

TCMB BİLANÇOSU VE REZERVLERİN GELİŞİMİ, EYLÜL 2021-EYLÜL 2023

Fikret KARTAL*

ÖZET

TCMB, izlemekte olduğu enflasyon hedeflemesine dayalı geleneksel merkez bankacılığında yeni bir güzergâha 2021 yılında yönelmiştir. Politika faizinin enflasyon gelişmelerinden bağımsız olarak düşürülmeye başlandığı Eylül 2021 ayı geleneksel olmayan politikaların başlangıcı kabul edilmektedir. Çalışmanın amacı; farklı politikaların izlendiği Eylül 2021-Haziran 2023 dönemi ve geleneksel politikalara dönüşün başlatıldığı Haziran-Eylül 2023 döneminde TCMB analitik bilançosunun ve rezervlerin hangi yönde şekillendiğini açıklamaktır. Aktif-pasif gelişimi ve rezervlerdeki değişim üzerinden döviz varlık ve yükümlülüklerin yönetilme gücü ve TL likiditeyi yönlendirebilme kabiliyeti değerlendirilmiştir. Çalışmanın sonuçları, incelenen dönemde dış varlıkların bilanço payının keskin şekilde azalarak aktif kalitesinde aşınmaya neden olduğu ve rezervlerde kayıp yaşandığını göstermektedir. Bilançoda dış varlıkların payı %87,6'dan %69,5'a, döviz yükümlülüklerinin payı %74,7'den %71,6'ya gerilemiştir. Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde, KKM hesapları kaynaklı tahmini 74 milyar USD'lik döviz girişine rağmen, brüt rezervler 13,5 milyar USD, net rezervler 20 milyar USD, swap hariç net rezervler 11,5 milyar USD, swap-KKM sonrası net rezervler 85,8 milyar USD azalmıştır.

Anahtar Kelimeler: MERKEZ BANKASI BİLANÇOSU, ANALİTİK BİLANÇO, REZERVLER, BANKACILIK SEKTÖRÜ, MERKEZ BANKACILIĞI, TCMB, KKM, PARA POLİTİKASI

* Doç. Dr. Fikret Kartal, Ostim Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Ekonomi Bölümü, kartal.fikret@gmail.com, ORCID: 0000-0002-2354-8621

DEVELOPMENTS IN CENTRAL BANK BALANCE SHEET AND RESERVES, SEPTEMBER 2021-SEPTEMBER 2023

ABSTRACT

CBRT deviated from its traditional central banking based on inflation targeting and embarked on a new path in 2021. Decreases in the policy interest rate starting in September 2021 is considered the beginning of non-traditional policies. The aim of this study is to explain how the analytical balance sheet of the CBRT and reserves evolved during the period of non-traditional policies from September 2021 to June 2023 and the period of the initiation of the return to traditional policies from June to September 2023. The ability to manage FX assets and liabilities and direct TL liquidity are evaluated through the development of the assets-liabilities and changes in reserves. The results of the study indicate that the share of foreign assets in assets decreased sharply, causing erosion in asset quality, and losses occurred in reserves. The share of FX assets in the balance sheet decreased from 87.6% to 69.5%, and the share of FX liabilities decreased from 74.7% to 71.6%. Despite an estimated \$74 billion in foreign exchange inflows due to the exchange rate protected deposit accounts, gross reserves decreased by USD 13.5 billion, net reserves by USD 20 billion, net reserves excluding swaps by USD 11.5 billion, and net reserves after swaps and the exchange rate protected deposit accounts by USD 85.8 billion during the period from September 2021 to June 2023 banking sector profitability.

Keywords: CENTRAL BANK BALANCE SHEET, ANALYTICAL BALANCE SHEET, FOREIGN EXCHANGE RESERVES, BANKING SECTOR, CENTRAL BANKING, CBRT, EXCHANGE RATE PROTECTED DEPOSIT, MONETARY POLICY

1. GİRİŞ

Para otoritesi konumunda bulunan merkez bankası tarafından tatbik edilen para politikası; kısa vadeli faiz oranı, para arzı ve döviz kuru gibi fiyat istikrarı ve üretim üzerinde etkili olan değişkenlerin kontrolü ve yönlendirilmesine dayanmaktadır. Para politikası adımlarının kısa vadede üretim ve enflasyon üzerinde yaratacağı tesir merkez bankasının gözettiği temel noktadır (TCMB, 2013a, s.11).

Ekonominin karmaşık bir işleyişe sahip olması, uluslararası para ve sermaye akımlarının, maliye politikası ve diğer kamu kaynaklı politikaların, iktisadi birimlerin davranış ve tercihleri ile diğer kontrol dışı gelişmelerin (enerji ve gıda fiyatları ya da politik gelişmeler gibi) bu işleyişte yer alması para politikası için çeşitli koşul ve kısıtlar üretmektedir. Kontrol dışı faktörler nedeniyle para politikasının kontrolü altında bulunduğu düşünülen değişkenlerin etki derecesi ve etkileme/etkilenme süresi (parasal aktarım mekanizması) değişebilmekte; para politikası araçlarının kullanılmasından başlayarak toplam talep ve fiyat düzeyi üzerinde etki yaratılmasına kadar geçen süreç gecikme ve belirsizlikler içermektedir (Kartal, 2022, s.20-21).

Para politikasının amaçlarına ulaşılmasında ve parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinde çok sayıda değişken etkili olduğu için merkez bankası bilançosu ile birlikte finansal sektörün bilançosu, kredi-harcama-tasarruf eğilimleri, ödemeler dengesi gibi farklı göstergelerin de yakından izlenmesi durum tespiti ve gerçekçi öngörüler için bir gerekliliktir. Dolayısıyla ekonomide merkez bankasının sahip olduğu gücün sınırlarına bağlı olarak, merkez bankası bilançosunun sunduğu perspektifte sınırlara sahiptir.

Özellikle parasal büyüklüklerde ve finansal sistemin bilanço bileşenlerinde önemli değişikliklerin olduğu dönemlerde merkez bankası bilançosunun gelişimi de yakından izlenmektedir. Türk ekonomisinde son dönemde yaşanan değişim ve dalgalanmanın etkilerinin izlenmesinde TCMB bilançosu önemli bir rehber görevi edinmiştir. Türkiye izlemekte olduğu enflasyon hedeflemesine dayalı geleneksel

merkez bankacılığını bırakarak 2021 yılında yeni bir güzergâha yönelmiştir. Geleneksel olmayan politikaların izlendiği bu dönemde tatbik edilen yüksek negatif reel faiz, yapay olarak şekillendirilmiş kredi-mevduat-tahvil faizleri, kur korumalı mevduat (KKM) ve ticari bankalara getirilen menkul kıymet tesis zorunluluğu gibi yeni ürünler ve daha yoğun şekilde kullanılan swap türü araçlar ve çok sayıdaki sıra dışı makro ihtiyati düzenleme daha önceki dönemlerde karşılaşılan uygulama ve politikalar değildir. Tüm bu sıra dışı araç ve politikalar TCMB bilançosuna tesir etmiştir. Özellikle bilanço dışı yükümlülük doğuran KKM ve swap türü ürünler bilanço içinde izlenen dış varlık ve rezervleri etkilerken, enflasyondan kopuk olarak saptanan politika faizi ise TL likidite ve mevduat faizine tesir etmiş, menkul kıymet tesis zorunluluğu da kredi ve tahvil faizini baskılamış ve önceki dönemlerle 2021 sonrasının karşılaştırılması veya değişkenler arasında bağ kuracak modellerin tatbiki bir bakıma işlevsiz hale gelmiştir. Bu nedenle çalışma sadece geleneksel olmayan politikaların tatbik edildiği döneme yoğunlaşmıştır.

Çalışmanın amacı, Türkiye’de 2002-2005 döneminde örtük, 2006 sonrasında ise açık şekilde uygulanan bir para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulamada terk edilerek geleneksel olmayan politikaların izlendiği Eylül 2021-Haziran 2023 dönemi ve yeniden geleneksel politikalara dönüşün başlatıldığı Haziran-Eylül 2023 döneminde TCMB bilançosunun hangi yönde şekillendiğini, aktif-pasif gelişimi ve rezervlerde meydana gelen değişim üzerinden açıklamaktır. Politika faizinin gerçekleşen ve beklenen enflasyondan bağımsız olarak düşürülmeye başlandığı Eylül 2021 ayı geleneksel olmayan politika döneminin başlangıcı olarak kabul edilmiştir. TCMB bilanço kompozisyonu ve rezervlerde meydana gelen değişim ortaya konulurken, bilanço analizinde kullanılan büyüklük ve rasyolar sınıflandırılarak dış varlık-döviz yükümlülüklerinin yönetilmesi ve TL likiditeyi yönlendirebilme kabiliyeti değerlendirilmiştir.

2. LİTERATÜR

Merkez bankalarının para basması, döviz işlemleri yapması, piyasaya likidite sunması, kendi fonları ile altın ve menkul kıymetlere yatırımlar yapması ve diğer operasyonel para politikası araçlarını kullanması doğrudan kendi bilançolarını etkilemektedir. Özellikle 1990'lar sonrasında merkez bankalarının parasal büyüklükleri hedeflemekten uzaklaşarak kısa vadeli politika faiz oranlarına odaklanması merkez bankası bilançolarına olan ilgiyi zayıflatmış olmakla birlikte, izlenen para politikasını ve konulan para politikası hedeflerine ulaşma derecesini anlamak için bilançoların kritik konumu devam etmektedir (Rule, 2015, s.5). Genelde, ekonomilerin istikrarlı olduğu dönemlerde merkez bankası bilançolarına dönük azalan ilgi dalgalanmaların artığı istikrarsız dönemlerde yükselmektedir. Olağan dönemlerde düşük enflasyon nedeniyle bilançolardaki değişimin azalması, bilançolar yerine politika faiz oranındaki gelişmeleri odak noktasına dönüştürmektedir. Ancak özellikle finansal krizler bilançoları ve gelişmekte olan ülkeler açısından bilançolarla birlikte rezervleri yeniden ilgi odağı hâline getirmektedir (Caruana, 2012, s.3-4).

Merkez bankası bilançosunun analizi özellikle para politikası doğrultusunda aktif kompozisyonunda değişikliğe yöneldiği zamanlar önem kazanmaktadır. Para politikasının gelecekte izleyeceği çizgiyi ve atılan adımların reel ekonomide yaratacağı etkiyi anlamaya katkı sunan bilanço analizi aynı zamanda bilançodaki değişimlerin hanehalkı ve şirketler kesiminin beklentilerini etkileme yeteneğini yorumlamaya da yardımcı olmaktadır (Bagus ve Howden, 2016, s.1-2, 18).

2008 küresel finansal krizi sonrasında izlenen genişletici para politikaları gelişmiş Batı ekonomilerinde geleneksel para politikası araçlarına geleneksel olmayan araçların eklenmesi ile farklı bir boyuta taşınmıştır. Ayrıca bankacılık ve sermaye piyasası otoriteleri ile maliye ve diğer ilişkili kamu kurumlarının tatbik ettiği makro-mikro ihtiyati politikalar da para politikasının gücüne katkı sunmuştur. ABD ve Avrupa'da geleneksel olmayan politika araçları kapsamında özellikle negatif nominal politika faizleri (kısa vadeli faizin araç olarak kullanılması ve uzun vadeli faizlere

ilişkin beklentilerin yönetilmesi) ile niceliksel/kantitatif genişleme (Quantitative Easing-QE) ve niteliksel/kalitatif genişleme (Credit Easing-CE/Qualitative Monetary Easing- QQE) uygulamalarıyla tarihte görülmemiş ölçüde merkez bankası bilançolarında genişlemelere tanıklık edilmiştir. 2008 küresel krizinden 2020 salgın krizine (COVID-19) kadar geçen dönemde genişletici para politikalarına karşın gelişmiş ülkelerde enflasyon değil, resesyon öncelikli problem hâline gelmiştir. Salgın krizi de hükümet ve merkez bankalarının daha genişletici politikalar izlemesine neden olmuştur. Merkez bankası bilançoları krizlere karşı verilen tepkilerin izlendiği merkez konumuna gelmiştir (Bailey, Bridges, Harrison, Jones ve Mankodi, 2020, s.33-34). Sıfır faiz politikasının geleneksel para politikasını test ettiği finansal kriz sonrasında bilançoların kompozisyonu ve hacminde değişiklikler yapılarak reel ekonomide sonuç alınmaya çalışılmıştır (Bagus ve Howden, 2016: s.1-2).

2008 küresel krizi öncesi 900 milyar USD büyüklüğündeki ABD merkez bankası FED'in bilançosu 2014 yılında 4,5 trilyon USD'ye ulaşmış, sonrasına izlenen kademeli küçülme stratejisi doğrultusunda 2019 yılında 3,7 trilyon USD'ye gerilemiş, repo piyasasında yaşanan sıkıntılar ve diğer nedenlerle 2019 ortasından itibaren yeniden büyümeye başlayan bilanço salgın krizinin başladığı Mart 2020 döneminde 4,2 trilyon USD'ye, salgın krizine karşı gösterilen reaksiyonlarla birlikte Nisan 2022 döneminde 9 trilyon USD'ye ulaşmıştır (FED, 2023). ABD'de belirtilen bilanço genişlemesine karşın 2008 yılında %3,8 olan yıllık tüketici enflasyonu 2021 yılına kadar bu oranı hiç aşmadığı gibi genelde çok altında kalmış, 2015 yılında %0,1 ve 2020 yılında %1,2 düzeyinde gerçekleşmiştir (Fed of Minneapolis, 2023). Çeşitli arz yönlü sorunlar ve geçici olduğu iddia edilen gelişmelerle 2021 sonunda enflasyon oranı tüketici fiyatlarında %7'yi aşmış, Haziran 2022 döneminde %9 düzeyine yükselmiştir. Bu durum FED'in varlık alım programını azaltmasına ve 2022'de sonlandırmasına, ayrıca politika faizini Mart 2022'den itibaren artırmasına yönelik adımlara sebebiyet vermiştir. 2022 yılı ortasında 9 trilyon USD büyüklükle zirve yapan FED bilançosu

sıkılaştırıcı adımlar sonrasında Kasım 2023 itibarıyla 7,7 trilyon USD'ye gerilemiştir (FED, 2023).

ABD'de yaşanan gelişmelerin bir benzeri Euro bölgesinde meydana gelmiştir. Avrupa Merkez Bankası ECB'nin bilanço büyüklüğü 2008 krizinde takriben 2 trilyon USD iken, 2012 yılında 3,9 trilyon USD, 2018 yılında 5,4 trilyon USD, salgın krizinin başlangıcında Mart 2020'de 5,1 trilyon USD ve 2021 yılında 9,7 trilyon USD ile zirve düzeyine ulaşmıştır. 2008 sonrasında %1-3 arasındaki yıllık tüketici enflasyonunda 2021 sonundan itibaren meydana gelen artış 2022 sonunda %11 düzeyine ulaşmış ve enflasyonla mücadele kapsamında atılan sıkılaştırıcı adımlarla bilanço büyüklüğü Kasım 2023'de 7,6 trilyon USD'ye gerilemiştir (Atlantic Council, 2023; Statista, 2023).

Parasal genişleme ve buna bağlı merkez bankası bilançolarındaki büyümenin enflasyon yaratmasına dönük genel kabule karşın 2008-2020 arasında bu durumun aksi istikametinde gelişmelerin meydana gelmesinin farklı argümanları bulunmaktadır. Merkez bankası bilançosu-para arzı-enflasyon arasında varsayılan ilişkinin zayıflamasında; sıfır ve negatif düzeye ulaşan faiz düzeylerinin para politikasının etkinliğini zayıflatması, likidite artışının ticari bankaların ve reel kesimin iştahındaki zayıflık nedeniyle krediye dönüşmemesi (Blyth, 2012; Brightman, 2015), enflasyon beklentisinin bulunmaması sonucu harcamaların ertelenmesi, para arzı bakımından küresel krizi takiben M0'ın (dolaşımdaki para) artmasına karşın, para politikası için daha fazla anlam taşıyan ve vadeli-vadesiz mevduatı içeren, mevduat-kredi döngüsünden beslenen M2'nin yeterince artmaması, para çarpanının önceki dönemlerdeki gibi çalışmaması (Marquette Associates, 2021) etkili olmuştur. Paranın dolaşım hızındaki (V-Velocity) yavaşlamanın miktar teorisine konu ' $MV=PQ$ ' denkleminde para miktarındaki artışın etkisini yok ettiği ve bu nedenle enflasyonun oluşmadığı ifade edilmektedir. Örneğin ABD'de küresel kriz öncesinde paranın dolaşım hızı 17,2 iken, 2014 yılında 4,4'e gerilemiştir. Özellikle, özel sektörün sıfır faizli bonolar yerine likit kalmayı tercih etmesinin sonucu olarak harcama yerine tasarrufa yönelmesinin bu duruma sebebiyet verdiği belirtilmektedir (Wen ve Arias, 2014). 2008

küresel krizi tüketicilerin harcama, yatırımcıların finansman sunma, şirketlerin yeni yatırım yapma isteğini zayıflatmış; böylece, tüketimin ve yatırımın gelirin bir fonksiyonu olması kabulünün sabit bir yüzdelik oranla ifade edilmesi imkânı kaybolmuş, marjinal tüketim eğilimi öne çıkmış; kazanılan gelirin ne kadarlık kısmının tüketime gideceğini belirleyen bu oran değişken olduğundan tüketim ve gelir arasındaki bağ bir anlamda zayıflamıştır (Marks, 2020, s.66).

Gelişmiş ülkelerde izlenen miktarsal genişleme programları sonucu büyüyen merkez bankası bilançoları gelişmekte olan ülkelerde de önemli sonuçlar yaratmış, varlık fiyatları artmış, kamu ve özel kesim borçlanma senetlerinin faizleri gerilemiş, CDS spreadleri baskılanmıştır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin merkez bankası bilançolarındaki genişleme gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını güçlendirmiş ve bu ülkelerde sermaye girişlerine uygun para politikalarının oluşturulmasına neden olmuştur (Chen, Filardo, He ve Zhu, 2012, s.230).

Merkez bankası yükümlülüklerindeki keskin artışlar piyasaların işlevsiz kaldığı dönemlerde ve krizlerde etkili olmuş, varlık alım programları miktarsal genişlemenin etkisini artırmıştır. Bu krizlerden çıkarılan ana dersler ise, politika yapıcılarının beklenmedik şoklara karşı kararlı duruş sergilemeleri ve merkez bankalarının bilançolarını kullanmaya hazır olmaları gerekliliğidir (Bailey, Bridges, Harrison, Jones ve Mankodi, 2020, s.33-34). Finansal stresin arttığı ve özellikle faizin sıfır düzeyine yaklaştığı dönemlerde bilançoların aktif ve pasif tarafının etkin kullanımı politika yapıcılara katkı sunmaktadır. Deneyimler, merkez bankalarının sadece politika faiz oranına güvenmemeleri, bilançolarda kompozisyon ve hacim açısından meydana gelen dönüşümün yaratabileceği orta vadeli risklere karşı hazırlıklı olmaları gerektiğini göstermiştir (Caruana, 2012, s.8).

Avrupa döviz kuru mekanizması krizi (1992-1993), Asya finansal krizi (1997-1998) ve global finansal krizde (2007-2011) merkez bankası bilançolarının gösterdiği değişimi inceleyen çalışmada (Durre ve Pill, 2012, s.207); bu krizlerde piyasa dengesizlikleri ve merkez bankalarının gösterdiği tepkiler bakımından benzerliklerin

görünenden daha fazla olduğu, merkez bankalarının aracılık rolünün ve likidite sunma işlevinin öne çıktığı, krizlerde yüksek rezervlere ve görece büyük bilançolara sahip merkez bankalarının daha başarılı olduğu, bu merkez bankalarının krizin türüne göre piyasaya döviz ya da likidite sunabildiği, ancak likidite sunumunun uzun sürmesi hâlinde bu durumun gelecekte ortaya çıkacak sorunları bugün için gizleyebildiği ifade edilmiştir.

Merkez bankalarının varlık alımı yoluyla bilançolarının hacmini ve kompozisyonunu değiştirmelerinin likidite tuzağına yol açabildiğini belirten diğer bir çalışmada (Berriel ve Mendes, 2015, s.33); merkez bankalarının oluşabilecek zarardan kaçınmak amacıyla faiz oranlarını gelecekte düşük tutmaya devam etmelerinin bu duruma neden olabildiğine işaret etmiştir.

TCMB bünyesinde hazırlanan ve Türkiye’de yaşanan 1994, 2000 ve 2001 krizlerinin TCMB bilançosu üzerinden tahmin edilebilirliğine dönük hazırlanan uzmanlık tezinde (Ardıç, 2004, s.317-318); 1994 krizinde kamu açıklarının finansmanında TCMB kaynaklarının kullanılması ve fazla likiditenin döviz talebi olarak TCMB’ye dönmesinin net iç varlıklar ve net dış varlıklarda zıt yönlü harekete yol açtığı ve azalan rezervlerle birlikte bu durumun kriz için önemli bir sinyal verdiği, 2000-2001 krizlerinde ise kriz öncesi uygulanan IMF destekli programın parametrelerinin farklılığından dolayı kriz öncesinde likidite artışı ve rezerv erimesinin bir süreklilik hâlinde değil, ani hareketlerle yaşandığı belirtilmiştir. 1994 krizinden farklı olarak, 2000-2001 krizlerinde ani hareketler öncesinde TCMB bilançosundan izlenebilen belirtilerin bulunmadığı vurgulanmıştır.

TCMB bünyesinde hazırlanan diğer bir uzmanlık tezinde (Kara, 2012, s.99); faiz oranlarının sıfır alt limitinde olmaması durumunda merkez bankası bilançolarının kısıt altında bulunmayacağı, aksi durumda ise bilançoların kısıt altında olduğunun değerlendirilebileceği ifade edilmiştir. Çünkü faiz oranlarının sıfır alt limitinde olduğu ve resesyonun yaşandığı bir ortamda banka rezervlerinin arttırılmasının ekonomide istenilen genişlemeyi sağlamayabileceği belirtilmiştir.

TCMB bilançosunda yer alan parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki ilişkiyi 1990-2007 dönemi için araştıran çalışmada (Göğebakan, 2008, s.61-62); para tabanı ile enflasyon arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı, ancak para politikasında önemli bir yer edinmeye devam eden parasal büyüklüklerin faiz oranları, döviz kuru ve üretim miktarının tahmin edilmesinde etkili olduğu, finansal derinleşmenin yaşandığı ve sermaye akışkanlığının arttığı bir dönemde, para dışında kalan belirleyicilerin enflasyonu daha iyi açıkladığı ifade edilerek, faiz oranları ve döviz kuru ile bu değişkenlerin gecikmeli değerlerinin enflasyon üzerinde etkili olduğu öne çıkarılmıştır.

TCMB bilançosu ile ekonomik büyüme ve enflasyon arasındaki ilişkiyi araştıran diğer bir çalışmada (Bayraktar Daştan, Baday Yıldız ve Berber, 2020, s.1470); TCMB bilanço parasal büyüklükleri ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin mevcut olmadığı, kısa dönemde ise parasal büyüklüklerden merkez bankası parası ile ekonomik büyüme arasında ilişkinin bulunduğu, ayrıca parasal büyüklükler ile enflasyon arasında hem uzun hem de kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü ilişkinin mevcut olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

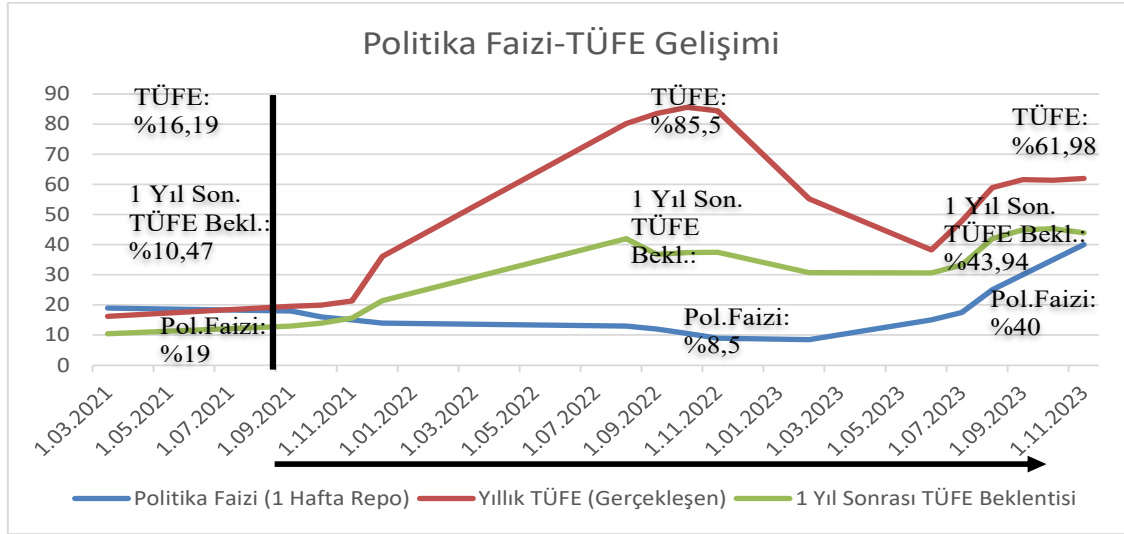
Ekonomide dalgalanmaların yaşandığı dönemlerde parasal göstergelerin ve merkez bankası bilançolarının takibi önem kazanmakta ve bu durum akademik çalışmalara ve literatüre ilgiyi artırmaktadır. Türkiye ekonomisinde ve finansal piyasalarda son dönemde yaşanan dalgalanmanın TCMB bilançosuna etkilerine odaklanan bu çalışmada; Türkiye’de politika faizinin enflasyon beklentilerinden kopuk olarak şekillendirilmeye başlandığı ve KKM, menkul kıymet tesis zorunluluğu gibi yeni uygulamalara alan açıldığı Eylül 2021 sonrası dönemde TCMB bilançosunda meydana gelen değişim finansal analiz yoluyla incelenmiştir. Özellikle rezervlerdeki gelişim ve bilanço kompozisyonunda dış varlık ve döviz yükümlülükleri ile TL yükümlülüklerin ağırlıklarındaki değişimin yönü ve boyutu üzerinde durulmuştur. Eylül 2021 sonrasındaki politikaların önceki dönemlerden keskin şekilde farklılaşması

dönemler arasında ilişki kurulmasını zorlaştırdığı için Eylül 2021 sonrası dönem kendi içinde değerlendirilmiştir. TCMB bilançosunun taşıdığı öneme ve analitik bilançonun yapısına dair açıklamaları takiben Eylül 2021-Eylül 2023 döneminin analizi çalışmada sunulmaktadır.

3. FİNANSAL ANALİZİN DÖNEMİ VE KAPSAMI

Geleneksel para politikasında, özellikle gelişmiş Batı ülkelerinde, politika faizinin belirlenmesinde enflasyon beklentisi ana belirleyici olurken (Taylor Kuralı), konjonktürün gerektirmesi hâlinde çıktı açığı ve finansal istikrar da denkleme dâhil edilebilmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan, ekonomide istikrar ve güvenin tam yerleşemediği, çift paralı ülkelerde ise politika faizinin saptanmasında sadece beklenen enflasyon değil, gerçekleşen enflasyon, döviz kuru, ödemeler dengesi, çıktı açığı gibi değişkenler dikkate alınmaktadır. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine dayalı geleneksel para politikasından sapmanın ana göstergesi ise; beklenen enflasyonun yanı sıra fiyatlama davranışlarındaki yapışkanlık ve beklenti yönetimindeki zorluk sebebiyle gerçekleşen enflasyonun politika faizi denkleme dâhil edilmemesi ve politika faizinin beklenen ve gerçekleşen enflasyonun oldukça altındaki oranlarda saptanmasıdır. Bu nedenle inceleme dönemimizi göstermesi bakımından aşağıdaki şekil üzerinde belirtilen göstergelere yer verilerek para politikasında geleneksel olmayan dönem gösterilmiştir. Politika faizinin düşürüldüğü ve enflasyondaki keskin yükselişe rağmen düşüşün devam ettirildiği Eylül 2021 sonrası dönem çalışmanın kapsamını oluşturmaktadır.

Şekil 1. Çalışmanın İnceleme Dönemi (Eylül 2021-Eylül 2023)



Kaynak: Enflasyon verileri için TÜİK, Enflasyon ve Fiyat İstatistikleri, <https://data.tuik.gov.tr/>; politika faizi verisi için TCMB, <https://www.tcmb.gov.tr/>; 1 yıl sonrasına ilişkin TÜFE beklentisi için TCMB, Piyasa Katılımcıları Anketi (1E.(Uygun Ortalama) 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi), <https://evds2.tcmb.gov.tr/>

Enflasyon gelişmelerinden kopuk şekilde politika faizinde indirimin başlatıldığı Eylül 2021 ayı, geleneksel olmayan ve bir kurumsal çerçeve ve kurgunun şekillendirilmediği bir politikanın izlenmeye başlandığı dönem olarak kabul edilmektedir. TÜFE'nin %85'lere ulaştığı bir dönemde politika faizinin %10'lara doğru düşürülmesi, faizler ile enflasyon arasındaki bağın keskin şekilde kopması sonucu oluşan yüksek negatif reel faiz, farklı makro ihtiyati tedbirler yoluyla kredi, mevduat ve tahvil faizlerinin baskılanması ve kur korumalı mevduat (KKM) belirtilen dönemin simge ve araçlarına dönüşmüştür. Enflasyon beklentilerinden kopuk şekilde Eylül 2021 döneminde başlatılan politika faizi indirimleri sonucu döviz kuru ve enflasyonda keskin artışlar meydana gelmiş, beklentiler bozulmuş, ekonomide öngörülebilirlik ve para politikasının etkinliği ve kredibilitesi ciddi ölçüde zayıflamıştır. Adı tam olarak konulamamış, araç-hedef akışı ve kurgusu gösterilememiş geleneksel olmayan para politikası Mayıs 2023 seçimlerini takiben Haziran 2023 döneminde terk edilmiştir.

4. TCMB BİLANÇOSU

Para politikasında atılan genişletici veya daraltıcı adımların ve bu adımların kısa-uzun vadede finansal sistem üzerinden parasal aktarım mekanizması aracılığıyla ekonomiye tesirinin bir ölçüde de olsa izlenmesinde merkez bankası bilançosu bir rehber hüviyetindedir. Diğer yandan, merkez bankası bilançosu, izlenen para politikası ile mali sistemin etkileşimi ile şekillenen ve ekonomideki karar alma birimlerinin davranışlarına tesir eden önemli bir bilgi kaynağıdır. Faiz ve döviz kurları gibi piyasa verileri ve kredi-mevduat gibi bankacılık verileri ve enflasyon beklentileri üzerinde etkisinin bulunması merkez bankası bilançosunu diğer bilançolardan ayırmaktadır (TCMB, 2006, s.24). Bir bakıma merkez bankasının ekonomi ve finansal sistemde sahip olduğu ayrıcalık, merkez bankası bilançosunun özel konumunda da görülmektedir. Paranın ekonomide oynadığı rolün anlaşılması aynı zamanda merkez bankası bilançosunun taşıdığı önemi ortaya koymaktadır. Merkez bankası yükümlülükleri, özellikle emisyon ve banka mevduatı gibi paranın iki formu bilanço üzerinden izlenmektedir (Rule, 2015, s.5-6).

Merkez bankası ekonominin likiditesini, sisteme olan yükümlülüklerini değiştirerek ayarlamaya çalışmaktadır. Merkez bankasının kısa dönemli gelişmelere tepkisi, piyasanın likidite ihtiyacına cevabı veya fonlama miktarı ve maliyetine yönelik reaksiyonu ve uzun dönemli hedeflerine ulaşmak için taşıdığı pozisyonlar merkez bankası bilançosuna yansımaktadır. Bilançonun aktif ve pasifinde bulunan varlık ve yükümlülük kalemlerinin büyüklüğü, bu büyüklüklerdeki değişimin yönü ve boyutu izlenen para politikasına yönelik bilgiler sunmanın yanı sıra finansal sistemin ve özelde bankacılık sektörünün bilançosuna da tesir etmektedir.

3.1 ANALİTİK BİLANÇO

TCMB, finans ve reel sektörün tüm kurumları gibi standart bir bilanço düzenlemekte ve tüm finansal tablolarını bağımsız denetime tabi tutmaktadır. İzlenen para politikasının ve TCMB'nin sahip olduğu varlık ve yükümlülükler ile likiditenin

takibi bakımından standart bilanço'ya ilave olarak analitik bilanço da hazırlanmaktadır. TCMB bilanço kalemlerinin belirli parasal büyüklükleri ifade etmek üzere toplulaştırılması ve netleştirilmesi ile oluşturulan analitik bilançonun temel amacı; TCMB'nin yükümlülüklerinin nasıl oluştuğunu ve TCMB ile kamu ve bankacılık kesimi arasındaki ilişkileri göstermek, bu suretle para politikasının ve parasal büyüklüklerin izlenmesine imkân tanımaktır (TCMB, 2019, s.81).

Analitik bilançonun görünümü aşağıdaki gibidir.

Şekil 2. TCMB Analitik Bilançosunun Görünümü

AKTİF (VARLIKLAR)	PASİF (YÜKÜMLÜLÜKLER)
1- Dış Varlıklar	1- Toplam Döviz Yükümlülükleri
2- İç Varlıklar	- Dış Yükümlülükler
3- Değerleme Hesabı	- İç Yükümlülükler
	2- Merkez Bankası Parası (TL Yükümlülükler)
	- Rezerv Para
	- Emisyon
	- Bankalar Mevduatı
	- Fon Hesapları
	- Banka Dışı Kesim Mevduatı
	- Diğer Merkez Bankası Parası
	- Açık Piyasa İşlemleri
	- Kamu Mevduatı

Kaynak: TCMB, İstatistiki Veriler, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Toplulaştırma ve netleştirmenin bilanço büyüklüğüne etkisini göstermek açısından, örneğin 30.09.2023 tarihli bilanço verilerine baktığımızda, TCMB standart bilançosunda aktif büyüklüğü 6,1 trilyon TL iken, aynı tarihli analitik bilançoda aktif büyüklüğünün 5,5 trilyon TL olduğu görülmektedir. (TCMB, İstatistiki Veriler)

“Dış Varlıklar”, “İç Varlıklar” ve “Değerleme Hesabı” analitik bilançonun aktifini, “Toplam Döviz Yükümlülükleri” ve “Merkez Bankası Parası” ise pasifi meydana getirmektedir.

Ticari bankalar sağladıkları kaynaklarla aktiflerinde yer alan kredi ve menkul kıymet gibi varlıkları finanse ederken, pasiften aktife doğru bir akış meydana gelmekte; merkez bankaları ise ulusal para düzeyini belirleme gücünden hareketle, aktiflerini doğrudan kontrol ettikleri pasifteki TL kalemlerle finanse etmekte, önce

aktifinde varlık yaratmakta sonra bunu finanse etmek için pasifinde kaynak üretmekte, akış esas itibarıyla aktiften pasife doğru olmaktadır (TCMB, 2016, s.40). Merkez bankası işlemlerinin karşı tarafında ticari bankalar bulunduğu için, yapılan işlemler sadece merkez bankası bilançosunu değil, ticari bankaların bilançolarını, bankaların kredi ve diğer amaçlarla kullanabilecekleri fon miktarını ve likidite düzeyini de etkilemektedir.

Bilanço yönetimi açısından, aktifte dış varlıkların, pasifte TL yükümlülüklerin fazla olması tercih edilmektedir. Merkez bankası yükümlülüklerini, diğer bir ifadeyle bilançosunun pasifini değiştirerek ekonominin likiditesini ayarlamaktadır. Analitik bilançonun pasifi, TCMB'nin piyasayı etkileme gücü üzerinde belirleyici olmakta, yabancı para yükümlülüklerindeki artış para politikasının yönlendirme gücünü zayıflatmakta, bu nedenle bilanço büyüklüğü içinde TL yükümlülüklerin fazla olması tercih edilmekte, varlıkların döviz yerine TL yükümlülüklerle finanse edilmesi bilançonun kontrolü açısından önem taşımaktadır (TCMB, 2016, s.37).

Analitik bilançoyu oluşturan ana kalemler ve bunların taşıdıkları önem aşağıda kısaca açıklanmaktadır.

a.) Dış Varlıklar: TCMB bilançosunun aktifinde ayrı kalemlerde sunulan altın mevcudu, kasalardaki efektifler, yurtdışı bankalar nezdindeki döviz mevcudu ve diğer döviz alacakları analitik bilançoda dış varlıklar ana kaleminde birleştirilmektedir. Merkez Bankasının döviz ve altın cinsinden tuttuğu varlıkları gösteren dış varlıkların yüksek olması, Türkiye gibi dolarizasyonun yüksek olduğu, sermaye hareketlerinin piyasada dalgalanmalar yarattığı ülkelerde tercih edilmektedir. Dış varlıkların aktifler içindeki yüksekliği bir bakıma Merkez Bankasının aktif kalitesini, kredibilitesini, döviz talebini karşılama kapasitesini ve şoklara göstereceği tepki gücünü yansıtmaktadır. Yabancı para cinsinden yurt içine verilen krediler ve yurt içinden alınan döviz tahvilleri dış varlıklara değil, iç varlıklara dâhil edilmektedir (TCMB, 2018, s.6).

b.) İç Varlıklar: “Hazine Borçları” ve “Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler” kalemleri iç varlıkların ana kalemleridir. Yurt içine verilen döviz kredileri ve yurt içi yerleşiklerin ihracına konu tahvil ve diğer borçlanma araçlarına TCMB tarafından yapılan yatırımlar da iç varlıklarda izlenmektedir. TL cinsinden verilir döviz karşılığı tahsil edilen reeskont kredileri alacak olarak izlendikleri dönemde, analitik bilançoda iç varlıklar altında bankacılık sektörüne açılan krediler kaleminde izlenmekte, döviz olarak tahsil edildiklerinde ise dış varlıklarda izlenmektedir.

c.) Değerleme Hesabı: Bilanço içi döviz/altın varlık ve yükümlülüklerinin bilanço düzenleme tarihindeki döviz kurları üzerinden yeniden değerlendirilmesi sonucu oluşan net fark değerlendirme hesabına konu edilmektedir. Swap gibi bilanço dışı kalemler bu hesaplama konu edilmemektedir. Analitik bilanço aktifinde bu hesabın eksi bakiyeli olması lehe bir farkın olduğunu göstermektedir. Örneğin, dış varlıkların döviz yükümlülüklerinden daha yüksek olması (net dış varlıkların pozitif olması) durumunda, döviz kurlarındaki artış lehe bir durum yaratmaktadır. Bu farklar gerçekleşmemiş kâr/zarar mahiyetinde olup, zaman içinde yabancı para ve altın varlık-yükümlülüklerindeki ve döviz kurlarındaki değişime bağlı olarak aşağı ve yukarı yönlü hareket etmektedir. Bu kaleme konu kâr ve zararın gerçekleşmesi hâlinde, örneğin döviz varlığının satılması gibi, ilgili tutarlar kâr ve zarar hesaplarına aktarılmaktadır (TCMB, 2016, s.15).

d.) Döviz Yükümlülükleri: Analitik bilançonun pasifinde yer alan ve TL dışındaki yükümlülükler olarak tanımlanan döviz yükümlülükleri, yurt dışına döviz yükümlülükleri (dış yükümlülükler) ile kamu ve bankaların döviz mevduatlarından oluşan yurt içine döviz yükümlülüklerinden (iç yükümlülükler) oluşmaktadır. Yabancı para zorunlu karşılıklar dâhil olmak üzere yurt içi bankacılık kesiminin mevduatını içeren “bankalar döviz mevduatı” iç yükümlülükler altında izlenmektedir.

e.) Merkez Bankası Parası (MBP): TL yükümlülükleri gösteren ve para arzının şekillenmesinde önemli bir bileşen olan MBP, para politikasının genişletici veya

daraltıcı yönünün ve özellikle ticari bankalar ve kamu kesimi ile ilişkilerin izlenmesinde kullanılmaktadır. MBP kaleminin toplam yükümlülüklerle oranının artması TCMB'nin piyasaya müdahale gücünün arttığını, yurt içi ekonomik birimlerin daha fazla TL bulundurduklarını, para politikasının etkinliğinin yüksek olduğunu göstermektedir (TCMB, 2016, s.37, 41). Neticede Merkez Bankası ulusal parayı basmak veya piyasadaki TL likiditeyi yönlendirmek konusunda otoriteye sahiptir. Döviz yükümlülüklerinde ise rezervlerin güçlü olmasına bağlı olarak, ama her hâlükârda sınırlı ölçüde bir tepki geliştirilebilecektir.

Para politikası, ekonominin likiditesinin ihtiyaçlar doğrultusunda sağlanması ile ilgilendiğinden merkez bankaları sisteme olan yükümlülüklerini değiştirerek likidite ayarlamasına yönelmektedir (Serdengeçti, 1997). MBP, özellikle piyasadaki likiditenin düzenlenmesine dönük adımların izlenmesi adına önemli bir göstergedir. Yabancı para ödünç alınması veya ödünç verilmesi gibi bir tarafında TL'nin bulunmadığı işlemlerin konu edilmediği, ancak TL işlemlerle birlikte, TL karşılığı yapılan döviz alım ve satım işlemlerinden de etkilenen MBP, "Rezerv Para" ve "Diğer Merkez Bankası Parası" kalemlerinden oluşmaktadır.

Para tabanı, rezerv para içindeki emisyon ve bankalar mevduatı kalemlerinin toplamından oluşurken, piyasadaki likiditeyi düzenlemek için yapılan açık piyasa işlemleri sonucu bankacılık kesimine karşı oluşan yükümlülüğün (ya da alacağın) rezerv paraya eklenmesiyle parasal tabana ulaşılmaktadır (TCMB, 2016, s.43-45).

Analitik bilançoda açık piyasa işlemlerinin (-) bakiyeli olması, merkez bankasının alacaklı olduğunu ve piyasanın fonlandığını, (+) bakiyeli olması ise TCMB'nin nette piyasadan fon çektiğini ve borçlu olduğunu göstermektedir.

3.2 ANALİTİK BİLANÇODA KRİTİK GÖSTERGELER

Para politikasının etkin olarak yürütülmesinde, merkez bankasının sadece idari ve araç bağımsızlığına sahip olması değil, aynı zamanda kendi bilançosu üzerinde kontrol gücünün bulunması gerekmektedir. Yukarıda analitik bilançoğu oluşturan

ana kalemlerle ilgili değerlendirmelere yer verilmiştir. Analitik bilançodan türetilen çeşitli rasyolar bilanço analizlerinde kullanılmaktadır (TCMB, 2006, s.52-57). Analiz yapanın amacına ve hassas olunan nokta ve büyüklüklere göre farklı rasyolar kullanılmakla birlikte tarafımızca bilanço analizinde ne çıkan iki ana başlık ve bunlara bağlı çeşitli rasyolar aşağıda özetlenmiştir.

a.) Döviz Varlık ve Yükümlülüklerinin Yönetilmesi: Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan, demeler dengesinde kırılganlıklar taşıyabilen ve yurt içinde önemli düzeyde dolarizasyonun olduğu ekonomilerde merkez bankası bilançosunda dış varlıkların payının yüksek, döviz yükümlülüklerinin payının düşük olması önemlidir.

Aşağıdaki göstergeler TCMB'nin dış varlık/rezerv gücünü ve bilançosunu yönetebilme kabiliyetini göstermektedir.

- Dış Varlıklarda Değişim
- Dış Varlıklar / Aktifler
- Döviz Yükümlülüklerinde Değişim
- Döviz Yükümlülükleri / Pasifler
- Dış Varlıklar / Döviz Yükümlülükleri
- "Dış Varlıklar-Döviz Yükümlülükleri"nde değişim
- Brüt ve Net Rezervlerde Değişim

TCMB bilançosunun TL değerler üzerinden hesaplanması ve bir bilanço dışı işlem niteliğinde olan swapları içermemesi nedeniyle, çalışmada rezervler ayrı bir başlıkta USD olarak incelenmektedir.

b.) Likiditeyi Yönlendirebilme Gücü: TCMB'nin gücü, piyasadaki likiditenin ayarlanmasında kullanılan pasiflerin ağırlıkla TL yükümlülüklerinden oluşmasına bağlıdır. Yükümlülükler içinde döviz yükümlülüklerinin payının yükselmesi, ticari bankaların ve diğer iktisadi birimlerin işlem, varlık ve yükümlülüklerinde daha fazla şekilde yabancı paraya yneldiklerine işaret etmekte ve bu durum TCMB'nin likiditeyi ayarlama ve iktisadi birimleri yönlendirebilme gücünü zayıflatmaktadır. TCMB'nin

etkinliğinin bağlı olduğu parasal aktarım mekanizması; TCMB'nin gerek fonlama tutarı, gerekse fonlama maliyeti üzerinden iktisadi birimlerin tasarruf-tüketim-yatırım davranışlarını ve toplam talebi belirli bir zaman aralığında yönlendirebilme gücünü ifade etmektedir. Parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde parasal taban, rezerv miktarı, faiz oranları gibi araçlar etkilidir (TCMB, 2013b, s.4-5). Bilançoda TL yükümlülüklerin payının azalması parasal aktarım mekanizmasının zayıflaması anlamına gelecektir.

TCMB'nin TL yükümlülükleri analitik bilanço pasifinde "Merkez Bankası Parası (MBP)" altında izlenmektedir. Bir önceki alt başlıkta yer alan dış varlık/rezerv gücü kaynaklı göstergelerle bağlantılı olarak aşağıdaki ilave göstergeler de TCMB'nin bilanço ve likiditeyi yönetebilme gücünü göstermektedir.

- İç Varlıklar / Aktifler
- MBP / Pasifler
- Rezerv Para /MBP
- Rezerv Para / Pasifler
- Parasal Taban / Pasifler

5. FİNANSAL ANALİZ

Çalışmanın kapsadığı Eylül 2021-Eylül 2023 döneminde TCMB analitik bilançosunun aldığı görünüm aşağıda sunulmaktadır. İlgili dönem içinde yer alan yıl sonları (2021 ve 2022) ve geleneksel olmayan politikanın uygulanmaya başladığı Eylül 2021'den itibaren yıllık değişimin görülebilmesi için Eylül 2022 ve Eylül 2023 dönemleri ve söz konusu politikadan çıkılarak daha geleneksel politikalara geçişin yapıldığı Haziran 2023 dönemi de tabloya yansıtılarak ilgili dönemin alt dönemler itibarıyla önemli kırılım tarihleri kapsamıştır.

Tablo 1. TCMB Bilançosunun Gelişimi

BİLANÇO KALEMLERİ / 000 TL						
AKTİFLER	30.09.2021	31.12.2021	30.09.2022	31.12.2022	30.06.2023	30.09.2023
DIŞ VARLIKLAR	1.088.236.134	1.478.087.878	2.053.515.986	2.445.956.714	2.864.639.361	3.401.758.038
İÇ VARLIKLAR	229.643.000	211.895.931	335.141.328	373.886.269	680.464.356	1.335.983.697
Nakit İşlemler	229.643.001	211.895.931	335.141.329	373.886.269	680.464.355	1.335.983.697
Hazine Borçları	82.478.387	73.903.255	132.331.956	150.346.026	231.698.310	180.464.892
Bankacılık Sekt. Açılan Nakit Krediler	171.160.719	198.162.918	218.103.003	264.760.644	367.315.538	387.391.794
Diğer Kalemler	-23.996.105	-60.170.242	-15.293.630	-41.220.401	81.450.507	768.127.011
DEĞERLEME HESABI	-75.448.782	-53.610.993	308.403.331	329.137.160	576.652.736	800.522.068
AKTİF TOPLAMI	1.242.430.353	1.636.372.815	2.697.060.645	3.148.980.142	4.121.756.452	5.538.263.802
PASİFLER						
TOPLAM DÖVİZ YÜKÜMLÜLÜKLERİ	928.278.049	1.489.673.074	1.944.331.603	2.124.854.617	2.950.556.460	3.066.441.887
Dış Yükümlülükler	116.009.867	173.950.628	309.400.600	315.087.686	817.576.334	818.629.985
İç Yükümlülükler	812.268.182	1.315.722.446	1.634.931.004	1.809.766.930	2.132.980.126	2.247.811.902
Kamu ve Diğer Döviz Mevduatı	130.844.796	147.325.457	119.367.883	221.326.706	358.268.014	276.629.067
Bankalar Döviz Mevduatı	681.423.386	1.168.396.989	1.515.563.120	1.588.440.224	1.774.712.112	1.971.182.835
MERKEZ BANKASI PARASI	314.152.304	146.699.741	752.729.042	1.024.125.526	1.171.199.992	2.471.821.915
Rezerv Para	500.989.517	620.479.457	941.305.773	1.045.521.861	1.223.690.836	2.132.900.231
Emisyon	218.776.912	235.377.440	319.888.288	341.798.643	515.954.436	452.054.266
Bankalar Mevduatı	281.932.935	384.715.907	619.361.312	700.839.269	703.024.872	1.675.370.862
Serbest Mevduat	281.932.935	384.715.907	619.361.312	700.839.269	703.024.872	1.675.370.862
Fon hesapları	87.592	193.952	110.012	188.788	149.313	511.390
Banka Dışı Kesim Mevduatı	192.078	192.158	1.946.161	2.695.161	4.562.215	4.963.713
Diğer Merkez Bankası Parası	-186.837.213	-473.779.715	-188.576.732	-21.396.335	-52.490.843	338.921.685
Açık Piyasa İşlemleri	-301.608.176	-563.598.511	-281.102.635	-174.498.421	-235.818.789	-161.101.381
Kamu Mevduatı	114.770.963	89.818.796	92.525.903	153.102.086	183.327.946	500.023.067
PASİF TOPLAMI	1.242.430.353	1.636.372.815	2.697.060.645	3.148.980.142	4.121.756.452	5.538.263.802

Kaynak: TCMB, Merkez Bankası Bilanço Verileri, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>

TCMB bilançosunu oluşturan önemli ve anlamlı kalemlerin toplam bilanço büyüklüğüne ve ait olduğu ana hesaba oranlanması ile hesaplanan bazı rasyolar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 2. TCMB Bilançosu Rasyoları

BİLANÇO RASYOLARI	30.09.2021	31.12.2021	30.09.2022	31.12.2022	30.06.2023	30.09.2023
Dış Varlıklar / Aktifler	87,6%	90,3%	76,1%	77,7%	69,5%	61,4%
İç Varlıklar / Aktifler	18,5%	12,9%	12,4%	11,9%	16,5%	24,1%
Değerleme Hesabı / Aktifler	-6,1%	-3,3%	11,4%	10,5%	14,0%	14,5%
Toplam Döviz Yükümlülükleri / Pasifler	74,7%	91,0%	72,1%	67,5%	71,6%	55,4%
Dış Varlıklar / T.Döviz Yükümlülükleri	117,2%	99,2%	105,6%	115,1%	97,1%	110,9%
(Dış Varlıklar-T.Döviz Yük.) / Aktifler	12,9%	-0,7%	4,0%	10,2%	-2,1%	6,1%
Dış Yükümlülükler / T.Döviz Yük.	12,5%	11,7%	15,9%	14,8%	27,7%	26,7%
Dış Yükümlülükler / Pasifler	9,3%	10,6%	11,5%	10,0%	19,8%	14,8%
İç Yükümlülükler / T.Döviz Yük.	87,5%	88,3%	84,1%	85,2%	72,3%	73,3%
İç Yükümlülükler / Pasifler	65,4%	80,4%	60,6%	57,5%	51,7%	40,6%
Merkez Bankası Parası / Pasifler	25,3%	9,0%	27,9%	32,5%	28,4%	44,6%
Rezerv Para / Merkez Bankası Parası	159,5%	423,0%	125,1%	102,1%	104,5%	86,3%
Rezerv Para / Pasifler	40,3%	37,9%	34,9%	33,2%	29,7%	38,5%
Parasal Taban / Merkez Bankası Parası	63,5%	38,8%	87,7%	85,1%	84,3%	79,8%
Parasal Taban / Pasifler	16,0%	3,5%	24,5%	27,7%	24,0%	35,6%

Kaynak: Tablo 1'de yer alan TCMB bilanço verileri üzerinden tarafımızca hesaplanmıştır.(TCMB, Merkez Bankası Bilanço Verileri, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>)

TCMB ana bilanço kalemlerinin çalışmanın kapsadığı inceleme dönemindeki büyüme oranları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 3. TCMB Bilançosu Ana Kalemlerdeki Büyüme

TL Cinsinden Büyüme	30.09.2021- 30.09.2022	30.09.2021- 31.12.2022	30.09.2021- 30.06.2023	30.09.2021- 30.09.2023
Aktif Büyümesi	117,1%	153,5%	231,7%	345,8%
Reel Büyüme	18,3%	28,2%	40,1%	50,4%
Dış Varlık Büyümesi	88,7%	124,8%	163,2%	212,6%
Reel Büyüme	2,9%	13,7%	11,1%	5,5%
Dış Varlık Büyümesi (USD Cinsinden)	-9,8%	6,3%	-9,9%	1,0%
İç Varlık Büyümesi	45,9%	62,8%	196,3%	481,8%
Reel Büyüme	-20,4%	-17,7%	25,1%	96,3%
Döviz Yükümlülükleri Büyümesi	109,5%	128,9%	217,9%	230,3%
Reel Büyüme	14,2%	15,8%	34,2%	11,5%
Döviz Yükümlülükleri Büyümesi (USD Cinsinden)	0,1%	8,3%	8,9%	6,7%
Dış Yükümlülükler Büyümesi	166,7%	171,6%	604,7%	605,7%
Reel Büyüme	45,4%	37,4%	197,6%	138,1%
İç Yükümlülükler (Döviz) Büyümesi	101,3%	122,8%	162,6%	176,7%
Reel Büyüme	9,7%	12,7%	10,9%	-6,6%
"Dış Varlıklar-Döviz Yükümlülükleri"nde Büyüme	-31,7%	100,7%	-153,7%	109,6%
Reel Büyüme	-62,8%	1,5%	-122,7%	-29,3%
"Dış Varlıklar-Döviz Yükümlülükleri"nde Büyüme (USD)	-67,4%	-5,1%	-118,4%	-32,3%
Bankalar Döviz Mevduatı Büyümesi (İç Yük.)	122,4%	133,1%	160,4%	189,3%
Reel Büyüme	21,2%	17,9%	10,0%	-2,4%
Merkez Bankası Parası Büyümesi	139,6%	226,0%	272,8%	686,8%
Reel Büyüme	30,6%	64,9%	57,4%	165,5%
Rezerv Para Büyümesi	87,9%	108,7%	144,3%	325,7%
Reel Büyüme	2,4%	5,5%	3,1%	43,7%
Parasal Taban (Rezerv Para + Açık Piy.İşl) Büyümesi	231,1%	336,9%	395,5%	889,0%
Reel Büyüme	80,5%	120,9%	109,2%	233,7%
Reel Büyüme İçin Kullanılan TÜFE Oranları				
30.09.2021-30.09.2022 TÜFE	83,45%			
30.09.2021-31.12.2022 TÜFE	97,74%			
30.09.2021-30.06.2023 TÜFE	136,85%			
30.09.2021-30.09.2023 TÜFE	196,33%			

Kaynak: Tablo 1’de kullanılan TCMB bilanço verileri üzerinden tarafımızca hesaplanmıştır. Reel büyümenin hesaplanmasında kullanılan ilgili alt dönemlere ilişkin kümüle TÜFE oranları için Enflasyon Hesaplayıcısı, <https://herkesicin.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ekonomi/hie/icerik/enflasyon+hesaplayici>

Yukarıda yer alan veriler önceki başlıklarda yer alan analitik bilançoya ilişkin kritik göstergeler bağlamında aşağıda analiz edilmektedir.

5.1 DÖVİZ VARLIK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİNİN YÖNETİLMESİ

Dolarizasyonun ve döviz yükümlülüklerinin yüksek olduğu, ödemeler dengesi kaynaklı döviz ihtiyacının süreklilik taşıdığı, ekonomide dalgalanmaların arttığı ve beklentilerin kötümser bir karakter taşıdığı dönemlerde yurt içi döviz talebinin daha da arttığı bir ekonomiye sahip Türkiye’de TCMB bilançosunda aktiflerde dış

varlıkların payının yüksek olması, pasiflerde ise döviz yükümlülüklerinin düşük olması tercih edilmektedir.

Analitik bilançoda 1,2 trilyon TL'lik aktif büyüklüğünün mevcut olduğu Eylül 2021 döneminde dış varlıkların aktifler içindeki payı %87,6 iken, 2022'den itibaren bu oran olumsuz bir trend içinde gerilemeye başlayarak 2022 sonunda %77,7'ye, geleneksel olmayan politikaya son verilen Haziran 2023 döneminde %69,5'a, Eylül 2023'de ise 5,5 trilyon TL'lik aktif toplamı içinde %61,4'e gerilemiştir. Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde takriben 1,1 trilyon TL'den 2,8 trilyon TL'ye yükselen dış varlıklar, TL cinsinden, Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde nominal %163 (reel %11) artmıştır. (Bu artışta bir ölçüde döviz kurundaki artış etkili olup, bu nedenle aşağıda rezervler kısmında dolar cinsinden değerlendirmeler yapılmaktadır.) İç varlıkların söz konusu dönemde nominal %196 (reel %25) artması dış varlıkların aktifteki payında azalmaya yol açmıştır.

Toplam döviz yükümlülükleri Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde 928 milyar TL'den 3 trilyon TL'ye (nominal %218, reel %34 artış) yükselmiş, pasifler içindeki payı ise, aynı dönemde nominal %273 (reel %57) büyüyen MBP'nin bilanço payındaki artışa bağlı olarak %74,7'den %71,6'ya gerilemiştir. Ancak Haziran 2023 sonrasında MBP'nin keskin şekilde artması sonucu döviz yükümlülüklerinin payı %55'e düşmüştür. KKM hesaplarına konu farkların TCMB tarafından TL olarak ödenmesi MBP'de sağlıklı olmayan artışlara neden olduğu için, döviz yükümlülüklerinin payındaki azalışta etkili olan TL yükümlülüklerindeki artışın kaynağının doğru analiz edilmesi önem taşımaktadır. Ancak KKM kaynaklı ödemelerin açıklanmaması, kur değişimi ve faiz oranları üzerinden tahmini hesaplamalara ve yorumlara yol açmaktadır.

Dış varlıklar ile toplam döviz yükümlülükleri arasındaki fark ise ilgili dönemde %109 büyürken, alt dönemlere bakıldığında dalgalı bir tablo görülmektedir. Aşağıda rezervlere ilişkin kısımda ayrıca işaret edileceği üzere, geleneksel olmayan politikaların izlendiği ve KKM aracılığıyla rezervlere ilave girişlerin sağlandığı Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde ilgili farkın önemli ölçüde küçülerek negatife döndüğü,

geleneksel politikalara dönülmesini takiben Temmuz-Eylül 2023 döneminde ilgili farkın yeniden pozitif döndüğü görülmektedir. “Dış Varlık-T.Döviz Yükümlülükleri”nin aktiflere oranı Eylül 2021’de %13 iken, 2022 içinde gerilemiş, Eylül 2022’de %4, Aralık 2022’de %10,2 olarak gerçekleşmiş, 2023 ilk yarısında keskin bir düşüşle negatif %2,1 düzeyine gerilemiş ve Temmuz-Eylül 2023 dönemindeki artışla %6,1’e ulaşmıştır.

Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde USD cinsinden dış varlıklar %10 azalırken, döviz yükümlülükleri ise %8,9 artmıştır. Geleneksel politikaların terk edildiği Haziran 2023 sonrası dönem analize dâhil edildiğinde, Eylül 2021-Eylül 2023 döneminde USD cinsinden dış varlıklar %1 artarken, döviz yükümlülükleri %6,7 artmıştır.

Toplam döviz yükümlülüklerinin bileşimine bakıldığında ise, dış yükümlülüklerinin payı %12,5’den %26,7’ye yükselmiş ve belirtilen değişime bağlı olarak iç yükümlülüklerin payı %87,5’den %73,3’e düşmüştür. Dış yükümlülüklerin payındaki artışta belirleyici olan hesap, yurt dışı bankalara olan yükümlülükteki artıştır.

Özetle; aktiflerde dış varlıkların payında keskin bir düşüş, pasiflerde ise döviz yükümlülüklerinin payında görece düşük bir azalış yaşanmıştır. Dolayısıyla geleneksel olmayan para politikasının uygulandığı bir dönemde Türkiye açısından TCMB bilançosundaki kırılganlık artmıştır. Bu kırılganlığı daha somut ve döviz cinsinden göstermek için rezervlerdeki dönüşüme bakılması faydalı olacaktır.

5.2 REZERVLER

Yukarıda TL üzerinden düzenlenmiş TCMB bilançosundan hareketle bilanço kalemlerindeki değişim gösterilmiştir. Ancak TCMB bilançosunda yüksek miktarda döviz cinsinden varlık ve yükümlülük bulunduğu ve bu veriler üzerinden rezervler hesaplandığı için, rezervlerin dolar cinsinden sunularak değişimin ortaya konulması önem taşımaktadır. Rezervlerin hesaplanması basit şekilde dış varlıklar üzerinden

brüt rezervin ya da dış varlıklar ve döviz yükümlülükleri arasındaki fark üzerinden net rezervin hesaplanması şeklinde gerçekleştirilmemektedir.

Altın ve döviz içeren brüt rezervler; TCMB'nin aktifinde yer alan döviz –altın varlıklarını ifade etmektedir. Türkiye’de brüt rezervin büyük kısmı yurt dışı bankalar nezdinde tutulan döviz mevduatı ve yabancı para menkul kıymetler ile altın rezervlerinden oluşmaktadır.

Brüt rezervlerden bilanço içi döviz yükümlülükleri düşülerek net rezervler bulunmaktadır. Net rezervlerin hesaplanmasında bir iç yükümlülük kalemi olan “Kamu Sektörü Yabancı Para Mevduatı” dikkate alınmamakta, başka bir ifadeyle bu tutar döviz yükümlülükleri içine dâhil edilmemektedir.

Son dönemde rezervlerin artırılması için kullanılan swaplar nedeniyle swap sonrası net rezervler de aşağıda sunulmuştur. Swap işleminde, TCMB yurt içi ve dışı finansal kurumlar ve merkez bankalarından saptanmış bir süre için döviz alarak karşılığında TL vermekte ve vadesinde döviz iade etme yükümlülüğü altına girmektedir. Swaplara konu edilen döviz miktarı, alındığı tarihte bilanço içinde dış varlıklara kaydedilerek rezervleri artırıcı etki doğururken, ödünç döviz tutarını iade etme taahhüdü ise bilanço dışında nazım hesaplarda izlenmektedir. Bu nedenle sadece bilanço içi verilerden hareket edilmesi büyük resmin bir parçasını sunmakta olup, swapların düşülmesiyle rezervlerin ayrıca hesaplanması kritik önemdedir.

Diğer yandan, Aralık 2021 döneminde başlatılan kur korumalı mevduat (KKM) uygulamasıyla da TCMB farklı bir rezerv kaynağı edinirken, aynı zamanda yeni bir yükümlülüğün altına girmiştir. Mevduat sahibinin talebi üzerine döviz hesaplarından TL olarak izlenen KKM hesaplarına aktarılan döviz tutarları ticari bankalar tarafından TCMB’ye devredilmektedir. Döviz dönüşümlü KKM hesabının açılışında TCMB'nin rezervi artmakta (bilanço içi varlık artışı), ticari bankanın ise döviz mevduatı azalırken, TL mevduatı yükselmekte; aynı zamanda TCMB ileride müşterinin talep etmesi hâlinde döviz olarak mevduat tutarını iade etme yükümlülüğü (bilanço dışı yükümlülük artışı) altına girmektedir.

Opsiyon niteliği taşıyan KKM hesaplarının dikkate alınması iki açıdan önemlidir. Birincisi, TCMB'nin rezervlerindeki değişim izlenirken, rezerv artışının kaynağının saptanması ve artışın ne kadarlık bir kısmının olağan rezerv artışı (yurt içine sermaye girişi ve/veya döviz alımı), ne kadarlık kısmının KKM kaynaklı olduğunun belirlenmesi bakımından KKM hesapları önemlidir. İkincisi ise, TCMB'nin gelecekte karşılaşılabileceği muhtemel döviz talebinin belirlenmesidir. Diğer yandan, mevduat müşterilerinin döviz talep etmeleri hâlinde ilgili dövizin TCMB hesaplarından çıkılarak ilgili ticari bankaya aktarılacağı (hesap açılışındaki işlemin tersi), ancak TCMB'nin swap yoluyla bu tutarı bankalardan yeniden kendisine çekebileceği, bu suretle müşterilere olan KKM opsiyon yükümlülüğünün ticari bankalara olan swap yükümlülüğüne dönüşebileceği, efektif akışına yol açılmayabileceği, başka bir ifadeyle bilanço içi hesaplardan net döviz çıkışı zorunluluğu doğmayabileceği hatırlanmalıdır.

Yukarıda özetlenen döviz dönüşümlü KKM hesapları dışında doğrudan TL mevduat hesaplarından KKM'ye geçiş imkânı da bulunmaktadır. Hâlihazırda, ilgili otoriteler sadece toplam KKM büyüklüğünü TL bazında açıklarken, KKM'nin ne kadarının TCMB'ye döviz yükümlülüğü doğuran döviz dönüşümlü hesaplardan kaynaklandığını paylaşmamaktadır. Bu nedenle medyada yer alan ve ortalama olarak KKM hesaplarının %70'inin döviz dönüşümlü hesaplardan kaynaklandığına dönük bilgi kullanılarak aşağıdaki tabloda yer alan hesaplama yapılmıştır. Dolayısıyla KKM büyüklüğünün %70'inin TCMB'nin döviz taahhüdü kapsamında olduğu dikkate alınmıştır. KKM büyüklüğünün TL olarak ilan edilmesi nedeniyle bu tutarın dolar karşılığı kullanılmıştır.

Yukarıdaki açıklamaların işaret ettiği rezerv büyüklükleri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 4. Rezervler

Milyon USD	30.09.2021	31.12.2021	30.09.2022	31.12.2022	30.06.2023	30.09.2023	Değişim	
							30.09.2021-30.06.2023	30.09.2021-30.09.2023
Brüt Rezervler	122.043	111.051	107.047	128.754	108.586	122.202	-13.457	159
Net Rezervler	29.793	8.339	9.722	27.544	9.825	20.636	-19.968	-9.156
Swaplar	-68.523	-64.694	-68.743	-71.005	-60.139	-76.959	8.384	-8.436
Swap Hariç Net Rezerv	-38.730	-56.355	-59.021	-43.461	-50.314	-56.323	-11.584	-17.592
Toplam KKM Yükümlülüğü	0	5.400	75.897	75.787	106.065	121.111	106.065	121.111
KKM (%70) (Döviz Dönüştümlü KKM)	0	3.780	53.128	53.051	74.246	84.778	74.246	84.778
Swap ve KKM (%70) Sonrası Net Rezerv	-38.730	-60.135	-112.149	-96.512	-124.560	-141.100	-85.829	-102.370

Kaynak: Brüt rezervler için EVDS sisteminde (<http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>) TCMB, Merkez Bankası Rezervleri tablosu, net rezervler için “MB Bilançosu - Stand By-18.01.2002 Tarihli Niyet Mektubu ile Belirlenmiş (Cari) Tablosundaki”, 2A Net Uluslararası Rezervler kalemi, swaplar için Uluslararası Rezervler Ve Döviz Likiditesi tablosundaki veriler üzerinden hesaplamalar yapılmıştır. KKM büyüklükleri (TL ve USD bazında) BDDK, Haftalık Bülten verilerinden (<http://www.bddk.org.tr/BultenHaftalik>) ilgili tarihlere en yakın haftalık rapor verisinden alınmıştır. KKM'ye ilişkin hesaplamada kullanılan %70 oranı ise yukarıda açıklandığı üzere KKM'nin döviz dönüştümlü hesaplara ait kısmı olduğuna ilişkin medyada yer alan bir oran olarak dikkate alınmıştır.

Eylül 2021 döneminde 122 milyar USD'lik brüt rezerv, KKM ve swap kaynaklı girişlere rağmen 2022'de gerilemeye başlayarak Eylül 2022 döneminde 107 milyar USD'ye düşmüştür. Geleneksel olmayan politikaların ilk yılında net rezervler 29,7 milyar USD'den 9,7 milyar USD'ye düşerken, swap sonrası net rezerv ise negatif 38,7 milyar USD'den negatif 59 milyar USD'ye gerilemiştir. İlgili dönemde, yukarıda açıklanan şekilde hesaplanan KKM kaynaklı döviz yükümlülüğü de dikkate alındığında swap ve KKM sonrası net rezervler negatif 38,7 milyar USD'den negatif 112 milyar USD'ye gerilemiştir.

2022 son çeyreğinde rezervlerde toparlanma gözlemlenirken, 2023 yılının ilk yarısında yeniden rezerv kaybı meydana gelmiştir. Geleneksel olmayan para politikasının uygulanmaya başlandığı ve sonlandırıldığı tarihleri içeren Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde, dövizden dönüştümlü KKM hesapları kaynaklı tahmini 74 milyar USD'lik döviz girişine rağmen, brüt rezervler 13,5 milyar USD (%11), net rezervler 20 milyar USD (%67), swap hariç net rezervler 11,5 milyar USD (%30) azalırken, Eylül 2021 döneminde mevcut olmayan KKM'nin 2021 sonunda devreye

alınmasına karşın swap ve KKM sonrası net rezervler 85,8 milyar USD (%221) gerilemiştir. Bu gerileme, Tablo 1.'de gösterilen "Değerleme Hesabı"nın eksi bakiyeden (lehe fark) artı bakiyeye (aleyhe fark) dönüşüne sebebiyet vermiştir. Bilanço içi dış varlıkların dış yükümlülüklerin altında olması ve kur artışı bu duruma sebebiyet vermiştir. Değerleme Hesabı'nın bilanço dışı (swap gibi) yükümlülükleri ve bilanço dışında izlenilmesinin gerektiğini düşündüğümüz dövizden dönüşümlü KKM türü yükümlülükleri içermediği, bu tür yükümlülüklerin de dikkate alınması hâlinde gerçekleşmemiş zarar niteliğindeki "Değerleme Hesabı" kaynaklı aleyhe farkın daha da yüksek olabileceği belirtilebilir.

Geleneksel politikalara dönüşün başlatıldığı Temmuz-Eylül 2023 döneminde ise brüt ve net rezervlerde iyileşme yaşanırken swap hariç ve swap-KKM sonrası net rezervlerde ise bozulma devam etmiştir. Bu durum ilgili dönemde brüt ve net rezervlerdeki değişimin TCMB'nin standart döviz alımı veya döviz girişi yoluyla değil, swap ve KKM girişi yoluyla sağlandığını göstermektedir.

Bir önceki başlıkta bilanço içinde dış varlık ve döviz yükümlülükleri bakımından gözlemlenen keskin olumsuzluk rezervlerdeki değişimde de görülmektedir.

5.3 LİKİDİTEYİ YÖNLENDİREBİLME GÜCÜ

TCMB'nin piyasadaki likiditeyi ayarlayabilmesi ve parasal aktarım mekanizması üzerinden iktisadi birimlerin davranışlarını yönlendirebilmesi bakımından pasiflerinde kendisinin yönetebildiği TL yükümlülüklerin payının yüksek olması değerlidir. Pasiflerde döviz yükümlülüklerinin fazla olması ise tam olarak kontrol edilemeyen ve döviz girişine bağımlı bir durum yaratmaktadır.

MBP'nin bilanço payının %90'ın üzerinde olmasının sağlıklı bilançoya işaret ettiği yönünde görüşler mevcuttur (TCMB, 2006, s.51). Ancak çift paralı bir ekonomiye sahip olan ve dolarizasyonun yüksek olduğu Türkiye'de pasiflerde TL finansmanın payı oldukça düşüktür. TL yükümlülüklerin izlendiği analitik bilanço pasifinde yer

alan MBP'nin bilanço içindeki payı, geleneksel olmayan politikaların izlendiği Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde %25,3'den %28,4'e yükselmiş, bu dönemdeki büyümesi ise 314 milyar TL'den takriben 1,2 trilyon TL'ye nominal %273 (reel %57) düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde MBP'nin alt kalemlerinden olan ve nominal %144 (reel %3) genişleyen rezerv paranın payı gerilerken, pasifte (-) bakiye ile izlenen açık piyasa işlemlerinden kaynaklı alacaklardaki kısmi düşüş sonucu nominal %395 (reel %109) büyüyen parasal tabanın payındaki artış MBP'nin büyümesini sağlamıştır. [Rezerv paraya açık piyasa işlemlerinin ilave edilmesiyle hesaplanan parasal tabandaki artış, rezerv paradaki artış ve açık piyasa işlemlerine ait (-) bakiyenin düşmesi (TCMB'nin bankalardan alacağının azalması) sonucunda gerçekleşmiştir.]

Rezerv paranın en önemli bileşeni olan bankalar mevduatı, TCMB'nin ticari bankalara olan borcunu (yükümlülüğünü) göstermekte olup, Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde %149 büyümüştür.

Geleneksel politikalara geçişin yapıldığı Haziran 2023 sonrasında ise MBP'nin bilançodaki payında belirgin bir değişim meydana gelmiştir. Temmuz-Eylül 2023 döneminde, rezerv paranın bir alt kalemi olan bankalar mevduatının 703 milyar TL'den takriben 1,7 trilyon TL'ye yükselmesiyle MBP'de meydana gelen keskin artışın, Haziran 2023'den itibaren kurlarda meydana gelen yükseliş nedeniyle KKM hesapları için TCMB'den ödenen tutardan kaynaklandığı düşünülmektedir. Pasifte bankalar mevduatı hesabında meydana gelen artışın karşılığında aktifte "Diğer" kaleminde de benzer bir artış meydana gelmiştir. Temmuz-Eylül 2023 döneminde bankalar mevduatında işaret edilen değişim sonucu MBP'nin payı %28,4'den %44,6'ya yükselirken, bu gelişmeye bağlı olarak, tutar bazında fazla bir değişiklik göstermeyen döviz yükümlülüklerinin payı %71,6'dan %55,4'e gerilemiştir. Haziran 2023 sonrasında TL yükümlülüklerin payındaki artışta KKM hesaplarına yapılan ödemelerin etkili olduğunun düşünülmesi olumlu bir yorum yapılmasını güçleştirmektedir.

6 SONUÇ

Çalışma, Türkiye’de geleneksel olmayan para politikasının egemen olduğu Eylül 2021-Haziran 2023 dönemi ve yeniden geleneksel politikaya dönüşü temsil eden Haziran 2023 sonrasında TCMB bilançosunda meydana gelen değişimi ve bu değişimin hangi ölçüde sağlıklı olduğunu incelemektedir. Çalışmaya konu bilanço analizinde kritik noktalar, “Döviz Varlık ve Yükümlülüklerinin Yönetilmesi” ve “Likiditeyi Yönlendirebilme Gücü” başlıkları altında toplanarak değerlendirmeler yapılmıştır. TL bazında düzenlenen TCMB analitik bilançosu üzerinden yapılan analizlerin yanı sıra, döviz varlık ve yükümlülüklerine yönelik en sağlıklı göstergeler olan dolar cinsinden brüt, net, swap sonrası ve swap-KKM sonrası rezervlerdeki değişim de çalışmada sunulmuştur.

Geleneksel olmayan politikaların damgasını vurduğu Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde TCMB analitik bilançosunun aktifinde dış varlıkların payı %87,6’dan %69,5’a keskin şekilde gerilemiş, toplam döviz yükümlülüklerinin pasifteki payı ise %74,7’den %71,6’ya sınırlı ölçüde düşmüştür.

İlk etapta rezerv artışı yaratan, ancak aynı zamanda TCMB adına ileriye dönük döviz yükümlülüğü doğuran dövizden dönüşümlü KKM hesapları, çalışmada açıklanan yöntem üzerinden alternatif bir rezerv hesaplamasına konu edilmiştir. Geleneksel olmayan para politikasının uygulanmaya başlandığı ve sonlandırıldığı tarihleri içeren Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde, dövizden dönüşümlü KKM hesapları kaynaklı tahmini 74 milyar USD’lik döviz girişine rağmen, brüt rezervler 13,5 milyar USD (%11), net rezervler 20 milyar USD (%67), swap hariç net rezervler 11,5 milyar USD (%30), swap ve KKM sonrası net rezervler 85,8 milyar USD (%221) gerilemiştir.

Çalışmanın ulaştığı sonuçlar, geleneksel olmayan bir para politikasının izlendiği Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde aktiflerde dış varlıkların payının keskin şekilde azalarak aktif kalitesinde aşınmaya neden olduğunu ve rezervlerde büyük

bir kayıp yaşandığını göstermektedir. Bu durum TCMB'nin kredibilitesine ve beklentileri yönlendirebilme kabiliyetine ciddi ölçüde zarar vermiştir. Net rezervlerin sıfır düzeyine yaklaşması ve swap-KKM sonrası yüksek negatif rezervler özellikle ödemeler dengesi sorununun kritik bir hal aldığı dönemlerde ciddi bir tıkanmaya yol açma potansiyeli taşımaktadır.

Faiz ile enflasyon arasındaki bağın koparıldığı ve makro ihtiyati düzenlemelerle kredi-mevduat-tahvil faiz oranlarının baskılandığı ve yüksek reel negatif faize geçildiği Eylül 2021 sonrasında TCMB bilançosu dış varlıklar ve rezervler bakımından önemli bir aşınma ve kayıp yaşamıştır. Sınırları belirlenemeyen bir yükümlülük doğuran KKM gibi bir üründen TCMB'ye sağlanan döviz girişine rağmen yaşanan bu bozulma Haziran 2023 döneminde geçilen geleneksel politikalarla bir ölçüde durdurulmuştur. Sermaye hareketlerinin ve bankacılık-kambiyo işlemlerinin serbest olduğu bir ekonomik düzlemde, sistemin üzerine kurulu bulunduğu parametre ve denklemlere bağlı kalınması, piyasada oluşan fiyatları yapaylaştıracak, öngörülebilirliği ve kredibilitiyi azaltacak müdahalelere başvurulmaması, yapısal sorunlara ve kalıcı çözümlere odaklanması çok daha anlamlıdır.

KAYNAKÇA

- Ardıç, H. (2004). 1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İzlenmesi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Uzman Yeterlilik Tezi.
- Atlantic Council (2023). Monetary Policy Hub. <https://www.atlanticcouncil.org/monetary-policy-hub/#:~:text=The%20Big%204%20Central%20Banks,functioning%20of%20global%20financial%20markets;%20>. Erişim Tarihi: 05.12.2023.
- Bagus, P. ve Howden, D. (2016). Central Bank Balance Sheet Analysis. Munich Personal RePEc Archive, Paper No: 79801.
- Bailey, A., Bridges, J., Harrison, R., Jones, J. ve Mankodi, A. (2020). The Central Bank Balance Sheet as a Policy Tool: Past, Present and Future. The Bank of England, Staff Working Paper No. 899.)
- Bayraktar Daştan, C., Baday Yıldız, E. ve Berber, M. (2020). TCMB Bilanço Parasal Büyüklüklerinin Ekonomik Büyüme veya Enflasyon Üzerinde Etkisi Var mı?, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 34(4), 1455-1472.
- BDDK. Haftalık Bankacılık Sektörü Verileri. <http://www.bddk.org.tr/BultenHaftalik>. Erişim Tarihi: 01-10.12.2023.
- Berriel, T.C. ve Mendes, A. (2015). Central Bank Balance Sheet, Liquidity Trap, and Quantitative Easing. Econstor Working Paper, No: 638.
- Blyth, M. (2012). The Last Days of Pushing on a String. Harvard Business Review, 07.08.2012, <https://hbr.org/2012/08/the-last-days-of-pushing-on-a>, Erişim Tarihi: 15.11.2023.
- Brightman, C. (2015). What's Up? Quantitative Easing and Inflation. Research Affiliates,

- https://www.researchaffiliates.com/publications/articles/364_whats_up_quantitative_easing_and_inflation. Erişim Tarihi: 30.11.2023.
- Caruana, J. (2012). Why Central Bank Balance Sheets Matter. BIS Papers, No.: 66, 2-9.
- Chen, Q. ve Filardo, A.J., He, D. ve Zhu, F. (2012). International Spillovers of Central Bank Balance Sheet Policies, BIS Paper, No. 66, 230-274
- Durre, A.C. J. ve Pill, H. (2012). Central Bank Balance Sheets as Policy Tools. BIS Paper, No: 66. 193-223.
- FED (2023). Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm. Erişim Tarihi: 05.12.2023.
- FED of Minneapolis (2023). Consumer Price Index. <https://www.minneapolisfed.org/about-us/monetary-policy/inflation-calculator/consumer-price-index-1913->. Erişim Tarihi: 05.12.2023.
- Gögebakan Önder, N.A. (2008). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Temel Bilanço Büyüklükleri ve Enflasyonun Açıklanmasındaki Görelî Önemi, 1990 – 2007. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Uzman Yeterlilik Tezi.
- Kara, A. (2012). Küresel Finansal Krizde Merkez Bankalarının Bilanço Yönetimi Kapsamında Türkiye Örneği ve Alternatif Yöntemler. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Uzman Yeterlilik Tezi.
- Kartal, F. (2022). Yeni ve Geleneksel Para Politikası 1. Cilt: Temel, Tasarım ve Teori. 1. Basım. İstanbul: Efe Akademi Yayınevi.
- Marks, H. (2020). Ekonomilerde ve Piyasalarda Dalgaları Yönetmek. 2. Baskı. İstanbul: Scala Yayıncılık.

- Marquette Associates (2021). Will Skyrocketing Money Supply Boost Inflation? <https://www.marquetteassociates.com/research/skyrocketing-money-supply-inflation/>. Erişim tarihi: 20.11.2023.
- Rule, G. (2015). Understanding the Central Bank Balance Sheet. The Bank of England, Centre for Central Banking Studies Handbook No:32.
- Serdengeçti, S. (1997). TCMB Vaziyeti ve Anlamı. TCMB Yayını.
- Statista (2023). FED Balance Sheet Timeline. <https://www.statista.com/statistics/1121448/fed-balance-sheet-timeline/>. Erişim Tarihi: 05.12.2023.
- TCMB (2019). 100 Soruda Merkez Bankacılığı. TCMB Yayını.
- TCMB (2018). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Rezerv Yönetimi. TCMB Yayını.
- TCMB (2016). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu ve Analitik Bilanço-Örnek Uygulamalar ve Bilanço Yansımaları. TCMB Yayını.
- TCMB (2013a). Enflasyon ve Fiyat İstikrarı. TCMB Yayını.
- TCMB (2013b). Parasal Aktarım Mekanizması. TCMB Yayını.
- TCMB (2006). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları. TCMB Yayını.
- TCMB. İstatistik Veriler. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>. Erişim Tarihi: 01.11.2023-10.12.2023.
- TCMB. Merkez Bankası Bilanço Verileri, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>. Erişim Tarihi: 01.11.2023-10.12.2023.
- TCMB. Herkes İçin Ekonomi, Enflasyon Hesaplayıcı. <https://herkesicin.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ekonomi/hie/icerik/enflasyon+hesaplayici>. Erişim Tarihi: 06.12.2023.

TCMB. Piyasa Katılımcıları Anketi. <https://evds2.tcmb.gov.tr/>. Erişim Tarihi: 03.12.2023.

TCMB. <https://www.tcmb.gov.tr/>. Erişim Tarihi: 01.11.2023-10.12.2023.

TÜİK. Enflasyon ve Fiyat İstatistikleri, <https://data.tuik.gov.tr/>. Erişim Tarihi: 06.12.2023.

Wen, Y. ve Arias, M.A. (2014). What Does Money Velocity Tell Us about Low Inflation in the U.S.? FED of St. Louis, <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2014/september/what-does-money-velocity-tell-us-about-low-inflation-in-the-us>. Erişim Tarihi: 20.11.2023.