting". *TCMB Çalışma Tebliği*, No. 06/03.
- KARA, A. H. (2016), "Turkey's Experience with Macroprudential Policy". *BIS Papers No 86*, 123 – 139.
- MISHKIN, F. S. (2009a), "How Did We Get Here?", in *Monetary Policy Strategy*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts / London, England.
- MISHKIN, F. S. (2009b), "What Should Central Banks Do?" in *Monetary Policy Strategy*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts / London, England.
- OBSTFELD, M. ve ROGOFF K. (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73 – 96.
- OBSTFELD, M., SHAMBAUGH, J. C. ve TAYLOR, A. M. (2003), "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility", *De Nederlandche Bank Staff Reports*, No. 94/2003.
- ÖNDER, T. (2005), "Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması", *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Ankara, Nisan 2005.
- ÖZATAY, F. ve SAK, G. (2002), "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis", *Brookings Trade Forum 2002*, 121-172.
- SERDENGEÇTİ, S. (2002), Başkan Serdengeçti'nin SBFK Konferansındaki "Fiyat İstikrarı" Konulu Konuşma, Ankara, 28 Kasım 2002.
- TCMB (2012), "Rezerv Opsiyonu Mekanizması," *TCMB Bülten*, Sayı: 28, Aralık 2012.
- TCMB (2014), "Türkiye'de Tüketici Kredilerine Yönelik Makro İhtiyati Politikalar", *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım 2014, Özel Konular IV.1.
- TCMB (2017), "2018 Yılı Para ve Kur Politikası", Ankara, 5 Aralık 2017.

TCMB (2020), “Yatırım Taahhütlü Avans Kredisi Kullandırılmasına İlişkin Basın Duyurusu”, Sayı: 2020-32, 5 Haziran 2020, Ankara.

TCMB (2020), “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu”, Sayı: 2020-71, 27 Kasım 2020, Ankara.

TCMB (2021), “Döviz Tevdiat Hesaplarından Türk Lirası Vadeli Mevduata Dönüşümün Desteklenmesine İlişkin Basın Duyurusu”, Sayı: 2021-62, 21 Aralık 2021, Ankara.

TCMB (2022), “Makroihtiyati Tedbirler Hakkında Basın Duyurusu”, Sayı: 2022-36, 20 Ağustos 2022.

TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) İstatistikleri, <https://www.tuik.gov.tr/>.

Extended summary

Recent central banking in Turkey and the results of the policies implemented

Abstract

Turkey ended the period of high inflation and low growth in the 1990s with inflation targeting strategy. Between 2002 and 2016, policies focused on price stability achieved low inflation and supported stable growth. Starting from 2017, the gradual decline in the CBRT's independence, the increase in weight of growth in monetary policy decisions, and the active role of the Credit Guarantee Fund and public banks in credit policies increased investments and growth in the short term. However, with the abandonment of price stability-oriented policies, especially after September 2021, the role of CBRT's inflation target as a nominal anchor has eroded, inflation rates have risen significantly, foreign exchange reserves have fallen to critical levels, and the country's risk premium has increased. Current indicators, particularly the low CBRT reserves, show that the current monetary policy operational framework is not sustainable and that it needs to be revised.

Key words: Central banking, monetary policy tools, inflation, capital flows, growth, foreign currency reserves/

JEL codes: E52, E62, E63, F34, H63.

Following the February 2001 crisis, Turkey implemented a strong structural reform agenda. The Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT)'s independence was guaranteed by underlining its main objective was to ensure price stability by its Law. Since 2002, the CBRT had focused on price stability and had independently used its short-term policy rate within the inflation targeting framework. In fact, during the 2002-2016 period, the average inflation rate decreased from 74.6 percent in the 1991-2001 period to 8.3 percent, and the average Gross Domestic Product (GDP) growth rate increased from 2.9 percent in the 1990s to 5.7 percent.

Starting from 2017, a gradual transformation took place in monetary policy from a price stability-oriented to a growth-oriented approach. The CBRT's monetary policy instrument independence began to decline, and the political authority started to actively use the Credit Guarantee Fund (CGF) and public banks to support credit expansion. The most important features of this period are; (i) the transition to a multi-goals, multi-tools framework in monetary policy, especially starting from September 2021, (ii) an effort to direct loans to sectors considered productive, (iii) support exports and import substitution through low real exchange rate, and (iv) a desire to accelerate development through low interest rate policy and rapid credit expansion.

The CBRT started its loose monetary policy strategy in September 2021 despite strong domestic demand and elevated levels of inflation. In a period when

inflation was in an upward trend, the interest rate cuts caused the policy rate to lose its quality as an effective monetary policy tool. In order to reduce the pressure on exchange rates, Exchange Rate Protected Deposits were introduced, which transferred exchange rate risk to the public sector and increased dollarization substantially. In addition, loose monetary policy caused a rapid credit expansion, an increase in the current account deficit and further pressure on the exchange rate.

Upon the loss of the balancing role of the policy rate in the economy and increase in pressure on exchange rate and foreign currency reserves of CBRT, a complex required reserve system applicable to both assets and liabilities of banking system was put into place, and the sustainability of the loose monetary policy was tried to be addressed through heavy interventionist regulations. The content of the regulations was basically; (i) commissions for foreign currency required reserves, (ii) additional required reserves in case of credit expansion exceeds an indicated level, (iii) setting targets for the share of Turkish lira deposits, (iv) higher required reserves for selected types of loans, and (v) mandatory holding of long-term Treasury bonds for a portion of the required reserves. In addition, an implicit interest rate ceiling for real sector credits was also introduced through required reserves penalties.

As a result of these practices, the pass-through between the policy rate and the deposits, credits and bond markets interest rates has been substantially destroyed. Although, the CBRT implemented floating exchange regime during 2002-2017 period, the looser monetary policy has intensified the pressure on exchange rate, and therefore, a strict managed exchange rate regime has been conducted especially since late 2021 by heavily utilizing the CBRT reserves. The loose monetary and credit policies since 2017 have increased investments and growth in the short term. However, with the abandonment of price stability-oriented policies, especially after September 2021, the role of monetary policy as a nominal anchor has been eroded, inflation rates have risen significantly, foreign exchange reserves have fallen to critical and unsustainable levels, and the country's risk premium has risen. The extremely low CBRT's reserves in particular, and current macroeconomic indicators as of May 2023 indicate that the existing monetary policy operational framework is not sustainable and that it is necessary to return to price stability-oriented policies using policy rate as the main policy tool to avoid macro-financial risks and for a sustainable growth.