

İkili Açmaz çerçevesinden Türkiye’de yakın dönem Merkez Bankacılığı ve kur krizlerini anlamak* **

Hasan Cömert

Associate Professor of Economics, Trinity College Hartford, USA
hcomert@trincoll.edu
ORCID: 0000-0002-1523-9423

T. Sabri Öncü

Çengelköy Mahallesi, Çengelköy Maslağı Sokak, No:10
Üsküdar, İstanbul, 34680
sabri.oncu@gmail.com
ORCID: 0000-0002-1092-7497

Özet

Bu makalenin temel amacı Türkiye finansal piyasaları ve merkez bankacılığında özellikle son dönemde ortaya çıkan gelişmeleri teorik bir çerçeveden anlamaya çalışmaktır. Türkiye’de merkez bankacılığı, dünyadaki gelişmelere paralel olarak, özellikle Küresel Kriz sonrası ciddi değişim yaşadı. Bu bağlamda, finansal akımların olumsuz makro etkilerini araç setini genişleterek ve de kurumsal çerçeveyi değiştirerek dengelemeye çalıştı. 2010’lu yılların başında merkez bankası karar yapıcılarını yeni geliştirilen politikaların etkinliğinden fazlasıyla emin gözükmekteydi. Ancak birikmiş makro kırılmalıkların bir takım yurt içi siyasal ve jeopolitik gelişmelere paralel olarak daha fazla görünür hale gelmesi ve hükümetin merkez bankası üzerinde artan gölgesinin de etkisiyle, gecelik faizler işlevini yitirirken banka ortaya çıkan problemlere giderek daha doğrudan araçlarla cevap vermek zorunda kaldı. Ayrıca BDDK ile eşgüdümlü olarak, finansal piyasalarda dolaylı sermaye kontrolleri denilebilecek politikalar geliştirdi. Bu değişimleri finansal bütünleşmenin arttığı ve iç finansal piyasaların da dinamikleştiği bir ortamda dalgalı kur rejiminin bağımsız para politikası uygulamak için yeterli olmadığını giderek farkına varılması olarak da okumak mümkündür. Türkiye örneğinin geleneksel makroekonomik Üçlü Açmaz (*impossible trinity/trilemma*) savının geçerli olmadığı yönündeki görüşleri desteklemektedir. GOÜ neredeyse tam bir parasal İkili Açmaz’la (*dilemma*) karşı karşıyadır; çünkü finansal akımların serbest olduğu ortamda, bu ülkelerin merkez

* Submitted/Geliş: 09.02.2023, Accepted/Kabul: 15.06.2023

** Yazarlar Profesör Dr. Oktar Türel ve Araştırma Görevlisi Zeki Oğulcan Şengül’e, dil ve içerik açısından çok faydalandığımız katkıları için; iki anonim hakeme de değerli görüş ve önerilerinden dolayı teşekkür eder. Geri kalan tüm hatalar ve eksiklikler bize aittir.

bankaları dalgalı döviz kuru rejimi altında bile gecelik faiz oranlarına dayanarak etkili para politikası uygulayamazlar. Ayrıca Türkiye örneği, kurumsal yapının ve yerleşiklerin döviz talebinin ikilemini bağlayıcılığını ve nasıl işlediğini anlamakta ne kadar önemli olduğunu da göstermektedir.

Key words: Merkez Bankası Politikaları, Türkiye Ekonomisi, Finansal Entegrasyon, Döviz Kuru

JEL codes E44, E58, F31 F36, F41

1. Giriş

Özellikle yoğun finansal akımlar sayesinde, birçok gelişmekte olan ülke (GOÜ) 2002-2007 yılları arasında görece istikrar ve yüksek büyüme hızları yaşadı. 2008-09 küresel finansal krizinden sonra ise, bu ülkelerin çoğu, yerel para birimlerinin istikrar (ya da değer) kazanmasına yardımcı olan ve kredi genişlemesiyle birlikte bir başka yüksek büyüme döngüsüne yol açan ikinci finansal akış dalgasına maruz kaldı. Bu döneme yalancı bahar denebilir. Bununla birlikte, 2014'ten sonra, birçok GOÜ için durum, finansal akışlardaki tersine dönüşler veya yavaşlamaya paralel olarak önemli ölçüde değişti. 2002 yılı sonrası Türkiye ekonomisinde genel olarak diğer GOÜ'ye benzer döngüler yaşadı. Ancak Cömert vd. (2022) gösterdiği gibi 2002 sonrasında Türkiye ekonomisi tüm dönem ve ara dönemlerde büyüme ve kamu borcu göstergesi haricinde emsallerine göre daha zayıf bir performans sergilemiştir. Türkiye ekonomisinde bir önceki dönemde biriken kırılmalıklar, 2014 yılından sonra giderek daha belirgin hale geldi; ekonomik büyüme önemli ölçüde yavaşlamaya başladı. 2016 sonrası jeopolitik ve iç politik gelişmelere paralel olarak Türkiye ekonomisinin kırılmalıkları daha da arttı.

2016 ve sonrası dönemi gelişmeleri çeşitli açılardan incelemek mümkündür. Biz bu yazıda bu dönemi özel olarak merkez bankası politikalarının etkililiğine (*effectiveness*) ve bu politikaların evrimine odaklanarak inceleyeceğiz. Bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), hükümetin baskısı altında, aktif bir para politikası uygulayarak sorunları çözmeye çalıştı. Kamu bankaları ve Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu (BDDK) da parasal aktarım mekanizması üzerindeki baskıları hafifletmek için TCMB ile uyumlu politikalar uygulamaya yöneldiler. Ancak Türkiye ekonomisi bu dönemde ciddi kur şoklarından, yüksek enflasyondan ve düzensiz büyümeden kurtulamamıştır. Döviz kuru baskısı altında TCMB, diğer kurumların da yardımıyla bu duruma çare bulmak için deneme - yanılma yöntemiyle özellikle dövize olan iç ve dış talebi kesmeye odaklanan bir dizi politika geliştirmeye çalışmıştır.

Üçlü Açmaz ve İkili Açmaz tartışmaları, Türkiye'nin son yıllardaki temel makro gelişmelerini ve karşı karşıya kaldığı problemlere ürettiği politikaları yapısal olarak anlamamız için faydalı bir çerçeve sunmaktadır. Ayrıca Türkiye deneyimi bu çerçeveleri yeniden gözden geçirmek için ideal bir laboratuvar ortamı

da sağlamaktadır. Üçlü Açmaz'a göre merkez bankaları finansal hareketler serbestken bile, serbest kur rejimi uyguladıkları sürece etkili para politikası izleyebilirler¹. Ancak Türkiye örneği, yeni gelişen ve geleneksel makroekonomik Üçlü Açmaz savının özellikle GOÜ'de geçerli olmadığını iddia eden yazının bulgularını desteklemektedir. Bu yazına göre GOÜ neredeyse tam bir parasal İkili Açmaz'la karşı karşıyadır; çünkü finansal akımların serbest olduğu ortamda, GOÜ'deki merkez bankaları dalgalı döviz kuru rejimi izleseler bile etkili bir para politikasını ya hiç uygulayamazlar (Rey, 2015); ya da uygulama kapasiteleri çok sınırlıdır (Cömert, 2016; 2019). İç piyasalarda uygulanan politikalar ve merkez bankasının hangi araçları kullandığı (kurumsal çerçeve) İkili Açmaz'ın ortaya çıkmasına yol açan diğer faktörlerdir (Cömert, 2016; 2019). Türkiye deneyimi yakından incelendiğinde, kurumsal yapının ve özel olarak da yerleşiklerin döviz talebinin İkili Açmaz'ın bağlayıcılığını ve nasıl işlediğini anlamakta önemli olduğu görülmektedir.

Yazım planımız şöyledir. Birinci bölümde Üçlü Açmaz ve İkili Açmaz kavramlarını açıklayıp İkili Açmaz kavramının teorik çerçevesini kurumsal yapı ve yerleşiklerin döviz talebini de göz önünde bulundurarak geliştireceğiz. Sonraki bölümlerde İkili Açmaz'ın Türkiye'de işleyişini Türkiye merkez bankacılığındaki ve diğer kurumsal çerçevedeki değişimlere odaklanarak anlamaya çalışacağız. Bu bağlamda TCMB'nin İkili Açmaz'ın ve hükümetin baskısı altında diğer düzenleyici kurumlar ve kamu bankalarının da yardımıyla, deneme - yanılma yöntemiyle aldığı tedbirleri tartışacağız. Sonucu bölüm bu politikaların sürdürülebilirliğine odaklanırken, "Ne yapmalı?" sorusuna da cevap vermeye çalışacaktır.

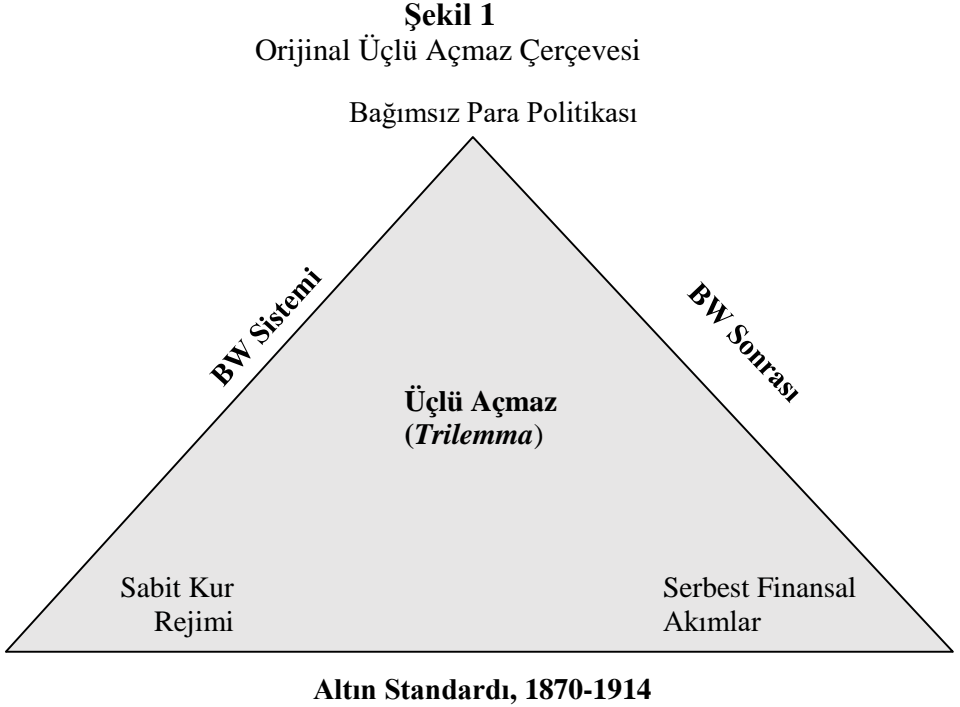
2. Üçlü Açmaz'dan İkili Açmaz'a²

Üçlü Açmaz uluslararası finans teorisi ve parasal iktisadın temel taşlarından biridir. Bu yaklaşıma göre verili bir anda bir ülke finansal serbestlik, bağımsız para politikası ve sabit kur rejiminden ancak ikisini seçebilir. Yazına göre klasik altın standardı döneminde finansal serbesti ve sabit kur rejimi seçilmiştir. Böylece

¹ Üçlü Açmaz yazımında bağımsız para politikası kavramı merkez bankalarının politika faizlerini (genellikle gecelik faiz) diğer ülke faizlerinden bağımsız olarak ulusal büyüme ve enflasyon hedeflerine göre belirleyebilmesi anlamında kullanılmaktadır. Ancak merkez bankaları politika faizlerini yurt dışı faizlerinden farklı olarak belirlese bile parasal aktarım mekanizması yurt dışı faizlerinden ve ilgili gelişmelerden etkilendiği sürece merkez bankaları büyüme ve enflasyon gibi temel makro ekonomik değişkenleri anlamlı ölçüde etkilemeyebilir. Bu yüzden Cömert (2016, 2019)'u takip ederek bağımsız para politikası kavramını ulusal temel makro değişkenlerin merkez bankası politika araçları tarafından belirlenmesini içerecek şekilde kullanmaktayız. Bir başka deyişle bağımsız para politikası ve etkili para politikası kavramlarını aynı anlamda kullanmaktayız.

² Bu bölüm önemli ölçüde Cömert (2016; 2019)'a dayanmaktadır.

merkez bankaları bağımsız para politikası izleyerek iç makro gelişmeleri etkileme kapasitesinden vazgeçmiştir. Bu yaklaşıma göre merkez bankaları Bretton Woods (BW) sistemi döneminde bağımsız para politikası uygulayabilmelerini sabit kur rejimi ve finansal kontrollere borçludurlar (Obstfeld vd., 2005; Şekil 1).



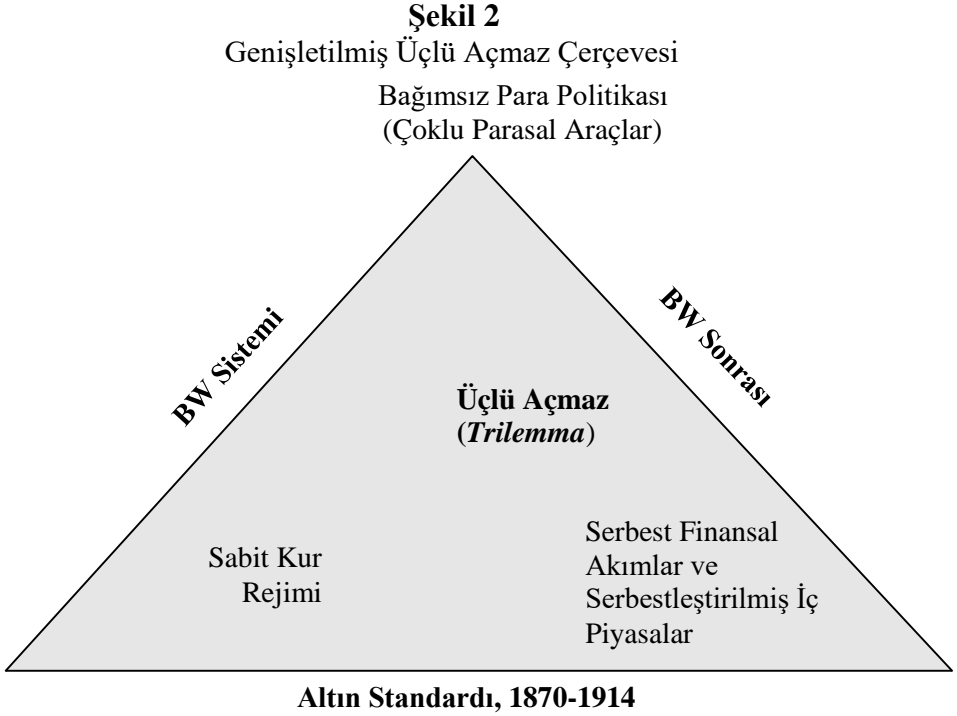
Bu çerçeve, sermaye hareketliliği ve döviz kuru rejimlerinin doğru bileşimi altında, merkez bankası politika araçlarının (özellikle kısa vadeli faiz oranlarının) enflasyon ve milli gelir gibi nihai hedefleri (kısa dönemde de olsa) piyasa faiz oranları, kredi genişlemesi ve beklentiler üzerinden belirleme kapasitesine sahip olduğunu ima etmektedir. Üçlü Açmaz'ı desteklemek için teorik olarak klasik Mundell-Fleming (MF) modeli veya bu modelin varyantları kullanılmıştır. Bu modelde, sabit kur rejimleri altında yurt içi faiz oranlarının dünya faiz oranlarından farklı olarak belirlenmesi ancak sermaye kontrolleri altında mümkündür³. Başka bir deyişle, para politikasının etkililiği ancak sermaye

³ Mundell-Fleming (MF) modeli veya bu modelin varyantlarına göre sermaye hareketleri serbest olduğunda, yurt içi faiz oranları dünya faiz oranlarına eşit olmalıdır. Bu çerçeve uluslararası faiz oranlarının ağırlıklı olarak gelişmiş ülke faiz oranlarından (para politikasından) etkilendiğini ima etmektedir.

hareketleri serbestliğinden veya sabit kur rejiminden vazgeçilmesi ile gerçekleşir. Bu teorik çerçeveye göre BW sisteminde sermaye hareketliliği vazgeçilen parametredir⁴.

Bununla birlikte, Minsky (1957) ve Hicks'i (1967) izleyen Cömert (2016; 2019), BW dönemi altında merkez bankalarının ve yerel finansal piyasaların kurumsal yapısına ve fiili işleyişine de dikkat ederek, orijinal Üçlü Açmaz'ı kurumsal/yapısal/evrimsel bir bakış açısından yeniden yorumlamamız gerektiğini iddia etmektedir. Merkez bankaları BW altında görece bağımsız bir para politikası izlediyse, bu sadece sermaye kontrollerinin sonucu olmamıştır. Sermaye kontrollerinin yanında bu dönem boyunca iki faktör daha bağımsız para politikası izlenmesine katkıda bulunmuştur. İlk olarak, merkez bankaları BW döneminde çoklu bir araç seti kullandı. İkincisi, sadece uluslararası sermaye hareketleri değil, aynı zamanda yerel sermaye piyasaları da BW dönemi boyunca nispeten sıkı kontrol altındaydı (Cömert, 2016; 2019).

⁴ Alternatif olarak, merkez bankalarının yurtiçi faiz oranlarını güçlü ve tahmin edilebilir bir şekilde etkileyebileceği (parasal aktarım mekanizmasının ilk ayağının çalıştığı) varsayımı altında mevcut uluslararası makroekonominin temel yapıtaşlarından biri olan korumasız faiz oranı paritesinin (*uncovered interest rate parity*) farklı sürümleri de Üçlü Açmaz'ı ima etmektedir. Kendine has sorunları olsa da, bu çerçevede para arzını dışsal varsaymak gerekmez.



Merkez bankalarının çoklu araç kullanması ve finansal piyasaların daha sıkı denetlenmesi göz önüne alındığında, BW altındaki üçleme Şekil 2'deki gibi revize edilebilir. Şekil 2, Şekil 1'e ek olarak, çok sayıda merkez bankası politika aracını ve yerel finansal piyasaların görece sıkı regüle edilmesini vurgulamaktadır. Bu şekilde, sermaye akışlarının bir ölçüde sınırlı olduğu, iç piyasaların sıkı bir şekilde kontrol edildiği ve merkez bankalarının ulusal makroekonomik hedeflere ulaşmak için birden fazla politika aracını kullanma olanaklarının bulunduğu BW dönemi boyunca var olan sabit kur rejimi altında bağımsız para politikasının mümkün olduğunu ima edilmektedir.

BW döneminin sonunda olduğu gibi, finansal hareketlerin artan rolü, merkez bankalarının bağımsız/etkili para politikası uygulamalarını sınırlandırabilir. Böyle bir durumda Üçlü Açmaz çerçevesi ya bağımsız para politikasından vazgeçilmesini, ya da sabit döviz kurunun savunulmamasını önermektedir. Amerika Birleşik Devletleri (ABD), 1971 sonrası sabit döviz kuru sistemini ve doların altına çevrilebilirliğini savunmayı bıraktı. ABD'de olduğu gibi, GÜ'nün (GÜ) çoğu dalgalı kur rejimlerini uygulamaya başladı. GÜ bir süre döviz

kurlarını sabitlemeye, ya da manipüle etmeye çalıştı⁵. Sonuç olarak, GOÜ'nün büyük çoğunluğu 2000'li yılların başından sonra esnek döviz kuru rejimlerini uygulamaya koymuştur. GÜ'deki sermaye kontrol politikaları 1980'lerin başından sonra tamamen kaldırılırken, GOÜ sermaye kontrollerini ancak 1980'lerin sonundan itibaren kaldırmıştır⁶.

Yukarıda tartışıldığı gibi, BW sonrası dönemde sermaye hareketliliği ve döviz kuru rejimlerine ilişkin tercihler değişti. Özetle, sermaye hareketleri üzerindeki kontroller giderek kaldırılırken, serbest döviz kuru rejimleri önem kazanmaya başladı. Orijinal Üçlü Açmaz çerçevesinden bakıldığında, bu durum Şekil 1'deki üçgenin sağ kenarının seçildiği anlamına gelmektedir. Ancak BW sistemi sonrası dikkatle incelendiğinde, sermaye kontrollerinin ve sabit kur rejiminin terkedilmesine ek olarak merkez bankacılığında ve yerel ve uluslararası piyasalarda çok köklü değişmelerin yaşandığı görülecektir.

BW dönemi sonrasında Monetarist yaklaşımın etkisiyle gelişmiş ülke merkez bankaları kısa bir süre parasal büyüklükleri birincil araç olarak kullanmışlar, daha sonra sadece kısa vadeli faiz oranlarına odaklanmaya başlamışlardır. Önceden birçok merkez bankası tarafından aktif olarak kullanılan marjin yükümlülükleri, kredi kontrolleri, zorunlu karşılık oranları ve bankalara telkinde bulunma gibi para politikası araçları aktif kullanımdan kaldırılmıştır (Cömert, 2013). Merkez bankalarının politika araçlarındaki değişimlerle birlikte, para politikasının amaçları da önemli ölçüde değişmiştir. Enflasyon ya tek hedef, ya da birincil hedef olarak benimsenmiştir. Bu bağlamda, açık ya da örtük enflasyon hedeflemesi (EH) rejimleri birçok GÜ'de uygulanmaya başlanmıştır. Bu fikir ve uygulamalar, bazı gecikmelerle de olsa GOÜ'nün çoğu tarafından da takip edilmiştir⁷.

1980'li yıllarda sermaye hareketlerinin önündeki engeller kalkarken ve merkez bankaları eski araçlarının birçoğundan vazgeçerken, finansal piyasalar da çok önemli bir dönüşüm yaşadı. GÜde menkul kıymetleştirme ve türev ürünler gibi finansal yenilikler önem kazanmıştır. Finansal yenilikler, riskleri azaltacağı ve verimliliği artıracacağı varsayımı ile incelemeye tabi tutulmadan desteklenmiştir.

⁵ Nitekim 1970'lerde Latin Amerika'da ve diğer birçok ülkede özellikle sanayileşme stratejisinin bir parçası olarak çoklu döviz kurları uygulandı. 1980'lerden sonra, yüksek enflasyon ve diğer sorunlara yanıt olarak, birçok ülkenin IMF liderliğindeki istikrar programları döviz kuru sabitlemelerine dayanıyordu. Ancak, yerel ve uluslararası finansal serbestleşme ve merkez bankacılığındaki değişimler, sabit veya döviz kuru çipaları uygulayan hemen hemen tüm ülkelerde yıkıcı kur krizlerine neden oldu.

⁶ Özellikle IMF, GOÜ'de tam sermaye hareketliliğinin teşvik edilmesinde çok önemli bir rol oynamıştır. Buna paralel olarak ABD de sermaye hareketliliğini ikili ticari anlaşmaların bir koşulu haline getirerek bu ülkelere baskı yapmıştır.

⁷ Ana akım iktisat teorisi, merkez bankalarının uzun vadede büyüme ve işsizlik gibi değişkenleri etkileme gücünün olmadığı ve genişletici para politikalarının yalnızca daha fazla enflasyon yaratacağı sonucuna varmıştır.

Finansal piyasalara ilişkin mevcut düzenlemeler ya kaldırılmış, ya da çok gevşek uygulanmıştır⁸.

Finansal akımların ve finansal piyasaların serbestleştirilmesi nedeniyle finansal akımların önemi artmış, finansal piyasaların büyüklüğü ve etkileri eşî görülmemiş boyutlara ulaşmıştır. Böyle bir ortamda, yukarıda da açıklandığı gibi, merkez bankaları sadece kısa vadeli faiz oranlarına odaklanmaya başladı. Bu gelişmeler merkez bankalarının bağımsız para politikası uygulama kabiliyetini nasıl etkiledi? Birçok iktisatçıya göre para politikasının kısa vadeli faiz oranlarıyla yürütülmesi, finansal piyasalardaki değişimlere bakılmaksızın hem enflasyon hem de finansal istikrar için yeterlidir (Woodford, 2002). Bu çerçeve, uluslararası bağlamda, Üçlü Açmaz'ın iddia ettiği gibi serbest kur rejiminin bağımsız bir para politikası uygulamak için yeterli olduğunu ima etmektedir (Papademos, 2008). Diğer bir deyişle, BW sonrası dönemde etkili bir para politikası uygulamak için Üçlü Açmaz üçgeninin sağ kenarını seçmek yeterlidir⁹.

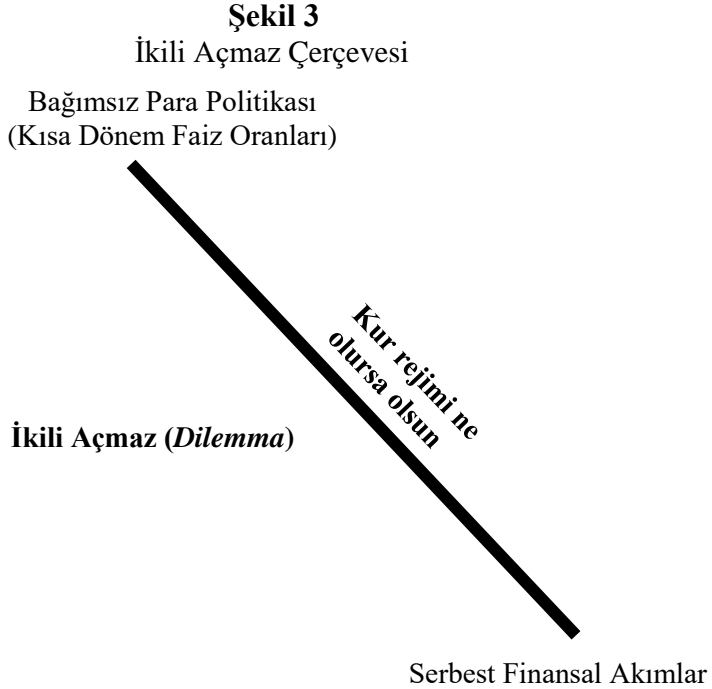
Sermaye hareketlerinin GOÜ'deki olumsuz etkilerine odaklanan birçok heterodoks iktisatçı (Palley, 2003; Grabel, 2003; Vernengo, 2006 ve Palley, 2009) GOÜ'nün serbest kur rejimleri altında bile manevra alanlarının epey dar olacağını ima etmişlerdir¹⁰. Örneğin, Palley (2003:77), finansal akımların hem sabit, hem de esnek döviz kuru rejimlerinin performansını etkilediğini vurgular. Rey (2015) bir adım öteye giderek, GOÜ'deki durumun tam bir İkili Açmaz olduğunu iddia

⁸ Örneğin, ABD'de, 1980 ve 1986 yılları arasında Q Yönetmeliğinin tasfiyesinin bir parçası olarak faiz oranı tavanları kaldırılmıştır (Gilbert, 1986). Benzer şekilde, ticari bankacılık ile yatırım bankacılığını birbirinden ayıran Glass-Steagall Yasası, finansal yenilikler ve önceki bazı değişiklikler nedeniyle giderek önemini yitirmiş (Barth vd., 2000) ve 1999 yılında tamamen yürürlükten kaldırılmıştır. Bu gelişmeler başka yerlerde finansal sistemdeki kurumsal dönüşümü önemli ölçüde belirlemiştir.

⁹ Ancak bazıları, Üçlü Açmaz'ın BW ve BW sonrası dönem için geçerliliğini savunurken çok daha temkinliler. Örneğin, Klein ve Shambaugh (2015:36), "sabit döviz kurları ve açık sermaye hesapları olan ülkelerin, dalgalı döviz kurları ve/veya sermaye kontrollerine göre daha az parasal özerkliğe sahip olduğunu" iddia etmektedir. Benzer şekilde, bir parasal bağımsızlık endeksi oluşturan Aizenman vd. (2008), bağımsız para politikası ile sermaye hareketleri arasında değiş - tokuşların varlığını tartışıyor; bir ülke daha fazla döviz kuru esnekliği ve daha fazla sermaye hareketliliğini seçtiğinde, bağımsız para politikası kapasitesinin bir kısmından vazgeçmesi gerektiğini iddia ediyor. Aizenman (2011), GOÜ'nün rezerv birikimlerini dikkate alırken, genişletilmiş bir *Trilemma* çerçevesinin, özellikle 2002'den sonra GOÜ'yü anlamak için yararlı bir araç olabileceğini savunmaktadır. Kısa vadeli ve uzun vadeli faiz oranlarının belirleyicilerini araştıran Obstfeld (2015), görece esnek döviz kuru rejimlerine sahip ülkelerin kısa vadeli piyasa faizleri üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğunu öne sürüyor. Bununla birlikte, Aizenman ve bu gruptaki diğerler yazarlar, para politikası alanındaki gerilemeyi kabul etmekle birlikte, rezerv biriktirme gibi bir takım yöntemlerin yeni olanaklar yarattığını ve "köşesiz" çözümleri mümkün kıldığını vurgulamaktadırlar.

¹⁰ ABD'deki finansal piyasalar ve merkez bankacılığındaki kurumsal ve yapısal değişimlere odaklanan Cömert'e (2013) göre, ABD de bile Fed'in 2007-09 krizi öncesi piyasa faiz oranlarını ve özellikle finansal kuruluşların bilançolarını etkileme gücü giderek azalmıştır.

etmiştir.¹¹ Ona göre (2015:21) sermaye hareketleri serbest olduğunda, dalgalı döviz kurları ekonomileri küresel finansal döngüden izole edemez. Bu bakımdan, Rey (2015) Üçlü Açmaz'ın Şekil 3'te özetlediğimiz İkili Açmaz'a dönüştüğünü vurgulayarak, bağımsız para politikalarının ancak ve ancak sermaye hesabının döviz kuru rejiminden bağımsız olarak doğrudan veya dolaylı olarak yönetilmesi durumunda mümkün olacağını iddia etmektedir.



Cömert (2016; 2019), evrimsel/kurumsal/yapısal bir çerçeveden, kısmen Rey'in (2015)¹² izinden giderek, 1980'lerden bu yana yaşanan gelişmelerin merkez bankalarının etkili para politikası uygulama kapasitelerini giderek azalttığını savunmuştur. Cömert'e göre BW sonrası merkez bankacılığı, finansal piyasalar ve finansal akımlardaki değişimlerle birlikte kademeli olarak Üçlü Açmaz'dan İkili Açmaz'a evrilmiştir. Cömert (2013; 2016; 2019) Rey'den farklı olarak para

¹¹ Rey (2015) brüt sermaye akışlarının ve varlık fiyatlarının birlikte hareket ettiğini gösterip, bu küresel ortak hareketlerin merkez ülkelerdeki faiz oranlarına çok duyarlı olan riskten kaçınma ve belirsizlikle yakından ilişkili olduğunu ileri sürmektedir.

¹² Cömert (2012; 2013) Fed'in faiz politikasının etkililiği üzerine odaklanmıştır.

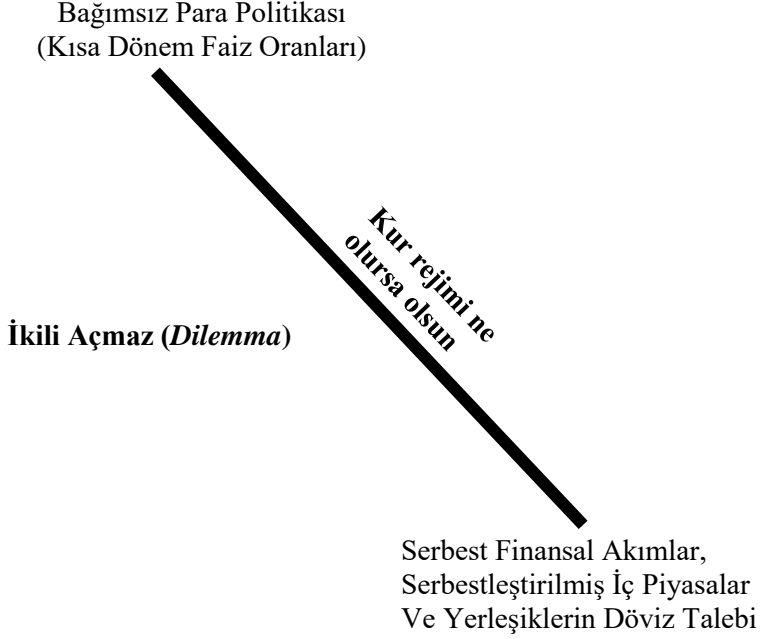
politikasının etkililiğini belirleyen faktörler arasında merkez bankalarının araç seçimlerine ve yerel piyasalardaki değişimlere de işaret ederken, BW sonrası sürecin İkili Açmaz'a doğru evrimsel bir süreç olduğunu vurgulamıştır (Şekil 4).

BW dönemi sonrasında GOÜ merkez bankalarının üzerindeki kısıtlar epey dikkat çekmişken, genel uzlaşma BW dönemi sonrasında Üçlü Açmaz'ın en azından GÜ için geçerliliğini koruduğu yönündedir. Hatta bazı yazarlar 1980 sonrası finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin para politikasının etkililiğini artırmış olabileceğini bile iddia etmiştir (Sellon, 2002). Bazıları esnek döviz kuru rejimleri ve sermaye hareketliliği altında para politikasının bağımsız olduğunu göstermeye çalıştı. Örneğin, Avrupa Merkez Bankası'ndan Georgiadis ve Mehl (2015), finansal küreselleşmenin "tipik gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa ekonomisinde para politikası etkililiğini" artırdığını iddia etmiştir. Onlara göre, finansal küreselleşme nedeniyle daraltıcı para politikası daha etkili olmaya başlamıştır. Dolayısıyla klasik Üçlü Açmaz geçerlidir. Daha temkinli olanlar bu gelişmelerin merkez bankaları için bir takım zorluklar çıkarsa bile, para politikasının etkililiğinde büyük bir değişime yol açmadığını iddia etmektedir (Geithner, 2006 ve Bernanke, 2007).

GÜ ve GOÜ'de BW sonrası farklı dinamikler ön plana çıkmış olsa da ABD'de bile, finansal piyasalardaki düzenlemelerin giderek yok olması, artan yenilikler, ABD Merkez Bankası Fed'in araç seçimi gibi nedenlerle Fed'in varlık fiyatları/faiz oranları ve kredi genişlemesi üzerindeki etkisinin azalmış olabileceğine dair bulgular vardır (Warnock ve Warnock 2009; Cömert, 2012; 2013; Thornton, 2018)¹³. GOÜ'de GSYİH, enflasyon ve kur gibi temel makroekonomik değişkenler, görece sığ finansal piyasalar nedeniyle sermaye hareketlerine daha duyarlıdır. Ancak ABD ve diğer birçok GÜ'de finansal akımlar varlık fiyatlarını etkilemeye başlasa da, bu ülkelerde yerel finansal piyasalardaki içsel süreçlerin finansal akımlara göre çok daha belirleyici olduğu görülmektedir.

¹³ Bu bulgular, Warnock ve Warnock (2009)'un ABD'de bile sermaye hareketlerinin uzun vadeli faizleri etkilemesine ilişkin sonuçlarıyla önemli ölçüde örtüşmektedir. Thornton (2018), federal faiz oranı ile Hazine bonusu arasında teorik olarak beklenen ilişkinin 1980'lerin sonunda kötüleştiğini göstermektedir.

Şekil 4 Genişletilmiş İkili Açmaz Çerçevesi



Doğrudan ya da dolaylı biçimde İkili Açmaz çerçevesine odaklanan yazın haklı olarak finansal akımların GOÜ'deki makro değişkenleri farklı kanallardan önemli ölçüde yönlendireceğini öne sürmektedir. Öte taraftan sermaye akımlarının yanı sıra, merkez bankalarının araç seçimleri ve yerli finansal piyasaların yapısının da GOÜ'de İkili Açmazın bağlayıcılığını etkileyeceğini vurgulayan yazın, İkili Açmaz tartışmasına kurumsal/evrimsel bir çerçeve katmaya çalışmaktadır. Ancak, Türkiye örneğinin gösterdiği gibi, yurt dışına sermaye çıkışı olmadığında bile herhangi bir nedenle yerli yatırımcıların döviz talebinin ani artışı GOÜ'deki merkez bankalarının üzerinde Demokles'in kılıcı gibi asılı durmaktadır¹⁴. Bu açıdan Türkiye'de ve başka birçok örnekte görüldüğü gibi, GOÜ'de para politikasının en önemli kısıtlarından biri de para tabanının her an potansiyel olarak yabancı paraya (varlıklara) dönüştürülme riskidir.

¹⁴ Teorik olarak yerleşiklerin döviz talebi finansal hesaplarda da bir değişime yol açabilir. Ancak yerleşiklerin döviz talebi yurt içi birikmiş döviz stoklarından karşılandığı ölçüde finansal hesapta bir değişiklik olmayacaktır. Bu anlamda birbirleriyle ilgili olamakta birlikte yerleşiklerin finansal hesaplardan izlenebilen hareketleri ile yurt içi döviz mevduatları ve yastık altı dövizleri artırıcı talepleri arasında bir ayırım yapmaktayız. Bu tartışmanın teknik boyutlarını hazırlık aşamasında olan bir başka yazımızda tartışacağız.

Birçok GOÜ, 1978-80 neoliberal devriminden itibaren sermaye hesaplarını serbestleştirerek tam konvertibiliteye geçti (örneğin, bkz. Öncü, 2022). Sonuç olarak, para birimleri değerini ulusal ve uluslararası finans piyasalarının belirlenen uluslararası bir varlık haline getirdiler. Tam konvertibilite uygulamasında, GOÜ'nün para birimleri temel rezerv para birimleri ve altınla serbestçe değiştirilebilir hale gelmiştir. Başka bir deyişle, GOÜ'nün para birimleri, rezerv paralar misali likit finansal varlıklara kıyasla likit olmayan finansal varlıklardır. Bu durumda, GOÜ'de bir sorun belirtisi görüldüğünde, sadece yabancılar değil, aynı zamanda vatandaşlar ve diğer yerleşikler de güvenli para birimlerine kaçmaktadırlar. Yani, yurtiçi yerleşikler de varlıklarının değerinin düşeceği korkusuyla, belirsizlik dönemlerinde döviz talebini giderek artırmaktadır. Yerleşiklerin yurtiçi bankalarda istedikleri gibi döviz hesabı açma iznine sahip oldukları ortamda yerli paradan kaçış ciddi bir mevduat dolarizasyonu olarak karşımıza çıkar. Sonuç olarak, yabancı portföy yatırımlarının yokluğunda bile, tüm yerel para arzının, potansiyel olarak yabancı varlıklar talebine dönüşme riski vardır. Türkiye deneyimi yakından incelendiğinde, kurumsal yapının ve özel olarak da yerleşiklerin dolarizasyonu artırıcı döviz talebinin İkili Açmaz'ın bağlayıcılığını ve nasıl işlediğini anlamaktaki önemi görülmektedir. Bir sonraki bölümde 2002 sonrası Türkiye merkez bankacılığındaki değişimler ele alındıktan sonra 2016 sonrasındaki kur şokları ve merkez bankasının buna vermiş olduğu tepkiler incelenecektir. Bu tartışma genişletilmiş İkili Açmaz çerçevesini daha iyi anlamamızı sağlayacaktır.

3. Türkiye'de 2001 sonrası Merkez Bankacılığı

2001 krizi Türkiye'de ekonomi, politika ve merkez bankacılığı üzerinde büyük etkiler yarattı. Kur krizinin patlak verdiği 21 Şubat 2001'in gecesi alınan bir kararla 22 Şubat 2001'de esnek kur rejimine geçildi. IMF destekli yapısal reform programının bir parçası olarak, TCMB'nin hükümete doğrudan finansman sağlaması yasaklandı ve banka Nisan 2001'de araç bağımsızlığını elde etti (Benlialper ve Cömert, 2015). TCMB EH eğilimlerini ve diğer ana akım merkez bankacılığı uygulamalarını yakından takip etmeye başladı.

TCMB, 2002-2005 döneminde hükümetle birlikte enflasyon hedeflerini belirlemeyi ve hedeflere ulaşmak için araç bağımsızlığını da içeren örtülü bir EH politikası benimsedi. Diğer EH uygulamalarında olduğu gibi, gecelik faiz oranları ve esnek döviz kuru rejimine bağlılık bu politika çerçevesinin temel taşlarıydı. TCMB, IMF gözetiminde EH rejimini uygularken, önemli finansal sektör reformları yapıldı ve bankacılık düzenleyicisi BDDK dâhil olmak üzere yeni bağımsız denetim organları kuruldu (Benlialper ve Cömert, 2015).

2006'da bazı küçük değişiklikler yapıldıktan sonra, örtülü EH rejimi, gelecek üç yıl için enflasyon hedeflerinin duyurulması ve aylık Para Politikası Kurulu toplantılarında gecelik faiz oranının belirlenmesi ile yürütüldü (Benlialper ve Cömert, 2015). Ancak, 2008-2009 krizine yanıt olarak, GÜ ve GOÜ'deki merkez bankacılığı uygulamaları da dâhil olmak üzere merkez bankacılığı uygulamaları önemli ölçüde değişti. Tek haneli enflasyon hedeflemesine takıntılı vurgu zayıfladı; finansal istikrar endişeleri ve makroekonomik ihtiyati politika çerçevesi önem kazandı (Benlialper ve Cömert, 2015).

Küresel Finansal Krizin başlangıcında, TCMB genişletici para politikası uygulamakta tereddüt etti. Ancak bir süre sonra, banka yalnızca gecelik faiz oranını düşürmekle kalmayıp önemli TL likiditesi ve döviz müdahale işlemleri de gerçekleştirdi ve bankacılık sisteminin desteklenmesi için zorunlu karşılık oranını da aktif olarak kullandı (Cömert ve Çolak, 2014). TCMB, 2010'dan sonra başlangıçtaki EH rejimine geri dönmeyi planlasa da, dünyadaki merkez bankacılığındaki birçok değişiklikler ve GÜ'den kaynaklanan nicel genişleme ve diğer genişleyici politikaların yarattığı finansal akımlardaki artan oynaklık nedeniyle makroekonomik ihtiyati araçlar 2010'dan sonra Türkiye merkez bankacılığı için önemli bir unsur olarak kalmıştır. Dünyadaki benzer örneklerle birlikte, TCMB finansal istikrarı daha fazla vurgulamış ve araçlarını genişletmiştir. Bu anlamda, gecelik faiz oranı yanı sıra haftalık repo faiz oranı, faiz oranı koridoru, zorunlu karşılıklar aracılığıyla likidite yönetimi ve bankanın geliştirdiği Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) finansal istikrar amaçlarına yönelik olarak aktif bir biçimde kullanılmıştır.

İkili Açmaz'ın Türkiye'deki işleyişini tartışacağımız ilerleyen bölümlerde, 2016 sonrasında gerçekleşen Merkez Bankacılığı değişikliklerini ayrıntılarıyla ele alacağız. Ancak, öncesinde, Genişletilmiş İkili Açmaz aynı zamanda yerellerin döviz talebiyle ilişkili olduğu için, ülkemizde döviz tevdiat hesabı olarak bilinen avrodöviz mevduatların nasıl işlediğine dair bir özet sunmayı gerekli görüyoruz.

4. Avrodöviz mevduatların işleyişi

Günümüzde, bir ülkenin bankalarında tutulan yabancı para mevduatlarına avrodöviz mevduatları denilmektedir. Avrodöviz teriminin kökeni avrodolardır. Birçok ülkede avrodolar teriminin ortaya çıkmasından çok önce de yabancı para mevduatları görülmesine rağmen, terimin ortaya çıkmasını sağlayan ilk mevduatlar 1950'li yılların başlarında başta Londra bankaları olmak üzere Avrupa bankalarında tutulmaya başlayan ABD doları mevduatlarıdır. Bu döviz mevduatları zamanla avrodöviz piyasası olarak bilinen uluslararası para piyasasını oluşturmuştur.

Türkiye’de 1984’te başlayan avrodöviz mevduatlarına döviz tevdiat hesabı (DTH) denilmesi nedeninin, 1970’li yılların ikinci yarısında baş gösteren döviz darboğazının yurt dışında yaşayan vatandaşların tasarruflarının ülke ekonomisine kazandırılarak aşılması amacıyla 1976 yılında TCMB’de açılmaya başlanılan kredi mektuplu işçi döviz hesaplarına verilen ad (*Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı*) olduğunu düşünüyoruz. 7 Temmuz 1984 tarihli Türk Parası Kıymetini Koruma (TPKK) Hakkında 30 Sayılı Karar ile yurtiçinde yerleşiklerin yerel bankalarda yabancı para mevduat açmalarına izin verildikten sonra başlayan avrodöviz mevduatları da DTH olarak adlandırılmışlardır. Ayrıca, 30 Sayılı Karar yerel bankalara yurt dışında döviz tutma izni vermiş ve yerleşik bankaların diğer ülke paralarının muhabir bankacılık sistemlerini kullanarak yurtdışı ödeme yapmalarına olanak sağlamıştır. Karar’ın bir başka önemi de yerleşik bankaların birçok kredi türünde yabancı para kredi vermelerini serbestleştirmiş ve diğer kredi türlerinde yabancı para kredileri vermelerini Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı’nın bağlı bulunduğu bakanlığın iznine tabi kılarak, yerleşik bankaların avrodöviz mevduat yaratmalarına olanak sağlamış olmasıdır.

Bu bölümde avrodöviz hesaplarının işleyişini anlatabilmek amacıyla, diğer yabancı para takas ve mutabakat sistemleri bazı ayrıntılarda farklılaşsa da ABD doları takas ve mutabakat sisteminden özünde farklı olmadıklarından, avrodolar hesaplara odaklanacağız. Ayrıca, bir ABD dolarının 20TL ve TCMB’nin bankalarda açılan avrodöviz mevduatlara uyguladığı zorunlu karşılık oranının %25 olduğunu kabul edeceğiz.¹⁵ Son olarak, işlemler öncesinde yerel bankaların kur riskinin tümüyle telafi edilmiş olduğunu varsayacağız.

Tablo 1a, Yunanistan’da yerleşik bir bankanın Yunanistan’da yerleşik bir müşterisi, Türkiye’de yerleşik bir bankanın Türkiye’de yerleşik bir müşterisine dolar gönderdiğinde yapılan takas ve mutabakatın sonucunu bilançolar üzerinden göstermektedir. Yunanistan’daki banka Yunan Bank (YB), Yunanistan’da yerleşik müşteri YM, Türkiye’deki banka Türk Bank (TB) ve Türkiye’de yerleşik müşteri TM olsunlar. Yunan Bank’ın ABD muhabir bankasının A Bank (AB), Türk Bank’ın ABD muhabir bankasının B Bank (BB) ve ABD merkez bankasının (gerçek kısa adı olan) Fed olduğunu varsayalım¹⁶. Bir bankanın bir başka bankada tuttuğu hesabı birinci banka Nostro (İtalyanca bizim), ikinci banka Vostro

¹⁵ TCMB’de avrodöviz mevduatlara zorunlu karşılık tutulan döviz rezervlerin bir bölümü TCMB’deki bloke hesaplarda tutulmak zorundayken, kalan bölümü TCMB’deki ihbarlı hesaplarda tutulmaktadır. Bloke hesaplarda tutulan rezervler iki haftalık karşılık tesis süresince hareketli değillerken, ihbarlı hesaplarda tutulan rezervler hareket edebilirler. İhbarlı hesaplarda tesis edilen rezerv, tesis süresi boyunca tutulan rezervin günlük ortalamasıdır..

¹⁶ Tablo 1a’daki Fed, aslında Federal Reserve Bank of New York’tur. A Bank ile B Bank aynı bankaysalar, Yunan Bank ve Türk Bank arasındaki mahsuplaşma o bankanın bilançosunda yapılıır ve Fed’e gerek kalmaz.

(İtalyanca sizin) hesabı olarak adlandırmaktadır. Şunu da ekleyelim ki YB Türkiye’de yerleşik bir banka ve YM de bu bankanın Türkiye’de yerleşik bir müşterisi olsalardı da, iki banka arasındaki takas ve mutabakat aynı şekilde işleyeceğinden, Tablo 1a’da gösterilen bilanço işlemleri değişmeyecekti.

Tablo 1a
Yunan Bank’tan Türk Bank’a Dolar Transferi

YB		AB		Fed		BB		TB	
Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif
Nostro AB	YM	Fed	Vostro YB		AB				
-100\$	-100\$	-100\$	-100\$		-100\$				
					BB	Fed	Vostro TB	Nostro BB	TM
					+100\$	+100\$	+100\$	+100\$	+100\$

Tablo 1b’de ise, mevduat geldikten sonra Türk Bank’ın rezerv zorunluluğunu karşılamak amacıyla yaptığı işlemin ayrıntıları verilmiştir. Bu işlemler sonrasında kur riski ortaya çıkmadığından, Türk Bank’ın kur riski telafisi gerekmemektedir.

Tablo 1b
Türk Bank’tan TCMB’ye Dolar Rezerv Aktarımı

TB		BB		Fed		TCMB	
Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif
Nostro BB		Fed	Vostro TB		BB		
-25\$		-25\$	-25\$		-25\$		
TCMB					TCMB	Fed	TB
+25\$					+25\$	+25\$	+25\$

Tablo 1a ve Tablo 1b’den gördüğümüz, dışarıdan ülkeye 100\$ geldiğinde ülke likit döviz varlıklarının 100\$ artarken, TCMB brüt rezervinin 25\$ arttığı,

ancak TCMB net rezervinin değişmediğidir. Türk Bank'ın muhabir bankası B Bank'ta tuttuğu kendi likiditesi ise 75\$'a inmiştir.

Şimdi, Türk Bank'ın bir nedenle 1000TL rezerve ihtiyacı olduğunu ve TCMB'nin piyasadan 50\$ almak istediğini varsayalım. Bu durumda Türk Bank TCMB'ye 50\$ satarak 1000TL ihtiyacını karşılayabilir¹⁷. Bu alış verişin ülke likit döviz varlıklarını değiştirmedeği açıktır. Öte yandan TCMB'nin hem brüt hem de net rezervleri 50\$ artmış olur. Tablo 1c bu alış - verişi bilançolar üzerinden göstermektedir.

Tablo 1c
TCMB'nin Türk Bank'tan Dolar Alışı

TB		BB		Fed		TCMB	
Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif
Nostro BB		Fed	Vostro TB		BB		
-50\$		-50\$	-50\$		-50\$		
TCMB					TCMB	Fed	TB
+1000TL					+50\$	+50\$	+1000TL

Şimdi de, TCMB'nin Türk Lirası mevduatlar için bankalara uyguladığı zorunlu karşılık oranının %10 olduğunu varsayalım. Türk Bank'ın 1000TL rezerv ihtiyacı müşterilerine 10000TL kredi vererek onlara yarattığı 10000TL mevduat nedeniyle ortaya çıkmış olabilir. Eğer böyleyse, Türk Bank'ın 1000TL rezervi TCMB'den faizle borçlanmak yerine, dolar takas ve mutabakat sistemine ödediği bazı küçük komisyonlar ve ihmal edilecek küçüklükte birim işletme maliyetleri nedeniyle kendisine neredeyse bedavaya gelen 50\$ ile satın almasının, Türk Bank'ın 10000TL kredi vererek para arzını 10000TL genişletmeye yöreklendirdiği düşünülebilir.

Şimdi ise, akışı tersine çevirelim ve Türk Bank'ın Türkiye'de yerleşik bir müşterisinin, Yunan Bank'ın Yunanistan'da yerleşik bir müşterisine 100\$ gönderdiğini düşünelim. Bu akışı bilançolar üzerinden göstermek için Tablo 1a'daki bütün sayıların işaretlerini değiştirmek yeterlidir. Ancak, bu akışın

¹⁷ Bu durumda ortaya çıkan kur riski, daha sonraki örneklerde sözü edilen yöntemlerle telafi edilebilir.

gerçekleşmesi için Türk Bank'ın muhabir bankası B Bank'taki Nostro hesabında kullanabileceği 100\$'ı olması gerekir. Eğer yoksa, ya bu 100\$'ı borçlanacak ya da, bir nedenden dolar borç bulamıyorsa, yaratacağı veya borçlanacağı liralara ile satın almak zorunda kalacaktır. Dolar borçlanamaması durumunda, 100\$'ı bulduğu kurum, TCMB'nin elinde hazır serbest 100\$ olmadığından TCMB'den farklı bir kurum olursa, kurun yükselmesi kaçınılmaz olacaktır.

Buraya kadar anlattıklarımız, İkili Açmaz çerçevesinin dayalı olduğu sermaye akımlarıyla, diğer bir deyişle, içeriye akan sermayenin yön değiştirip dışarıya akmasıyla bağlantılıydı. Genişletilmiş İkili Açmaz çerçevesi dahilinde sermaye akımları yanı sıra yerel finansal piyasaların kurumsal yapısının evrimi de göz önüne alındığından, bir örnek olarak şimdi de yerel bankaların yerleşiklere verdikleri döviz kredilere bakalım.

Yukarıda, döviz kredileri kısmen serbestleştiren 7 Temmuz 1984 tarihli TPKK Hakkında 30 Sayılı Karar'dan söz etmiştik. 7 Ağustos 1989 tarihli TPKK Hakkında 32 Sayılı Karar da, sermaye hesabını bir gecede neredeyse tam serbestleştirirken, yerel bankaların verebilecekleri döviz kredilerin kapsamını büyütmişti ama döviz geliri olanlar ve olmayanlar ayrımı yaparak döviz geliri olmayanlara döviz kredi kullanma izni vermemişti. 16 Haziran 2009 tarihinde dönemin Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcısı Ali Babacan'ın talebiyle TPKK Hakkında 32 Sayılı Karar'a yapılan bir değişiklikle Türkiye'de yerleşik döviz geliri olmayan kişilere de belli sınırlar çerçevesinde, ancak, belli bir kullanım alanı veya amaç sınırlaması söz konusu olmadan döviz kredisi kullanma olanağı sağlandı. Ve bu uygulama, 25 Ocak 2018'de Resmi Gazetede yayınlanıp 2 Mayıs 2018'de yürürlüğe giren TPKK Hakkında 32 Sayılı Karar'da yapılan yeni bir değişikliğe dek sürdü. Sonrasında yerel bankalar yerleşiklere döviz kredi vermeyi neredeyse durdurdular.

Bunların ışığında, Türk Bank'ın yerleşik müşterisi TM'ye 100\$ döviz kredisi verdiğini düşünelim ve teknik ayrıntılardan kurtulmak için hem dolar, hem de lira faizlerini %0 kabul edelim. Türk Bank 100\$ krediyi verdiğinde TM'nin avrodöviz hesabına 100\$ mevduat yazdığından, bu aşamada henüz bir kur riski ortaya çıkmamıştır. Türk Bank bir sonraki aşamada yarattığı 100\$ avrodöviz mevduat için 25\$ zorunlu karşılık bulacaktır. Türk Bank'ın bu karşılığı bulmasının birçok yolu vardır. Bu yollardan ilk akla gelen ikisi şunlardır: 1) 25\$ borçlanmak, 2) 500TL yaratıp 25\$ almak. İlk yolda kur riski olmadığı açıktır. İkinci yol zorunluysa ortaya çıkan kur riskini telafi etmenin geleneksel yolu ileride bir gün (vadede) 25\$ ödeyip 500TL almak üzere bir *vadeli sözleşme (forward)* imzalamaktır. Yani spotta 500TL yaratıp 25\$ alırken, bir *forward* sözleşmeyle vadede 25\$ ödeyip 500TL almak. Bu da bir *swap* sözleşmesine denktir. Dolayısıyla, kur riski ortaya çıkarmadan 25\$ zorunlu karşılık bulmanın bir

alternatifi de doğrudan bir *swap* sözleşmeyle spotta 500TL yaratıp 25\$ alırken, vadede 25\$ ödeyip 500TL almaktır. Biz, Türk Bank'ın 25\$ zorunlu karşılığı bir *swap* sözleşmesiyle sağladığını ve bu sözleşmeyi Yunan Bank ile imzaladığını varsayacağız. *Swap* sözleşmelerinin spot bacağı bilançoda, vade bacağı nazım hesapta (*off-balance sheet*) muhasebeleştirildiğinden, Tablo 2'de bilançoların ve nazım hesapların işlemler tamamlandıktan sonraki halleri gösterilmiştir. Türk Bank'ın Yunan Bank'tan *swap* ile sağladığı 100\$'ın 25\$'ının TCMB'ye aktarımı, Tablo 1b'deki gibidir.

Tablo 2
Türk Bank'ın Müşterisine Dolar Kredi Verip Swapla Zorunlu Karşılık Tesisi
Bilanço

TB		BB		Fed		AB		YB	
Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif
TM +100\$	TM +100\$				AB -25\$	Fed -25\$	Vostro YB -25\$	Nostro AB -25\$	
Nostro BB +25\$	Vostro YB +500TL	Fed +25\$	VostroTB +25\$		BB +25\$			Nostro TB +500TL	

Nazım

TB		YB	
Aktif	Pasif	Aktif	Pasif
YB +500TL	YB +25\$	TB +25\$	TB +500TL

Tablo 2'den görüldüğü üzere, yerleşik bankaların yerleşiklere sağladığı döviz krediler, yalnızca TCMB'nin avrodöviz mevduatlarına uyguladığı zorunlu karşılık yükümlülüğü nedeniyle bile ülkenin döviz ihtiyacını artırmaktadır.

Ayrıca, yerleşik bankalarca yaratılan avrodövizlerle dış ödeme yapılabilmesi için bulunan %25 gerçek döviz karşılık yeterli olmayacağından, dış ödeme yapılması durumunda kalan %75'lik kısmın da gerçek döviz karşılığının bulunması gerekmektedir. Eklemek gerekir ki, ödeme anında TCMB'ye zorunlu karşılık olarak aktarılmış %25 kısım o anda çekilemiyorsa ve bankanın kendi muhabir bankasında duran likiditesi ödeme için yeterli değilse, banka ödeme için gereken dövizin tümünü bulmak zorundadır. Hem bankaların zorunlu karşılık tesisleri hem de dış ödemeler sırasında ortaya çıkan döviz ihtiyaçları, özellikle ülkeye yabancı sermaye girişi olmadığı durumlarda, kurun yükselmesine neden olacaktır.

Buraya kadar anlattıklarımız, İkili Açmaz çerçevesinin dayalı olduğu sermaye akışları ve yerel finansal piyasaların kurumsal yapısının evrimiyle bağlantılıydı. Genişletilmiş İkili Açmaz çerçevesi bunların yanı sıra yerellerin döviz talebini de göz önüne aldığından, bir örnek olarak yerleşiklerin yerel bankalardan döviz satın almalarına bakıp, bu bölümü bitirelim.

Varsayalım ki Türk Bank'ın yerel müşterisi TM, Türk Bank'tan lira mevduatındaki 2000TL ile 100\$ satın almak istiyor. Türk Bank, müşterisi TM'den gelen talimat sonrasında TM'nin lira hesabından 2000TL silip avrodöviz hesabına 100\$ yazdığından ortaya çıkan kur riskini telafi etmek zorunda kalacaktır. Türk Bank'ın kur riskini Yunan Bank'tan 100\$ satın alarak telafi ettiğini varsayarsak, işlemler tamamlandıktan sonra bilançoların son halleri Tablo 3'teki ve daha sonra 25\$ zorunlu karşılık tesisi Tablo 1b'deki gibidir. Türk Bank, Yunan Bank'tan aldığı 100\$'ın 25\$'ını TCMB'ye aktardıktan sonra kalan 75\$'ı, gerek görürse, Yunan Bank ya da bir başka bankayla vadede 75\$ alıp 1500TL ödeyeceği bir *swap* yaparak nazım hesaplara geçirebilir.

Tablo 3
Türk Bank'ın Müşterisine Dolar Satışı ve Kur Riski Telifisi
Bilanço

TB		BB		Fed		AB		YB	
Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif	Aktif	Pasif
	TM -2000TL								
	TM +100\$				AB -100\$	Fed -100\$	Vostro YB -100\$	Nostro AB -100\$	
Nostro BB +100\$	Vostro YB +2000TL	Fed +100\$	VostroT B +100\$		BB +100\$			Nostro TB +2000TL	

Tablo 2 ile Tablo 3'ü karşılaştırdığımızda görüyoruz ki bankaların yerleşiklere avrodöviz satmalarıyla ortaya çıkan anlık kur riski, döviz kredi verdikten sonra zorunlu karşılık bulduklarında ortaya çıkan anlık kur riskinden daha fazladır¹⁸. Yani yerleşiklerin bankalardan döviz satın alması, ülkenin anlık döviz ihtiyacını bankaların yerleşiklere döviz kredi verdikten sonra bulmaları gereken zorunlu karşılıklardan daha çok artırır. Dahası, yerel bankalar kur riski telifisi amacıyla döviz yabancı bankalardan alırlarsa, yabancı bankalar ellerine geçen liralara döviz alabilirler ki bu olduğunda ülkenin döviz ihtiyacı daha da yükselir. Diğer bir deyişle, yerleşiklerin yerel bankalardan döviz satın alması, hele içeri yönlü sermaye akımı da durmuşsa, kuru yükseltir.

Bu özet sonrasında İkili Açmaz'ın Türkiye'de işleyişini 2016 ve sonrasında Türkiye merkez bankacılığındaki ve diğer kurumsal çerçevedeki değişimlere odaklanarak irdelemeye başlayabiliriz. Bir sonraki bölümde TCMB para politikası araçlarını özetleyip, ardından 2016 ve sonrasında TCMB'deki kurumsal değişikliklere bakacağız.

¹⁸ Zorunlu karşılık oranı %25 ise dört katı fazladır.

5. TCMB para politikası araçları

TCMB'nin bugün para politikasını yönetmek için kullandığı, ABD Merkez Bankası Fed'den örnek alındığı bilinen açık piyasa işlemleri altyapısının temeli, 29 Mayıs 1985'te başlatılan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihaleleriyle atılmıştır (Özgür, 2008; Tokgöz, 1990). TCMB, 2 Nisan 1986'da kendi bünyesinde bankalararası para piyasasını faaliyete geçirdikten sonra, kısmen kendi bünyesindeki ikinci el DİBS piyasasını da kullanarak, 4 Şubat 1987'de açık piyasa işlemlerine başlamıştır (Önder, 2005). Ek olarak belirtmeliyiz ki, 26 Aralık 1985'te açılıp 5 Nisan 2013'te adı Borsa İstanbul (BİST) olarak değiştirilen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 3 Ocak 1986'da faaliyete geçince ikinci el DİBS piyasası daha da güçlenmiştir. Daha sonra, İMKB bünyesinde 17 Haziran 1991 tarihinde Tahvil ve Bono Pazarı, 17 Şubat 1993 tarihinde Repo-Ters Repo Pazarı ve BİST bünyesinde 7 Ocak 2011 tarihinde BİST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı açılmıştır¹⁹. Ocak 2011'den sonradan bir önceki kur krizinin çıktığı Ağustos 2018'e kadar olan dönemde BİST gecelik repo faizi, TCMB para politikası uygulamasında önemli bir rol oynamış ve TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faiziyle birlikte para politikasının en önemli iki parametresinden biri olmuştur (Kara, 2015).

4 Şubat 1987'den bu yana TCMB, para politikasını açık piyasa işlemleriyle şu üç temel aracı kullanarak uygulamaktadır:

- 1) Doğrudan alım ve satım;
- 2) Geri satım vaadi ile alım (repo) ve geri alım vaadiyle satım (ters-repo);
- 3) Mevduatlara karşılık tutulacak rezerv zorunluluğu (zorunlu karşılık) oranlarının belirlenmesi.

TCMB, 30 Mayıs 1933'ten beri yürüttüğü Türk Lirası mevduatlara zorunlu karşılık uygulamasına ek olarak, yukarıda sözünü ettiğimiz 30 Sayılı Karar sonrasında hızla büyümeye başlayan yabancı para mevduatları nedeniyle, 1 Ocak 1986'dan itibaren yabancı para (döviz) mevduatlara da karşılık tutma (rezerv) zorunluluğu uygulamasına başlamıştır (Önder, 2005). 5 Temmuz 1999'da bankacılık sisteminde gün içinde oluşan acil fon ihtiyaçlarının karşılanabilmesi ve ödeme sistemlerindeki tıkanıklıkların giderilmesi amacıyla bankalara Gün İçi Limit (GİL) kullanımı sağlamış, ek olarak, 29 Mart 2001'de, bankaların kısa dönemli döviz yükümlülüklerini yerine getirmelerine destek olmak amacıyla kendi bünyesinde döviz alım-satım ihalelerine başlamıştır.

Daha sonra, 28 Mart 2002'de (TCMB, 2002a) kullandığı repo ve ters-repo araçlarına, depo alım ve satım araçlarını da ekleyen TCMB'nin 2002'de getirdiği

¹⁹ <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/478/aciklamalar>

bir başka yenilik de 1 Temmuz 2002 tarihinden itibaren “nihai kredi mercii” işlevi çerçevesinde depo olarak başlatılan Geç Likidite Penceresi (GLP/LON) uygulaması olmuştur (TCMB, 2002b)²⁰. Ayrıca, 5 Ekim 2006 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan bir tebliğ ile Likidite Senetleri ihraç ve itfa işlemlerinin yasal çerçevesi oluşturulmuş; ancak TCMB, 19 Temmuz 2007 ve 15 Kasım 2007 arasında yaptığı dört ihraç dışında bu işlemi kullanmamıştır. Son olarak, 3 Ağustos 2016 tarihinde TCMB, GLP borç verme faiz oranından repo imkânı sunan GLP Repo uygulamasını getirmiştir.

Repolar ve depolar, TCMB’nin kullandığı teminatlı borç verme (alım) ve borç alma (satım) araçları olup, yasal bazı ayrıntılar, kabul gören teminatlar ve bazı kullanım yolları dışında, aralarında işleyiş açısından kayda değer bir fark olmayan araçlardır²¹. Yasalar gereği TCMB, 91 günden uzun vadeli borçlanma ya da borç verme işlemi yapamamaktadır. Bankalar TCMB’den borçlandıklarında ya da TCMB’ye DİBS veya almayı taahhüt ettiği başka bir finansal varlık sattıklarında ya da yatırdıklarında, bedeli bankaların ilgili hesaplarına (borçlanılan ya da yatırılan döviz ise, döviz hesaplarına) alacak olarak yazılır ki bankaların müşteri mevduatlarına karşılık tutacakları rezervler TCMB’nin hesaplarına yazdığı bu alacaklardır.

Özetlersek, TCMB’nin günlük açık piyasa işlemleri doğrudan alım ve satım, repo, ters repo ve depo alımı ve satımı işlemleri iken, günlük nihai kredi mercii işlemleri GLP/LON, GLP repo ve GİL işlemleridir. TCMB bu işlemler için kullandığı kendi bünyesindeki bankalar arası para ve bankalar arası döviz piyasalarının yanı sıra, Borsa İstanbul’daki tahvil ve bono, repo - ters repo ve bankalar arası repo – ters repo piyasalarını da kullanmaktadır. Belirtilmesi gerekir ki TCMB yalnızca açık piyasa işlemlerini değil, dönemsel olarak nihai kredi mercii işlemlerini de para politikası uygulamalarında kullanmıştır.

6. 2016 Sonrası Merkez Bankacılığı

2002 Kasım’ında iktidara gelen Adalet ve Kalkınma Partisi (AKP) ve lideri Recep Tayyip Erdoğan, iktidardaki ilk günlerinden itibaren faizlerin düşürülmesi yönünde politika benimsemiş ve bu durum, 24 Mart 2003 tarihinden 28 Ağustos 2014 tarihine kadar Başbakan, sonrasında Cumhurbaşkanı Erdoğan ile TCMB arasında gerginlikler doğurmuştur (Karakaya, 2014). Tablo 4’te TCMB Başkanlarının AKP iktidarı boyunca görev yaptıkları dönemlerin kronolojisi verilmiştir. Tablo 4’ten görüldüğü gibi, 2016 öncesinde başkanlar beş yıllık görev

²⁰ LON, İngilizce “Late Overnight” teriminin kısaltımıdır.

²¹ Repolarda yalnızca DİBS’ler teminat olarak kullanılabilirken, depolarda kullanılacak teminatlar daha çeşitlidir.

sürelerini tamamlayabilmişken, 2016 sonrasında Kavcıoğlu'nun görevi devraldığı 20 Mart 2021 tarihinden önceki TCMB Başkanlarının hiçbiri beş yıllık görev sürelerini tamamlayamamışlardır.

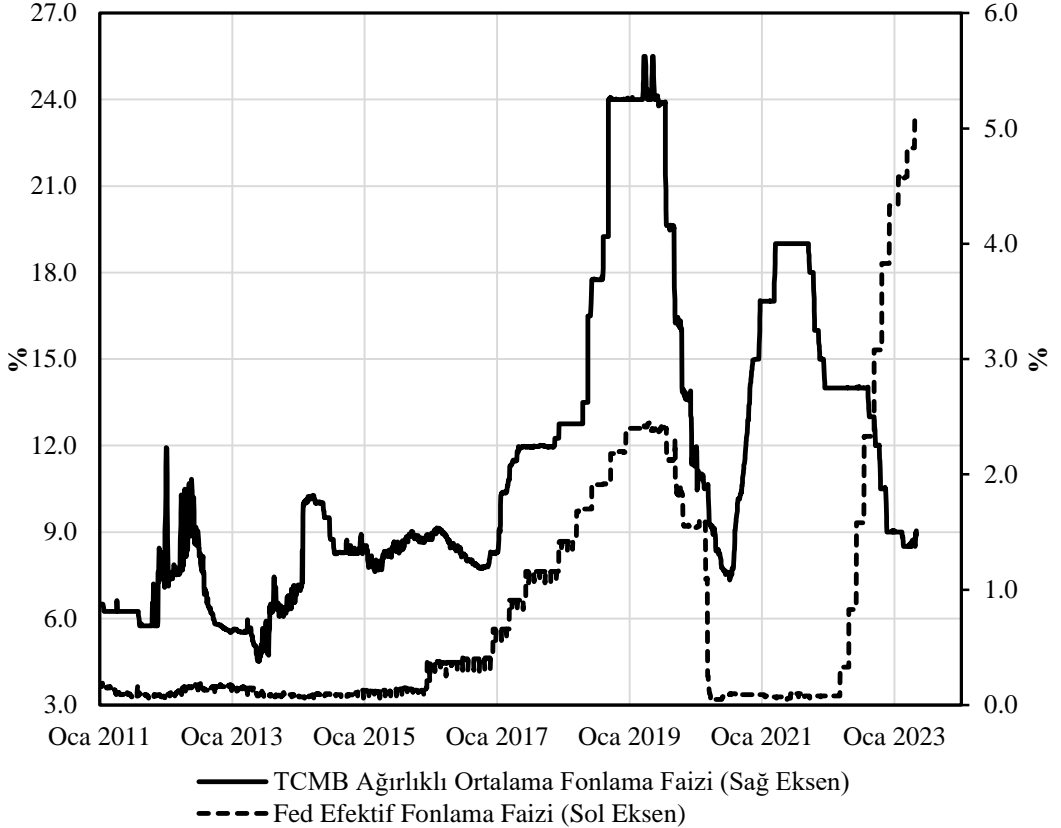
Tablo 4
AKP İktidarı Dönemi TCMB Başkanları

Başkan	Dönemi
2016 Öncesi	
Süreyya Serdengeçti	14 Mart 2001 - 14 Mart 2006
Durmuş Yılmaz	18 Nisan 2006 - 13 Nisan 2011
Erdem Başçı	14 Nisan 2011 - 19 Nisan 2016
2016 ve Sonrası	
Murat Çetinkaya	19 Nisan 2016 - 6 Temmuz 2019
Murat Uysal	6 Temmuz 2019 - 7 Kasım 2020
Naci Ağbal	7 Kasım 2020 - 20 Mart 2021
Şahap Kavcıoğlu	20 Mart 2021 - ?

Kaynak: TCMB

Erdoğan ilk faiz anlaşmazlığına Mayıs 2003'te Serdengeçti ile düşmüş (Karakaya, 2014) ve son başkan Kavcıoğlu'na dek faiz konusunda anlaşmazlığa düşmediği başkan olmamıştır. Kavcıoğlu ile anlaşmazlığa düşmemiş olması, Kavcıoğlu'nun Erdoğan'ın faiz beklentisini karşılamasına bağlanabilir. Şekil 5'de, TCMB verileri 3 Ocak 2011 tarihinden başladığından, 3 Ocak 2011 tarihinden 12 Mayıs 2023 tarihine TCMB politika faizi olarak görülebilecek TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizinin (örneğin bkz. Kara, 2015) ve Fed efektif fonlama faizinin değişimleri gösterilmiştir. Şekil 5'den görüldüğü gibi, Başçı'dan bu yana başkanlığı döneminde politika faizini, Fed politika faizini yükseltirken bile, hiç yükseltmeden düşürebilen tek başkan Kavcıoğlu'dur.

Şekil 5
TCMB Ağırlıklı Ortalama ve Fed Etketif Fonlama Faizleri (Günlük Veri)



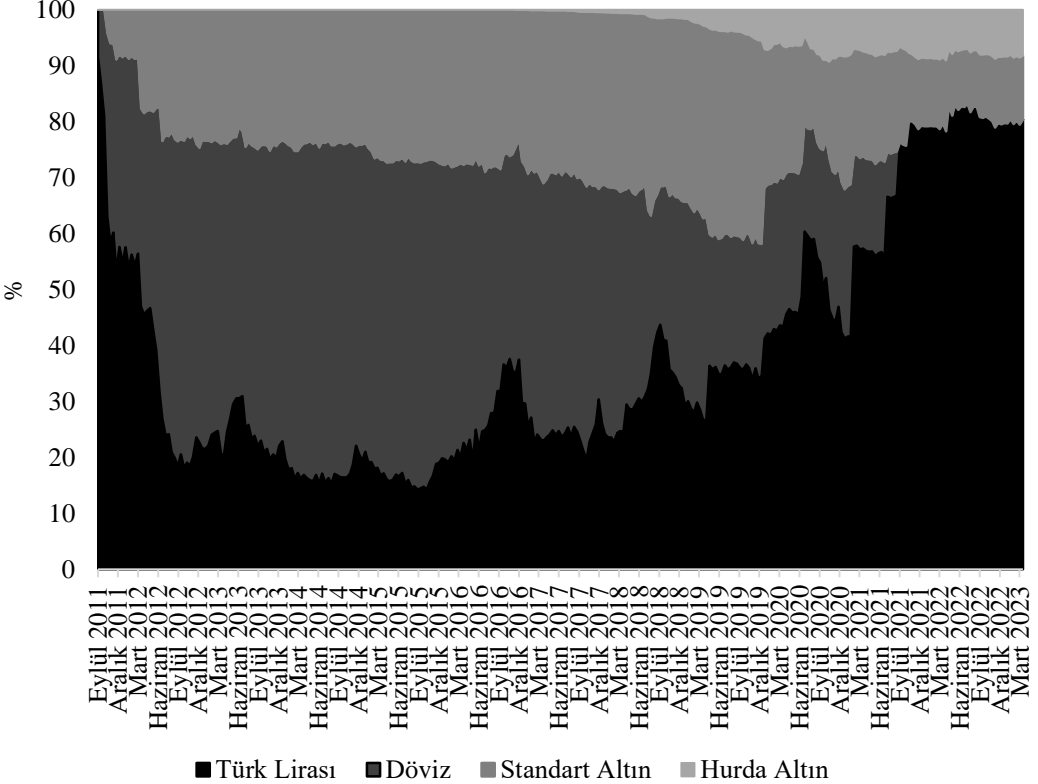
Kaynak: TCMB (EVDS2) ve Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED).

AKP iktidarı döneminde TCMB başkanlarının ilki olan Serdengeçti, 19 Şubat 2001'de patlak veren bankacılık krizinin hemen ardından, dönemin koalisyon hükümeti tarafından 14 Mart 2001'de TCMB Başkanı olarak atanmış ve bu atama, IMF'nin de yol göstericiliğiyle gerçekleşen banka kurtarma operasyonlarının başlangıcını işaret etmiştir. Bu operasyonlar sonucunda TCMB, büyük miktarlarda Türk Lirası likidite yaratmış, aynı dönemde ABD ve Avrupa'da başlayan parasal genişlemeyle sermaye akışı 2002'de içeri yönlence döviz alımlarıyla yarattığı Türk Lirası likiditeyi de borçlanarak geri toplamakta tereddüt ettiğinden, Türk Lirası likidite daha da artmıştı. Bu rezerv bolluğunda Serdengeçti

yönetimindeki TCMB, 2002'den itibaren net borç alıcı konumuna geçmiş ve örtük EH çerçevesinde gecelik borçlanma faizi alt sınırıyla, gecelik borç verme faizi üst sınırından oluşan dar bir aralıkta faiz koridoru uygulamasına başlamıştı. Ancak, 2007-08 Küresel Finans Kriziyle yön değiştiren ve sonrasında oynaklaşan sermaye akışlarını takiben TCMB, 2010 yılından itibaren net borç alıcı konumundan net borç verici konumuna geçtiğinden, koridorun alt sınırını oluşturan referans faizi konumundaki gecelik borç alma faizi işlevini göremez hale gelmişti (Kara 2015).

18 Mayıs 2010'a dek para politikasını bu faiz koridorunu ve geleneksel rezerv zorunluluğu oranını kullanarak yürüten TCMB, bu tarihte miktar ihalesiyle bir hafta vadeli repo ihalelerini başlatarak bu reponun faiz oranını politika faizi olarak kullanmaya başladıktan sonra (Vural 2013), 18 Eylül 2010'da geniş faiz koridoru çerçevesine geçti (Yılmaz 2010). Bu çerçevenin özü, faiz koridorunun genişliğini politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde ayarlamak olup, çerçevenin ayrıntıları Kara (2015) ve Cömert ve Türel (2016)'de bulunabilir. Yukarıda sözünü ettiğimiz ağırlıklı ortalama fonlama faizi, TCMB'nin geniş faiz koridoru çerçevesinde bir haftalık repo, gecelik repo ve eğer kullanıldıysa, GLP/LON kanallarıyla yaptığı fonlamanın ağırlıklı ortalamasıdır.

Şekil 6
ROM Sonrasında Türk Lirası Mevduatların Zorunlu Karşılık Bileşimi

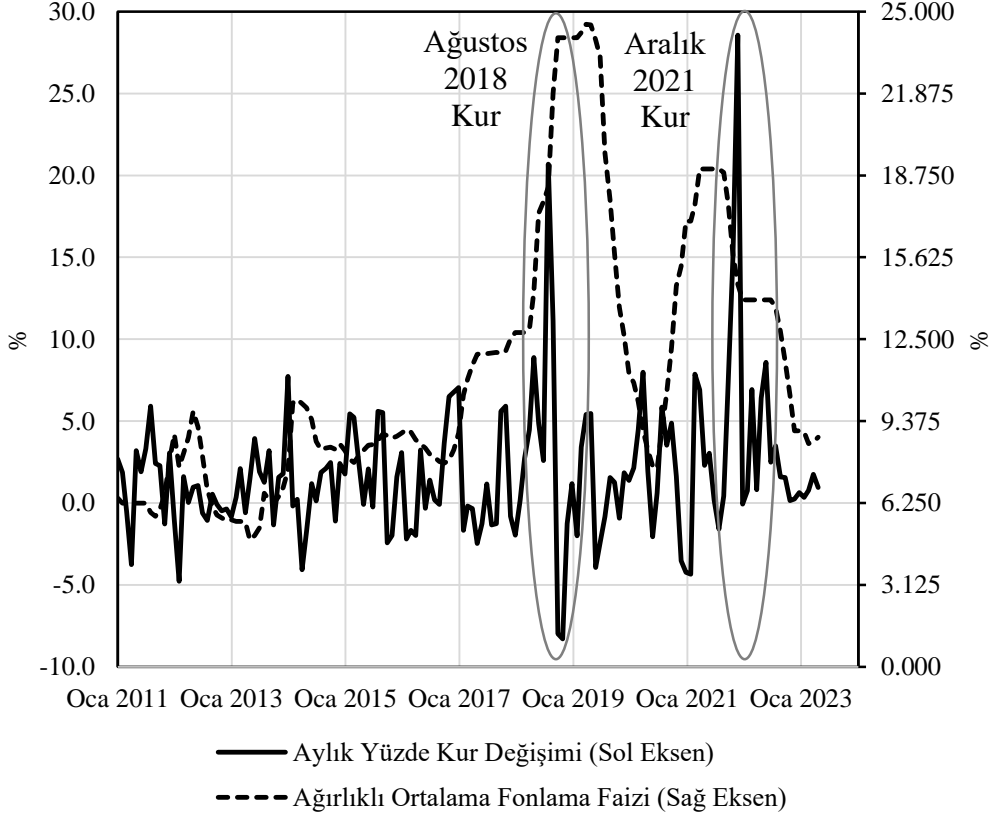


Kaynak: TCMB (EVDS2).

Bu çerçeveyi etkin likidite yönetimi teknikleriyle güçlendiren TCMB, zaten kullanmakta olduğu rezerv zorunluluğu aracına, 16 Eylül 2011'den itibaren ROM'u da ekledi. Ayrıntıları yine Cömert ve Türel (2016) çalışmasında bulunabilecek ROM, bankaların Türk Lirası mevduatlara karşılık TCMB'de tutmaları gereken zorunlu rezervlerin belirli bir yüzdesini döviz (dolar ve/veya avro) ve standart altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. 2016 yılına gelindiğinde TCMB'nin kullanmakta olduğu temel para politikası araçları bunlar olup, 4 Kasım 2016'da ROM'a hurda altınla da zorunlu rezerv tesis etme imkânı da eklendi. ROM sonrasında Türk Lirası mevduatları zorunlu karşılık bileşimi Şekil 6'de gösterilmiştir.

Şekil 7

Aylık Yüzde Dolar Kuru Değişimi ve TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi
(Aylık Veri—Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB (EVDS2).

Yukarıda özetlediğimiz araç çeşitlendirmesi, daha önce vurguladığımız Küresel Finansal Krizle GÜ'den kaynaklanan nicel genişleme ve diğer genişleyici politikaların yarattığı finansal akımlardaki artan oynaklık nedeniyle, dünyadaki benzer örneklerle birlikte, TCMB'nin de fiyat istikrarı (ve büyüme) amaçlarına finansal istikrar amacını eklemesinin doğal sonucu olmuştur. Başkanlık görevini 14 Nisan 2011'de Başçı'ya devreden Yılmaz döneminde başlayıp, 19 Nisan 2016'de Başçı'nın görevi Çetinkaya'ya devretmesine dek devam eden bu süreç, Çetinkaya ve sonrasında gelen TCMB başkanlarına sonradan daha da büyüttükleri zengin bir araç seti sunmuştur.

Fed'in Mayıs 2013'te yaptığı nicel kısımaya (*tapering*) başlayacağı duyurusunun Türkiye ve benzeri GOÜde varlık satışlarını tetiklemesiyle başlayan finansal çıkışlar ve bunun doğal sonucu kurda görülen oynaklığa (bkz. Şekil 7), AKP lideri Erdoğan'dan gelen baskılara rağmen, Başçı başkanlığındaki TCMB'nin verdiği tepkiler, Türkiye'de İkili Açmaz işleyişinin önemli örneklerindedir. 2010-2012 Avrupa Borç Krizi döneminde 2011'de de benzer bir tepki veren Başçı başkanlığındaki TCMB, her ne kadar o dönemde görece başarılı olmuşsa da, Haziran 2012'den Mayıs 2013'e dek düşürdüğü ağırlıklı ortalama faizini yeniden yükseltmeye başlamış ve Fed Ocak 2014'te nicel kısımaya başlayınca, 2 puanın üzerinde faiz artırımına gitmiştir. Başlayan dışarı yönlü finansal akımlar, artan mevduat dolarizasyonu ve yükselen kur nedeniyle 28 Aralık 2014'te yaptığı faiz artırımını amacına erince başlatılan faiz indirimi sonrasında yeniden başlayan istikrarsızlık karşısında TCMB, hükümetin faiz beklentileriyle çelişmeyen bir faiz politikası sürdürürken, 2015 başında, bankaların artan döviz likiditesi ihtiyacı nedeniyle, döviz satım ihalelerine başlamıştır. Ancak, Başçı yönetimindeki TCMB, IMF'nin 2012'de benimsediği Kurumsal Görüş'te tavsiye ettiği, bazı makro-ihtiyati tedbirleri de içeren, sermaye akışı yönetimi tedbirlerine (IMF, 2012) uzak durmuş ve yukarıda özetlediğimiz dolaylı araçlarla (ayrıca bkz. Şekil 8) Başçı'nın kalan süresi boyunca dindiremediği finansal istikrarsızlık nedeniyle Erdoğan'ı tatmin edici bir faiz politikası izleyememiştir. Başçı ve Erdoğan arasında gerginliğe neden olan bu gelişmeler sonrasında, 19 Nisan 2016'da, TCMB Başkanlığına, görev süresi dolan Başçı'nın yerine Çetinkaya getirilmiştir.

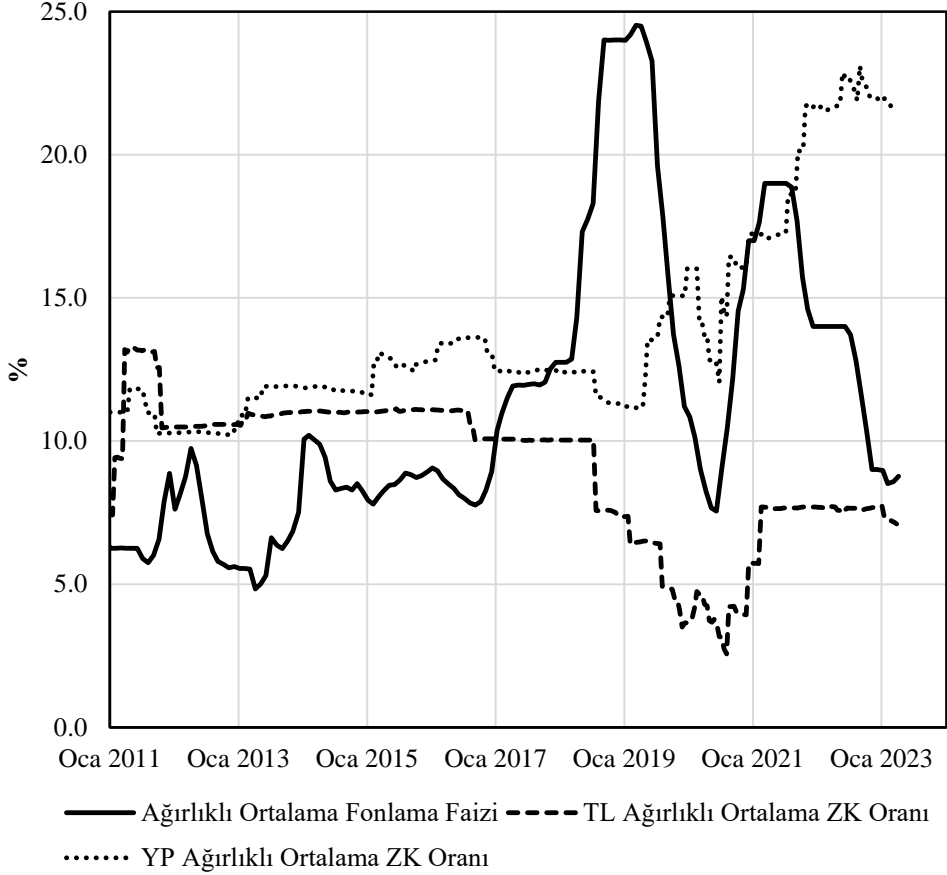
Çetinkaya'nın TCMB'ye başkanlık yaptığı döneminin şanslı bir dönem olduğu söylenemez. Çetinkaya göreve başladıktan yaklaşık üç ay sonra 15 Temmuz olayları gerçekleşmiş ve Olağan Üstü Hal ilan edilmişti. Finansal istikrarı bozucu bu gerilimden yaklaşık on ay sonra, 16 Nisan 2017'de, başkanlık referandumu ve yaklaşık iki yıl sonra, 24 Haziran 2018'de de, genel seçimler nedeniyle iktidar ekonomik büyümeyi öne çıkardığından, Çetinkaya ile Cumhurbaşkanı Erdoğan arasında faiz gerginlikleri kaçınılmaz olmuştu. Çetinkaya'nın önemli şanssızlıklarından bir diğeri de görev yıllarının Fed'in faiz koridorunu yükseltme ve nicel daraltma politikaları dönemine denk gelmiş olmasıydı. Fed, 16 Aralık 2015'te 0.25 puanlık kendi faiz koridorunu %0 - %0.25 seviyesinden başlayarak arka arkaya dokuz hamleyle 20 Aralık 2018'de %2.25 - %2.50 seviyesine kadar çekmiş, ayrıca Ekim 2017'de başladığı nicel daraltmayı 2019 yazında ABD'de çıkan repo mini-krizi nedeniyle sonlandırdığı 31 Temmuz 2019'a dek sürdürmüştü. Çetinkaya'nın en büyük şanssızlığı ise, 2018 seçiminden kısa bir süre sonra, Temmuz 2018'de çıkan Rahip Brunson krizi (Aktan, 2018) sonrası 9 Ağustos 2018'de dönemin ABD başkanı Trump'ın Türkiye'ye yaptırım

tehdidi ile \$/TL kurunun 9 Ağustos'tan 14 Ağustos'a %28 sıçramasıyla sonuçlanan 1994 sonrası ilk kur krizinin onun görev döneminde çıkmasıydı.²² Türkiye'de Serdengeçti döneminden beri süren merkez bankası bağımsızlığı tartışmaları Çetinkaya döneminde yükselmeye başladı ve bunda Çetinkaya'nın "kurumsal hedeflere ulaşamaması" gerekçeli bir Cumhurbaşkanı kararnamesi ile görevden alınması da önemli bir rol oynadı.

²² Güngen ve Akçay (2022), bağımlı finansallaşma kavramını ön plana çıkararak 2018 kur şokunu finansal akımların tersine dönmesiyle ilişkilendirmekte ve yerleşiklerin varlıklarını yurt dışına çıkarmasına vurgu yapmaktadır. Ayrıca yapısal bir çerçeveden Orhangazi ve Yeldan'da (2021) 2018 kur şokuyla birlikte ortaya çıkan problemlerin nedenlerini 2001 yılından sonraki uygulanan neoliberal politikaların sonucu olan kırılganlıklarda aramak gerektiğini ifade etmektedir. Yazım aşamasında olan bir başka makalemizde bu konulara ve özellikle ana akım dışı yazarların katkılarına etraflıca değinmekteyiz ancak eldeki makalenin amacı İkili Açmaz çerçevesini Türkiye örneğini kullanarak bir ön adım olarak genişletmeye çalışmaktır.

Şekil 8

TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi ve Türk Lirası ve Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (Aylık Veri - Aylık Ortalama)



Kaynak: TCMB (EVDS2).

Çetinkaya'nın TCMB Başkanlık dönemi de İkili Açmaz'ın Türkiye'de işleyişi hakkında önemli ipuçları vermektedir. Sağlam (2021)'in de belirttiği gibi, kendisinden beklenen görev kurun kontrol altında tutulması ve faizin artırılmaması olduğundan ve İkili Açmaz çerçevesi de bu görevin imkânsızlığına işaret ettiğinden, Çetinkaya'nın "hedefleri tutturamamış" olması şaşırtıcı değildir.

Çetinkaya'nın ilk yaptığı iş, Başçı'nın başlattığı döviz satım ihalelerini durdurmak olmuştur. Çetinkaya başkanlığındaki TCMB'nin kullanılan araç setine eklediği ilk araç ise, yukarıda belirttiğimiz, 4 Kasım 2016'da ROM'a eklediği ROM'da hurda altınla da zorunlu rezerv tesis etme imkânıdır. Çetinkaya'nın

göreve başlaması sonrasında TCMB, Aralık 2016'ya dek faiz yükselmediyse de, Fed'in Ocak 2016'da başladığı faiz yükseltme adımlarının ikincisini Aralık 2016'da atmasıyla Fed'le birlikte fonlama faizini artırmaya başlamıştır. TCMB'de 28 Ocak 2014 Para Politikası Kurulu toplantısında, dünya gündeminde olan tartışmaların da etkisiyle, başlayan faiz koridoru ve etkili likidite yönetimi işletim çerçevesinin sadeleştirilmesi tartışmalarında sadeleştirme yanlısı Çetinkaya yönetiminde TCMB, 16 Ocak 2017'de GLP fonlamasına başlamıştır.²³ Böylelikle, faiz koridoruna dördüncü faiz olarak koridorun üst sınırı olan gecelik borç verme faizinden yüksek olan GLP borç verme faizini eklemiştir.²⁴ İlk bakışta sadeleştirmeden çok karmaşıklıklaştırma gibi duran bu adım sayesinde TCMB, 16 Ocak 2017'den itibaren Fed'in faiz artırımlarını, resmi politika faizi olan haftalık repo faizini yükseltmeden, GLP fonlaması ve genişletilmiş faiz koridorunu kullanarak ağırlıklı ortalama fonlama faiziyle Fed'in nicel daraltmaya başladığı Ekim 2017'ye dek izlemiştir. Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın faiz artırılmaması beklentisini karşılamak amacıyla atıldığı izlenimini veren bu adımın İkili Açmaz dayatması olduğu açıktır. ABD Merkez Bankası Fed'i izleyen Avrupa Merkez Bankası ECB de faiz artırdığından yön değiştiren finansal akımlar güçlenip kur yükselirken, Başçı yönetimi gibi sermaye akımları yönetimi tedbirlerinden uzak duran Çetinkaya yönetimi, bağımsız para politikasından vazgeçmek zorunda kalmıştır.

Fed'in nicel daraltmaya geçtiği Ekim 2017'den kısa bir süre sonra, 22 Kasım 2017'da, tüm fonlamayı Geç Likidite Penceresinden yapmaya başlayan TCMB, 31 Mayıs 2018'e dek sürdürdüğü bu uygulamayı adını koymadan bu zaman aralığında GLP borç verme faizini politika faizine dönüştürmüş ve işlevsel çerçeveyi sadeleşmiştir. 16 Ocak 2017'de %8.74 olan fonlama faizini 24 Mayıs 2017 günü %16.50'ye kadar yükselten TCMB, para politikası uygulamasının anlaşılabilirliği, öngörülebilirliği ve etkililiği eleştirilerine cevaben, 28 Mayıs 2018'de bir basın duyurusuyla sadeleşmenin adını koymuştur. Yaptığı duyuru aşağıdaki gibidir (TCMB, 2018):

Para politikası operasyonel çerçevesine ilişkin sadeleşme sürecinin tamamlanmasına karar verilmiştir.

Bu doğrultuda;

- *Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı Merkez Bankası politika faizi olacaktır. Bu oran, mevcut fonlama faizine (% 16,50) eşitlenecektir.*

²³ Dünyada ve Türkiye'de yapılan sadeleştirme tartışmaları, temelde para politikasının anlaşılabilirliği, öngörülebilirliği ve etkililiği üzerinedir.

²⁴ Sadeleştirmeden kastedilen, faiz koridorunu daraltarak tek bir faiz oranına yakınsatmak ve hatta indirmektedir.

- *Merkez Bankası gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranları bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına kıyasla -/+ 150 baz puanlık bir marj ile belirlenecektir.*

Yeni operasyonel çerçevenin uygulanmasına 1 Haziran 2018 tarihinde başlanacaktır. Teknik ayrıntılar ayrıca duyurulacaktır.

Yukarıda değindiğimiz Rahip Brunson kriziyle başlayan süreçte 9 Ağustos 2018’de %17.75 olan politika faizini 17 Ağustos 2017’de %19.25’e çıkaran TCMB, ağırlıklı olarak yabancıların çıkışı ve yerel bankalarda yerleşiklerin avrodöviz hesaplara geçişi durdurulamamış olduğundan, yaklaşık bir ay sonra, 14 Eylül 2018’de de %24’e yükseltti ve kuru dengelemeyi başardı. Ne var ki Başkan Çetinkaya, bu yapılanlarla Cumhurbaşkanı Erdoğan’ın kuru kontrol altına alınması beklentisini karşıladığı halde faiz artırılmaması beklentisini karşılayamamış olduğundan, “hedefleri tutturamaması” gerekçeli 6 Temmuz 2019 tarih ve 30823 Sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 2019/159 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile görevden alındı. Aynı gün yerine TCMB Başkan Yardımcılarından Murat Uysal atandı.

Uysal dönemini tartışmaya geçmeden önce, TCMB’nin Çetinkaya döneminde araç setine eklediği dört yeni araçtan da söz etmemizde yarar var. Bunlardan ilki, 18 Ocak 2017’de eklenen Türk Lirası depoları karşılığı döviz depoları, ikincisi 18 Kasım 2017’de eklenen Türk Lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım (*forward*) işlemleri (TCMB, 2017) ve üçüncüsü, 1 Kasım 2018’de eklenen döviz karşılığı Türk Lirası *swap* işlemleridir (TCMB, 2018). Bu araçlardan ilki bankalara spot döviz sağlama işlevini görürken, diğer ikisi kur risklerini yönetmelerine yardımcı olacak araçlardır. Ayrıca, üçüncü araçla bankalar, varsa ellerindeki serbest döviz varlıklarını kullanarak, TCMB’den Türk Lirası rezerv elde edebilirler. Dördüncü araç ise, 18 Haziran 2019 tarihinde piyasa yapıcılığı sistemini desteklemek amacıyla piyasa yapıcı bankalara gecelik vadeli repo işlemi yoluyla politika faizinden 100 baz puanı düşük faizle sağlanan likidite imkânı olmuştur (TCMB 2019)²⁵. Bu araç Murat Uysal’ın döneminde kullanılmış ve Uysal’ın görevden alınmasının hemen sonrasında kullanımına son verilmiştir.

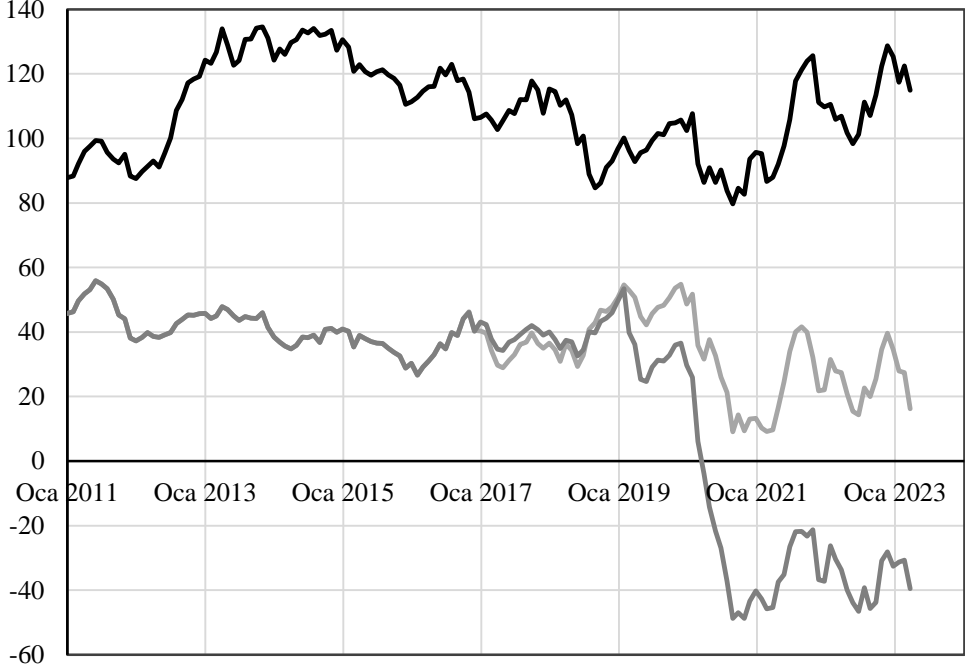
8 Temmuz 2019 başkanlık görevini devralan Murat Uysal’ın Cumhurbaşkanı Erdoğan ve Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak’la uyumlu çalıştığı bilindiğinden, Cumhurbaşkanı Erdoğan ile arasında faiz gerginliği olması beklenmiyordu. Gerçekten de Uysal’ın Erdoğan’ın faiz beklentilerini karşılamakta daha önceki başkanlardan daha başarılı olduğu söylenilebilir.

²⁵ Bu imkân öncesinde piyasa yapıcı bankalar faiz koridorunun üst sınırı olan gecelik repo faizinin biraz altından fonlanıyorlardı.

Çetinkaya'dan %24 olarak devraldığı politika faizini göreve başladıktan dört gün sonraki Para Politikası Kurulu toplantısında değiştirmemiş, ancak sonraki dokuz toplantıda arka arkaya düşürerek, 21 Mayıs 2020'de %8,25'e indirmiştir. Ancak, Başçı ve Çetinkaya gibi Uysal da IMF'nin de tavsiye ettiği bazı doğrudan sermaye akımı yönetimi tedbirlerine yanaşmayınca İkili Açmaz'ın bağlayıcılığından kurtulamadığından, hızlanan sermaye çıkışları ve yükselen mevduat dolarizasyonu nedeniyle Erdoğan'ın kurun kontrol altında tutulması beklentisini karşılayamamıştır.

Uysal döneminin önemli gelişmelerinden biri de, BDDK'nın Ağustos 2018 Kur Krizinde liraya yönelik spekülasyon saldırıları hafifletmek amacıyla 13 Ağustos 2018'de bankaların yurtdışında yerleşiklerle spotta TL ödeyecekleri *swap*, *swap* dengi *spot-forward* ve benzeri türev işlemlerine getirdiği sınırlamaları döneminde giderek sıkılaştırmaya başlamış olmasıdır. Şekil 9'daki konsolide bilanço pozisyonundan (piyasa diliyle swap hariç net rezervlerden) görüldüğü gibi, TCMB'nin 1 Kasım 2018'de araç setine eklediği swap işlemlerinin hacmi, BDDK'nın sıkılaştırmalarıyla giderek artmış ve Mart 2020 ile Haziran 2020 arasında yaklaşık 30 milyar dolarlık bir büyüme göstermiştir.

Şekil 9
TCMB Döviz Varlıkları ve Döviz Pozisyonu (Aylık Veri)



— Döviz Varlıkları

— Bilanço İçi Döviz Pozisyonu

— Konsolide Bilanço Döviz Pozisyonu

Kaynak: TCMB (EVDS2).

13 Ağustos'ta BDDK, bankaların yurtdışı yerleşiklerle yaptıkları bir bacağı döviz, diğer bacağı TL olan ve spotta TL satım yönünde gerçekleştirecekleri para swapı, forward, opsiyon ve diğer türev işlemlerin toplamının bankaların en son hesapladıkları yasal öz kaynaklarının %50'si ile sınırlandırmıştı. 15 Ağustos 2018'de bu oranı %25 olarak yenileyen BDDK, 9 Şubat 2020'de %10'a, 12 Nisan 2020'da ise %1'a indirirken, ayrıca spotta TL alım yönünde türev işlemlere de benzer sınırlamalar getirmiştir. Yerel bankaların yurtdışı yerleşiklerle spotta Türk Lirası satım yaptıkları türev işlemler piyasasını (piyasa diliyle Londra *swap* piyasasını) fiilen kapatan bu sınırlamalarının kronolojisi, Tablo 5'te verilmiştir. BDDK'nın makro-ihtiyati tedbir tabir ettiği ve gerek gördükçe güncellediği bu sınırlandırmaların, adı konulmamış bir sermaye kontrolü aracı olduğu açıktır. BDDK'nın yaptığı bu ve benzeri sınırlandırmalar nedeniyle yerel bankalar rezerv,

kur riski telafisi ve likidite ihtiyaçlarını yurtdışında yerleşik bankalar ve diğer kurumlarla yaptıkları işlemlerle karşılayamaz hale geldiklerinden, bu ihtiyaçlarını TCMB *swaplarıyla* karşılamaya Murat Uysal döneminde başlamışlardır.

Tablo 5

BDDK'nın Bankalara Getirdiği Yurtdışı Yerleşiklerle Günlük Türev İşlem Limitleri (işlem tutarları toplamının en son hesaplanan yasal öz kaynaklarına oranı)

Kalan Vade	Spotta TL Satım	Spotta TL Alım		
		7 Gün	30 Gün	1 Yıl
13 Ağustos 2018	50%	-	-	-
15 Ağustos 2018	25%	-	-	-
9 Şubat 2020	10%	-	-	-
12 Nisan 2020	1%	1%	2%	10%
25 Eylül 2020	10%	2%	5%	20%
11 Kasım 2020	10%	5%	10%	30%

Yine Şekil 9'dan görüldüğü gibi, TCMB'nin yalnızca konsolide bilanço döviz pozisyonu değil, döviz varlıkları (piyasa diliyle brüt rezervleri) ve bilanço içi döviz pozisyonu (piyasa diliyle net rezervleri) da Uysal döneminde bariz kötüleşmiştir. TCMB döviz varlık ve pozisyonlarında gözlenen bu kötüleşmelere 18 Haziran 2020 ile 28 Temmuz 2020 arası 42 gün süreyle dolar kurunun 6.85 lira düzeyinde kalması da eklenince “kamu bankaları arka kapıdan döviz satıyor” söylentileri çıkmıştır. Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak'ın 8 Kasım 2020'de istifası sonrası ortaya atılan TCMB rezervlerinden 128 milyar dolar satıldı iddiaları da bu söylentiler yüzündendi. Murat Uysal'ın görevden alınma nedeni bu söylentilerin doğurduğu siyasi sıkıntılar mıydı, görev süresinde doların lira karşısında %36'dan fazla değer kazanması mıydı, kur yükselişine karşı 24 Eylül 2020'de politika faizini %8.25'ten %10.25'e yükselttikten sonra GLP fonlamasına yüklenerek ağırlıklı politika faizini %14'e yükseltmesi miydi, kestirmemiz zor.

7 Temmuz 2020'de görevi Uysal'dan devralan Ağbal'ın TCMB başkanlığı yalnızca 132 gün sürmüş, göreve atıldığı kanun hükmünde kararnameye benzer

bir başka kararname ile 20 Mart 2021 tarihinde görevinden alınmıştır. 5 Şubat 2021’de Reuters Haber Ajansı’na verdiği mülakatta aşağıda alıntıladıklarımızı söyleyen Ağbal’ın, bu mülakattan yaklaşık bir buçuk ay sonra görevden alınması şaşırtıcı olmasa gerektir (TCMB 2021):

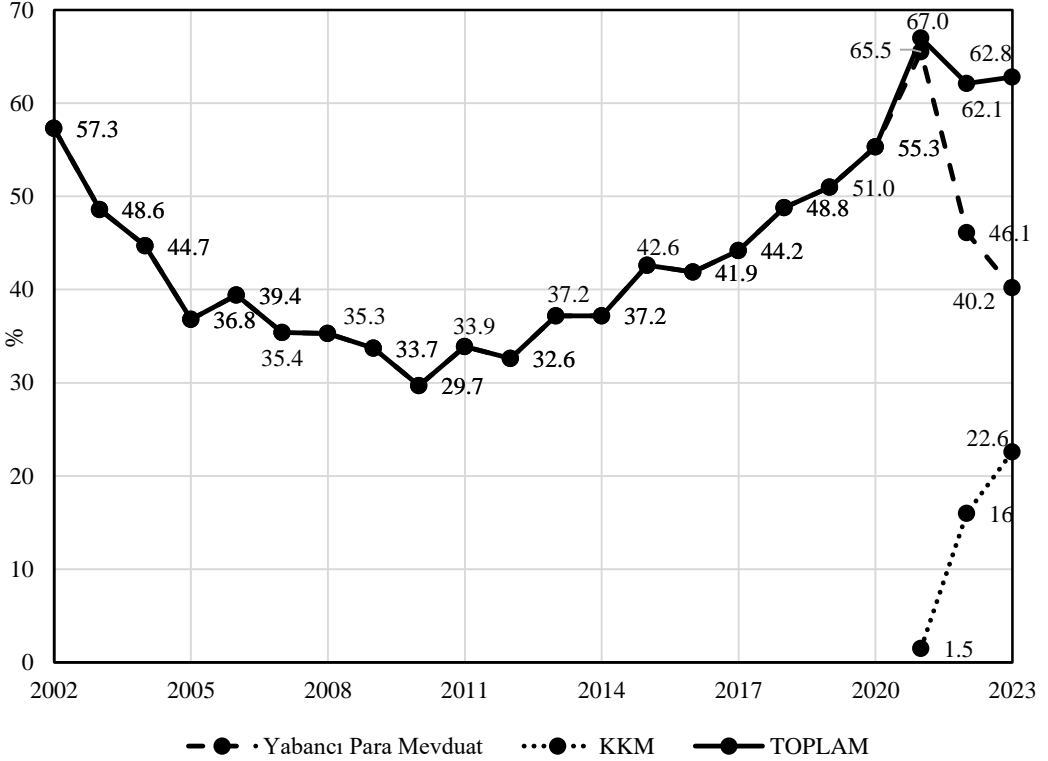
Son üç ayda para politikası yaklaşımında ve para politikasının duruşunda önemli bir paradigma değişimine gittik. Attığımız adımlar ile atacağımız ilave adımlar bu değişimi pekiştirecek ve umuyorum para politikasına duyulan güven daha da artacaktır. Şimdiye kadar, para politikasında, şeffaflık, hesap verebilirlik ve öngörülebilirlik ilkeleri çerçevesinde hareket ettik böyle de devam edeceğiz. Merkez Bankası olarak kalıcı fiyat istikrarını sağlamak en önemli vazgeçilmez görevimiz.

Uysal’ın GLP kullanımıyla yeniden karmaşıklaştırdığı faiz koridorunu 19 Kasım 2020’de, döneminin ilk Para Politikası Kurulu toplantısında, yeniden sadeleştiren Ağbal, aynı mülakatta BDDK’nın uyguladığı yurtdışı swap limitlerine ilişkin bir soruya da şu cevabı vermiştir (TCMB 2021):

Belirttiğiniz gibi, Kasım ayında BDDK yurt dışı yerleşiklerle yapılan türev limitlerini artırdı. Bu düzenleme yurt dışında yerleşik yatırımcıların TL cinsi varlıklara yatırım yapabilme ve TL cinsi yatırımları için kur riskinden korunma amaçlı işlemler yapabilme kapasitelerini artırdı. Bu düzenlemenin bankacılık sektörü açısından da YP ve TL likidite yönetimi ile kur riski yönetimi çerçevesinde de olumlu etkileri oldu.

Şekil 10

AKP Döneminde Mevduat Dolarizasyonu (Yılsonu İtibarıyla Yıllık Veri—Son Gözlem: 12 Mayıs 2023)



Kaynak: TCMB (EVDS2) ve BDDK (Haftalık Bülten).

Ağbal yönetimindeki TCMB'nin, Ağbal'ın 132 gün sürmüş kısa döneminde uyguladığı faiz politikası, günlük verilere dayanarak çizdiğimiz Şekil 5'ten rahatlıkla izlenebilir. Türk Lirası cinsi olmayan ve Türk Lirası cinsi olduğu halde yabancı bir paraya ya da kıymetli madene endeksli mevduatların toplam mevduatlara oranı tanımıyla Şekil 10'de çizdiğimiz AKP dönemi mevduat dolarizasyonu grafiğinden de görülebileceği gibi, 2009'dan beri yükselen mevduat dolarizasyonu, Ağbal döneminde de yükselişini sürdürmüştür. Şekil 10'de KKM olarak etiketlediğimiz, Kur Korunmalı Mevduatların (KKM'lerin) toplam mevduatlara oranıdır. KKM'leri, Ağbal sonrası TCMB Başkanı Kavcıoğlu dönemini aşağıda irdelerken özetleyeceğiz.

20 Mart 2021’de TCMB Bakanlığına atanan AKP eski milletvekili ve iktidar yanlısı Yeni Şafak gazetesi yazarı Kavcıoğlu’nun politika faizini Başçı ve sonrasındaki TCMB Başkanları arasında hiç yükseltmeden düşürebilmiş tek başkan olduğunu bu bölüme başlarken belirtmiştik. Belki de Uysal döneminde başlamış Covid-19 salgınıyla küresel piyasalarda artan kırılmalıklar ve Ağbal sonrası kurda başlayan oynaklık nedenleriyle, Cumhurbaşkanı Erdoğan Kavcıoğlu’ndan yaşanmakta olan son Covid-19 kapanma döneminde ısrarcı bir faiz indirimi talebinde bulunmamış olduğundan, Kavcıoğlu politika faizini Ağustos 2021 ayına kadar Ağbal’dan devraldığı %19’da tutmuştu. Covid-19 kapanma döneminden normalleşmeye geçişin sonuna doğru, 5 Ağustos 2021’de, Cumhurbaşkanı Erdoğan’dan beklenen mesaj geldi ve her ne kadar bir hafta sonraki 12 Ağustos 2021 para politikası toplantısında Kavcıoğlu faiz artırmadıysa da, 23 Eylül 2021 toplantısıyla o tarihten bu yana süren faiz oranı indirimlerine başladı. Kavcıoğlu yönetimindeki TCMB’nin 2021 Eylül’ünde başlayıp, makaleyi tamamladığımız 2023 Mayıs’ına dek aldığı faiz kararları Tablo 6’da gösterilmiştir.

Tablo 6

Kavcıoğlu Yönetiminde TCMB’nin Politika Faizi Kararları

Aralık 2021 Kur Krizi Öncesi	
23 Eylül 2021	18.0%
21 Ekim 2021	16.0%
18 Kasım 2021	15.0%
16 Aralık 2021	14.0%
Aralık 2021 Kur Krizi Sonrası	
18 Ağustos 2022	13.0%
22 Eylül 2022	12.0%
20 Ekim 2022	10.5%
24 Kasım 2022	9.0%
23 Şubat 2023	8.5%

Kaynak: TCMB Basın Duyuruları.

Eylül toplantısından önce 8.50 lira seviyelerinde olan dolar kuru, Kasım toplantısı öncesinde 10 lirayı geçmiş, Aralık toplantısından önce de 14.50 lira seviyelerine ulaşmıştı. Toplantıdan bir gün sonra, 17 Aralık 2021 Cuma günü, 17 lirayı aşan dolar, TCMB'nin müdahalesiyle haftayı 16.80 lira civarında kapattıysa da, 20 Aralık Pazartesi günü tarihi bir rekor daha kırarak o zamanki en yüksek seviyesi 18.36 lirayı gördü. Yukarıda sözünü ettiğimiz ve o dönemde bir süredir tartışılmakta olan KKM düzenlemesi bu fırtınayla geldi. 20 Aralık 2021 kabine toplantısı bitiminde Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın müjdelediği KKM'leri TCMB, hemen ertesi gün, 21 Aralık 2021'de, basına duyurdu. 21 Aralık 2021 günü olanları Bloomberg HT (2021) şöyle özetliyor:

Dolar/TL, pazartesi günü kabine toplantısı öncesinde 18 seviyesini aşarak rekor kırdıktan sonra TL'yi özendirici önlemlerin açıklanmasıyla gerileyerek 12,27 seviyesine kadar düştü.

Dolar kuru salı günü sabah saatlerinde yüzde 14'ten fazla düşüşle 11,09 seviyesini test ettikten sonra yeniden yükselişe geçerek yeniden 14 seviyesinin üzerine çıktı. 14,37 ile gün içi zirvesini gören dolar/TL, sonrasında yeniden gerileyerek 12,70'in altına indi.

KKM'leri incelemeye geçmeden önce, yukarıda özetlediğimiz Aralık 2018 ve Ağustos 2021 krizlerini karşılaştırmakta yarar görüyoruz. 2018 yılında yurtdışı yerleşiklerin varlıkları içinde DİBS'in payı (her ne kadar 2012 yılında gördüğü zirve %23.2 seviyesinden epey düşmüşse de) %14 ile o dönemde benzer ülkelerdeki yüzdelerle karşılaştırıldığında hala yüksekti. Hisse senetleri yurtdışı yerleşik sahipliği ise 2014 yılında gördüğü %65.6 seviyesinden sapmamıştı ve hâlâ %65 civarındaydı. Dolayısıyla, içerideki Türk Lirası varlık sahibi yabancılar henüz gitmemişlerdi. Ayrıca, Ağustos krizi öncesinde BDDK, yukarıda özetlediğimiz türev işlem sınırlamalarını henüz getirmemiş olduğundan yurtdışında yerleşik banka ve diğer finansal kuruluşların eline türev piyasasında yerel bankalarla yaptıkları işlemler nedeniyle bolca Türk Lirası geçiyordu. Yurt dışı yerleşiklerin ellerindeki Türk Lirası varlıkları satarak ve türev piyasasında yerel bankalarla yaptıkları işlemlerle ellerine geçen liralara döviz aldıkları gözlenebildiğinden, Ağustos 2018 krizinde yerellerin döviz talebinin oynadığı rol gözden kaçıyordu.

2021'e gelindiğinde yurtdışında yerleşiklerin hisse senedi sahipliği %40 altına düşmüştü ve bu kalan %40'ın önemli bir kısmının aslında yurt dışında faaliyet gösteren yereller olduğu tahmin ediliyordu. Yurt dışında yerleşiklerin DİBS varlıkları ise 2021'de %3'ün altına düşmüştü. Diğer bir deyişle, ellerindeki Türk Lirası varlıkları satarak aldıkları dövizlerle kriz çıkarabilecek kalabalıkta yurt dışında yerleşik bir portföy yatırımcısı grubu yoktu. Ayrıca, 2021 yılına gelindiğinde BDDK "Londra swap piyasasını" fiilen kapatmış ve yerleşik

bankaların karşısına spot ve türev işlemlerde TCMB geçmiş olduğundan, yurt dışı yerleşiklerin türev piyasasından da lira bulmaları mümkün değildi. O halde suçlu kim olabilirdi? Bunun cevabını İkili Açmaz veriyor: yerleşiklerin döviz talebi. Avrodöviz mevduatların işleyişini özetlediğimiz bölümde yerellerin liralariyla avrodöviz almalarının doğurduğu döviz ihtiyacını anlatmıştık. BDDK yerel bankaların yurt dışı yerleşiklerle vadeli işlemlere getirdiği sınırlamaları spot işlemlere getirmediğinden, yereller bankalardan lirayla döviz alınca, bankalar da yurtdışı yerleşik finansal kurumlardan lirayla döviz almak zorunda kaldılar ve kur yükseldi. Ayrıca, ellerine spot piyasada lira geçen yabancılar²⁶ da lirayla döviz alınca, kur daha da yükseldi ve yukarıda sözünü ettiğimiz tarihi zirve görüldü. KKM'ler krizin tepesinin görüldüğü 20 Aralık 2021'deki müdahalenin en önemli aracıydı. Öyle bir aracın birkaç saat içerisinde tasarlanması söz konusu olmadığından, TCMB yerleşiklerin döviz talebinin sorun yaratabileceğini Aralık 2021 krizinin gerçekleşmesinden uzun bir süre önce fark etmiş olmalı. Ancak, kriz çıkana dek talebi düşürmek için özel bir önlem almamış olması da yerellerin döviz talebinin doğurabileceği sorunları hafife almış olabileceğini düşündürüyor.

21 Aralık 2021'de TCMB'nin duyurduğu ve TCMB KKM'leri olarak bilinen KKM'ler, 20 Aralık 2021 öncesinde ABD doları, avro ve İngiliz sterlini cinsinden banka hesapları olan yerleşiklerin hesaplarını Türk Lirası hesaplara dönüştürmelerini teşvik amacıyla tasarlanmıştı. Üç gün sonra, 24 Aralık 2021'de, Hazine ve Maliye Bakanlığı da Hazine KKM'leri olarak bilinen Türkiye'de yerleşik gerçek kişilerin Türk Lirası hesaplardan döviz hesaplara geçmelerinin önüne geçmek amacıyla tasarlanmış dövize endeksli mevduatları duyurdu. TCMB ve Hazine KKM'leri, işleyişleri arasında kayda değer bir fark olmayan, 3 ay, 6 ay veya 1 yıl vadeli mevduatlardır. TCMB KKM'leri ile Hazine KKM'leri arasındaki fark, Hazine KKM'si sahiplerine vadede dövize geçme hakkı verilmemişken, TCMB sahiplerine bu hakkın verilmiş olmasıdır. Bu nedenle Hazine KKM'lerini bir kenara bırakıp, TCMB KKM'lerine odaklanacağız. TCMB KKM'lerine odaklanmamızın bir başka nedeni de, Türkiye Bankalar Birliği (TBB) Başkanı ve Ziraat Bankası Genel Müdürü Alpaslan Çakar'ın Şubat 2023'te katıldığı bir Bloomberg HT yayınında, Ocak 2023 sonunda 1.41 trilyon TL'ye çıkmış KKM hesaplarının 1 trilyon TL kadarının TCMB taraflı olduğunu açıklamış olmasıdır (Bloomberg HT, 2023). Diğer bir deyişle, Ocak 2023'te KKM'lerin %70'ten fazlası TCMB taraflı KKM'lerdi. Ayrıca, 9 Şubat 2022 ile 17 Şubat 2022 arası BDDK'nın yayınladığı (18 Şubat 2022'den sonra yayınlamayı durdurduğu) günlük TCMB ve Hazine KKM'leri büyüklüğü verilerinden gördüğümüz, baştan 11 Şubat 2022'ye dek Hazine KKM'leri daha büyükken, 14 Şubat 2022'de TCMB

²⁶ Burada yabancı ülke finansal kurumları kast edilmektedir.

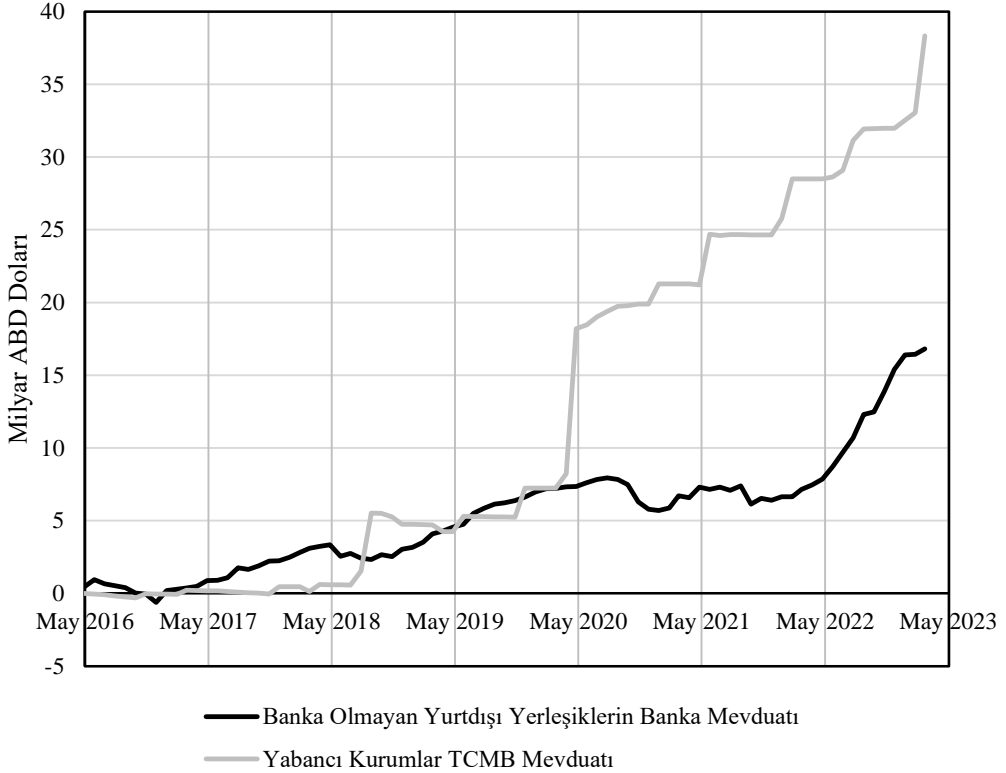
KKM'lerinin Hazine KKM'lerinin önüne geçmiş olduğudur. O günlerde derlediğimiz ve artık erişimi olmayan verilere göre 9 Şubat 2022'de TCMB KKM'leri tüm KKM'lerin %46'sıyken, 16 Şubat 2022'de %55'ine erişmiştir.

TCMB KKM'leri çift amaçlı araçlardır. Birinci amaç, bankaların döviz cinsi mevduatlarını (dolayısıyla mevduat dolarizasyonu) düşürmek iken, ikinci amaç da bankaların muhabir bankalarında tuttıkları dolar, avro ve sterlinleri TCMB'nin muhabir bankalarına geçirerek (TCMB'nin deyimiyile "mudilerin dövizlerini alarak" ki aslında aldığı bankaların muhabir bankalarında duran dövizleridir) TCMB likit döviz varlıklarını artırmaktır. Bankaların likit döviz varlıklarının TCMB'ye geçmiş olmasının, ülkenin likit döviz varlıklarını değiştirmedeği açıktır. BDDK'nın Tablo 5'te görülen 4 Nisan 2020'de Londra *swap* piyasasını neredeyse tümüyle kapatmasıyla hızla bozulan TCMB konsolide bilanço döviz pozisyonunun Eylül 2020'de yaklaşık 49 milyar dolar ile en büyük açığını verdikten sonra görece istikrar kazanmasında KKM'lerin ortaya çıktığı 20 Aralık 2021'den sonra oynadıkları rolü gelecekteki çalışmalarımızda irdeleyeceğiz.

Bu bölümü sonlandırmadan önce, TCMB KKM'lerinin yurt dışında yerleşik Türkiye Cumhuriyeti vatandaşlarının ve TCMB'nin belirlediği bazı koşulları sağlayan diğer yurt dışında yerleşiklerin tasarruflarını ülkemizdeki bankalarda değerlendirmelerini sağlayan ve TCMB'ce kur koruma güvencesinin yanı sıra ilave getiri kazanma şansı verilen avantajlı bir Türk Lirası hesap türü olan Yuvam hesaplarından söz edelim. 18 Şubat 2022 tarihinde açılmaya başlanan bu hesaplar, daha önce sözünü ettiğimiz 1976 yılında TCMB'de açılmaya başlanılan kredi mektuplu döviz tevdiat hesaplarından esinlenmiş hesaplar gibi durmaktadır. Kredi mektuplu döviz tevdiat hesaplarından farkları, TCMB'nin değil, yerleşik bankaların likit döviz varlıklarını artırmalarıdır. Ancak, ülkenin likit döviz varlıkları üzerinde etkileri aynıdır. Ülke likit döviz varlıklarının artışında, TCMB'nin Katar, Çin, Birleşik Arap Emirlikleri ve Güney Kore'den swaplarla ve Suudi Arabistan Kalkınma Fonu açtığı mevduatıyla birlikte, onlar kadar olmasa da, Yuvam hesapları da önemli rol oynamaktadır. Şekil 11'den de görülebileceği gibi, ortaya çıktıkları Şubat 2022'den bu yana yerel bankaların likit döviz varlıklarında yaklaşık 10.4 milyar dolarlık bir artış gözlenmektedir. Bu artışın ne kadarının Yuvam hesaplarından geldiğini TCMB Ödemeler Dengesi verilerinde ayrıntılı veri olmadığından bilmemiz mümkün olmasa da, TCMB KKM'lerindeki devasa büyümeleri nedeniyle önemli bir kısmının Yuvam hesaplarından geldiğini düşünüyoruz. TCMB'ye Katar, Çin, Birleşik Arap Emirlikleri ve Güney Kore'yle olan *swaplardan* ve Suudi Arabistan Kalkınma Fonuna açtığı mevduattan Şubat 2022'den bu yana gelenin yaklaşık 17 milyar dolar olduğu düşünülürse, Yuvam hesaplarından gelen yaklaşık 10.4 milyar dolar, küçümsenemeyecek bir miktardır.

Şekil 11

Banka Olmayan Yurtdışı Yerleşiklerin Banka ve Yabancı Kurumların TCMB Mevduatları (Kümülatif Ödemeler Dengesi Akış Verisi)



Belirtmek isteriz ki, BDDK verilerine göre KKM'lerin toplam büyüklüğü 12 Mayıs 2023 günü itibarıyla 120 milyar dolara erişmiştir. TBB Başkanı Çakar'ın verdiği bilgidan Ocak 2023'te KKM'lerin %70'nin TCMB KKM'leri olduğunu biliyoruz. Şubat 2022'de gözlediğimiz artma eğilimine rağmen oranın sabit kaldığını varsaysak bile, 12 Mayıs 2023 itibarıyla en az 84 milyar dolarlık TCMB KKM'si vardır. Bu büyük meblağın, risklerin her geçen gün yükseldiği dünyamızda önemli sorunlar yaratması olasılığının sıfır olmadığını belirtmekte yarar görüyoruz.

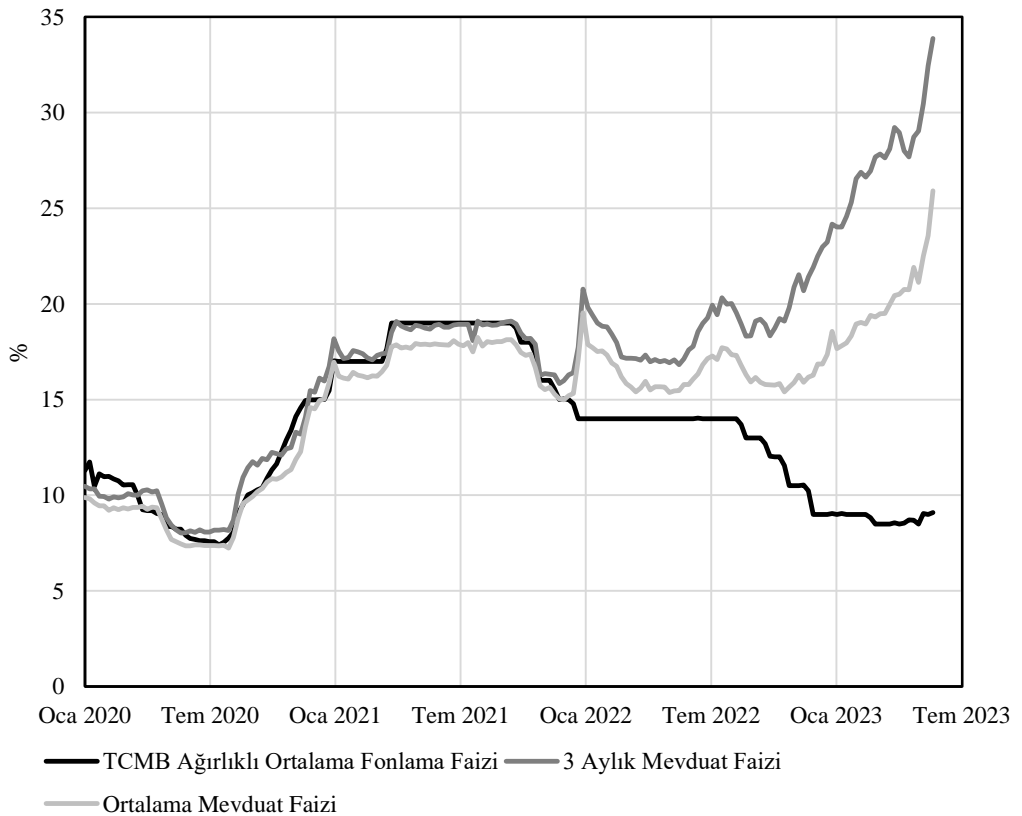
Bu bölümü kapatırken, TCMB'nin para politikası araç setine KKM'lerden kısa bir süre sonra eklediği son araçtan da kısaca söz edelim. Bu araç üç aşamada geliştirildi. Bu aracın ilk aşamasını TCMB, 23 Nisan 2022'de aşağıdaki gibi duyurdu (TCMB, 2022a):

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda finansal istikrarın desteklenmesi ve liralışmanın teşvik edilmesi kapsamında makroihtiyati politika setini güçlendirerek zorunlu karşılık düzenlemesinde değişikliğe gitmiştir.

Bankaların ve diğer mali kuruluşların bilanço içi veya bilanço dışı uygun görülen kalemlerine zorunlu karşılık getirmek, 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nun 4'üncü maddesinde belirtilen Merkez Bankasının temel görevlerindedir. Bilançoların yükümlülük tarafına uygulanmakta olan zorunlu karşılıklar, yapılan düzenleme ile makroihtiyati politika setini güçlendirmek amacıyla bilançoların varlık tarafına da uygulanmaya başlanmaktadır.

Şekil 12

TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama, Üç Aylık Mevduat ve Ortalama Mevduat Faizleri.



10 Haziran 2022’de gelen ikinci aşamada TCMB, aşağıdaki açıklamayı yaptı (TCMB, 2022b):

24 Haziran’da devreye alınacak olan teminat havuzunda Türk lirası sabit kıymetlerin ağırlığını arttıran uygulamayı tamamlayıcı nitelikte bir uygulama olarak bankalar, yabancı para cinsinden mevduat/katılım fonlarına karşılık ilave olarak Türk lirası cinsinden uzun vadeli sabit faizli menkul kıymet tesis edeceklerdir. Bu uygulama ile liralasma stratejisi kapsamında para politikasının etkinliğinin artırılması amaçlanmaktadır. İlk tesis 29 Temmuz tarihinde gerçekleşecektir.

Finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla 23 Nisan 2022 tarihli basın duyurusuyla paylaşılan Türk lirası cinsinden ticari nitelikteki nakdi kredilere yüzde 10 düzeyinde uygulanan zorunlu karşılık oranı yüzde 20’ye yükseltilmiş olup, tesisi 8 Temmuz tarihinde gerçekleşecektir.

Aracın geliştirilmesinin son aşamasında, 20 Ağustos 2022’de, TCMB, 23 Nisan 2022 tarihli duyurusunda belirttiği zorunlu karşılığa tabi krediler için zorunlu karşılık tesisini menkul kıymet tesisi ile ikame etti (TCMB,2022c). Bu aracın para politikası aktarım mekanizması üzerindeki etkilerini gelecekteki çalışmalarımızda ayrıntılarıyla irdelemek amacındayız. Bu makalede yalnızca Şekil 12’te görülen mevduat faizleri ile TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi arasındaki iraksamanın bu araç vasıtasıyla yönetildiğini belirtmekle yetiniyoruz.

7. Sonuç yerine: Sürdürülebilirlik ve alternatif politika arayışı ilkeleri

Yukarda anlatıldığı gibi, dünyadaki genel eğilimlere de uygun olarak, TCMB küresel krizin etkisiyle amaç ve araçlarında çeşitlendirmeye gitmiştir. Erdem Başçı döneminin sonuna kadar sermaye akımlarıyla bağlantılı döviz kuru ve kredi genişlemesini gözetken piyasa teşvik yapısını değiştirerek, finansal istikrarı sağlamaya dönük makro-ihtiyati tedbirleri geliştirip uygulamaya çalışmıştır. Bu adımların önemli bir kısmı İkili Açmaz’ın bağlayıcılığını azaltmaya dönük çabalar olarak görülebilir. Başka bir deyişle, bu dönem dalgalı kur rejimi uygulansa bile finansal akımların baskısı altında gecelik faizlere dayanarak para politikasının, finansal istikrar, enflasyon, büyüme gibi temel makro değişkenleri anlamlı ölçüde etkilemeye yeterli olmadığına farkına varıldığı bir arayış dönemi olarak görülebilir. Bu dönemde TCMB yeni araçlar ortaya koyup sonrasında bu araçların işlevselliği üzerine tüm eksiklerine rağmen ciddi bir teorik ve gözlemsel araştırma programı geliştirmiştir.

Ancak kanımızca bu dönemde önemli bir fırsat kaçırılmıştır. IMF'nin bile sermaye kontrolleri ve benzeri politikaların uygulanmasını meşru gördüğü bir ortamda TCMB çok dolaylı yollardan işleyen bu politikalar yerine İkili Açmazı çözmeye yönelik daha doğrudan sermaye hareketlerine dair kurumsal ve politik bir çerçeve geliştirebilirdi.

Küresel rüzgârların 2014 den itibaren tersine esmeye başlaması ve hükümetin TCMB üzerinde artan baskısıyla birlikte uygulanan politikaların tutarlılığı ve etkilliği giderek azalmaya başlamıştır. Yine yukarıda detaylandırıldığı gibi, Çetinkaya dönemi ve sonrası Erdoğan'ın gölgesinin merkez bankası üzerine giderek düştüğü bir dönem olmuştur. Ancak Erdoğan'ın baskılarına rağmen (belki de zımni onayıyla) Çetinkaya dönemi olumsuz iç siyasal ve ekonomik gelişmelerin gölgesinde kalsa da, Başçı dönemiyle süreklilikleri daha belirgin bir dönemdir.

Sonraki merkez bankası başkanları döneminde (çok kısa süren Naci Ağbal dönemi haricinde) genel olarak sorunlu olan parasal aktarım mekanizmasının faiz kanalı giderek önemini kaybederek kredi faizleri/genişlemesiyle merkez bankası faizleri arasında zayıf olan bağlantı adeta yok olmuştur. Böyle bir ortamda ise, hükümetin siyasal baskısı altında BDDK gibi diğer düzenleyici kurumların da katılmasıyla finansal piyasaları doğrudan etkilemeye dönük politikalar öne çıkmıştır. Bu politikaların önemli bir kısmı yerleşikler ve yurt dışı talep kaynaklı olarak Türk Lirasında yaşanan değer kaybını önlemeye dönüktür.

Bu politikaların sürdürülebilirliği bir çok nedenle giderek zorlaşmaktadır. Birinci olarak, son dönemdeki merkez bankacılığı politikaları önemli ölçüde tutarlılıktan yoksun olup somut teorik bir anlayışa dayanmamaktadır. Genel olarak merkez bankası politikaları geliştirilirken, farklı perspektiflerden de olsa bunlar ya var olan araştırma sonuçlarına dayandırılır, ya da yeni çalışmalarla desteklenir. Örneğin, 2010 yıllarının başında geliştirilen ROM ve faiz koridoru politikalarını açıklayan ve bu politikaların sonuçlarını tartışan onlarca çalışma bulmak mümkünken (bkz. Alper vd. 2013; Oduncu vd. 2013; Aslaner vd. 2016), sonra daha denenen politikaların nedenleri ve sonuçları konusunda merkez bankası uzmanları tarafından yapılan hemen hemen hiç çalışma yoktur²⁷. Oysa çok sayıda araştırmacıyı barındıran TCMB'nin bu araştırmacıları istihdam etmesinin temel nedenlerinden biri, uygulanan politikaları teorik olarak geliştirmek ve

²⁷ 2023 yılı Mayıs sonuna kadar merkez bankası "Çalışma Makaleleri" kapsamında yayınlanan bir çalışma bulunmamaktadır. 2022 yılı boyunca yayınlanan Çalışma makaleleri sayısı sadece 3 adet olup bunlar arasında merkez bankasının boğuştuğu problemler ve geliştirmeye çalıştığı stratejilerle ilgili hiçbir çalışma göze çarpmaktadır. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Publications/Research/Working+Papers/>

etkilerini ölçmektir²⁸. Teorik bir arka planı olmayan yeni politikalar, ortaya çıkan ani problemlerin zorlaması ve hükümetin güncel siyasi ihtiyaçları tarafından şekillendirilen karmaşık bir bohça görünümündedir²⁹. Zamanla yüksek faizlerin firmaların kredi maliyetlerini artırarak enflasyona yol açacağına dair teorik bir çerçeveye yaslanılmaya çalışılmıştır. Ancak merkez bankası kısa dönem (gecelik ya da haftalık repo) faizlerini belirlemektedir. Piyasa ekonomilerinde merkez bankası faizlerini düşürmenin risk algısının arttığı bir ortamda kredi faizlerine yansımalarının pek mümkün olmadığı unutulmuştur. Böyle bir zorlukla karşılaşıldığında hükümet, Türkiye bankacılık sisteminde kamu bankalarının rolünden faydalanmaya çalışmıştır. Kamu bankalarına doğrudan hangi faiz oranı ile kredi kullandıracakları talimatı verilmiş ve özel bankaların da kamu bankalarını takip etmeleri teşvik edilmeye çalışılmıştır. Bu döngü önemli ölçüde yerel ve genel seçim takvimiyle uyumlu olarak işlemiştir. Ancak özellikle adeta sınırsız konut kredisi genişlemesi teşvik edilirken, bu politikanın olası sonuçlarının pek düşünülmediği anlaşılmaktadır. Kredi genişlemesiyle birlikte konut piyasasında aşırı fiyat hareketleri yaşanırken, piyasaya çıkan kredinin önemli bir kısmı güven ortamının bozulduğu dönemlerde dolar ve altına talep olarak bumerang etkisi yaratmıştır. Şekil 7'den görüleceği gibi düşük faiz/genişlemeci-kredi politikalarıyla ilintili TL'nin hızlı değer kaybı, ithal ara ve nihai malları fiyatları üzerinden, beklenenin tersine, enflasyonu çok daha fazla yükseltmiştir. TCMB'deki araştırmacıların bunun farkında olmamaları pek olası değildir. Ancak hükümet çevrelerinin Türkiye modeli olarak adlandırdığı TL'nin değersizleşmesinin ihracatımızı artırıp sanayileşmeye katkıda bulunacağına dayalı iddiaları karşısında sessiz kalmışlardır. Oysa temel makro iktisat teorisinin ve hemen hemen tüm ampirik çalışmaların gösterdiği gibi yerli paranın değer kaybetmesinin ihracatı artırıp ithalatı azaltması, ihraç ve ithal edilen mal ve hizmetlerin talebinin fiyat esnekliklerine ve buna paralel olarak (ara malları fiyatları kaynaklı maliyet baskısından dolayı) yüksek fiyat artışları olmadan geçen zamana bağlıdır. Türkiye ekonomisi gibi ara mallarının önemli ölçüde ithalata dayandığı bir ekonomide kur şoklarının ihracatı artırıp ithalatı azaltması pek görülen bir şey değildir. Kaldı ki son yıllardaki Türkiye deneyimi bunun canlı kanıtıdır. Hükümet çevreleri de yakın zamanlarda Türkiye modeli söylemini çok dillendirmez olmuşlardır.

²⁸ Bu durum merkez bankası araştırmacılarının ilgisizliğinden kaynaklanmayıp idari tercihler sonucu da gerçekleşmiş olabilir.

²⁹ Erdoğan "faizin haramlığı nastır" (kesin ve açıktır) dediği gibi merkez bankacılığı tartışmalarında dinî referanslar vermekten kaçınmamıştır. Bu bakımdan TCMB'nin faiz politikasının önemli ölçüde dinî referanslarla desteklendiği görüntüsü oluşmaktadır.

Kredi genişlemesi ve beklentilerin bozulmasıyla bağlantılı olarak, döviz kurlarında görülen hareketlenmeye ilk aşamada yerleşiklerin ve yerleşik olmayanların döviz talebinin katkıda bulunmasına rağmen genişletilmiş İkili Açmaz çerçevesinin ima ettiği gibi yerleşiklerin döviz talebi giderek daha öne çıkmıştır. Döviz kuru GOÜ için hem enflasyonu, hem finansal ve finansal olmayan bilançoları, hem de beklentileri etkilediği için bu ülkelerde en kritik finansal varlık fiyatıdır. Türkiye`de bunun yakıcı biçimde ortaya çıkmasıyla birlikte TCMB politikaları önemli ölçüde döviz kuru istikrarına odaklanmıştır. Fakat bu alandaki politikaları da TCMB adeta sına/yanılma yöntemi ile geliştirmiştir. Öncelikli olarak kısıtlı TCMB rezervleri, artan iç ve dış döviz talebini karşılamak için doğrudan ve dolaylı olarak harcanmıştır. TCMB rezervlerinin yetersiz kaldığı ortaya çıktıkça, yurt içi ve dışı piyasalarla büyük miktarlarda *swap* operasyonları yapılırken, yurt içi firmaların ve kamu dışı finansal sektörün spekülative kaynaklı döviz talebi BDDK uygulamaları ve doğrudan telkin yöntemiyle engellenmeye çalışılmıştır. Ancak Aralık 2021 de yerleşiklerin TL`den kaçışının olduğu nokta Hazine`nin dolarizasyonu durdurabilmek için devreye girerek KKM`leri açıklamasını gerektirmiştir. Bu uygulama ilk aşamada TL`nin değer kaybedeceği endişesi içinde olan yerleşiklere dövizdeki artış oranında Hazine garantili getiri vaat ederek, onların dövize olan talebini azaltmıştır.

KKM`ler aslında dolaylı bir faiz artırımındır. Temelde iki kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısım bankaların döviz kuru artışlarından bağımsız olarak ödemiş oldukları taban faiz oranı, ikinci kısım ise eğer TL`nin değer kaybı taban faiz oranından yüksek olursa, Hazine tarafından taahhüt edilen kısımdır. KKM`ler yerleşiklerin TL`nin değer kaybedeceği endişesiyle doğru orantılı olan spekülative döviz talebi dindirildiği ölçüde de Hazine`ye ve de ekonominin geneline 1994 ve 2001 yıllarında olduğu gibi piyasadaki tüm faiz oranlarının ani bir şekilde artmasından daha az maliyetlidir. Çünkü yerleşiklerin döviz talebi Hazine garantisi nedeniyle düştüğü ölçüde taban faizin üzerinde gerçekleşen mevduat faizleri (böylece Hazine garantisinin miktarı da) otomatik olarak düşmektedir. Ancak 2021 sonundan beri yeni gelişmeler KKM`lerde sürekli değişiklikler yapılmasını zorunlu kılmıştır. Daha önceden bankalar tarafından uygulanan taban faizlerine üst limit getirilirken KKM`leri özendirmek için bu üst limit kaldırılmış ve başka bir takım özendiriciler de açıklanmıştır. Bu da TCMB gecelik politika faizinin % 8.5`larda tutulduğu bir ortamda bankaların KKM`lere uyguladıkları taban faizlerini % 25`lerin üzerine atarken diğer mevduatlara verdikleri faizleri % 30`ların üstüne çıkarmıştır. Mayıs 2023 genel seçimleri nedeniyle belirsizliklerin arttığı bir ortamda KKM`nin toplam mevduatlardaki payı çok ciddi miktarlara ulaşmıştır (Şekil 10). Bu uygulamanın yerleşiklerin döviz talebini önemli ölçüde

azalttığı bir ortamda bile, yapısal döviz talebi nedeniyle döviz kurundaki bir hareketlenme gerçekleşen faizleri ve bu uygulamanın maliyetlerini epey yükseltebilir. Ayrıca bu durumun sürdürülemeyeceği endişeleri oluşursa da dövizler bankacılık sistemi dışında tutulmaya başlanabilir. Paradoksal olarak, bankacılık ve firmalar üzerinde uygulanan dolaylı kontrollerdeki bir boşluk da bu uygulamanın sürdürülebilirliğini tehdit edebilir. Bu açıdan halen KKM'ler önemli bir işlev görse de, bankacılık sistemi-hazine/merkez bankası için bir sorun olmaya doğru gitmektedir.

İkili Açmaz'a karşı el yordamıyla geliştirilen politikaların sürdürülebilirliği konusundaki soru işaretlerinin ikincisi ise finansal piyasalar üzerindeki örtük sermaye kontrollerinin çoğunun duruma göre değiştirilen veya herhangi bir yasal çerçevesi olmayan uygulamalara dayanmasıyla ilgilidir. Böyle bir ortamda firmaların ve bankaların piyasa davranışlarının etkili bir şekilde yönlendirilebilmesi mevcut iktidarın otoriter yapısıyla doğrudan orantılıdır. Paradoksal olarak, daha az otoriter bir yapı altında mevcut politikaların sürdürülebilmesi mümkün olmayabilir.

Üçüncü ve en önemlisi olarak mevcut politikalar yapısal döviz talebi Demokles'in kılıcı gibi ekonominin üzerinde sallanmaya devam ederken en iyi olasılıkla zaman kazanmaya yarayabilir. Bu yazıda çokça vurgulandığı gibi, kaynağı ne olursa olsun döviz kurlarındaki hareketler doğrudan doğruya finansal istikrarı ve temel makro değişkenleri etkilemektedir. Yurt içi yerleşiklerden kaynaklı dövize olan talep spekülâtif, ya da ihtiyaç tabanlı (yapısal/reel) olabilir. Döviz talebi olan yapısal talep, yurt içi yerleşiklerin birikmiş borçlarının geriye ödenmesinden ve de cari açıklardan kaynaklanabilir. TCMB'nin 2023 yılında kısa dönem borçlarla ilgili en son açıkladığı veriler Mart ayına aittir. Bu istatistiklere göre orijinal vadesine bakılmaksızın vadesine bir yıl ve daha kısa süre kalan dış borçlar yaklaşık 203 milyar dolardır. Bu miktarın ne kadarının yabancı para cinsinden olduğunu TCMB yayınlamasa da, kısa dönem borç stokunun 18 milyar dolarlık kısmının TL cinsinden olduğunu TCMB yayınlarından biliyoruz. Kabaca bir hesapla Türkiye ekonomisinin bir yıl içinde ödemesi gereken yabancı para cinsinden dış borç miktarı yaklaşık 180-185 milyar dolardır. Normal şartlar altında bunun önemli bir kısmı alacaklılarla yapılan yeni anlaşmalarla, ya da başka kaynaklardan bulunan borçlarla kapatılır. Ancak bu şekilde idare edilemeyen kısım yurt içinde dövize talebi artırır; ya da, kamu özelinde, doğrudan TCMB'nin birikmiş rezervlerini eritir³⁰. Yapısal döviz talebinin bir başka kaynağı ise Türkiye

³⁰ Bu istatistiklere göre kısa vadeli borç stoku 161 milyar dolardır. Bunun TL cinsinden olan yaklaşık 18 milyar dolarlık kısmını çıkardığımızda yabancı para cinsinden ödenmesi gereken dış borç miktarı yaklaşık 143 milyar dolardır. 161 milyar dolarlık borcun döviz kompozisyonuna baktığımızda %46'sı ABD doları, %25,0'i Euro, %11,5'i TL ve %17,5'i diğer döviz cinslerinden oluşmaktadır. (Kaynak:

ekonomisinin üretim yapısının ithal ara mallarına ve enerji ithalatına bağlı olması nedeniyle oluşan cari açıktır. Türkiye ekonomisi 2000 yılından itibaren sadece ekonominin daraldığı ya da daralmaya yüz tuttuğu 2001 ve 2019 yıllarında cari fazla vermiştir³¹. Özellikle ekonominin ortalama, ya da ortalamanın üstünde büyüdüğü yıllarda rekor düzeyde cari açıklar gerçekleşmiştir. Dış ticaretin çok önemli kısmı yabancı para cinsinden yapıldığı için, cari açık verildiği durumlarda bu açıklar ya yeni dış borçla kapatılacak, ya da ülke içindeki dövize talebi artırarak döviz kurunda oynaklığa yol açacaktır. Böyle bir durumda ve sermaye girişlerinin durduğu bir ortamda, spekülatif amaçlı döviz talebi sıfır olsa bile, her zaman için 1970'ler tipi bir döviz krizi mümkündür.

Yukarda tartışıldığı gibi merkez bankacılığı dünyadaki gelişmelere paralel olarak özellikle Küresel Finans Krizi sonrası ciddi bir dönüşüm yaşadı. Bu değişimleri finansal bütünleşmenin giderek arttığı ve iç finansal piyasaların da giderek dinamikleştiği bir ortamda dalgalı kur rejiminin bağımsız para politikası uygulamak için yeterli olmadığına giderek farkına varılması olarak da okumak mümkündür. Buna karşı, detaylıca tartışıldığı gibi, amaç ve araçlarda çeşitlendirmeye gidilmiş ve kurumsal çerçevede bir takım değişiklikler yapılmıştır. Bir anlamda ülkenin ekonomik yönetimi finansal akımların olumsuz makro etkilerini politika araçları setini genişleterek ve de kurumsal çerçeveyi değiştirerek dengelemeye çalışmıştır. Ayrıca yerleşiklerin döviz talebinin tetiklediği gelişmeler ve buna karşı alınan önlemler İkili Açmaz tartışmalarında ihmal edilen yerleşiklerin döviz talebinin önemini göstermektedir. Ancak yukarda tartışıldığı gibi, geliştirilen tutarlı bir teorik çerçeveden yoksun olup, sürdürülebilirliği de giderek zorlaşmaktadır.

Peki, ne yapmalı? Alternatif politika tartışmalarının hakkıyla yapılması başka bir yazının konusudur. Biz burada alternatif politikalar için teorik bir yol haritasını özetlemeye çalışacağız. Öncelikli olarak, mevcut politikaların alternatifinin neoliberal merkez bankacılığı anlayışına geri dönmek olmadığını vurgulamak isteriz. Bu politikalar, genişletilmiş İkili Açmaz'ın ima ettiği gibi, beklentilerin değişimine paralel olarak merkez bankalarını özellikle GOÜ'de hem sermaye akımları, hem de yerleşiklerin ani döviz talebi kaynaklı şoklara karşı savunmasız bırakmaktadır.

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/kisa+vadeli+dis+borc+istatistikleri/>, En son erişim 10 Mayıs 2023).

³¹ Türkiye ekonomisi 1980 yılından sonra sadece 1988, 1994, 1998, 2001 ve 2019 yıllarında cari fazla verebilmiştir. Görüldüğü gibi bu yıllar ya kriz yılları, ya da GDP büyümesinin 0'a yakın olduğu yıllardır. 2009 yılında ise ekonomi % 5 oranında küçüldüğü halde özellikle Avrupa pazarlarındaki daralma nedeniyle ihracatın % 20 civarında küçülmesiyle, ekonomi cari açık vermekten kurtulamamıştır.

Basitleştirerek söyleyecek olursak neoliberal çerçevenin çok uzun yıllardır bilinen/tekrarlanan önerisi, piyasa beklentilerine uyumlu olarak yüksek enflasyon (döviz kuru oynaklıkları) karşısında gecelik faizleri piyasa yapımcıları tatmin olana kadar yükseltmektir. Ancak Türkiye gibi GOÜ’de “yüksek” enflasyon olgusu yapısal bir olgu olup genellikle döviz şoklarının yansıması olarak ortaya çıkmaktadır. Döviz şokları ise tanım gereği ya döviz talebindeki ani artışlar, ya da arzdaki ani azalışlarla ilgilidir. Bu ani hareketler ise genel olarak beklentilere dayalı olarak yerleşikler, ya da yabancıların spekülâtif davranışları sonucu oluşmaktadır. Oysa neoliberal merkez bankacılığının yaslanmış olduğu klasik Üçlü Açmaz çerçevesinde dalgalı döviz kurunun spekülâtif davranışların şok etkisini emmesi ve merkez bankalarının, finansal piyasalar serbestken (tam konvertibilite altında) bağımsız para politikası uygulayabilmesi gerekir. Faiz hadlerinin yükseltilmesi önerisi, paradoksal olarak GOÜde aslında sermaye hareketlerinin kaprisleri karşısında bağımsız para politikası uygulanamayacağına da kabulü anlamına gelmektedir³². Ayrıca merkez bankasının TL’yi tayınlarak piyasa faizlerini bir anda ciddi ölçülerde yükselttiği durumlarda (2001-2002 krizinde olduğu gibi) ekonomik aktörlerin bilançoları hem kur şokundan, hem de yüksek faizlerden aşırı şekilde bozulmaktadır. Sonuç olarak böyle bir politika çerçevesi, ciddi kur şokları karşısında finansal türbülânsların topyekûn bir reel sektör krizine dönmesi ihtimalini artırmaktadır. Öte taraftan, kanımızca tüm eksiklerine ve problemlili yanlarına rağmen yakın dönemde uygulanan merkez bankası politikaları ve paralelinde uygulanan tamamlayıcı politikalar zaman kazanılmasına yardımcı olmuştur. Ancak, yukarıda tartıştığımız gibi bunların mevcut haliyle sürdürülebilmesi de mümkün gözükmemektedir.

Var olan politikaların sorunları neoliberal merkez bankacılığı politikalarının doğruluğu anlamına gelmemektedir. Alternatif paradigma arayışları gereklidir. Kısaca şunu vurgulayabiliriz: Uzun dönemli bir perspektiften bakıldığında, Türkiye gibi GOÜ’de herhangi bir ilerici politika arayışı, uluslararası kısıtları anlamak ve onların bağlayıcılığını gözetmek zorundadır. Bu açıdan BW sistemiyle ortaya çıkan para hiyerarşisini göz önüne alan dinamik bir teorik çerçeveye ihtiyaç vardır. Kanımızca genişletilmiş İkili Açmaz çerçevesi en azından bir başlangıç noktası / tartışma zemini olabilir. Bu çerçevenin ima ettiği dört ilke vardır.

³² İkincil olarak, bu çerçeve gecelik faizlerle piyasa faizleri arasındaki ayrıma pek dikkat etmemektedir. Gecelik faizler ne olursa olsun, herhangi bir döviz kuru şokunda(kaynağı ne olursa olsun) piyasa faizleri üzerinde doğrudan kontrol olmadığı sürece bankacılık sektöründe artan risk algısı ve de döviz kuru hareketlerine bağlı olarak piyasa faizleri genelde artar.

Birincisi ,bunca değişen ulusal ve uluslararası finansal piyasalar karşısında merkez bankaları amaçlarına sadece gecelik faiz oranlarına dayalı bir para politikasına dayanarak ulaşamazlar. Bu bakımdan merkez bankaları, siyasi olarak belirlenen amaçlardan sonra, araç çeşitliliğini günlük siyasi baskılardan bağımsız olarak geliştirmek zorundadır. Bu husus, tutarlılık ve sürdürülebilirlik açısından önemlidir.

İkincisi GOÜ'de sermaye akımları konusunda bütüncül bir çerçeve uygulamak gerekmektedir. 2008-2009 Küresel Krizi sonrası IMF'nin bile sıcak baktığı ve birçok ülkenin değişik şekillerde uyguladığı (Benialper ve Cömert, 2015) bir ortamda TCMB'nin doğrudan sermaye kontrollerini gündemine öncelikli olarak alması gerekirdi. 2018 sonrası yabancılarla Türk firmaları arasında yapılan swap işlemlerine sınırlamalar getirerek TL ye karşı yurt dışı kaynaklı spekülatif açık satışların önüne geçilmeye çalışılması gibi politikalar dolaylı bir sermaye kontrolü girişimi olsa da, bu uygulamalar sermaye hareketleriyle ilgili bütüncül bir politikanın parçası olmamıştır. Bütüncül bir politikanın finansal akımlara sanayileşme öncelikleri doğrultusunda seçici olarak izin vermeyi de içeren sanayi politikalarıyla entegre olması gerekir; bunu aşağıda yeniden vurgulayacağız.

Üçüncüsü, yerleşiklerin (diğer GOÜ'de olduğu gibi) risklerin arttığı dönemlerde ellerindeki tüm TL varlıkları yabancı varlıklara ya da altın gibi kıymetli mallara çevirme eğilimine karşı günü kurtaran değil, ciddi kurumsal değişikliklere ihtiyaç vardır. Son dönemlerde Türkiye'de özellikle hanehalkları ile reel ve özel sektör firmalarının döviz kararlarını etkilemek üzere adı konmamış örtük bir sermaye kontrolünden bahsetmek mümkündür. Ancak kurumsal çerçevesi ve ilkeleri netleştirilmeden uygulanan bu politikalar zaman kazanma işlevi görse de, keyfiliği ve siyasal bir konjonktür değişiminde büyük riskleri de beraberinde getirmektedir.

Dördüncüsü, özellikle görece az gelişmiş bir ülkede başarılı bir para ve finansal piyasa politikaları sanayileşme stratejisinden ayrı düşünülemez. Türkiye gibi bir ülkede para politikasının en önemli kısıtlarından birisi, döviz kuru şoklarını etkilediğinden dolayı, cari açık ve buna bağlı oluşan kronik döviz ihtiyacıdır. Yukarda tartıştığımız gibi Türkiye'de yüksek cari açığın temel nedenlerinden biri sanayi yapısının ve ihracatının önemli ölçüde ithalata bağımlı olmasıdır. Bu problem ise orta ve uzun dönemde maliye politikasıyla olduğu kadar kredi genişlemesinin hangi sektörlerde gerçekleştiği ile de bağlantılı olduğundan düzenleyici kurumları ve merkez bankacılığını doğrudan ilgilendirmektedir. Yapısal döviz talebine çözüm için sanayileşme önceliklerine uygun seçici kredi politikaları uygulamak gerekmektedir. Bir başka deyişle kredi politikalarının uzun

dönem stratejik genel ekonomik planlama ve merkez bankasının diğer kısıtları (döviz kuru istikrarı) ile uyumlu olması gerekir.

Kaynaklar

- ALPER, K., KARA, H., ve YORUKOĞLU, M. (2013), "Reserve Options Mechanism", *Central Bank Review*, 13(1),1.
- AIZENMAN, J., M.D. Chinn ve H. Ito, (2008), "Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time", (Working Paper No. w14533), *National Bureau of Economic Research*.
- AIZENMAN, J. (2011), "The Impossible Trinity-from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma", Working Papers (No. 678), UC Santa Cruz Economics Department.
- ASLANER, O, ÇIPLAK, U, KARA, H., ve KÜÇÜKSARAÇ, D. (2015), "Reserve Options Mechanism: Does It Work as an Automatic Stabilizer?", *Central Bank Review*, 15(1), 1.
- AKTAN, S. (2018), "Adım Adım Brunson Krizi: Nereden Çıktı, Nasıl Çözüldü?", *Euronews*, <https://tr.euronews.com/2018/10/12/adim-adim-brunson-krizi-abd-turkiye-iliskilerinde-yaptirimlar-noktasina-nasil-gelindi>
- BARTH, J.R., R.D. Brumbaugh ve J.A. Wilcox (2000), "Policy Watch: The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking", *The Journal of Economic Perspectives*, 14(2), 191204.
- BENLİALPER, A. ve CÖMERT, H. (2015), "Central Banking in Developing Countries after the Crisis: What Has Changed?", (Working Paper No. 395), *Political Economy Research Center*.
- BERNARKE, B.S. (2007), "Globalization and Monetary Policy", Remarks by the Chairman of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, at the Fourth Economic Summit. *Stanford Institute for Economic Policy Research*. Stanford, California.
- BLOOMBERG HT (2021), "Dolar/TL'de Tarihi Dalgalanma Sürüyor", <https://www.bloomberght.com/dolartl-de-tarihi-dalgalanma-suruyor-2294876>
- BLOOMBERG HT (2023), "KKM'ye 4 Ayın En Yüksek Girişi", <https://www.bloomberght.com/kkm-ye-4-ayin-en-yukse-girisi-2324545-amp>
- CÖMERT, H. (2012), "Decoupling between the Federal Funds Rate and Long-term Interest Rates: Decreasing Effectiveness of Monetary Policy in the U.S", *PERI Working Paper*, No: 295.
- CÖMERT, H. (2013), *Central Banks and Financial Markets: The Declining Power of US Monetary Policy*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- CÖMERT, H., ve ÇOLAK, S. (2014), "The Impacts of the Global Crisis on the Turkish Economy and Policy Responses", (No. 1417), *ERC-Economic Research Center*, Middle East Technical University.
- CÖMERT, H. (2016), "İmkânsız Üçleme'den İmkânsız İkilem'e: Bretton Woods Dönemi ve Sonrası Para Politikası", *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 34(1), 115-136.
- CÖMERT, H., ve TÜREL, O. (2016), "Finansal Küreselleşme Sürecinde Türkiye'de Para Politikalarının Evrimi, 1980-2014", *ERC Working Paper Series*.
- CÖMERT, H. (2019), "From Trilemma to Dilemma: Monetary Policy after the Bretton Woods", In *Finance Growth and Inequality: Post-Keynesian Perspectives*, Edward Elgar.
- CÖMERT, H, ÇELİK, D ve ŞENGÜL Z. (2022), "AKP Dönemi Türkiye Ekonomisinin Performansı: Karşılaştırmalı bir Analiz", *METU Studies in Development*, 49 (1), 1-58.
- GEITHNER, T. (2006), "Global Economic and Financial Integration: Some Implications for Central Banking", *Remarks at the Columbia Business School Center on Japanese Economy and Business 20th Anniversary Conference*, (26 October 2006), Columbia University, New York City.
- GEORGIADIS, G. ve MEHL, A. (2015), "Trilemma, Not Dilemma: Financial Globalisation and Monetary Policy Effectiveness", *Globalization and Monetary Policy Institute*, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 222

- GILBERT, R.A. (1986), “Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away”, *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, February, 22–37.
- GRABEL, I. (2003), “International Private Capital Flows and Developing Countries”, *Rethinking development economics*, 325-45.
- GÜNGEN, A. R. ve AKÇAY, Ü. (2022), “Dependent financialisation and its crisis: the case of Turkey”, *Cambridge Journal of Economics*, 46(2), 293-316.
- HICKS, J. (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford.
- IMF (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, Washington, DC: International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.
- KARA, A. H. (2015), “Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu”, *TCMB Ekonomi Notları*, (2015-13).
- KARAKAYA, K. (2014), “Erdoğan'ın Faizle 12 Yıllık Bitmeyen Mücadelesi”, *The Wall Street Journal*, <https://www.wsj.com/articles/erdogann-faizle-12-yillk-bitmeyen-mucadelesi-1396611455>.
- KLEIN, M. W. ve SHAMBAUGH, J. C. (2015), “Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(4), 33-66.
- MINSKY, H.P. (1957). “Central Banking and Money Market Changes”, *The Quarterly Journal of Economics*, 71(2), 171–187.
- ODUNCU, A. AKÇELİK, Y. ve EEMİŞOĞLU, E. (2013), Reserve Options Mechanism and FX Volatility, *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper*, (13/03).
- OBSTFELD, M., J.C. Shambaugh and A. Taylor (2005), “The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility”, (No.10396), *NBER Working Paper*, NBER.
- ORHANGAZİ, Ö. ve YELDAN, E. (2021), “The Re-making of the Turkish Crisis”, *Development and Change*, 52(3), 460-503.
- ÖNDER, T. (2005), *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara
- ÖNCÜ, A. ve ÖNCÜ T. S. (2022), “Monetary Policy Debates in the Age of Deglobalisation: Waiting for Deglobalisation—I”, *Economic & Political Weekly*, 46(12), 10-12.
- ÖZGÜR, Ç. (2008), *Economic Decision-making in Turkey: Financialization and the Experts*, PhD Thesis, The John Hopkins University.
- PALLEY, T. I. (2003), “The Economics of Exchange Rates and the Dollarization Debate: The Case Against Extremes”, *International Journal of Political Economy*, 33(1), 61-82.
- PALLEY, T. I. (2009), “Rethinking the Economics of Capital Mobility and Capital Controls”, *Brazilian Journal of Political Economy*, 29, 15-34.
- PAPADEMOS, L. (2008), “Globalisation and Central Bank Policies”, *Speech at the Bridge Forum Dialogue*, Luxembourg, 22 January 2008.
- REY, H. (2015), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, (No. w21162), *National Bureau of Economic Research*.
- SAĞLAM M. (2021), “Siyasallaşmanın Odağı: Merkez Bankası ve Başkan Değişimleri”, *GazeteDuvar*, <https://www.gazeteduvar.com.tr/siyasallasmanin-odagi-merkez-bankasi-ve-baskan-degisimleri-makale-1516723>
- SELLON, G. H. (2002), “The Changing US Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism”, *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 87(1), 5-36.
- TCMB (2002a), *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu*, Sayı: 2002-25, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

- TCMB (2002b), *Para Politikası Raporu*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2017), *2018 Yılı Para ve Kur Politikası*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2018), *2019 Yılı Para ve Kur Politikası*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2019), *Türk Lirası Likidite Yönetimine İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı: 2019-24, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2021), *Başkan Naci Ağbal'ın Reuters Haber Ajansına Verdiği Röportaj*, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/baskanin+konusmalari/2021/konusmab05_02_2021.
- TCMB (2022a), *Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu*, Sayı: 2022-24, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2022b), *Yabancı Para Yükümlülükler için Türk Lirası Cinsinden Menkul Kıymet Tesisi ve Zorunlu Karşılıklar Hakkında Basın Duyurusu*, Sayı: 2022-28, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2022c), *Makroihtiyati Tedbirler Hakkında Basın Duyurusu*. Sayı: 2022-36, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- THORNTON, D.L. (2018), "Greenspan's Conundrum and the Fed's Ability to Affect Long-Term Yields", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 50(2-3), pp. 513-43.
- TOKGÖZ, E. (1990), "T.C. Merkez Bankası ve 'Açık Piyasa İşlemleri' ", *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 55-62.
- VERNENGO, M. (2006), "From Capital Controls to Dollarization: American Hegemony and the US Dollar", In *Monetary Integration and Dollarization* (edited by Matías Vernengo), Edward Elgar Publishing.
- WARNOCK, F.E ve WARNOCK, V.C. (2009), "International Capital Flows and U.S. Interest Rates", *Journal of International Money and Finance*, 28(6), 903-919.
- WOODFORD, M. (2002), "Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, May, 85-94.
- VURAL, U. (2013), "Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- YILMAZ, D. (2010), TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu. TCMB.

Extended summary

Understanding Recent Central Banking and Currency Crises in Turkey from the Dilemma Perspective

Abstract

After 2014, the situation for many developing countries changed significantly in parallel with reversals or slowdowns in financial flows. The vulnerabilities accumulated in the Turkish economy from the previous period became increasingly apparent, and economic growth began to significantly slow down. During this period, the Turkish economy was unable to escape severe exchange rate shocks, high inflation, and irregular growth. It is possible to examine these developments from various perspectives. In this article, we will specifically focus on understanding recent developments from a theoretical framework, with a particular emphasis on the effectiveness of central bank policies and their evolution. Our findings supports the claim that developing countries are faced with almost a complete monetary Dilemma. When the Turkish experience is examined closely, it is seen that the institutional structure and especially the foreign exchange demand of the residents are crucial in understanding the bindingness of the Dilemma and how it works.

Key words: Central Banking, Turkish Economy, Financial Integration, Exchange Rates

JEL codes: E44, E58, F31 F36, F41

Thanks to especially massive financial inflows, many developing countries enjoyed relative stability and high growth between 2002-2007. After the sudden stop (and/or reversal) of financial flows during the Global Financial Crisis in 2008-09, most of these countries, including Turkey, were exposed to a second wave of financial inflows that helped stabilize (or appreciate) their local currencies and led to a new growth cycle accompanied by credit expansion. Nevertheless, after 2014, the situation for many developing countries changed significantly in parallel with reversals or slowdowns in financial flows. The vulnerabilities accumulated in the Turkish economy from the previous period became increasingly apparent, and economic growth began to significantly slow down. During this period, the Turkish economy was unable to escape from severe exchange rate shocks, high inflation, and irregular growth. It is possible to examine these developments from various perspectives. In this article, we will specifically focus on understanding recent developments from a theoretical framework, with a particular emphasis on the effectiveness of central bank policies and their evolution. As in the case of many developing countries, Turkish central banking underwent significant changes after the Global Financial Crisis. In this context, the CBRT attempted to mitigate the adverse macro effects of financial flows by expanding its toolkit and changing the institutional framework. In the early 2010s, central bank policymakers seemed to have a strong belief in

the effectiveness of newly developed policies. However, with the accumulation of macroeconomic vulnerabilities becoming more visible in line with certain domestic political and geopolitical developments, and the increasing influence of the government on the central bank, overnight interest rates lost their effectiveness, forcing the Bank to respond to emerging problems through increasingly direct measures. Furthermore, in coordination with the Banking Regulation and Supervision Agency (BDDK), the CBRT had to develop policies that can be considered as indirect capital controls in financial markets. It is also possible to interpret these changes as evidence that a floating exchange rate regime is not sufficient to implement an independent monetary policy in an environment where financial integration is growing and domestic financial markets are becoming more dynamic. In this sense, we argue that the Turkish example demonstrates the invalidity of the traditional macroeconomic Impossible Trinity (Trilemma) hypothesis. Developing countries are faced with almost a complete monetary Dilemma since their central banks cannot effectively implement monetary policy based on overnight interest rates even under a floating exchange rate regime in an environment where financial flows are liberalized. Furthermore, the Turkish example demonstrates the institutional structure and especially the foreign exchange demand of the residents are crucial in understanding the bindingness of the Dilemma and how it works.