

Küresel Kriz Sonrası Türkiye’de Yeni Para Politikası Yaklaşımının Benimsenmesinde Sermaye Akımlarının Rolü ve Sermaye Kontrollerine İlişkin Bir Değerlendirme

Nagehan KESKİN*

Özet

2008 yılında ortaya çıkan küresel finans krizi sonrası dönemde gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan genişletici para politikaları, diğer gelişmekte olan ülke (GOÜ) ler gibi Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarını önemli ölçüde arttırmıştır. Kısa vadeli ve yoğun sermaye girişlerinin birçok kanaldan finansal istikrarı olumsuz yönde etkilemesi, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen alternatif bir para politikası yaklaşımının benimsenmesine yol açmıştır. Bu çerçevede Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), enflasyon hedeflemesi rejiminde temel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranına ilave olarak, finansal riskleri sınırlandırabilmek amacıyla faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezervo opsiyonu mekanizması (ROM) gibi birbirini tamamlayıcı araçların bir arada kullanıldığı yeni bir para politikası yaklaşımı geliştirerek 2010 yılının sonunda uygulamaya koymuştur. Bu çalışmanın amacı, TCMB tarafından uygulamaya konulan yeni para politikası yaklaşımının benimsenmesinde ve politika araçlarının kullanımında sermaye akımlarının rolünü ortaya koymak ve aynı zamanda sermaye akımlarının yönetilmesinde kullanılacak alternatif bir araç olarak sermaye kontrollerine dikkat çekmektir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Akımları, Küresel Finans Krizi, Para Politikası, Finansal İstikrar, Sermaye Kontrolleri

JEL Sınıflama Kodları: E44, E52, E58, F30, F32

The Role of Capital Flows in the Adoption of New Monetary Policy Approach in Turkey after The Global Crisis and an Assessment on Capital Controls

Abstract

Expansionary monetary policies applied by developed country central banks after the global financial crisis in 2008 significantly increased capital flows to Turkey as much as other developing countries. The adverse impact from many channels of short-term and intensive capital inflows on financial stability has led to the adoption of an alternative monetary policy approach that takes not only price stability but also financial stability into consideration. In this context, at the end of

* Dr. Öğr. Üyesi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü, nagehan.keskin@deu.edu.tr

2010 Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) has developed a new monetary policy approach and put into practice that uses complementary instruments such as interest rate corridor, reserve requirements and reserve option mechanism (ROM) in order to limit financial risks in addition to short term interest rate used as a basic policy tool in inflation targeting regime. The aim of this work is to reveal the role of capital flows in the adoption of the new monetary policy approach implemented by the CBRT and in the use of policy instruments and at the same time to draw attention to capital controls as an alternative tool that can be used to manage capital flows.

Keywords: Capital Flows, Global Financial Crisis, Monetary Policy, Financial Stability, Capital Controls

JEL Classification Codes: E44, E52, E58, F30, F32

1. GİRİŞ

2008 yılında ABD’de başlayan ve daha sonra etkileri birçok ülkeye yayılarak küresel hale gelen finansal krizin ardından gerek gelişmiş gerekse GOÜ merkez bankaları krizin yıkıcı etkilerini azaltmaya odaklanmıştır. Bu bağlamda ilk olarak geleneksel para politikası anlayışı çerçevesinde faiz indirimlerine başvurularak faiz oranlarında yüksek miktarda düşüş gerçekleştirilmiştir. Ancak faiz indirimlerinin gelişmiş ekonomilerde iç talebi canlandırmakta yetersiz kalması, gelişmiş ülke merkez bankalarını miktarsal bir genişleme süreci başlatmaya yönlendirmiştir. Bu çerçevede başta ABD Merkez Bankası (FED) olmak üzere Avrupa Merkez Bankası (ECB), İngiltere Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası gibi otoriteler geleneksel olmayan para politikalarına başvurarak, büyük ölçekli varlık alımları ve uzun vadeli fonlama gibi politikalarla piyasalara çok yüksek miktarda likidite sağlamışlardır¹.

Küresel finans krizi sonrasında, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulamaya konulan parasal genişleme politikaları ile artan küresel likidite, GOÜ’lere sermaye girişlerini hızlandırmıştır. Sermaye girişlerinin yoğun ve kısa vadeli olması, GOÜ ekonomilerini, ulusal para biriminde değerlenme, kontrolsüz kredi genişlemesi ve cari açığa artış gibi çeşitli kanallardan olumsuz yönde etkileyerek finansal istikrar açısından önemli bir risk oluşturmaktadır. Öte yandan sermaye akımlarında ani kesinti meydana gelmesi ihtimali de finansal istikrar açısından risk yaratmaktadır. Yoğun sermaye girişlerinin finansal istikrar üzerinde oluşturduğu bu riskler, küresel kriz sonrası dönemde GOÜ’lerin para politikası duruşlarında sermaye akımlarının belirleyici bir rol oynamasına yol açmıştır². Bu bağlamda sermaye akımlarının olumsuz etkilerini sınırlamak, finansal ve makroekonomik istikrarı desteklemek amacıyla bazı GOÜ’ler sermaye kontrollerine başvururken (örn. Brezilya, Şili, Kolombiya),

1 Yasemin Barlas ve Neslihan Kaya, “Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2013-01, Ocak, 2013, s.2; TCMB, “Bülten”, Sayı:40, Aralık, 2015(a), s.2.

2 TCMB, “Enflasyon Raporu, 2011-III”, 2011(a), s.27; TCMB, “Enflasyon Raporu, 2010-IV”, 2010(a), s.27.

aralarında Türkiye’nin de bulunduğu bazı GOÜ’ler ise para politikalarında daha esnek bir yaklaşımla politika araçlarını çeşitlendiren bir yaklaşım benimsemişlerdir³.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finans krizi sürecinde izlediği genişletici para politikaları Türkiye ekonomisini de etkilemiş, artan sermaye girişleri Türk Lirası (TL) nın değerlenmesine, kredi büyümesinin hızlanmasına ve cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmuştur. Cari açığın GSYİH’ye oranının yüksek olması nedeniyle dış risklere karşı duyarlı olan Türkiye’de, cari dengenin hızla bozulması ve aynı zamanda finansmanında kısa vadeli sermaye akımları ile portföy yatırımlarının payının giderek artması, küresel risk iştahında meydana gelebilecek ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını arttırarak makroekonomik ve finansal istikrara ilişkin kaygıları gündeme getirmiş ve alternatif bir para politikası yaklaşımını gerekli kılmıştır⁴. Bu çerçevede TCMB, 2006 yılından beri uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesini, finansal istikrarı da içine alacak şekilde genişleterek, özellikle dış denge ve sermaye akımlarından kaynaklanan makro finansal riskleri azaltmayı hedefleyen yeni bir para politikası yaklaşımı tasarlayarak, 2010 yılının sonlarından itibaren uygulamaya başlamıştır. Yeni para politikası yaklaşımında TCMB, enflasyon hedeflemesi rejiminde temel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranına ek olarak, finansal istikrarı sağlamak amacıyla faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyonu mekanizması gibi birbirini tamamlayıcı farklı politika araçlarını bir arada kullanmaya başlamıştır⁵.

Bu çalışmanın amacı, çeşitli makroekonomik göstergelerden hareketle TCMB’nin 2010 yılının sonunda uygulamaya koyduğu yeni para politikası yaklaşımının benimsenmesinde sermaye akımlarının rolünü ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda çalışma, TCMB’nin yeni para politikası yaklaşımının belirlenen hedeflere ulaşmadaki başarı veya başarısızlığından bağımsız olarak, uygulamaya konulan yeni politika yaklaşımının benimsenmesinde ve bu politika çerçevesinde ortaya çıkan politika araçlarının kullanımında sermaye akımlarının nasıl bir rol oynadığına ilişkin bir durum tespiti yapmak ve aynı zamanda sermaye akımlarının yönetimi kapsamında kullanılabilir alternatif bir araç olarak sermaye kontrollerine dikkat çekmek amacıyla betimsel bir yaklaşım izlenerek kaleme alınmıştır. Çalışma altı bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde GOÜ’lerde sermaye akımları ile finansal istikrar arasındaki ilişki açıklanmakta ve küresel finans krizinin GOÜ’lere yönelik sermaye akımları üzerindeki etkisi hakkında bilgi verilmektedir. Üçüncü bölümde para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişki incelenmektedir. Dördüncü bölüm TCMB’nin yeni para politikası yaklaşımının açıklanmasına ayrılmıştır. Beşinci bölümde sermaye akımlarının yönetilmesinde kullanılabilir alternatif bir araç olarak sermaye kontrollerine değinilmekte, sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirme ile politika önerileri yer almaktadır.

3 TCMB, “Enflasyon Raporu, 2013-IV”, 2013(a), s.97,99; TCMB, “Enflasyon Raporu, 2012-I”, 2012(a), s.95-96.

4 Erdem Başçı ve Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği, No:11/08, Mayıs, 2011, s.2; TCMB, “Bülten”, Sayı:29, Mart, 2013(b), s.2.

5 TCMB, “Parasal Aktarım Mekanizması”, Ankara, 2013(c), s.12.

2. SERMAYE AKIMLARI VE GOÜ'LER

2.1. GOÜ'lerde Sermaye Akımları ve Finansal İstikrar

Finansal istikrar kavramının çok boyutlu bir yapıya sahip olması nedeniyle, ekonomi literatüründe üzerinde görüş birliğine varılan tek bir tanımı bulunmamaktadır⁶. Finansal sistemdeki gelişmelerin tahmin edilmesinin güç olması, finansal sistemin dinamik yapısı ve ülkeden ülkeye farklılık göstermesi tanımlamayı zorlaştırmaktadır. Net bir tanım olmamakla birlikte finansal istikrar, finansal sistemin parçası olan ekonomik fonksiyonların (ödeme sistemi, risk dağıtımı, kaynakların etkin dağılımı) beklenmeyen bir durumda oluşabilecek şoklara karşı dayanıklılığını ve faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde sürdürmesini ifade etmektedir. Finansal istikrarın daha iyi anlaşılabilmesi açısından finansal istikrarsızlığın tanımlanmasının da önemli olduğu düşünülmektedir. Finansal istikrarsızlık ise genel olarak varlık fiyatlarında ani ve aşırı dalgalanmalar görülmesi, finansal kurumların işlevlerini yerine getirmesinde aksaklıklar yaşanması, ulusal veya uluslararası kredi sisteminin işleyişinin bozulması olarak tanımlanabilir⁷.

Birçok faktörün rol oynadığı karmaşık bir yapıya sahip olan finansal istikrar kavramı, ekonomilerin yapısına göre farklı şekillerde ele alınabileceği gibi aynı ekonomi içinde finansal istikrara dair önem atfedilen göstergeler de zaman içerisinde değişebilmektedir⁸. Finansal risklerin birçok sebebi olmasına rağmen, gelişmekte olan dışa açık ekonomilerde makroekonomik ve finansal istikrara dair risklerin daha çok küresel gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir⁹. Bu bağlamda, Türkiye gibi gelişmekte olan dışa açık ekonomiler açısından finansal istikrar kavramı, gelişmiş ülkelerdeki gibi varlık fiyatlarında gözlenen aşırı şişkinlikten doğan sorunlar ve riskli bankacılık uygulamalarından ziyade sermaye akımlarındaki oynaklıklar ve bunun yol açtığı sorunlarla ilişkilendirilmektedir¹⁰.

Geçmiş tecrübeler Türkiye'nin de içinde bulunduğu GOÜ'lerde, ekonomik büyüme için gerekli fon ihtiyacını sağlayan sermaye akımlarının (sermaye giriş-çıkışlarının), çeşitli finansal ve makroekonomik riskleri de beraberinde getirdiğini göstermektedir. Sermaye girişleri firmaların finansman ihtiyacını karşılamakta, kredi erişimini kolaylaştırarak tüketim harcamalarını hızlandırmakta ve ülkede döviz arzını arttırarak ulusal paranın değerlenmesine neden olmaktadır. Yoğun sermaye girişlerinin gerçekleştiği dönemlerde gerekli finansman ihtiyacını yurt dışından karşılayabilen üreticiler, bir taraftan ara malı ve yatırım mallarını kolaylıkla ithal ederek üretimlerini

6 Seyhun Doğan ve Çiğdem Börke Tunali, "Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, Cilt:61, Sayı:2, 2011, s.52, <http://www.journals.istanbul.edu.tr/iuifm/article/view/1023009178>, (14.06.2016).

7 TCMB, "Finansal İstikrar: Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri", Ankara, 2015(b), s.6.

8 A.Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No:12/27, Haziran, 2012, s.5; Başçı ve Kara, a.g.e., s.11.

9 TCMB, "2013 Yılı Para ve Kur Politikası", 25 Aralık, Ankara, 2012(b), s.3.

10 Murat Üçer, "Son Para Politikası Uygulamaları Üstüne Gözlemler", İktisat İşletme ve Finans, 26(302), 2011, s.46; Kaan Öğüt ve Sercin Şahin, "Türkiye'de Finansal İstikrar Sorununa Sistem Dinamiği Yaklaşımı", TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı, 1-3 Kasım, İzmir, 2012, s.9, <http://teacongress.org/papers2012/OGUT-SAHIN.pdf>, (22.08.2016).

arttırabilmekte, diğer taraftan da yeni yatırımlar gerçekleştirebilmektedirler. Ayrıca kredi olanaklarının artması sonucunda tüketim harcamaları da hızlanabilmektedir. Diğer taraftan döviz arzının artması sonucunda ulusal paranın değer kazanması, ithalatın maliyetini gerek üreticiler gerekse tüketiciler açısından azaltmak suretiyle ithalatta artışa yol açarak cari açığı arttırmaktadır. Sermaye girişlerinin cari açığı arttırıcı etkisi, özellikle cari açığın yüksek olduğu ülkeler için önemli bir risk unsuru teşkil etmektedir. Özellikle sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli sermaye akımları ve portföy yatırımlarının risk algılamalarındaki dalgalanmalara aşırı duyarlı biçimde hareket etmesi, GOÜ’lerde finansal istikrar üzerinde önemli bir risk oluşturmaktadır¹¹. Aynı zamanda sermaye girişlerinin kredileri arttırması ve kullanılan kredilerin verimsiz yatırımlara dönüşmesi veya ithal mal tüketimini arttırması gibi nedenlerle etkin yönetilememesi durumu da, geri ödeyememe riskini beraberinde getirerek istikrarsız bir ortam oluşmasına sebep olabilmektedir¹².

Sermaye girişlerinin ortaya çıkardığı bu kırılgan yapı nedeniyle oluşabilecek ani sermaye çıkışları durumunda da GOÜ’ler birtakım zorluklarla baş etmek durumunda kalmaktadırlar. Ülkeden sermaye çıkışı ile dövize olan talebin artması ulusal paranın değer kaybetmesine yol açmakta, ulusal paradaki değer kaybı ise ithal mal fiyatlarını arttırmaktadır. Bu durumda finansman ihtiyacını yurt dışından karşılamaya alışmış olan üreticiler ara malı ve yatırım mallarının ithalatında zorlanmaya başlamakta, ara malı ithalatının gerçekleşmemesi durumunda ise birçok üretim dalında üretim durma noktasına gelebilmektedir. İthal girdi fiyatlarında yaşanan artışlar aynı zamanda ihracatın maliyetinin artmasına yol açarak ihracatı da olumsuz yönde etkilemektedir. Ayrıca dış borcu olan üreticiler, ulusal paranın değer kaybetmesi sonucunda dış borçlarını ödemekte zorlanabilmekte, bu durumla karşılaşan birçok firma iflas edebilmekte ve ülkede işsizlik artabilmektedir. Öte yandan kredi arzının sınırlandırılması durumunda tüketiciler de olumsuz etkilenerek tüketim harcamalarını kısıyabilmektedirler. Sonuç olarak yaşanan tüm bu gelişmeler ekonominin daralmasına yol açabilmektedir¹³.

2.2. Küresel Finans Krizinin GOÜ'lere Yönelik Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi

GOÜ’lerde uygulanan finansal serbestleşme politikaları ve onun bir parçası olarak sermaye akımları önündeki engellerin kaldırılması, 1990’ların başından itibaren GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarını hızla artırmıştır. Tarihsel olarak incelendiğinde, GOÜ'lere sermaye girişlerinin iki dönemde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu dönemlerden ilki, 1990 yılında başlamış ve 1997 yılındaki Asya Krizi ile son bulmuştur. Takip eden dönemde (1997-2002) birçok GOÜ’de ard arda krizlerin yaşanması, bu ülkelere sermaye girişlerinin sınırlı kalmasına sebep olmuştur¹⁴. Finansal piyasala-

11 Sübidey Togan ve Hakan Berument, “Cari İşlemler Dengesi, Sermaye Hareketleri ve Krediler”, Bankacılar Dergisi, Sayı:78, 2011, s.10; TCMB, 2010(a), a.g.e., s.27.

12 TCMB, 2015(b), a.g.e., s.10.

13 Togan ve Berument, a.g.e., s. 10; TCMB, 2015(b), a.g.e., s.10.

14 TCMB, 2010(a), a.g.e., s.27.

rın genişlemesine paralel olarak, 2002 yılından itibaren sermaye akımlarında yeni bir yükseliş dalgası başlamış ve 2002-2007 döneminde sermaye akımlarının zirve yaptığı bir dönem yaşanmıştır¹⁵. Böylece yükselen piyasa ekonomileri ve GOÜ'lere yönelik net özel sermaye akımları 2002 yılındaki 53 milyar dolar seviyesinden 2007 yılında 714,5 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. Ancak 2008 yılında ABD'de başlayan küresel finans krizi GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarını olumsuz yönde etkilemiş ve ani biçimde daralan sermaye akımları 2008 yılında 182,6 milyar dolar düzeyine gerilemiştir¹⁶.

Tablo 1: GOÜ'lere Yönelik Net Sermaye Akımları (Milyar ABD Doları)

| | 2002 | 2007 | 2008 | 2010 |
|-------------------------|-------|-------|--------|-------|
| Toplam sermaye akımları | 53 | 714,5 | 182,6 | 557,8 |
| Doğrudan yatırımlar | 151,6 | 442,9 | 468,8 | 409,9 |
| Portföy yatırımları | -45,9 | 108,8 | -81,6 | 193,4 |
| Diğer yatırımlar | -52,8 | 163,4 | -204,5 | -45,5 |

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, October 2009, April 2014.

Küresel kriz sonrası dönemde başta ABD olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanmaya başlanan genişletici para politikalarının yarattığı düşük faiz ve likidite bolluğu, yatırımcıların riskli ve yüksek getiriye sahip varlıklara yönelme eğilimlerini arttırmıştır. Diğer taraftan gelişmiş ülkelerde gözlenen düşük büyüme eğiliminin aksine GOÜ'lerdeki yüksek büyüme performansı ve görece yüksek faiz oranları söz konusu eğilimi güçlendirerek GOÜ'lere olan sermaye akımlarının belirgin bir şekilde artmasına yol açmıştır¹⁷. Nitekim 2010 yılında GOÜ'lere yönelen net özel sermaye akımları 557,8 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır¹⁸. Ayrıca bu dönemde sermaye akımlarının bileşimi doğrudan yabancı yatırımlar yerine kısa vadeli sıcak para niteliği taşıyan portföy yatırımları lehine farklılaşmış, dolayısıyla bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının kalitesi de bozulmuştur¹⁹.

15 Tuncay Serdaroğlu, "Türkiye'de Finansal Açıklık ve Toplam Faktör Verimliliği", T.C. Kalkınma Bakanlığı Uzmanlık Tezi, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Yayın No: 2853, Eylül, Ankara, 2013, s.27; TEPAV, "TEPAV G-20 Toplantısı Hazırlık Çalışmaları: Özel Sermaye Akımlarında 1980'lere Dönüş", Küresel Kriz Çalışma Grubu Değerlendirme Notu, 16 Şubat, 2009, s.2, http://www.tepav.org.tr/upload/files/12937246726.Ozel_Sermaye_Akimlarinda_1980lere_Donus.pdf, (12.07.2015).

16 IMF, "World Economic Outlook, October 2009", [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/\(01.08.2016\)](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/(01.08.2016)); IMF, "World Economic Outlook, April 2014", [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/\(11.08.2016\)](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/(11.08.2016)).

17 TCMB, "Enflasyon Raporu, 2014-II", 2014(a), s.42.

18 IMF, 2014, a.g.e.

19 Serdaroğlu, a.g.e., s.30.

3. PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL İSTİKRAR

2008 Küresel Finans Krizi öncesinde dünyada yaygın olarak, merkez bankalarının temel amaç olarak fiyat istikrarını benimsedikleri bir para politikası çerçevesi kabul görmekteydi²⁰. Bu kabulün temel dayanağı ise fiyat istikrarının sağlanamamasının uzun vadede finansal istikrarı tehdit eden en önemli sorun olduğu ve fiyat istikrarı amacına ulaşıldığında finansal istikrarın da kendiliğinden sağlanacağı görüşüydü. Diğer bir deyişle, fiyat istikrarının, finansal istikrarın sağlanması için yeterli olduğu düşünülmekteydi²¹. Ancak küresel kriz öncesi dönemde, özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan politikalar enflasyonu düşük düzeylerde tutmayı başaramamış ve borçluluk oranlarının ve varlık fiyatlarının aşırı artışına engel olamamış, sonuç olarak finansal istikrar bozulmuş ve tarihin en derin krizi yaşanmıştır²².

Küresel krizin, dünyada enflasyonun eskiye kıyasla belirgin bir biçimde azaldığı, gelişmiş ülkelerde de fiyat istikrarı sağlanmışken ortaya çıkması, fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlamak için tek başına yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Finansal istikrardaki bozulmaların da orta vadede fiyat istikrarı üzerinde tehdit oluşturması, merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrarı eş zamanlı olarak hedefleyen daha geniş bir yaklaşıma sahip olmalarının gerekliliğini gözler önüne sermiştir²³.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankalarının fiyat istikrarı amacına ulaşmak için kullandıkları temel politika aracı kısa vadeli faiz oranıdır. Ancak fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözeten merkez bankaları için tek bir araç yeterli olmamakta ve birden fazla politika aracının bir arada kullanılması gerekmektedir. Bu durum fiyat istikrarı amacına yönelik politikaların zaman zaman finansal istikrar amacına yönelik politikalarla çelişebilmesinden kaynaklanmaktadır²⁴. Örneğin küresel büyüme dönemlerinde artan risk iştahı GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmakta bu da ulusal paranın değerlenmesi ve hızlı kredi genişlemesi yoluyla cari dengeyi bozarak finansal istikrara ilişkin risklerin birikmesine neden olabilmektedir. Cari dengedeki bozulma ise sermaye akımlarının tersine dönme riskini beraberinde getirmektedir²⁵. Böyle bir konjonktürde sermaye girişlerinin yavaşlatılarak finansal risklerin azaltılması bakımından, kısa vadeli faizlerin düşük düzeylerde tutulması doğal bir politika seçeneği olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak faiz oranlarının uzun süre düşük düzeylerde tutulması, hızla büyüyen iç talebi destekleyerek fiyat istikrarını tehdit edebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, ekonomide fiyat istikrarı için gerekli olan faiz oranı ile finansal istikrar için gerekli olan faiz oranı

20 TCMB, "Enflasyon Raporu, 2011-I", 2011(b), s.119.

21 Lütü Şimşek, "TCMB'nin finansal İstikrarla İmtihanı", Tekirdağ SMMM Odası Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı:1, Eylül, 2012, s.1, http://www.tsmmmosoyalbilimler.org/upload/files/SAYI1/2-TCMB_F_NS_ISTR_IMTHN.pdf, (16.08.2016).

22 TCMB, 2011(b), a.g.e., s.120.

23 Fatih Özatay, "Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB", TEPAV Rapor, No:201202, Ocak, 2012, s.2, http://www.tepav.org.tr/upload/files/1326890034-3.Para_Politikasında_Yeni_Arayışlar_ve_TCMB.pdf, (12.07.2015); Ögüt ve Şahin, a.g.e., s.1.

24 TCMB, 2012(a), a.g.e., s.96.

25 Kara, a.g.e., s.5.

her zaman birbiri ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, fiyat istikrarını amaçlayan bir merkez bankasının aynı zamanda finansal riskleri gözetken politikalar uygulayabilmesi için kısa vadeli faizlerin yanı sıra ek politika araçlarını da devreye sokması gerekmektedir²⁶. Nitekim küresel kriz sonrası dönemde, geleneksel faiz politikasının hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı sağlamada yetersiz kalması nedeniyle birçok merkez bankası politika araçlarını çeşitlendirmiştir²⁷. Bu bağlamda gelişmiş ülke merkez bankaları genellikle menkul kıymet alımları yoluyla parasal genişleme politikalarını tercih ederken, GOÜ'ler ise faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve döviz müdahalelerini kullanmışlardır²⁸.

4. TCMB'NİN YENİ PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMI²⁹

4.1. Yeni Para Politikası Yaklaşımının Ortaya Çıkış Süreci

ABD'de başlayan ve 2008 yılının son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finans krizinin ardından, bütün ülkelerde ekonomi politikaları krizin etkilerini azaltmaya odaklanmıştır. Bu doğrultuda Türkiye'de de krizin olumsuz etkilerinin sınırlandırılmasına yönelik olarak TCMB piyasalara likidite desteğini arttırmış, aynı zamanda faiz indirimlerine giderek finansal sistemin ve kredi piyasasının işlerliğini korumayı amaçlamıştır. TCMB tarafından alınan önlemlerin de katkısıyla krizin en derin dönemlerinin atlutulmasının ardından Türkiye ekonomisi, 2009 yılının ortalarından itibaren iç talebin öncülüğünde bir canlanma sürecine girmiştir. Ancak, Türkiye'nin ihracatının ağırlıklı olarak krizden yoğun olarak etkilenmiş gelişmiş ülkelere yönelik olması nedeniyle dış talep görel olarak daha zayıf bir seyir izlemiştir. Bu nedenle, ihracatın artış hızı ithalat artış oranının gerisinde kalmıştır³⁰. Öte yandan 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları parasal genişleme politikaları sonucunda artan kısa vadeli sermaye akımları iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirginleştirmiştir. Krizden çıkış amacıyla başta ABD Merkez Bankası olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan parasal genişleme politikaları, Türkiye'ye yönelen kısa vadeli sermaye akımlarının hızla artmasına neden olmuştur. Sermaye girişlerindeki artış bir yandan TL'nin değerlenmesine yol açarken diğer yandan krediye erişimi kolaylaştırarak yurtiçi kredi kullanımını arttırmıştır. TL'nin değerlenmesi ithalatı arttırmak suretiyle cari işlemler açığını artırırken, kredi genişlemesi ise iç talebi artırarak cari açığın artışına katkıda bulunmuştur. Bu gelişmeler sonucunda cari işlemler dengesinde ciddi bir bozulma ortaya çıkmıştır. Cari dengenin hızla bozulması ve aynı zamanda finansmanında kısa vadeli sermaye akımları ile portföy yatırımlarının payının giderek artması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını

26 Başçı ve Kara, a.g.e., s.4.

27 Öğüt ve Şahin, a.g.e., s.1.

28 TCMB, 2012(a), a.g.e., s.97.

29 Çalışmada TCMB'nin yeni politika yaklaşımı ve bu yaklaşım çerçevesinde kullanılan politika araçları incelenirken, özellikle sermaye akımları ile olan ilişkilerini ön plana çıkarmayı hedefleyen bir yaklaşım benimsenmiştir.

30 Başçı ve Kara, a.g.e., s.2; TCMB, 2013(c), a.g.e., s.12.

arttırarak makroekonomik ve finansal istikrara ilişkin kaygıları gündeme getirmiş ve alternatif bir politika yaklaşımını gerekli kılmıştır³¹.

Yaşanan bu gelişmeler çerçevesinde TCMB, 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da içine alacak şekilde yeniden düzenleyerek 2010 yılının sonlarından itibaren yeni bir para politikası çerçevesi tasarlayarak uygulamaya koymuştur³². Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarının yoğunluk kazandığı bir iktisadi konjonktürde finansal istikrara ilişkin riskler, kısa vadeli sermaye girişleri kanalıyla artan cari açık ve hızlı kredi genişlemesi şeklinde kendini göstermektedir³³. Bu nedenle TCMB’nin 2010 yılının ortalarından itibaren birçok yayınında ve politika metinlerinde sıklıkla değindiği finansal istikrar vurgusunun gerekçesi, yoğun sermaye girişlerinin yol açtığı aşırı kredi genişlemesi ve cari açığın sürdürülemez düzeyde olmasına dayanmaktadır³⁴. Bu bağlamda fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen yeni para politikası yaklaşımında, enflasyon hedeflemesi rejiminde temel araç olarak kullanılan politika faiz oranına ilave olarak finansal istikrarı sağlamak amacıyla faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve ROM gibi birbirini tamamlayıcı farklı politika araçları birlikte kullanılmaya başlanmıştır³⁵.

Sermaye akımlarında meydana gelen değişimler, ülkemizde yansımalarını esas olarak krediler ve döviz kurundaki dalgalanmalar şeklinde göstermektedir. Sermaye girişlerinin hızlanması bir yandan ulusal paranın değerlenmesine yol açarken diğer yandan kredilerin hızla artmasına neden olmaktadır³⁶

31 Başçı ve Kara, a.g.e., s.2; Kara, a.g.e., s.3-4.

32 TCMB, 2012(b), a.g.e., s.2.

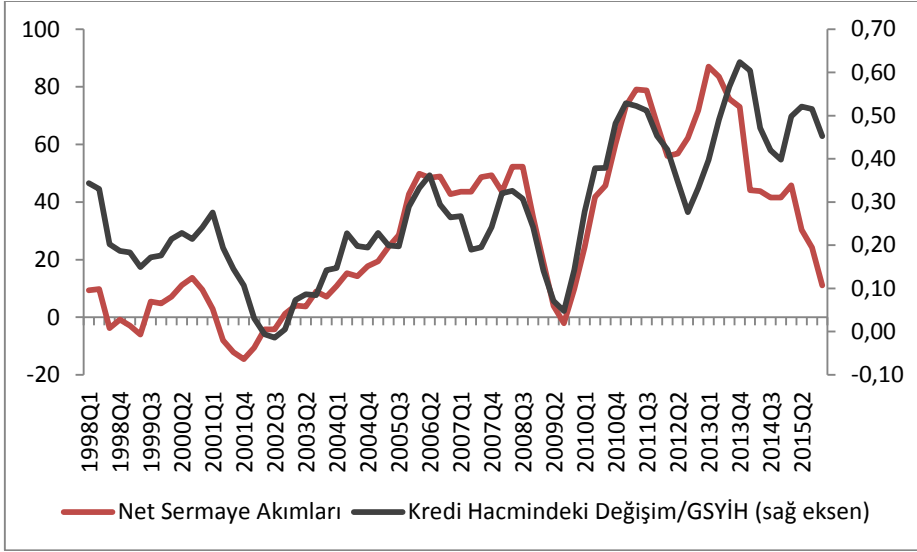
33 TCMB, 2011(b), a.g.e., s.120.

34 Başçı ve Kara, a.g.e., s.11-12.

35 TCMB, 2013(c), a.g.e., s.12.

36 TCMB, 2012(b), a.g.e., s.3.

Grafik 1: Kredi Hacmindeki Değişim ve Net Sermaye Akımları (Üç Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları) (1998Q1-2015Q4)



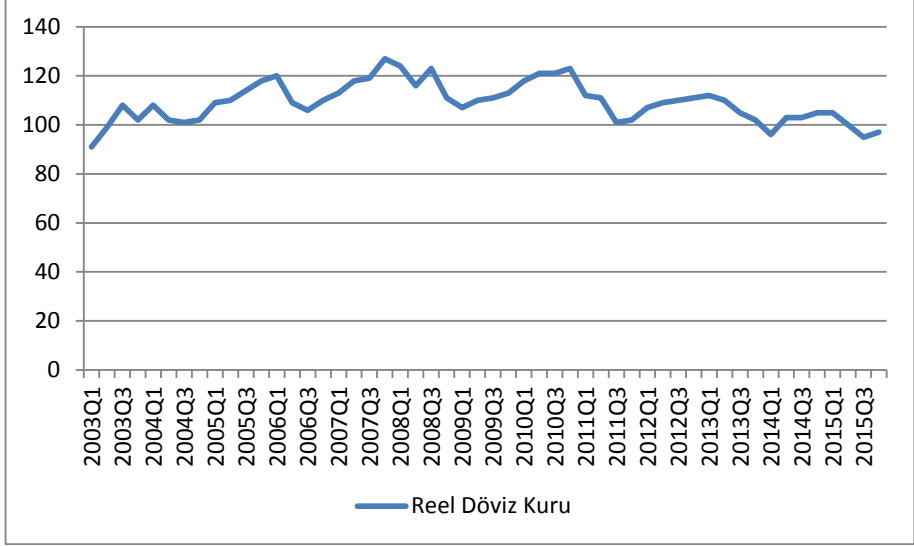
Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

Grafik 1, kredilerdeki değişim ile sermaye akımları arasında güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde sermaye akımları, hem ülke içine doğrudan kredi olarak akabilmekte hem de bankaların kredi verebilme kapasitesini arttırabilmektedir. Özellikle sermaye girişleri nedeniyle ulusal paranın değerlendirildiği dönemlerde, bankaların yurt dışından borçlanarak edindikleri döviz cinsinden varlıklarının yurtiçi değerleri bir anda şişkinleşip kredi için uygun koşullar oluşmaktadır³⁷. Grafik 1'den görüldüğü gibi ülkemize yoğun sermaye girişleri nedeniyle kredi hacmindeki değişimin GSYİH'ye oranında 2010 yılının son çeyreğinde belirgin bir artış gerçekleşmiştir.

Reel döviz kuru endeksinde meydana gelen artış TL'nin reel olarak değer kazandığını göstermektedir. Grafik 2'den görüleceği üzere küresel kriz sonrası Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarındaki artış, 2009 yılının son çeyreği ile 2011 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan dönemde TL'nin aşırı değerlenmesine yol açmıştır.

37 Hasan Cömert, "İmkansız Üçleme'den İmkansız İkilem'e: Bretton Woods Dönemi ve Sonrası Para Politikası", Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:34, Sayı:1, 2016, s.129.

Grafik 2: Reel Döviz Kuru Endeksi (TÜFE Bazlı, 2003=100) (2013Q1-2015Q4)

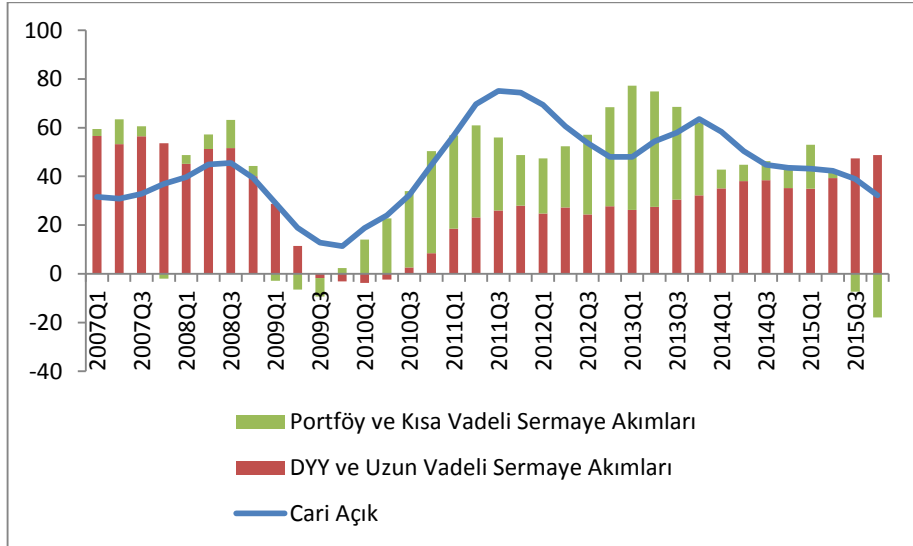


Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

Krediler ve döviz kuru cari işlemler dengesi ve makro finansal riskler ile doğrudan etkileşim halinde olan değişkenlerdir. Kredilerdeki hızlı artış, dayanıklı tüketim malları gibi ithal bileşeni yüksek mallara yönelik harcamaları diğer harcamalara göre daha fazla arttırmakta, ayrıca kısa vadede tasarruf oranlarında düşüşe yol açarak cari dengeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Sermaye girişi sonucu ulusal paranın aşırı değerlenmesi ise doğrudan ithalatı hızlandırarak cari dengeyi bozucu etki yaratmaktadır³⁸. Cari dengenin bozulması da sermaye akımlarındaki ani değişimlere karşı ekonomiyi kırılgan hale getirebilmektedir³⁹.

38 Kredilerdeki hızlı artış ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi literatürde kriz olasılığını arttıran gelişmeler olarak da değerlendirilmektedir.

39 Kara, a.g.e., s.14.

Grafik 3: Cari Açığın Finansmanı (Üç Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları) (2007Q1-2015Q4)

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

Türkiye’de cari işlemler açığı özellikle 2002 yılından sonra gittikçe artarak daha önce görülmemiş düzeylere ulaşmıştır. 2003 yılında 7,5 milyar dolar olan cari açık, 2007’de 37 milyar dolara, 2010 yılında ise 44,6 milyar dolara yükselmiştir. Küresel krizin olumsuz etkilerini gidermek üzere gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan parasal genişleme politikaları sonucunda Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarının artması, cari açığın daha da artarak 2011 yılında 74,4 milyar dolar düzeyine ulaşmasına neden olmuştur⁴⁰. Cari açığın sürdürülebilirliği açısından cari açığın finansman yapısı son derece önemlidir. Grafik 3’den⁴¹ görüldüğü üzere, küresel finans krizi öncesinde cari açık büyük ölçüde doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli sermaye akımları ile finanse edilirken, 2009 ve 2010 yıllarında cari açığın finansmanında portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının payı belirgin bir şekilde artmıştır. Cari işlemler açığının hızla artması ve finansman

40 IMF, “World Economic Outlook, April 2016”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/> (11.08.2016).

41 Portföy ve kısa vadeli sermaye akımları; hisse senetlerini, yurtiçinde ihraç edilen borç senetlerini, bankalar ve diğer sektörlerin kısa vadeli kredilerini, bankalardaki mevduatları ve merkez bankasında tutulan kısa vadeli mevduatları kapsamaktadır. Doğrudan yabancı yatırım (DYY) ve uzun vadeli sermaye akımları; net doğrudan yatırımları, yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında ihraç ettikleri borç senetlerini, bankalar ve diğer sektörlerin uzun vadeli kredilerini ve merkez bankasında tutulan uzun vadeli mevduatları kapsamaktadır. (TCMB, “Ödemeler Dengesi Raporu, 2015-IV”, 2015(c), s.19)

kalitesinin bozulması, küresel likidite koşullarındaki ani değişimlere ve buna bağlı olarak sermaye akımlarındaki ani duruş veya tersine dönüş riskine karşı ekonominin kırılğanlığını arttırarak finansal istikrara ilişkin endişelerin artmasına neden olmuştur⁴².

4.2. Yeni Para Politikası Yaklaşımı Çerçevesinde Kullanılan Araçlar

4.2.1. Faiz Koridoru ve Likidite Yönetimi

TCMB’nin 2010 yılının sonunda uygulamaya koyduğu yeni para politikası stratejisi çerçevesinde kullandığı en önemli politika araçlarından biri faiz koridorudur. Geleneksel faiz politikasından farklı olarak, kısa vadeli faizlerin aylık frekansta değil günlük ve haftalık frekanslarda ayarlanabilmesi sayesinde, küresel piyasalarda oluşan ani değişimlere anında tepki verebilmesi faiz koridoruna esnek bir politika aracı olma özelliği kazandırmaktadır⁴³.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası kısa vadeli faiz oranına ilişkin kararını duyururken bir borç verme bir de borç alma faiz oranı açıklamaktadır. Merkez bankasının borç verme faiz oranı, geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranıdır. Merkez bankasının borç alma faiz oranı ise geçici likidite fazlası olan bir bankanın, bu fonunu değerlendirerek, bir faiz getirisi sağlamak için merkez bankasına bu fonu mevduat şeklinde yatırması halinde almayı kabul ettiği faiz oranıdır⁴⁴. TCMB’nin gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan alan faiz koridoru olarak adlandırılmaktadır. Piyasa faizleri, söz konusu operasyonel yapının bir gereği olarak faiz koridorunun içinde oluşmaktadır. Öte yandan bir de politika faiz oranı vardır. Mevcut yapıda TCMB fonlamayı esas olarak bir haftalık repo aracılığıyla yaptığından bir hafta vadeli repo faiz oranı politika faizi olarak adlandırılmaktadır⁴⁵. Türkiye’de 2010 yılının Mayıs ayına kadar politika faizi olarak TCMB gecelik borç alma faizi kullanılmakta iken, zaman içinde piyasadaki likidite koşullarının değişmesi ile birlikte bir hafta vadeli repo faizi politika faizi olarak belirlenmiştir. Yapılan bu operasyonel değişiklik ile TCMB’nin faiz koridorunu aktif kullanmak yoluyla gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını birbirinden farklı amaçlar için kullanabilmesinin önü açılmıştır. Politika faizi de faiz koridorunun içinde kalacak biçimde belirlenmektedir⁴⁶.

42 TCMB, “Ödemeler Dengesi Raporu, 2011-IV”, 2011(c), s.20.

43 TCMB, “Bülten”, Sayı:35, Eylül, 2014(b), s.4.

44 Fatih Özatay, “Merkez Bankasının Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç”, İktisat İşletme ve Finans, 26(302), 2011, s.34.

45 TCMB, 2012(b), a.g.e., s.4.

46 Binici vd., “Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2013-20, 19 Temmuz, 2013, s.4; Özatay, 2012, a.g.e., s.9.

Ayrıca yeni politika bileşiminin bir ayağı olan likidite politikası çerçevesinde TCMB, koridorun içinde kalacak şekilde belirlenen bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden miktar ihalesi ile bankalara fonlama yapabilmektedir. Yeni sistemde, bir haftalık vadede yapılan fonlamanın miktarının günlük olarak değiştirilmesi suretiyle, piyasada oluşan faizin seviyesi günlük olarak ayarlanabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, likidite operasyonları ile yapılan fonlamanın miktarı değiştirilerek, kısa vadeli piyasa faizinin koridor içinde istenilen seviyelerde oluşması sağlanabilmektedir. Bu yapıda, TCMB'nin likidite operasyonlarını kullanarak kısa vadeli piyasa faizlerinde günlük olarak yapabileceği değişikliklerin boyutunu (kısa vadeli faizin hangi aralıkta dalgalanabileceğini) faiz koridorunun genişliği belirlemektedir.

Kurgulanan sistemde faiz koridorunun geniş bırakılması, TCMB'nin yapacağı likidite operasyonları ile gecelik piyasada oluşan faizlerin bir sonraki Para Politikası Kurulu toplantısını beklemeden kısa süre içinde değiştirebilmesine olanak sağlamaktadır. Bu sayede hızlı sermaye giriş ve çıkışlarının olduğu dönemlerde likidite operasyonları ile kısa vadeli faizler süratli bir şekilde ayarlanarak sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkilerinin yumuşatılması söz konusu olabilmektedir⁴⁷. Örneğin küresel risk iştahında yaşanan bir düşüşe bağlı olarak sermaye çıkışı olduğu dönemlerde TCMB, sermaye akımlarının döviz kuru üzerinde oluşturacağı etkiyi hafifletmek için gerekli gördüğünde fonlama miktarını piyasanın ihtiyacından daha az yapabilmektedir. Bu durumda TCMB'den beklediklerinden daha az likidite sağlayan finansal kurumlar, likidite ihtiyaçlarını döviz satarak karşılama yoluna gidebilmekte, bu da sermaye çıkışlarının döviz kuru üzerinde oluşturduğu hareketi sınırlandırmaktadır. Ayrıca bu durumda yükselen kısa vadeli faizler de sermaye çıkışlarını caydırıcı bir etki yapmaktadır⁴⁸.

Gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki farkın büyüklüğü kadar, bu farkın ne yönde değiştirildiği de önemlidir. TCMB gerekli gördüğünde faiz koridorunun genişliğini değiştirebilmekte ve bunu yaparken de koridoru politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde oluşturabilmektedir. Faiz koridorunun asimetrik bir şekilde değiştirilmesi, daha çok kısa vadeli sermaye akımlarındaki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamak amacıyla kullanılmaktadır⁴⁹. Mevcut sistemde, ülkeye sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde faiz koridorunun üst sınırı (TCMB borç verme oranı) sabit tutularak alt sınır (TCMB borç alma oranı) aşağı doğru genişletilmektedir. Bu durumda hem piyasa faiz oranlarına ilişkin belirsizlik artırılmakta hem de borç alma oranı aşağı çekildiğinden faiz oranlarına bağlı getirinin düşme olasılığı artmaktadır. TCMB bu şekilde kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmayı amaçlamaktadır. Nitekim Türkiye'ye yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı Kasım 2010-Ağustos 2011 döneminde TCMB faiz koridorunu asimetrik olarak aşağı yönlü genişletmiştir. Faizlerdeki düşüşün kredi büyümesini

47 Kara, a.g.e., s.8,10-11.

48 TCMB, 2013(c), a.g.e., s.14-15.

49 Zeki Tuğrul Göver, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Sermaye Hareketleri Üzerindeki Kontrollerin Analizi: Türkiye İçin Çıkarılabilecek Dersler", (Basılmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Ankara, 2014), s.151; Binici vd., a.g.e., s.2.

ivmelendirmemesi için zorunlu karşılık oranları da yükseltilmiştir. Öte yandan ülkeden hızlı sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde TCMB koridorun alt sınırını sabit tutarak üst sınırı yukarı doğru genişletmektedir. Bu değişiklik ile kısa vadeli sermayenin elde edebileceği asgari getiri belli bir seviyede tutularak, kısa vadeli yabancı fonların yurt dışına çıkışının yavaşlatılması amaçlanmaktadır⁵⁰.

4.2.2. Zorunlu Karşılıklar

TCMB’nin yeni para politikası çerçevesinde finansal istikrarı sağlamak için kullandığı araçlardan biri de zorunlu karşılıklardır. Zorunlu karşılıklar, bankaların ve diğer finansal kuruluşların mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki kısmının merkez bankası nezdinde tutulmasıyla uygulanan bir para politikası aracıdır⁵¹. Zorunlu karşılıklar, temelde kredi arzını etkilemek amacıyla kullanılmaktadır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde, ucuz ve bol borçlanma imkanları ve faiz oranlarındaki düşüş nedeniyle kredi büyümesi hızlanarak makro finansal riskleri besleyebilmektedir. Bu durumda zorunlu karşılık oranlarının arttırılması kredi arzını sınırlayabilmektedir. Sermaye girişlerinin aniden zayıfladığı ve risk algılamasının arttığı dönemlerde ise zorunlu karşılıkların düşürülmesi kredilerde ani duruş riskini azaltabilmektedir⁵². Yeni politika yaklaşımı çerçevesinde zorunlu karşılıklar kredi genişlemesini kontrol altına almak amacıyla aktif bir biçimde kullanılmaya başlanmıştır. Bu bağlamda öncelikle piyasadaki TL likiditesini ve kredi arzını kontrol etmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında kademeli artışlara gidilmiştir. Zorunlu karşılıkların politika aracı olarak etkinliğinin arttırılması için zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş, karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması arttırılmaya başlanmış ve zorunlu karşılığa tabi olan yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir. Ayrıca, bankacılık sisteminin yükümlülük vadesinin uzatılarak finansal istikrarın güçlendirilmesi amacıyla, zorunlu karşılık oranlarında kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre farklılaştırılması yoluna gidilmiştir⁵³. Zorunlu karşılıklar kredileri, maliyet kanalı ve likidite kanalı olmak üzere iki kanal yoluyla etkilemektedir. Maliyet kanalı merkez bankasının zorunlu karşılıkları değiştirerek bankaların uyguladıkları kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı etkilemesi yoluyla çalışırken, likidite kanalı ise zorunlu karşılıklardaki değişimin bankaların kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına olan ihtiyaçlarını değiştirmek suretiyle kredi verme davranışlarını etkilemesi yoluyla çalışmaktadır⁵⁴. Şimdi zorunlu karşılıkların bu iki kanal yoluyla kredileri nasıl etkilediğini açıklayalım.

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler, bankaların kaynak maliyetlerini etkilemektedir. Bu nedenle bankalar, karşılık oranlarındaki değişimleri kredi ve /veya

50 Göver, a.g.e., s.151; Kara, a.g.e., s.16-17.

51 Koray Alper ve S. Tolga Tiryaki, “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2011-08, 13 Nisan, 2011, s.1.

52 Kara, a.g.e., s.12.

53 Başçı ve Kara, a.g.e., s.6.

54 Alper ve Tiryaki, a.g.e., s.3-4.

mevduat faizlerine yansıtma eğiliminde olmaktadır. Örneğin zorunlu karşılık oranlarının arttırılması, ortaya çıkan maliyet artışı nedeniyle, bankaların kredi faizlerini yükseltmelerine yol açabilir. Ancak maliyet kanalının etkin bir şekilde çalışabilmesi için zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi gerekmektedir. Nitekim TCMB 2010 yılının Eylül ayında TL mevduatlar için ayrılan zorunlu karşılıklara faiz ödemeye son vermiştir⁵⁵. Ancak TCMB, zorunlu karşılıkların maliyet kanalıyla krediler üzerinde oluşturacağı etkinin sınırlı kalacağını tahmin etmektedir. TCMB'nin 2010 Eylül ayında zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son vermesi ve Nisan 2011'de zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasını %13,3 düzeyine yükseltmesi sonucunda ortaya çıkan maliyet etkisinin yaklaşık 100 baz puan olduğu hesaplanmıştır. Söz konusu maliyetin tamamı kredi faizlerine yansıtılsa bile, Türkiye'de faizlerdeki küçük değişimlerin krediler üzerindeki etkisinin sınırlı olması nedeniyle bunun kredi talebi üzerinde önemli bir etkisinin olmayacağı düşünülmektedir⁵⁶.

Zorunlu karşılıklar, krediler üzerinde asıl olarak likidite kanalıyla etkili olmaktadır. Bu kanal faiz koridoru ve likidite yönetimi ile etkileşim halinde işlemektedir. Zorunlu karşılık uygulaması nedeniyle bankalar likiditeye ihtiyaç duymaktadır. Bu ihtiyacın merkez bankasının sağladığı kısa vadeli kaynaklardan karşılanma derecesi likidite kanalının etkili olma derecesini belirlemektedir. Mevduatın ortalama vadesinin kısa olduğu ve enflasyon hedeflemesi uygulanan bir çerçevede, zorunlu karşılık uygulamasıyla çekilen likiditenin merkez bankası fonlarından karşılanabilmesi durumunda likidite kanalı etkisiz kalabilmektedir. Ancak TCMB'nin yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde uygulamaya koyduğu faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi stratejisi, kısa vadeli faizlerdeki oynaklığı arttırarak mevduatın merkez bankası fonlaması ile ikame edilebilirlik derecesini sınırlamaktadır⁵⁷.

TCMB fonlaması bir haftalıkken, mevduatın ortalama vadesinin 50 gün olduğu Türkiye'de bankalar, zorunlu karşılıkların arttırılması yoluyla ortaya çıkan likidite açığının tamamını merkez bankasından borçlanarak sağlamaları durumunda, ortaya çıkan vade uyumsuzluğunun yol açtığı ilave faiz riskini üstlenmek durumunda kalacaktır. Bu durumda faiz riski kredi faizlerine yansıtılabileceği gibi kısa vadeli fonlara olan bağımlılığın azaltılması için ulusal para cinsinden verilen krediler de azaltılabilir. Her iki durum da kredi artış hızının yavaşlaması yönünde etki yapacaktır. Politika faizinin gelecekte izleyeceği seyre dair belirsizliğin yüksek olması durumunda, kısa vadeli kaynaklara artan bağımlılık bankaların maruz kaldıkları faiz riskini daha da belirgin hale getirecektir. Bu bağlamda, TCMB'nin 2010 yılının sonundan itibaren uygulamaya başladığı politika bileşiminde kısa vadeli faizlerin tahmin edilebilirliği azaltılarak, zorunlu karşılıkların faiz riski kanalının güçlendirilmesi de amaçlanmıştır. Ayrıca TCMB'nin bankalara sınırsız likidite sağlamayıp, likiditeyi miktar ihalesi yoluyla yapması da faiz riskini arttıran bir diğer unsur olmuştur. Diğer taraftan, TCMB'nin yükümlülüklerin vadesine göre zorunlu karşılık oranlarını farklılaştıran düzenlemeleri de mevduatların ortalama vadesini uzatarak,

55 Göver, a.g.e., s.153; Kara, a.g.e., s.12.

56 Kara, a.g.e., s.12.

57 Göver, a.g.e., s.154; Kara, a.g.e., s.12.

kısa vadeli merkez bankası fonlarının mevduatlarla ikame derecesini azaltmak yoluyla zorunlu karşılıkların faiz riskini güçlendirebilecektir⁵⁸.

4.2.3. Rezerv Opsiyonu Mekanizması

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), bankaların TCMB bünyesinde tutmak zorunda oldukları TL zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz ve standart altın cinsinden tesis edebilmelerine olanak tanıyan bir uygulamadır⁵⁹. TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB’ye özgü bir para politikası aracı olan ROM, temelde sermaye akımlarındaki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir⁶⁰. ROM ile bankalara TL likidite gereksinimlerini karşılamak için döviz varlıklarını belli oranlarda kullanabilme imkanı sunulmaktadır. Böylelikle banklar, TL zorunlu karşılıkları tesis etmede esneklik kazanmakta ve gönüllü olarak merkez bankasında döviz rezervi biriktirmektedir. Bankaların bu şekilde merkez bankasında tuttukları döviz rezervlerini dış finansman koşullarındaki değişimlere göre ayarlanabilmesinin, sermaye akımlarının döviz kuru ve krediler üzerinde oluşturduğu oynaklığı azaltması beklenmektedir⁶¹.

Bankaların ROM’u kullanması durumunda TCMB’de ne kadar döviz veya altın karşılığı TL zorunlu karşılık tesis etmesi gerektiğini hesaplayabilmek için rezerv opsiyonu oranı (ROO) ve rezerv opsiyonu katsayısının (ROK) bilinmesi gerekmektedir. ROO, TL olarak tutulması gereken zorunlu karşılıkların en fazla ne kadarının döviz veya altın cinsinden tesis edilebileceğini belirlemektedir. 1 TL zorunlu karşılık için kaç birim döviz veya altın karşılık tesis edilebileceğini belirleyen katsayılar ise ROK olarak tanımlanmıştır⁶². ROM’un nasıl uygulandığını basit bir örnekle açıklamak için bir bankanın tutması gereken TL zorunlu karşılığın 100 TL, döviz için ROO’nun %90 (TL zorunlu karşılıkların istenirse %90’a kadar olan kısmının döviz olarak tutulabildiğini) ve ROK’un 1 olduğunu (1TL zorunlu karşılık için 1 TL’ye karşılık gelen tutarda döviz tutulabildiğini) varsayalım. Bu durumda ROM’dan yararlanmak isteyen bir banka, tutması gereken 100 TL’lik zorunlu karşılığın %90’lık kısmına karşılık gelen 90 TL’lik zorunlu karşılık miktarını döviz olarak tutabilmektedir. ABD dolar/TL kurunun 1,80 olduğunu varsayarsak, bu durumda 90 TL’ye karşılık gelen tutarda ABD doları yani, $90/1,80=50$ ABD doları zorunlu karşılık olarak tutulabilmektedir. Eğer yukarıdaki örnekte ROK, 1 değil de 2 olsaydı, ROM’dan yararlanmak isteyen bir banka, her 1 TL için 2 TL karşılığı döviz tutmak zorunda kalacaktır. Bu durumda banka, TCMB’de tutmakla yükümlü olduğu 90 TL’lik zorunlu karşılık için 180 TL ($90*2=180$) değerinde ABD doları yani, $180/1,8=100$ ABD doları tutacaktır. Mevcut sistemde, ROM’u kullanma tercihi bankalara bırakılmıştır. Bankaların ROM sistemi-

58 Başçı ve Kara, a.g.e., s.7.

59 Koray Alper vd., “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2012-28, 22 Ekim, 2012, s.2.

60 Arif Oduncu vd., “Merkez Bankasının Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, Bankacılar Dergisi, Sayı:86, Eylül, 2013, s.44.

61 TCMB, “Bülten”, Sayı:28, Aralık, 2012(c), s.2; TCMB, 2012(b), a.g.e., s.5.

62 Göver, a.g.e., s.156.

nin sağladığı imkanı hangi ölçüde kullanmayı tercih edecekleri, esas olarak yabancı para ve TL kaynakların göreceli maliyetine bağlı olarak değişmektedir⁶³. Bu da belirli koşullar altında sistemin otomatik dengeleyici olarak çalışabilmesini sağlamaktadır. Otomatik dengeleyicinin şu şekilde işlemesi beklenmektedir:

Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde, yurtiçi finansal piyasalarda yabancı para likiditesi arttığından genellikle yabancı para kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine göre düşmektedir. Bu durumda bankalar TL zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını yabancı para cinsinden tutma eğiliminde olacaktır. Diğer bir ifadeyle, döviz borçlanma maliyetlerinin düşmesi, kar amacıyla hareket eden bankaların ROM'dan daha fazla yararlanmalarını teşvik etmektedir. Bu durumda, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalar tarafından TL zorunlu karşılık olarak kullanılmak üzere TCMB'ye aktarılarak piyasadaki çekilmekte ve böylece TL üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanmış olacağı gibi ülkeye giren dövizin krediye dönüşme oranı da azalmaktadır⁶⁴. Ayrıca ROM'un daha fazla kullanılmasıyla birlikte bankalar TL likidite elde edebileceklerdir. Bu açıdan ROM, sterilize edilmemiş döviz alım ihalesine benzemektedir, ancak döviz alım ihalesinden farklı olarak piyasadaki daha fazla döviz likiditesi çekilmektedir. Diğer taraftan, imkanın tamamıyla kullanıldığı durumda TCMB piyasadaki daha fazla döviz likiditesi çekmek için katsayıları arttırmaktadır⁶⁵.

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise, yurtiçi finansal piyasalarda yabancı paraya erişim zorlaştığından genellikle yabancı para kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine göre artmaktadır. Bu durumda, bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını ROM kullanımlarını azaltmak suretiyle elde etme yoluna gidebileceklerdir. Bunun sonucunda, piyasadaki döviz miktarı artacağı için TL üzerindeki değer kaybetme yönlü baskı kısmen hafiflemiş olacaktır. Ayrıca rezerv opsiyonu kullanımının azaltılması, zorunlu karşılıkların daha büyük bir kısmının TL kaynaklarla tesis edilmesi anlamına geleceğinden bankaların TL likidite ihtiyaçları artacaktır⁶⁶. Bu açıdan ROM, sterilize edilmemiş döviz satım ihalesine benzemekle birlikte ROM sayesinde piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlanmaktadır. Diğer taraftan, piyasadaki döviz likiditesi ihtiyacının çok fazla artması durumunda TCMB, ROK'u düşürerek piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlayabilmektedir. Sonuç itibarıyla otomatik dengeleyici olarak kullanılmak üzere tasarlanan ROM'un giriş ve çıkış yönünde güçlü sermaye akımları yaşanan dönemlerde piyasadaki döviz likiditesini etkilemek suretiyle kur oynaklığını azaltması beklenmektedir.

ROM'un katkı sağlayabileceği bir diğer unsur da, kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığını azaltma potansiyeli taşımasıdır. Hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde ROM'un kullanılması, özellikle yabancı para cinsinden verilebilecek kredi miktarını arz yönünden kısıtlayarak kredi genişlemesinin kontrol altına

63 Alper vd., a.g.e., s.2-4.

64 TCMB, 2013(c), a.g.e., s.16.

65 Doruk Küçükşaracı ve Özgür Özel, "Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması", TCMB Çalışma Tebliği, No:12/32, Kasım, 2012, s.3.

66 Alper vd., a.g.e., s.5.

alınmasına katkı sağlayabilecektir. Ani sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde ise, bankalar ROM kullanımlarını azaltarak daha önceden TCMB’de biriktirdikleri döviz rezervlerini kredi olanakları için kullanabileceklerdir. Böylelikle ROM, kredi büyümesini hem genişleyici hem de daraltıcı yönde etkileyebilecek konjonktür karşıtı bir politika aracı olarak kullanılabilir⁶⁷.

Mevcut uygulamada ROK, rezerv imkanının kullanım oranına bağlı olarak artan bir yapı göstermektedir. Bu doğrultuda, ROO ve buna ilişkin ROK’lar, uygulamada kolaylık sağlaması bakımından TCMB tarafından belli bir eşikten itibaren %5’lik dilimler halinde tanımlanmaktadır. ROM yeni bir politika aracı olduğundan aşamalı olarak uygulamaya konulmuştur. TL zorunlu karşılıkların döviz olarak tesis edilebilmesine Eylül 2011’de, altın olarak tesis edilebilmesine Ekim 2011’de imkan tanınmıştır. Başlangıç aşamasında döviz ve altın için %10 olarak (ROO=%10) belirlenen söz konusu imkanlar, piyasa koşulları çerçevesinde kademeli olarak yükseltilerek Ağustos 2012’de döviz için %60, altın için %30 düzeyinde belirlenmiştir. TL yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tesisine ilişkin ROK ilk %40’lik dilim için 1,4 ve sonraki her %5’lik dilim için sırasıyla 1,8, 2,1, 2,3 ve 2,4 olarak belirlenirken, altın olarak tesisine ilişkin ROK ise ilk %20’lik dilim için 1,3 ve sonraki her %5’lik dilim için sırasıyla 1,8 ve 2,3 olarak artan bir şekilde belirlenmiştir⁶⁸.

4.3.Finansal Risk Göstergeleri Açısından TCMB Politikalarının Değerlendirilmesi

TCMB’nin birçok yayınında ve politika metninde vurgulandığı üzere, 2010 yılının sonunda uygulamaya konulan yeni politika yaklaşımının benimsenme nedeni, küresel kriz sonrası dönemde Türkiye’ye yönelen kısa vadeli sermaye akımlarındaki artışa bağlı olarak aşırı kredi genişlemesi ve cari açığın hızla artmasının finansal istikrar açısından risk oluşturmasıdır. Finansal istikrara ilişkin risklerin temel kaynağı olarak ortaya çıkan kredi genişlemesi ve cari açığın, TCMB tarafından uygulanan politikalar sonucunda nasıl bir gelişim gösterdiği, Grafik 1 ve Grafik 3’den hareketle izlenebilir. Grafik 1’den görüleceği gibi, uygulanan politikalar sonucunda kredi artış oranında 2011 yılının son çeyreğinden itibaren belirgin bir düşüş gerçekleşmiştir. Ancak 2012 yılı boyunca düşük düzeylerde seyreden kredi artış oranının 2013 yılı ortalarından itibaren yeniden yükselerek, 2014 ve 2015 yılları boyunca dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Ayrıca, 2010 yılında yaşanan yüksek artıştan sonra kredi büyüme oranı düşmekle birlikte, halen 2010 yılından önceki düzeyini yakalayamadığı ve 2010 yılından önceki düzeyinden daha yüksek bir seyir izlediği dikkati çekmektedir.

Finansal istikrara ilişkin risklerin bir diğer kaynağı olan cari açığın ve finansman kaynaklarının, TCMB’nin politika tedbirleri sonucunda nasıl bir gelişim gösterdiği-ne bakacak olursak, Grafik 3’den görüleceği gibi 2010 ve 2011 yılında hızla artan cari

67 Küçükşarac ve Özel, a.g.e., s.3-4.

68 TCMB, 2012(c), a.g.e., s.3; TCMB, 2012(b), a.g.e., s.12-13.

açık 2012 yılında düşüş kaydetmiştir. Uygulanan politikalar sonucunda 2011 yılının sonlarında kontrol altına alınmaya başlanan cari açık, 2013 yılı içinde artış yönlü bir eğilim göstermekle birlikte, 2014 ve 2015 yıllarında düşüş eğilimini sürdürmüştür. Cari açığın sürdürülebilirliği ve finansal risk yaratıp yaratmaması açısından cari açığın finansman yapısı büyük önem taşımaktadır. Cari açığın finansman kaynaklarına bakacak olursak, küresel kriz sonrası 2009 ve 2010 yıllarında cari açığın finansmanı temel olarak kısa vadeli sermaye akımları ve portföy yatırımları ile yapılırken, 2011 ve 2012 yılında doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli sermaye akımlarının payı artmıştır. 2012 yılının son çeyreğinden itibaren kısa vadeli finansman kaynaklarının payının uzun vadeli kaynaklara göre büyük ölçüde artması nedeniyle, 2013 yılında cari açığın finansmanı temel olarak kısa vadeli kaynaklarla sağlanmıştır. 2014 ve 2015 yıllarında uzun vadeli kaynakların payının artması ve kısa vadeli kaynakların payının azalması sonucunda cari açık temel olarak uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmiştir. 2014 ve 2015 yıllarında cari açığın finansmanının temel olarak uzun vadeli kaynaklarla sağlanması olumlu bir gelişme olmakla birlikte, küresel kriz sonrasında cari açığın finansmanında uzun ve kısa vadeli kaynakların dalgalı bir seyir izlemesi, uygulanan politikalar sonucunda cari açığın finansman yapısında meydana gelen iyileşmenin sınırlı olduğuna işaret etmektedir.

2010 yılından sonra Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının azalması ve hızlı kredi genişlemesinde meydana gelen yavaşlamanın cari açığın azalmasına katkı sağladığı muhakkaktır. Ancak Türkiye'de özellikle son yıllarda, cari açığın artmasına katkı yapan en temel unsurun giderek azalan özel sektör tasarruf oranları olduğu gerçeği dikkate alındığında, cari dengede kalıcı bir iyileşmenin sağlanması açısından, özellikle yurtiçi tasarrufların arttırılmasını hedefleyen politikalara öncelik verilmesi gerektiğini göz ardı etmemek gerekmektedir.

5. SERMAYE AKIMLARININ YÖNETİLMESİNDE KULLANILABİLECEK ALTERNATİF BİR ARAÇ OLARAK SERMAYE KONTROLLERİ⁶⁹

5.1. Sermaye Kontrollerine İlişkin Genel Bir Değerlendirme

2008 Küresel Finans Krizi öncesinde dünya genelinde yaygın olarak fiyat istikrarını amaçlayan para politikaları kabul görürken, krizle birlikte para politikasının fiyat istikrarının yanı sıra finansal ve makroekonomik istikrarı da dikkate almasının gerekliliği giderek yaygınlık kazanan bir görüş olmuştur⁷⁰. Finansal istikrar kavramıyla birlikte sermaye akımlarının yönetimi konusu da ön plana çıkmış ve bu doğrultuda küresel kriz sonrası dönemde TCMB de dahil olmak üzere birçok merkez

69 Sermaye kontrollerinin ayrıntılı olarak incelenmesi bu çalışmanın kapsamını aşmaktadır. Sermaye kontrollerinin nedenleri, türleri ve ülke deneyimleri ile ayrıntılı bilgi için bkz: Keskin (2009).

70 TCMB, 2012(a), a.g.e., s.95.

bankası finansal istikrarı sağlamak amacıyla para politikası araçlarını çeşitlendirerek sermaye akımlarından kaynaklanan istikrarsızlıkları hedef almaya başlamışlardır⁷¹.

Sermaye akımlarını belirleyen faktörlerin ve sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinin genel olarak finansal göstergeler üzerinden değerlendirilme eğilimi, sermaye akımları ile ülkelerin para politikaları arasında güçlü bir ilişki olduğu görüşünü desteklemekle birlikte sermaye akımlarının yönetimi konusunda kullanılabilecek araçların yalnızca para politikaları kapsamında değerlendirilmesi gerektiği unutulmamalıdır⁷². Sermaye akımları karşısında uygulanacak doğru ve etkin politikaların belirlenmesinde, sermaye akımlarına yol açan faktörlerin belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. İlgili literatürde sermaye akımlarına yol açan faktörler iten (dışsal) ve çeken (içsel) faktörler olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Küresel likidite koşulları ve yatırımcı risk iştahı en temel iten faktörler olarak gösterilirken; büyüme, getiri farkı, enflasyon gibi ülkelere özgü değişkenler ise çeken faktörler olarak nitelendirilmektedir⁷³.

GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarını belirlemede içsel faktörler de etkili olmakla birlikte literatürde, sermaye akımlarının büyüklüğü ve yönünün içsel faktörlerden daha fazla küresel risk iştahı gibi dışsal faktörler tarafından belirlendiği görüşü hakimdir⁷⁴. Diğer bir deyişle, sermaye akımlarının devamlılığı veya artışı-azalışı her zaman için GOÜ'lerin kendi içsel koşulları ile kontrol edebilecekleri bir durum değildir⁷⁵.

71 Arif Orçun Söylemez ve Server Demirci, "Uluslararası Sermaye Akımlarının Kontrolü ve Avrupa Birliği'nin Konuya Yaklaşımı Hakkında Bir İnceleme", *Marmara Avrupa Araştırmaları Dergisi*, Cilt:21, Sayı:1, 2013, s.92.

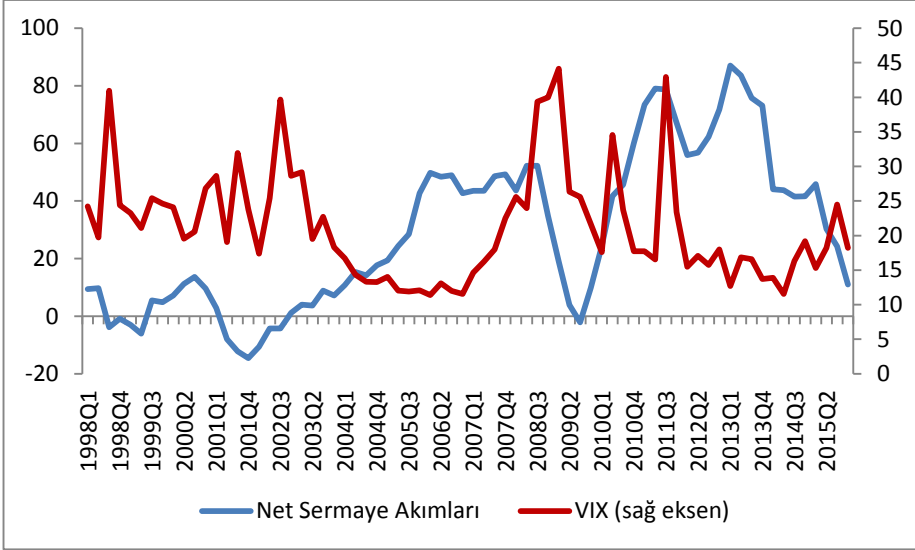
72 Mustafa Kemal Gündoğdu, "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Analizi", *Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü*, Mayıs, 2014, s.4.

73 Barlas ve Kaya, a.g.e., s.7.

74 Ahmet Benlialper ve Hasan Cömert, "Global Constraints on Central Banking: The Case of Turkey", *ERC Working Paper in Economics: 15/13*, December, 2015, s.16, <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series15/1513.pdf> (06.06.2016); Barlas ve Kaya, a.g.e., s.3.

75 Söylemez ve Demirci, a.g.e., s.94.

Grafik 4: Küresel Risk İştahı ve Net Sermaye Akımları (Üç Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları) (1998Q1-2015Q4)



Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve <https://finance.yahoo.com/quote/%5EVIX/history/> den alınan verilerle hazırlanmıştır.

Küresel risk iştahını temsil eden VIX endeksi⁷⁶ ile Türkiye'ye yönelen net sermaye akımları arasındaki ilişkiyi gösteren Grafik 4, sermaye akımları ile küresel risk iştahı arasında yüksek bir korelasyon olduğunu yani sermaye akımlarının küresel risk iştahından önemli ölçüde etkilendiğini göstermektedir. Küresel risk iştahı göstergelerinden VIX endeksindeki artışlar küresel risk iştahının düşük (küresel risk algılamasının yüksek) olduğu anlamına gelirken, endeksteki azalışlar ise küresel risk iştahının yüksek (küresel risk algılamasının düşük) olduğu anlamına gelmektedir⁷⁷. Grafikten anlaşılacağı üzere VIX'in arttığı (küresel risk iştahının düşük olduğu) dönemlerde Türkiye'ye yönelik sermaye akımları yavaşlarken ya da sermaye çıkışları yaşanırken, VIX'in düştüğü (küresel risk iştahının yüksek olduğu) dönemlerde ise sermaye girişlerinin arttığı gözlenmektedir⁷⁸.

Küresel risk iştahı (küresel risk algılaması) küresel likidite koşulları tarafından belirlenmektedir. Küresel likidite koşulları ise büyük ölçüde gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası uygulamaları ve özellikle de ABD dolarının küresel ekonomideki hakim rolü nedeniyle FED'in politika faiz oranındaki değişiklikler

76 Chicago Opsiyon Borsası Volatilite Endeksi (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index)

77 Şerdar Varlık ve Nimet Varlık, "Ülke Risk Primi Şokunun Enflasyon Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği", Bankacılar Dergisi, Sayı:95, 2015, s.7.

78 Cömert, a.g.e., s.131.

tarafından belirlenmektedir. Bu iki durumun birlikte değerlendirilmesi, Türkiye gibi GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının FED ve ECB gibi gelişmiş ülke merkez bankaları politikalarında meydana gelen değişimlerden önemli ölçüde etkilendiğini ortaya koymakta⁷⁹ ve bu tespit, sermaye akımlarının yönetimi konusunda GOÜ'lerin uygulayacakları politikaların belirlenmesinde büyük önem taşımaktadır.

Sermaye akımlarına yol açan içsel ve dışsal faktörlerin göreceli önemi, GOÜ'lerin uygulayacakları politikalar açısından oldukça önemlidir. Genel olarak içsel faktörlerden kaynaklanan sermaye akımları, dışsal faktörlerden kaynaklanan sermaye akımlarına göre daha durağan ve öngörülebilir bir yapıya sahip olduğundan, sermaye akımlarının ağırlıklı olarak içsel faktörlerden kaynaklanması durumunda, GOÜ'ler sağlam ve sağlıklı makroekonomik ve finansal politikalar uygulayarak sermaye akımlarının olumsuz etkilerini en aza indirebileceklerdir. Ancak, sermaye akımları ağırlıklı olarak dışsal faktörlerden kaynaklanıyorsa, GOÜ'ler ihtiyatlı politikalar uygulamaları durumunda bile beklenmeyen dışsal şoklara karşı korunmasız kalabileceklerdir. Bu nedenle GOÜ'lerin ihtiyatlı politikalarına ek olarak bazı önlemler almaları gerekmektedir⁸⁰. Bu bağlamda sermaye akımlarından kaynaklanan riskleri önlemede sermaye kontrolleri başvurulabilecek önemli bir seçenek olarak karşımıza çıkmaktadır.

Nitekim küresel finans krizinin ardından GOÜ'lere yönelik yoğun sermaye akımları karşısında Türkiye, faiz koridoru, ROM ve zorunlu karşılıklar gibi piyasayla uyumlu makro ihtiyati tedbirlere başvururken, bazı GOÜ'ler ise sermaye akımlarının olumsuz etkilerini sınırlandırmak için sermaye kontrollerini de politika paketlerinin bir parçası olarak dikkate almışlardır. Ancak ülkelerin mali yapıları, para politikası koşulları ve cari dengeleri farklılık arz ettiğinden sermaye kontrollerini hangi noktada ve hangi türde uyguladıkları ülkeden ülkeye önemli değişiklikler göstermektedir. Bu bağlamda, örneğin Brezilya kısa vadeli sermaye akımlarını kısıtlamak için doğrudan vergilendirmeyi seçerken, Peru, Kolombiya, Tayland ve Endonezya gibi ülkeler ise kısa vadeli yurt dışı krediler için yüksek zorunlu karşılık uygulaması, doğrudan yabancı yatırımların ülkede asgari bir süre kalma zorunluluğu gibi çeşitli önlemler almışlardır. Güney Kore ise oluşan kur riskini azaltmak amacıyla yabancı para cinsinden yapılan türev işlemler ve yabancı para net genel pozisyonu üzerine sınırlamalar getirmek suretiyle kısa vadeli yurtdışı borçlanmayı caydırıcı hale getirmeye çalışmıştır⁸¹.

Sermaye kontrolleri, uluslararası sermaye akımlarının hacmini, yönünü, niteliğini veya zamanlamasını değiştirmeye yönelik resmi düzenlemelerdir⁸². GOÜ'lerin sermaye kontrollerine başvurusunun birçok sebebi olmakla birlikte sermaye kontrolleri uygulanmasındaki ortak amaç, ulusal ekonomileri uluslararası sermaye

79 Benlialper ve Cömert, a.g.e., s.16-17; Serdaroğlu, a.g.e., s.31.

80 Ramon Moreno, "What Explains Capital Flows", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, Vol:22, July, 2000, s.2, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2000/july/what-explains-capital-flows/>, (05.03.2007).

81 TCMB, "Finansal İstikrar Raporu, Aralık-2010", 2010(b), s.47; TCMB, 2013(a), a.g.e., s.97.

82 Hasan Vergil, "Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırımlar Üzerine Etkileri", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:3, Sayı:1, 2002, s.20.

akımlarının yaratabileceği olumsuz etkilerden korumaktır. Sermaye kontrolleri ile ilgili olarak literatürde en çok tartışılan konulardan birisi, kontrollerin etkin olup olmaması ile ilgilidir. Sermaye kontrollerinin etkinliği, ülkeye, uygulanan döneme ve kullanılan yöntemlere göre değişmekle birlikte literatürde sermaye kontrollerinin etkinliği genellikle; ülkeye yönelen sermaye akımlarının hacmini azaltma, sermaye akımlarının kompozisyonunu değiştirme (kısa vadeli uzun vadeliye), ulusal para birimi üzerindeki değerlenme baskısını azaltma ve para politikasının bağımsızlığını artırma gibi amaçları gerçekleştirip gerçekleştirmediği ile ölçülmektedir⁸³.

Literatürde sermaye kontrollerinin etkinliğini araştıran çok sayıda çalışma bulunmaktadır. IMF uzmanları Ostry vd. 2010 yılında yayımladıkları çalışmada, sermaye girişleri üzerine kontrol uygulayan çeşitli ülkelerde, uygulanan kontrol yöntemleri ve bu kontrollerin etkinliğini ölçmek amacıyla yapılan ampirik çalışmaların sonuçlarını bir tablo şeklinde özetlemiştir. Tablo incelendiğinde⁸⁴ sermaye kontrollerinin ülkeye giren sermayenin kompozisyonunu değiştirmek açısından büyük oranda etkili olduğu, ülkeye giren net sermaye akımlarının hacmini düşürme ve ulusal para birimi üzerindeki değerlenme baskısını azaltmak açısından ise etkisinin sınırlı olduğu görülmektedir. Tablo bir bütün olarak değerlendirildiğinde, aynı türdeki sermaye kontrollerinin farklı ülkeler ve farklı zaman dönemlerinde, net sermaye akımlarının hacmini düşürme, sermaye akımlarının kompozisyonunu değiştirme ve ulusal para birimi üzerindeki değerlenme baskısını azaltma gibi amaçlara ulaşmak açısından birbirinden farklı sonuçlar verdiği ve ayrıca aynı ülkede uygulanan aynı sermaye kontrol yönteminin belirtilen bu amaçlara ulaşmak bakımından, yapılan farklı çalışmalarda, kullanılan ampirik yöntemlerin farklı olmasına bağlı olarak farklı sonuçlar verdiği dikkati çekmektedir. Bu durum, sermaye kontrollerinin etkinliği konusunda tüm ülkeler için geçerli olabilecek genel bir sonuca ulaşmanın kolay olmadığını göstermektedir.

5.2. Küresel Finans Krizi Sonrasında Uluslararası Çevrelerde Sermaye Kontrollerine Bakış Açısındaki Değişim

Teorik olarak iktisat literatüründe uluslararası sermaye akımlarının tamamen serbest olmasını savunan görüşler yanında kontrol edilmesi gerektiğini savunan yaklaşımlar da öteden beri mevcuttur. Ancak ne kadar taraftar toplasa da uluslararası sermayenin kontrolünü savunan fikirler, 2008 yılına kadar en azından uluslararası iktisadi düzeni belirleyen kuruluşlar ve ülkeler tarafından genel kabul görmemiştir⁸⁵.

83 Akira Ariyoshi vd., "Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization", IMF Occasional Paper, No:190, 2000, s.5, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/> (25.11.2006); Christopher J. Neely, "An Introduction to Capital Controls", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November, 1999, s.26, <https://research.stlouisfed.org/publications/review/99/11/9911cn.pdf> (06.10.2006); Karl Habermeier vd., "The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows", IMF Staff Discussion Note, August 5, 2011, s.6-7, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1114.pdf> (19.08.2016).

84 Jonathan D. Ostry vd., "Capital Inflows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note, SPN/10/04, February 19, 2010, s.16-17, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2010/sdn1004.pdf> (15.07.2016).

85 Söylemez ve Demirci, a.g.e., s.85,100.

2008 Küresel Finans Krizi, dünya genelinde kabul gören merkez bankası anlayışı ve para politikası çerçevesinde köklü değişikliklere yol açmıştır. Kriz sonrasında fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen bir makroekonomik politika çerçevesine ihtiyaç duyulduğu sıkça ifade edilmeye başlanmıştır. Küresel krizle birlikte makroekonomik politika çerçevesinde ortaya çıkan bu kapsam değişikliği, uluslararası sermaye akımlarına yaklaşımı da etkilemiş ve finansal istikrar kavramıyla birlikte sermaye akımlarının yönetimi konusu da ön plana çıkmıştır. Bu çerçevede, 1990’lı yıllar boyunca başta IMF olmak üzere uluslararası kuruluşlar ve gelişmiş ülkeler tarafından benimsenen ve tavsiye edilen sermaye akımlarının tamamen serbest olması ilkesi sorgulanmaya başlamıştır. Öyle ki uluslararası finansal mimarinin temel kuruluşlarından olan ve küresel kriz öncesinde sermaye kontrollerine karşı çıkan IMF, krizden sonra gerektiğinde sermaye kontrollerinin makroekonomik politika setinin bir parçası olarak kullanılabileceğini ifade etmeye başlamıştır⁸⁶. IMF’nin sermaye kontrolleri konusundaki bu yaklaşım değişikliğini 2010 yılından itibaren yayımlanan çeşitli araştırma raporlarında açık bir şekilde görmek mümkündür. Bu konuda özellikle 19 Şubat 2010’da ve 5 Nisan 2011’de yayımlanan iki IMF çalışması dikkati çekmektedir.

IMF araştırmacıları Ostry vd. 2010 yılında yayımladıkları çalışmada, belirli durumlarda sermaye akımlarını yönetmek amacıyla sermaye kontrollerinin kullanılabilmesini belirtmişlerdir. Yazarlara göre, eğer ekonomi potansiyel büyüme hızına yakın büyüyorsa, rezerv düzeyi yeterliyse, ulusal para birimi değerliyse ve sermaye akımları geçici nitelik taşıyorsa bu durumda sermaye kontrolleri makroekonomik politika setinin bir parçası olarak kullanılabilir. Ayrıca çalışmada elde edilen ampirik analiz sonuçlarına göre, finansal kırılganlığı azaltmak açısından dış yükümlülük yapısını düzeltmeyi amaçlayan sermaye kontrollerinin başarılı sonuçlar verdiği ve doğrudan yatırımlar içerisinde yer alan bazı finansal akımların gizli olarak borç yükümlülükleri yarattığı ve bu nedenle doğrudan yatırım şeklindeki sermaye akımlarının sanıldığı kadar güvenli olmayabileceği bulgusuna ulaşıldığı belirtilmektedir⁸⁷.

Ostry vd. (2011) tarafından kaleme alınan bir başka IMF çalışmasında da artan sermaye girişleri karşısında sermaye kontrollerinin hem makroekonomik hem de finansal istikrar açısından faydalı olabileceği belirtilmektedir. Çalışmada, sermaye kontrolleri uygulanmadan önce bazı ön koşulların yerine getirilmesi gerektiği ifade edilmekte ve bu ön koşullar şu şekilde sıralanmaktadır: Kontrollerden önce, ülkedeki makroekonomik politikaların ekonominin yapısına uygun bir şekilde belirlenmiş olması ve mümkün olduğunca makro ihtiyati önlemlerin uygulanmış olması, döviz kurunun ülkenin orta vadeli ekonomik göstergeleri ile uyumlu olması, sermaye girişleri karşısında maliye ve para politikasının ekonominin iç dengesi ve kamu borcunun sürdürülebilirliği ile uyumlu olması ve son olarak ülkenin döviz rezervlerinin yeterli seviyelere getirilmesi gerektiği ifade edilmektedir. Söz konusu ön koşullar yerine getirildikten sonra ve makro ihtiyati politikaların yetersiz ve etkisiz olduğu

⁸⁶ Göver, a.g.e., s.1-2,18.

⁸⁷ Ostry vd., 2010, a.g.e., s.5.

durumlarda sermaye kontrollerinin sermaye girişleri sonucu oluşabilecek riskleri engellemek amacıyla kullanılabilmesi vurgulanmıştır. Ayrıca sermaye kontrollerinin finansal sistemdeki kırılganlıkların azaltılmasına yardımcı olabileceği gibi çeşitli bozulmalar ve çarpıklıklar da yaratabileceğine (örneğin “kötü” finansal akımlar kadar “iyi” finansal akımların da ülkeye girişinin azalması gibi) dikkat çekilen çalışmada, sermaye kontrollerinin en riskli sermaye akımlarını hedeflemesi gerektiği ve aynı zamanda sermaye kontrollerinin tasarımının ülke koşullarına uygun olmasının önemi dile getirilmiştir^{88 89}.

IMF gibi dünyanın önde gelen ekonomileri de küresel finans krizinin ardından sermaye kontrollerine daha sıcak bakmaktadırlar. Uluslararası finansal mimarinin önemli bir parçası olan G-20 teşkilatı da sermaye akımlarının yarattığı istikrarsızlık karşısında, 2011 yılında Cannes’da gerçekleştirilen G-20 zirvesinde sermaye akımlarının yönetimine ilişkin görüş ve tavsiyelerini bir bildiri ile duyurmuştur. Bildiride sermaye akımlarının küresel ekonomi için istikrarsızlık ve kırılganlık yaratmaması için gerektiğinde tedbir alınması, bu tedbirlerin geniş bir makroekonomik politika setinin tamamlayıcı bir parçası olması ve her ülkenin kendi tedbirlerine kendisinin karar vermesi gibi değerlendirmelere yer verilmiştir. Ayrıca ABD, İngiltere, Japonya ve Avrupa Birliği (AB) gibi para birimleri birçok ülke tarafından rezerv olarak tutulan ülkelerin, makroekonomik politika tercihlerinin küresel likidite ve sermaye akımları üzerinde belirleyici olabileceğinden söz edilerek, bu ülkelerin sürdürülebilir bir makroekonomi politikası uygulama konusunda sorumluluğu bulunduğu da dikkat çekilmiştir⁹⁰.

2008 sonrası dönemde Euro Bölgesi’ndeki finansal sorunlarla baş etmek durumunda kalan AB’nde de sermaye kontrolleri, üzerinde yoğun tartışmaların yapıldığı bir konudur. Bu bağlamda, 28 Eylül 2011 tarihinde Avrupa Komisyonu tarafından, finans sektöründeki spekülasyon alım satım işlemlerini ve piyasada istikrarsızlığa yol açabilecek faaliyetleri engellemek amacıyla, kabul edilmesi halinde AB genelinde uygulanması ve 1 Ocak 2014’den itibaren geçerli olması planlanan bir finansal işlem vergisi tasarısı sunulmuştur. Söz konusu tasarıda menkul kıymet ve tahvil alım satımı üzerinden %0,1, türev sözleşmeler üzerinden ise %0,01 oranında vergi alınması öngörülmektedir. Başta Almanya ve Fransa tarafından desteklenen ve çerçevesi Avrupa Komisyonu tarafından oluşturulan söz konusu vergi ile, borç batağındaki Euro Bölgesi ülkelerine ve zor durumdaki bankacılık sistemine parasal destek sağlayacak gelirin elde edilmesi, riskli finansal işlemlerin maliyetini arttırmak suretiyle miktarının azaltılması ve finansal krizin yıkıcılığını arttıran türev ürünlerin kullanımının kontrol altına alınması hedeflenmektedir. 22 Ocak 2013 tarihinde aralarında Almanya ve Fransa’nın da bulunduğu 11 ülke, ileriki bir tarihte ortak bir finansal

88 Jonathan D. Ostry vd., “Managing Capital Inflows: What Tools to Use”, IMF Staff Discussion Note, SDN/11/06, April 5, 2011, s. 4,29, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf> (15.07.2015)

89 IMF 14 Kasım 2012 tarihinde, büyük ölçüde yukarıda açıklanan iki çalışmadaki görüşleri içeren ve sermaye akımlarının yönetilmesi konusunda çeşitli politika önerilerinin yer aldığı “Sermaye Akımlarının Liberalizasyonu ve Yönetilmesi: Kurumsal Bir Görüş” adlı resmi bir belge yayımlamıştır. Söz konusu belge ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. IMF(2012).

90 Göver, a.g.e., s.19-20.

işlem vergisi uygulama hususunda görüş birliğine vardıklarını ilan etmiştir. Ancak diğer 15 ülke halen ikna edilebilmiş değildir⁹¹. Yaşanan bu gelişmeler, 2008 Küresel Krizinden sonra bazı durumlarda uluslararası sermayenin kontrol edilmesinin finansal istikrar açısından yararlı olabileceği fikrinin artık uluslararası iktisadi düzeni belirleyen IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar ve gelişmiş ülkeler tarafından da kabul edilmeye başlandığını net bir şekilde ortaya koymaktadır⁹².

5.3. Türkiye’de Sermaye Akımlarının Yönetilmesinde Kullanılabilecek Alternatif Bir Araç Olarak Sermaye Kontrollerine İlişkin Bir Değerlendirme

2008 yılında yaşanan küresel kriz, Türkiye gibi GOÜ’ler açısından uluslararası sermaye akımlarının etkin bir şekilde yönetilmesinin ne denli zor olduğunu bir kere daha gözler önüne sermiştir. Küresel kriz sonrası yaşanan gelişmeler, ekonomik büyümenin sağlanması için yurtiçi tasarrufları yetersiz olan Türkiye gibi ülkelerde, ekonomik büyümenin finansmanı açısından önemli bir kaynak olan sermaye akımlarının, aynı zamanda ülkeye ani giriş çıkışları ile finansal istikrarı tehdit eden önemli sorunlara yol açabileceği gerçeğini açık bir şekilde ortaya koymuştur.

Küresel finans krizinden önceki yıllarda da sermaye akımlarının ekonomide yol açabileceği olumsuz etkiler bilinmekle birlikte Türkiye’de sermaye akımlarının finansal istikrarı tehdit edebilecek olumsuz etkileri bulunduğu gerçeğinin özellikle 2010 yılından itibaren kabul edildiğini söylemek mümkündür⁹³. Nitekim TCMB, Türkiye’ye sermaye girişlerinin arttığı bir dönem olan 2010 yılının sonundan itibaren, finansal istikrar açısından önemli bir sorun haline gelen sermaye akımlarının olumsuz etkilerini azaltmayı hedefleyen ve bu hedef doğrultusunda politika faiz oranının yanı sıra finansal riskleri sınırlandırabilmek amacıyla birbirini tamamlayıcı farklı araçların bir arada kullanıldığı yeni bir para politikası yaklaşımı geliştirerek uygulamaya koymuştur.

Sermaye akımlarının yönetiminde kullanılabilecek araçlar kapsamında sermaye kontrollerinin de yer almasına rağmen, Türkiye’de makro ihtiyati tedbir olarak nitelendirilebilecek politika uygulamalarına başvurulması, sermaye kontrollerinin alternatif bir araç olarak değerlendirme dışında bırakıldığını göstermektedir. TCMB’nin resmi politika metinlerinde bu durum açık olarak ifade edilmemekle birlikte, alternatif bir araç olarak sermaye kontrollerine hiç değinilmemiş olması söz konusu yaklaşımın bilinçli bir tercih olduğu izlenimini vermektedir. Bu tercihin temelindeki ana faktörün Türkiye’nin kronik hale gelen dış finansman ihtiyacı olduğunu söylemek mümkündür. Ekonomik büyümenin büyük ölçüde dış kaynak girişine bağlı olduğu Türkiye’de sermaye kontrollerinin telaffuz edilmesiyle Türkiye’ye yönelik risk algı-

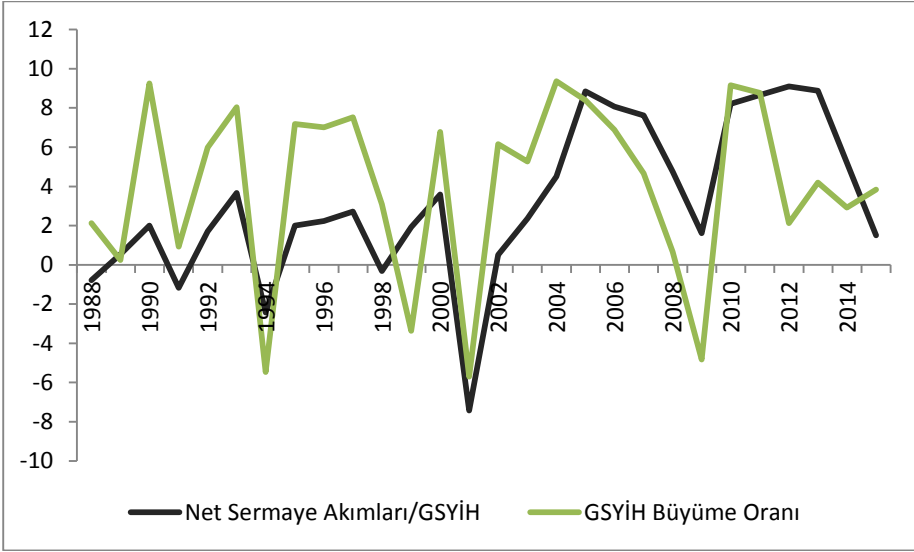
91 Begüm Güler vd., “Finansal İşlem Vergileri ve Avrupa Birliği Uygulaması” T.C. Avrupa Birliği Bakanlığı Ekonomik ve Mali Politikalar Başkanlığı, Temmuz, Ankara, 2012, s.2,36; Söylemez ve Demirci, a.g.e., s.103.

92 Söylemez ve Demirci, a.g.e., s.106.

93 Göver, a.g.e., s.176.

lamasının artmasından ve buna bağlı olarak yeni dış finansman bulmak bir yana ani bir sermaye kaçıışı yaşanmasından endişe edilmektedir⁹⁴.

Grafik 5: Ekonomik Büyüme ve Net Sermaye Akımları (1988-2015)



Türkiye’de sermaye akımları üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırıldığı 1989 yılından itibaren, ekonomik büyüme büyük ölçüde dış kaynak girişine bağımlı hale gelmiştir. 1989-2015 döneminde Türkiye’ye yönelik net sermaye akımlarının GSYİH’ya oranı ile GSYİH büyüme oranının gelişimini gösteren Grafik 5, Türkiye’de ekonomik büyüme ile net sermaye akımları arasında oldukça güçlü ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunu açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Türkiye’ye sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde ekonomik büyüme artarken, sermaye girişlerinin azaldığı ya da sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde ise büyüme oranı azalmaktadır. Grafikten sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönüne dair bir çıkarımda bulunmak mümkün olmamakla birlikte, bu konuda yapılan birçok ampirik analiz sonucu, sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğuna ve nedenselliğin yönünün sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru olduğuna işaret etmektedir⁹⁵. Türkiye’de ekonomik büyüme için gerekli olan finansman ihtiyacının büyük ölçüde uluslararası sermaye akımları ile karşılanması sermaye akımlarının yönetimi konusunda bir kısıt oluşturmakla birlikte, hükümetlerin bu konudaki tercihlerinin de önemli bir faktör olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Bu bağlamda Çin ve Hindistan,

94 Göver, a.g.e., s.173.

95 Konu ile ilgili örnek çalışmalar için bkz: Aslan, Terzi ve Siampan (2014), Söylemez ve Yılmaz (2012).

IMF ve Dünya Bankası’nın tüm ısrarlarına rağmen ne piyasa engellerinden ne de sermaye kontrollerinden vazgeçmemişlerdir ⁹⁶.

TCMB’nin birçok politika metninde, küresel kriz sonrasında Türkiye’ye yönelen sermaye akımlarının artmasının TL’nin değerlenmesine ve kredilerde artışa neden olarak cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediği, bunun da finansal ve makroekonomik istikrara yönelik kaygıları artırarak yeni bir para politikası yaklaşımını gerekli kıldığı vurgulanmaktadır. Bu bağlamda küresel kriz sonrası dönemde sermaye akımlarında meydana gelen oynaklığın finansal istikrarı olumsuz yönde etkilediği sıklıkla dile getirilmekle birlikte, TCMB’nin yeni para politikası yaklaşımı ve bu yaklaşımın belirlenen amaçlara ulaşmadaki başarı veya başarısızlığından tamamen bağımsız olarak, sermaye akımlarının yönetiminde kullanılabilecek alternatif bir araç olarak sermaye kontrollerinin söz konusu dönemde Türkiye’de uygulanabilir olup olmadığının hiç tartışılmamış olmasının, sermaye akımlarının yönetiminde uygulanabilecek politikaların belirlenmesi açısından önemli bir eksiklik olduğu düşünülmektedir.

Yukarıda bahsedildiği üzere küresel finans krizi sonrasında serbest sermaye akımları konusunda dünyada önemli görüş değişiklikleri ortaya çıkmıştır. 1990’lı yıllar boyunca tam serbestliği savunulan uluslararası sermayenin, belirli koşullar altında kontrol edilebileceği fikri artık uluslararası iktisadi düzeni belirleyen kurumlar ve ülkeler tarafından da kabul edilmeye başlanmıştır⁹⁷. Bu durum ise uluslararası konjonktürün küresel kriz sonrası dönemde, sermaye kontrollerinin değerlendirilmeye alınması açısından daha elverişli bir hale geldiğini göstermektedir. Bu bağlamda, uluslararası çevrelerde sermaye kontrollerine bakışın olumlu yönde değiştiği bu konjonktür içerisinde, Türkiye’nin sermaye akımlarını yönetebilmek amacıyla sermaye kontrollerinin uygulanabilirliğini orta ve uzun vade için değerlendirmeye almasının faydalı olacağı düşünülmektedir⁹⁸.

Sermaye kontrollerinin etkinliği, ülkeden ülkeye, uygulanan döneme ve kullanılan yöntemlere göre değiştiğinden, tüm ülkeler için geçerli olabilecek ve en iyi sonucu verebilecek tek bir sermaye kontrol yöntemi bulunmamaktadır. Bu nedenle, sermaye akımlarının olumsuz etkilerini önlemeye yönelik politikalar belirlenirken her ülkenin kendi ekonomisinin özelliklerini ve küresel ekonominin durumunu göz önünde bulundurarak hareket etmesi gerekmektedir⁹⁹. Bu bağlamda Türkiye’ye yönelik sermaye akımları dalgalı bir seyir izlediği sürece, sermaye girişlerine kontrol uygulanması seçeneği değerlendirmeye alınabilecek bir alternatif olabilir. Ancak Türkiye ekonomisinde büyümenin sürdürülebilmesi için dış finansman ihtiyacına olan bağımlılık, finansal istikrar ve sermaye akımlarının yönetimi konusunda önem-

96 Ayfer Gedikli, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki”, International Conference on Eurassian Economies, 2010, s.178, <http://avekon.org/papers/122.pdf> (05.08.2015).

97 Söylemez ve Demirci, a.g.e., s.87.

98 Göver, a.g.e., s.192.

99 Nagehan Keskin, “Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri”, Sosyoekonomi Dergisi, Yıl:5, Sayı:9, 2009, s.163.

li bir kısıt oluşturmaktadır. Bu nedenle sermaye girişlerine getirilmesi uygulanabilir bulunan kontroller, net sermaye girişlerinin dış finansman ihtiyacının üzerinde gerçekleştiği dönemlerde kullanılabilir. Daha genel bir çerçeveden bakıldığında, sermaye akımlarının yönetimi için alınacak tedbirlerin, sermaye kontrolleri kullanılsın veya kullanılsın, konjonktür karşıtı bir yapıda tasarlanması gerekmektedir. Söz konusu tedbirlerin net sermaye girişlerinin dış finansman ihtiyacını aştığı dönemlerde sıkılaştırılması, net sermaye girişlerinin yavaşladığı veya sermaye çıkışlarının başladığı dönemlerde ise gevşetilmesi yönünde değişiklikler yapılabilir¹⁰⁰.

6. SONUÇ

Küresel finans krizinin ardından gelişmiş ülke merkez bankalarının uygulamaya koydukları genişletici para politikası önlemlerinin GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarını hızla arttırması, yoğun sermaye girişlerinin finansal istikrar açısından yarattığı risklere ilişkin kaygıların artmasına yol açmıştır. Bu durum ise GOÜ'lerde para politikası çerçevesinin belirlenmesinde sermaye akımlarından kaynaklanan risklerin belirleyici bir rol oynamasına ve sermaye akımlarının yönetilmesinde geleneksel olmayan para politikası araçlarının daha aktif ve daha yaygın olarak kullanılmaya başlanmasına neden olmuştur.

Küresel finans krizi sonrası gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan parasal genişleme politikaları, diğer GOÜ'ler gibi Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarını da hızlandırmıştır. Sermaye akımlarındaki hızlı artış ise TL'nin değerlenmesine ve hızlı kredi genişlemesine yol açarak cari açığı önemli ölçüde arttırmıştır. Cari açığın giderek büyümesi ve finansmanında portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının payının artması, ekonominin küresel likidite koşullarında meydana gelebilecek ani değişimlere karşı hassasiyetini arttırarak finansal istikrar açısından risk oluşturmuştur. Yoğun sermaye girişlerinin finansal istikrar üzerinde oluşturduğu bu riskler karşısında TCMB, 2006 yılından beri uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarına ilave olarak finansal istikrarı da kapsayacak şekilde geliştirerek yeni bir para politikası yaklaşımı tasarlamış ve 2010 yılının sonunda uygulamaya başlamıştır. Yeni para politikası yaklaşımında, fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefinin eş zamanlı olarak gerçekleştirilebilmesi için enflasyon hedeflemesi rejiminde temel araç olarak kullanılan politika faiz oranına ilave olarak, makro ihtiyati tedbirler olarak nitelendirilen faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve ROM gibi yeni politika araçları birlikte kullanılmaya başlanmıştır.

Türkiye'de 2010 yılının sonunda uygulamaya konulan yeni para politikası yaklaşımının benimsenme gerekçesi, TCMB'nin birçok politika metninde ve yayınında belirtildiği gibi, küresel kriz sonrası dönemde ülkemize yönelen yoğun sermaye akımlarına bağlı olarak ortaya çıkan sorunların finansal istikrar açısından risk oluşturmasıdır. Yeni para politikası yaklaşımına, sorunun kaynağı ve çözüm yöntemi çerçevesinde bakılacak olursa; sermaye akımlarının finansal istikrar açısından risk oluşturan olumsuz etkileri sorunun ana kaynağı olarak gösterilirken, çözüm yön-

100 Göver, a.g.e., s.177.

temi olarak ise yalnızca para politikası araçlarının kullanımının tercih edildiği görülmektedir. Son yaşanan küresel krizin de açık bir şekilde ortaya koyduğu gibi, Türkiye gibi GOU'lere yönelen sermaye akımları büyük ölçüde, gelişmiş ülkeler tarafından izlenen politikalar ve küresel likidite koşulları gibi, söz konusu ülkeler tarafından kontrol edilebilmesi son derece güç olan dışsal faktörler tarafından belirlenmektedir. Bu durum ise hem Türkiye'nin sermaye akımlarının aniden durması (veya ani sermaye çıkışı) gibi dış şoklara karşı hassasiyetini arttırarak finansal istikrar açısından risk oluşturmakta hem de bu risklere karşı uygulanacak politikalar bağlamında Merkez Bankası'nın işini zorlaştırmaktadır. TCMB tarafından uygulanan yeni politika yaklaşımının finansal istikrar hedefinin gerekçesi olan hızlı kredi genişlemesinin yavaşlatılması ile cari açığın kontrol altına alınması ve finansman kalitesinin arttırılması açısından belli ölçülerde başarılı olduğu söylenebilir. Ancak Türkiye’de sermaye akımlarının tamamen serbest olduğu, ekonomik büyüme sürecinin büyük ölçüde sermaye akımları tarafından belirlendiği ve ülkeye yönelen sermaye akımlarını belirleyen temel faktörün içsel faktörlerden ziyade küresel ekonomik koşullar olduğu dikkate alındığında, sermaye akımlarının yol açtığı istikrarsızlıkların yalnızca para politikası araçları ile önlenmesi oldukça zor görünmektedir.

Sermaye giriş-çıkışlarının neden olduğu sorunların çözümünde para politikası araçlarının kullanılması tercih edilebilen bir alternatif olmakla birlikte, bu konuda uygulanabilecek politikaların yalnızca para politikasından ibaret olmadığı da unutulmamalıdır. Amaç sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini önlemekse, bu konuda kullanılacak alternatif bir araç olan sermaye kontrollerinin söz konusu dönemde Türkiye’de uygulanma olanağının olup olmadığına hiç tartışılmamış olması önemli bir eksiklik olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye gibi yurtdışı tasarrufların yetersizliğine bağlı olarak ekonomik büyümesi büyük ölçüde dış kaynak girişine dayanan bir ülkede, konunun yalnızca merkez bankası politikaları çerçevesinde değil, “sermaye akımlarının nasıl yönetileceği” gibi daha kapsamlı ve daha bütüncül bir çerçevede ele alınmasının sermaye akımlarına karşı uygulanabilecek en uygun ve en etkili politikaların belirlenmesi açısından daha doğru bir yaklaşım olduğu düşünülmektedir.

Türkiye’de sermaye akımları önündeki tüm engellerin kaldırıldığı 1989 yılından bu yana, sermaye akımlarını doğrudan kısıtlayan hiçbir önleme başvurulmamıştır. Bu tercihin arkasındaki temel nedenin, ekonomik büyümenin dış kaynak girişine olan bağımlılığı olduğunu söylemek mümkündür. Türkiye’de sermaye kontrollerinin telaffuz edilmesiyle yatırımcıların tedirgin olacağı ve bunun da sermaye akımlarının aniden durmasına veya ani sermaye çıkışlarına yol açabileceği kaygısıyla konu tartışılmaktan kaçınılmaktadır. Küresel krizin ortaya çıkardığı en önemli gelişmelerden birisi de, uluslararası çevrelerde sermaye kontrollerine bakış açısında meydana gelen değişimdir. Yaşanan kriz uluslararası çevrelerde, yoğun sermaye girişlerinin finansal istikrar açısından yarattığı risklere ilişkin farkındalığı arttırarak, sermaye akımlarının tamamen serbest olması ilkesinin sorgulanmasına yol açmıştır. Bu çerçevede, sermaye akımlarının tamamen serbest olmasını savunan, başta IMF olmak üzere Dünya Bankası ve G-20 teşkilatı gibi uluslararası iktisadi

düzeni belirleyen kurumlar ve ülkeler tarafından, serbest sermaye akımlarının bazı riskler taşıdığı ve belirli durumlarda sermaye kontrollerinin finansal istikrar açısından faydalı olabileceği dile getirilmeye başlanmıştır.

Türkiye'nin mevcut büyüme modeli çerçevesinde değerlendirildiğinde, Türkiye ekonomisinin küresel likidite koşullarında meydana gelen değişimlere bağlı olarak sermaye akımlarında yaşanacak oynaklıklar ve bunun yol açacağı çeşitli finansal ve makroekonomik risklerle karşılaşma olasılığının önümüzdeki dönemlerde de oldukça yüksek olacağını söylemek mümkündür. Bu nedenle Türkiye'de sermaye akımlarının yönetimi kapsamında, sermaye kontrollerinin tamamen dışlanması gibi bir yaklaşım yerine ülkeye özgü koşullar çerçevesinde uygulanabilirliğini sorgulayan bir yaklaşımın benimsenmesi uzun vadede daha yararlı sonuçlar verebilir. Bu bağlamda, küresel kriz sonrası uluslararası çevrelerde sermaye kontrollerine yönelik olumlu tavır değişimi, Türkiye'de sermaye kontrollerinin uygulanabilirliğinin tartışılması açısından bir fırsat olarak değerlendirilebilir. Sermaye kontrolleri ile ilgili yapılan ampirik çalışmalar, sermaye kontrollerinin etkinliğinin ülkeye, uygulanan döneme ve kullanılan yönteme göre değiştiğini ve bu nedenle tüm ülkeler için geçerli olabilecek ve en iyi sonucu verebilecek tek bir sermaye kontrol yöntemi olmadığını ortaya koymaktadır. Bu nedenle Türkiye'de sermaye kontrollerinin uygulanabilirliği ile ilgili değerlendirmeler yapılırken, ülke bazında örnekler incelenerek çeşitli sermaye kontrol yöntemlerinin avantaj ve dezavantajlarının gözden geçirilmesi ve aynı zamanda Türkiye ekonomisine özgü koşulların ve sorunların göz önünde bulundurulması önem arz etmektedir. Türkiye'de sermaye kontrollerinin uygulanabilirliği ile ilgili en önemli kısıtın, dış kaynak girişine bağımlı büyüme modeli olduğu gerçeği dikkate alındığında, ilgili kurumlar tarafından sermaye kontrollerinin, sermaye girişlerinin Türkiye'nin dış finansman ihtiyacını aştığı dönemlerde uygulanabileceği bir sistemin geliştirilmesi yönünde çalışmalar yapılması faydalı olabilir.

KAYNAKÇA

- Alper, Koray; S. Tolga Tiryaki. “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2011-08, 13 Nisan, 2011, ss.1-20.
- Alper, Koray; Hakan Kara ve Mehmet Yörükoğlu. “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2012-28, 22 Ekim, 2012, ss.1-14.
- Ariyoshi, Akira; Karl Habermeier; Bernard Laurens; İnci Otter-Robe; Jorge Ivan Canales-Kriljenko and Andrei Kirilenko. “Capital Controls: Country Experiences With Their Use and Liberalization”, IMF Occasional Paper, No:190, 2000, (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/>), (25.11.2006).
- Aslan, Nurdan; Nuray Terzi ve Etza Siampun. “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi”, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt:5, Sayı:10, 2014, ss.15-32.
- Barlas, Yasemin; Selihhan Kaya. “Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2013-01, Ocak, 2013, ss.1-10.
- Başçı, Erdem; Hakan Kara. “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği, No:11/08, Mayıs, 2011, ss.1-18.
- Benlialper, Ahmet; Hasan Cömert. “Global Constraints on Central Banking: The Case of Turkey”, ERC Working Paper in Economics: 15/13, December, 2015, pp.1-34. (<http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series15/1513.pdf>), (06.06.2016).
- Binici, Mahir; Hasan Erol; Hakan Kara; Pınar Özlü ve Deren Ünalı. “Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyatı Araç Olabilir mi?”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2013-20, 19 Temmuz, 2013, ss.1-16.
- Cömert, Hasan. “İmkansız Üçleme’den İmkansız İkilem’e: Bretton Woods Dönemi ve Sonrası Para Politikası”, Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:34, Sayı:1, 2016, ss.115-136.
- Doğan, Seyhun; Çiğdem Börke Tunalı. “Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, Cilt:61, Sayı:2, 2011, ss.51-81. (<http://www.journals.istanbul.edu.tr/iuifm/article/view/1023009178>), (14.06.2016).
- Gedikli, Ayfer. “Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki”, International Conference on Eurassian Economies, 2010, ss.173-182. (<http://avekon.org/papers/122.pdf>), (05.08.2015).
- Göver, Zeki Tuğrul. “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Sermaye Hareketleri Üzerindeki Kontrollerin Analizi: Türkiye İçin Çıkarılabilecek Dersler”, (Basılmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Ankara, 2014.
- Güler, Begüm; Esra Keleş ve Özgür Uçar. “Finansal İşlem Vergileri ve Avrupa Birliği Uygulaması”, T.C. Avrupa Birliği Bakanlığı Ekonomik ve Mali Politikalar Başkanlığı, Temmuz, Ankara, 2012.
- Gündoğdu, Mustafa Kemal. “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Analizi”, Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü, Mayıs, 2014, ss.1-14.
- Habermeier, Karl; Annamaria Kokeyne and Chikako Baba. “The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows”, IMF Staff Discussion Note, August 5, 2011, (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1114.pdf>), (19.08.2016).
- IMF (2012). “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, November 14, (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>), (25.08.2016).
- IMF. “World Economic Outlook, October 2009”, (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/>) (01.08.2016).
- IMF. “World Economic Outlook, April 2014”,(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/>) (11.08.2016).

- IMF. "World Economic Outlook, April 2016", (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/>) (11.08.2016).
- Kara, A. Hakan. "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No:12/27, Haziran, 2012, ss.1-25.
- Keskin, Nagehan. "Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri", Sosyoekonomi Dergisi, Yıl:5, Sayı:9, 2009, ss.147-166.
- Küçükşarac, Doruk; Özgür Özel. "Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması", TCMB Çalışma Tebliği, No:12/32, Kasım, 2012.
- Moreno, Ramon (2000), "What Explains Capital Flows", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, Vol:22, July, (<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2000/july/what-explains-capital-flows/>), (05.03.2007).
- Neely, Christopher J. "An Introduction to Capital Controls", Federal Reserve Bank of ST. Louis Review, November, 1999, pp.13-30, (<https://research.stlouisfed.org/publications/review/99/11/9911cn.pdf>), (06.10.2006).
- Oduncu, Arif; Ergun Ermişoğlu ve Yasin Akçelik. "Merkez Bankasının Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı", Bankacılar Dergisi, Sayı: 86, Eylül, 2013, ss. 43-52.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh; Karl Habermeier; Marcos Chamon; Mahvas S. Qureshi and Dennis B. S. Reinhardt. "Capital Inflows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note, SPN/10/04, February 19, 2010, (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>), (15.07.2015).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh; Karl Habermeier; Marcos Chamon; Mahvas S. Qureshi; Luc Laeven and Annamaria Kokeny. "Managing Capital Inflows: What Tools to Use", IMF Staff Discussion Note, SDN/11/06, April 5, 2011, (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>), (15.07.2015).
- Öğüt, Kaan; Sercin Şahin. "Türkiye'de Finansal İstikrar Sorununa Sistem Dinamiği Yaklaşımı", TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı, 1-3 Kasım, İzmir, 2012. (<http://teacongress.org/papers2012/OGUT-SAHIN.pdf>), (22.08.2016).
- Özatatay, Fatih. "Merkez Bankasının Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç", İktisat İşletme ve Finans, 26 (302), 2011, ss.27-43.
- Özatatay, Fatih. "Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB", TEPAV Rapor, No:201202, Ocak, 2012, ss.1-17, (http://www.tepav.org.tr/upload/files/1326890034-3.Para_Politikasinda_Yeni_Arayislar_ve_TCMB.pdf), (12.07.2015).
- Serdaroğlu, Tuncay. "Türkiye'de Finansal Açıklık ve Toplam Faktör Verimliliği", T.C. Kalkınma Bakanlığı Uzmanlık Tezi, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2853, Eylül, Ankara, 2013.
- Söylemez, Arif Orçun; Server Demirci. "Uluslararası Sermaye Akımlarının Kontrolü ve Avrupa Birliği'nin Konuya Yaklaşımı Hakkında Bir İnceleme", Marmara Avrupa Araştırmaları Dergisi, Cilt:21, Sayı:1, 2013, ss.85-109.
- Söylemez, Arif Orçun; Ahmet Yılmaz. "Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi-Büyüme İlişkisi", Marmara Üniversitesi İİB Dergisi, Cilt: XXXIII, 2012, ss.47-66.
- Şimşek, Lütfü. "TCMB'nin Finansal İstikrarla İmtihanı", Tekirdağ SMMM Odası Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı:1, Eylül, 2012, (http://www.tsmmmososyalbilimler.org/upload/files/SAYI1/2-TCMB_F_NS_ISTR_IMTHN.pdf), (16.08.2016).
- TCMB. "Enflasyon Raporu, 2010-IV", 2010 (a).
- TCMB. "Finansal İstikrar Raporu, Aralık-2010", 2010 (b).
- TCMB. "Enflasyon Raporu, 2011-III", 2011(a).
- TCMB. "Enflasyon Raporu, 2011-I", 2011(b).
- TCMB. "Ödemeler Dengesi Raporu, 2011-IV", 2011(c).
- TCMB. "Enflasyon Raporu, 2012-I", 2012 (a).
- TCMB. "2013 Yılı Para ve Kur Politikası", 25 Aralık, Ankara, 2012(b).

- TCMB. “Bülten”, Sayı:28, Aralık, 2012(c).
- TCMB. “Enflasyon Raporu, 2013-IV”, 2013(a).
- TCMB. “Bülten”, Sayı:29, Mart, 2013(b).
- TCMB. “Parasal Aktarım Mekanizması”, Ankara, 2013(c).
- TCMB. “Enflasyon Raporu, 2014-II”, 2014(a).
- TCMB. “Bülten”, Sayı:35, Eylül, 2014 (b).
- TCMB. “Bülten”, Sayı:40, Aralık, 2015(a).
- TCMB. “Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, Ankara, 2015(b).
- TCMB. “Ödemeler Dengesi Raporu, 2015-IV”, 2015(c).
- TEPAV. “TEPAV G-20 Toplantısı Hazırlık Çalışmaları: Özel Sermaye Akımlarında 1980'lere Dönüş”, Küresel Kriz Çalışma Grubu Değerlendirme Notu, 16 Şubat, 2009, ss.1-3., (http://www.tepav.org.tr/upload/files/12937246726.Ozel_Sermaye_Akimlarinda_1980lere_Donus.pdf), (12.07.2015).
- Togan, Sübidey; Hakan Berument. “Cari İşlemler Dengesi, Sermaye Hareketleri ve Krediler”, Bankacılar Dergisi, Sayı:78, 2011, ss.3-21.
- Üçer, Murat. “Son Para Politikası Uygulamaları Üstüne Gözlemler”, İktisat İşletme ve Finans, 26 (302), 2011, ss.45-51.
- Varlık, Serdar; Nimet Varlık. “Ülke Risk Primi Şokunun Enflasyon Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, Bankacılar Dergisi, Sayı:95, 2015, ss.3-16.
- Vergil, Hasan. “Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırımlar Üzerine Etkileri”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:3, Sayı:1, 2002, ss.19-33.
- <http://evds.tcmb.gov.tr>
- <https://finance.yahoo.com/quote/%5EVIX/history/>