



EKONOMİ NOTLARI

Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu¹

Hakan Kara

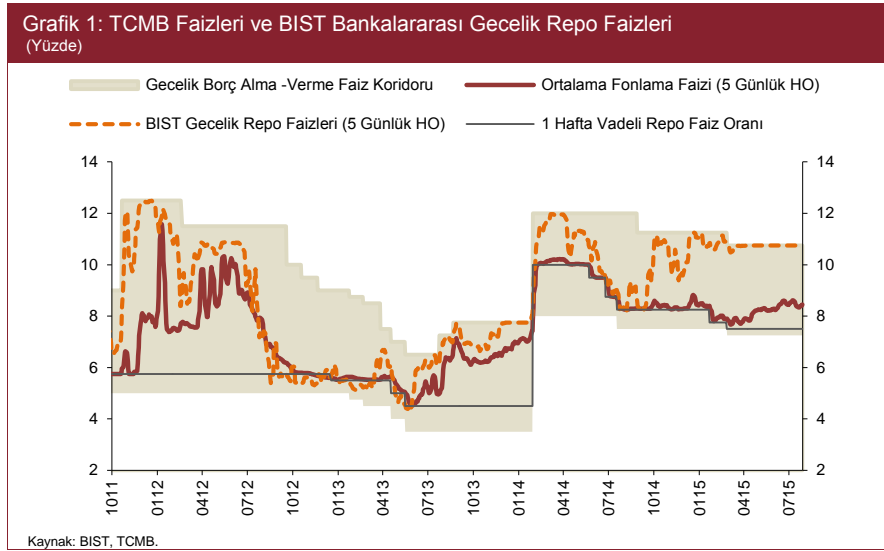
Özet: TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren geniş bir koridor içinde birden fazla faizin araç olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisi uygulamıştır. Söz konusu stratejide, para politikasının duruşu açısından TCMB faizleri kadar fonlama kompozisyonu (likidite politikası) da önem kazanmaktadır. TCMB politikasındaki değişiklikleri doğru yorumlayabilmek için öncelikle para politikasının pratikteki işleyişinin anlaşılması önem taşımaktadır. Böylece kısa vadeli faiz oranlarının nasıl belirlendiği, fonlama kompozisyonundaki değişikliklerin anlamı ve hangi faizin parasal aktarım açısından daha önemli olduğu gibi hususların sağlıklı bir şekilde yorumlanması mümkün olacaktır. Bu not, TCMB para politikasının operasyonel yapısını basitleştirilmiş bir anlatımla sunarak politika duruşunun değerlendirilmesine katkıda bulunmayı amaçlamaktadır.

Abstract: Central Bank of Turkey (CBT) has been implementing a multi-instrument monetary policy strategy within a wide interest rate corridor since 2010. In this approach, composition of the central bank liquidity provision is an important component of the policy stance. Therefore, interpreting the changes in the monetary policy decisions necessitates an understanding of the practical implementation of monetary policy. By providing a simplified exposition of the CBT's operational framework, this note aims to answer questions such as (i) How are the short term interest rates determined? (ii) What is the implication of a change in the funding composition? (iii) Which interest rate is more relevant for the monetary transmission mechanism? We attempt to address these questions to provide some insight into the assessment of the monetary policy stance.

¹ Burada belirtilen görüşler yazarın kendi değerlendirmeleri olup, TCMB'nin resmi görüşlerini yansıtmak zorunda değildir. Değerli katkılarından dolayı Erdem Başçı, Koray Alper, Mahir Binici, Gürsu Keleş, Pınar Özlü ve Deren Ünalmiş ile çalışmanın hakemi ve editörlerine teşekkür ederim.

Geniş Faiz Koridoru ve Politika Faizleri: Giriş

Geniş faiz koridoru, küresel oynaklık dönemlerinde finansal istikrar ve fiyat istikrarı ödünleşimini hafifletmek için TCMB tarafından geliştirilmiş bir araçtır. Küresel kriz sonrasında gelişmekte olan ülkelerin piyasaları küresel para politikalarına aşırı duyarlı hale gelmiştir. Sermaye akımlarındaki ve risk iştahındaki ani değişimlerin hızlı bir şekilde yurt içi finansal koşullara yansması, ekonomide öngörülebilirliği azaltarak makroekonomik istikrarı tehdit edebilmektedir. Söz konusu durum küresel risk iştahı ve likidite koşullarındaki ani değişimlere karşı vakitli tepki verilmesini sağlayacak bir aracın gereksinimini doğurmuştur. Bu doğrultuda TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren geniş faiz koridoru ve aktif likidite politikasının bir arada kullanıldığı bir para politikası stratejisi tasarlayarak uygulamaya koymuştur.²



Grafik 1, geniş faiz koridoru çerçevesinde TCMB'nin 2011 yılından itibaren uyguladığı faiz oranları ile gecelik piyasada oluşan faizi bir arada göstermektedir. Konvansiyonel bir koridor politikasında bütün kısa vadeli faizler aynı yönde ve benzer ölçüde hareket ederken, TCMB'nin uyguladığı politikada koridor içerisinde birden fazla kısa vadeli faiz birbirinden farklı oranlarda değişim gösterebilmektedir. Hatta bazı dönemlerde ters yönlü hareketler dahi gözlenebilmektedir. Dolayısıyla bu hareketlerin para politikası duruşu açısından ne ima ettiği sorusu öne çıkmaktadır. Özellikle merkez bankasının fonlama maliyeti (bordo ile gösterilen seri) ile para piyasası gecelik faizinin (kesikli turuncu seri) birbirinden önemli ölçüde farklılaştığı

² Geniş faiz koridorunun genel bir politika stratejisi olarak faydaları ve zorlukları ile ilgili tartışmalar bu notun kapsamı dışındadır. Söz konusu politikaya geçişin ana motivasyonu ve fiyat istikrarı-finansal istikrar ödünleşimine katkısı Başçı ve Kara (2011), Kara (2012), Aysan, Fendoğlu ve Kılınç (2014); Akçelik, Başçı, Ermişoğlu ve Oduncu (2015) çalışmalarında kapsamlı olarak anlatılmaktadır.

dönemlerde bu soru daha da önem kazanmaktadır.³ Parasal duruşun sağlıklı bir şekilde değerlendirilebilmesi için aktarım mekanizmasının nasıl işlediği konusu önem taşımaktadır. Bu çalışma, TCMB'nin operasyonel çerçevesini analitik bir bakışla ele alarak parasal aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunmayı amaçlamaktadır.

Notun ilk bölümünde geniş faiz koridorunun likidite politikası ile etkileşimi ele alınarak kısa vadeli faizlerin nasıl belirlendiği anlatılmaktadır. Daha sonra kısa vadeli faizlerin parasal aktarım mekanizması açısından görece önemi ve bu kapsamda TCMB'nin politika duruşunun nasıl değerlendirilebileceği tartışılmaktadır. Son bölümde ise fonlama kompozisyonu ve faiz politikası etkileşiminin daha iyi anlaşılabilmesi için basit örnekler sunulmaktadır.

Faiz Koridorunun İşleyişi

TCMB faiz oranlarındaki değişiklikleri doğru yorumlayabilmek için öncelikle para politikasının pratikteki işleyişinin anlaşılması önem taşımaktadır. Böylece kısa vadeli faiz oranlarının nasıl belirlendiği, fonlama kompozisyonundaki değişikliklerin anlamı ve hangi faizin parasal aktarım açısından daha önemli olduğu gibi hususları daha sağlıklı bir şekilde değerlendirebilmek mümkün olacaktır.

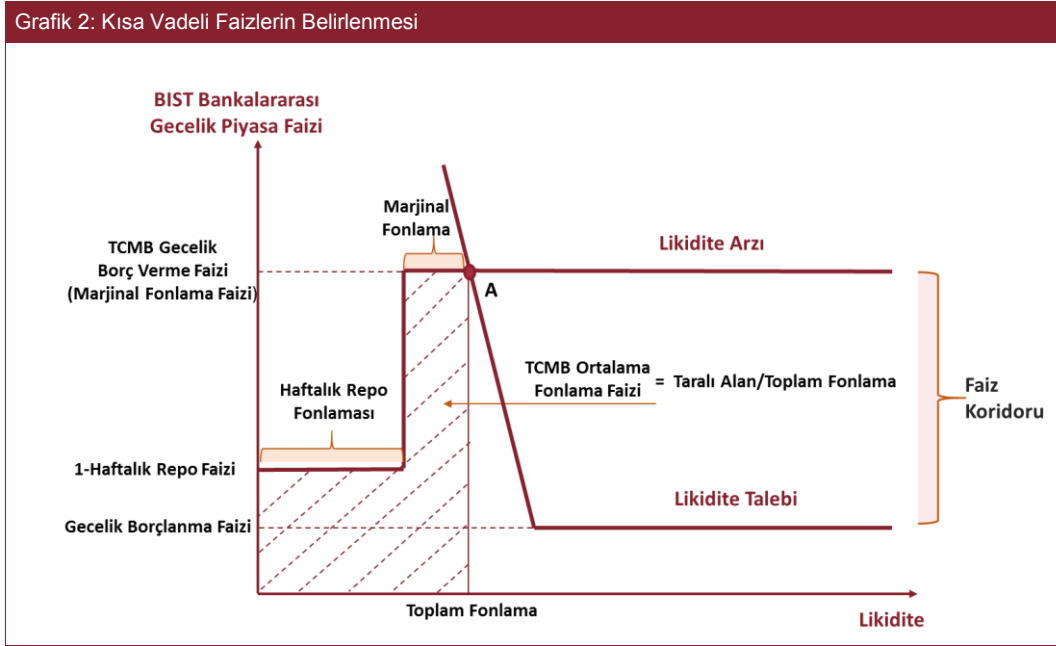
Enflasyon hedeflemesi yapan dalgalı kur rejimi altındaki ülkelerde para politikasının temel aracı kısa vadeli faiz oranıdır. Ülkeler arasında teknik olarak farklı uygulamalar olsa da, merkez bankaları kısa vadeli faiz oranını esas olarak kendi bilanço büyüklüklerini değiştirmek suretiyle belirlemektedir. Bu da en doğrudan şekilde bono alım ve satım işlemleri ile sağlanabileceği gibi, TCMB'nin yaptığı biçimde finansal kuruluşlara kısa vadeli borç (likidite) verilmesi şeklinde de gerçekleşebilmektedir. Halihazırda TCMB bunu bir haftalık ve gecelik repo işlemleri ile yapmaktadır.

Piyasanın net likidite pozisyonu operasyonel çerçeve açısından önem taşımaktadır. Türkiye'de 2001 krizinden sonra banka bilançolarının yeniden yapılandırılması sürecinde ortaya çıkan nicel genişleme bankacılık sisteminin uzun süre likidite fazlası vermesini sağlamış, bu da merkez bankasının borç alma faizinin referans faizi teşkil etmesine neden olmuştu. 2010 yılından bu yana ise TCMB piyasaya net borç verici konumunda olduğundan, para politikasının duruşunda merkez bankasının fonlama faizleri daha önemli bir rol oynamaktadır. Dolayısıyla, burada anlatılan operasyonel çerçeve söz konusu durumu

³ Para piyasası gecelik faizi ile TCMB ortalama fonlama faizi arasındaki farkı belirleyen faktörler Küçük ve diğerleri (2014) çalışmasında incelenmektedir.

yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Bu doğrultuda, Grafik 2 kısa vadeli fon piyasasında faizlerin oluşumunu basitleştirilmiş bir kurguda göstermektedir.

Grafikte dikey eksen faizleri, yatay eksen ise kısa vadeli fon (likidite) miktarını göstermektedir. Arz ve talep eğrileri sistemin net likidite arzı ve talebini yansıtmaktadır. Bankalar arasında likidite ihtiyacı açısından heterojen bir yapı söz konusu olsa da sisteme bir bütün olarak bakıldığında nette likidite açığı bulunmaktadır. Likidite arzı TCMB tarafından haftalık repo ve gecelik borç verme (marjinal fonlama) imkanları ile sağlanmaktadır.⁴ Bu iki fonlamanın faizi farklı olduğundan ve TCMB haftalık repo miktarını doğrudan belirleyebildiğinden arz eğrisi basamak şeklini almaktadır. TCMB, bir haftalık reponun faizine ve miktarına karar vermekte, verilen bu parametreler altında ek likidite talebi oluşursa bunu marjinal fonlamadan karşılamaktadır.



Talep eğrisi ise bankaların kısa vadeli likidite talebinin piyasa faiz oranları ile ilişkisini göstermektedir. Piyasa faizleri yükseldikçe fon talebi azalacağından talep eğrisinin eğimi negatif olmaktadır. Ancak piyasa faizi hiçbir şekilde TCMB'nin borçlanma faizi seviyesinin altına düşemeyeceğinden, bu seviyeden sonra talep eğrisi yataylaşmaktadır.

⁴ Haftalık repo ve marjinal fonlamanın yanı sıra, TCMB üçüncü bir fonlama aracı olarak piyasa yapımcılarına marjinal fonlamanın biraz altında bir faizle gecelik vadede borç vermektedir. Grafik 2'deki gösterime bu fonlamanın da dahil edilmesi durumunda arz eğrisi iki basamaklı bir görünüm almakta fakat temel analitik kurgu değişmemektedir. Dolayısıyla, sadelik ve anlaşılabilirlik açısından TCMB'nin piyasa yapımcılarına yaptığı gecelik fonlama gösterime dahil edilmemiştir.

Grafikte bahsi geçen piyasa kabaca Borsa İstanbul Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarına eşdeğer kabul edilebilir. Bankalar arası para piyasası faizi, likidite arz ve talebinin kesiştiği denge (A) noktasında oluşmaktadır. Bu gösterimde TCMB, (son dönemde olduğu gibi) sıkı likidite politikası uygulayarak piyasanın ihtiyacı olan likiditenin tamamını sağlamamaktadır. Bankalar fonlama ihtiyaçlarının kalan kısmını daha yüksek maliyetli olan marjinal fonlama oranından temin etmek durumunda kaldığından, piyasa faizleri TCMB'nin marjinal fonlama oranı (Ağustos 2015 itibarıyla yüzde 10,75 olan koridorun üst bandı) düzeyinde gerçekleşmektedir. Grafikselsel tabirle, talep eğrisi arz eğrisini yatay ve yüksek olan kısımda kesmektedir. Eğer piyasanın fonlama ihtiyacının tamamı 1 haftalık repo faizinden karşılansaydı, gecelik piyasa faizinin 1 haftalık repo faizi düzeyinde oluşması mümkün olabilecekti. Bu durumda bütün faizler 1 haftalık repo faizi düzeyinde oluşacağından, haftalık repo faizi "politika faizi" olarak nitelendirilebilecekti.

Aktarım Mekanizması

Enflasyon hedeflemesi yapan dalgalı kur rejimi altındaki ülkelerde para politikasının temel aracı kısa vadeli faiz oranıdır. Dolayısıyla para politikasının duruşu söz konusu olduğunda öncelikle TCMB'nin belirlediği kısa vadeli faize bakmak gerekmektedir. Ancak, birden fazla faizin araç olarak kullanıldığı Türkiye örneğinde "hangi kısa vadeli faiz" sorusu da önem kazanmaktadır.

Grafik 2'de dikey eksenin solunda belirtilen faiz oranları her ay Para Politikası Kurulu toplantısında gözden geçirilerek internet sayfasında [kararla](#) birlikte ilan edilmektedir. TCMB ayrıca ay içinde fonlama kompozisyonunu da (haftalık reponun toplam fonlama içindeki payını) değiştirebilmektedir. Geleneksel koridor uygulamasında, bir kez politika faizi ilan edildikten sonra merkez bankası açık piyasa işlemleri bütün kısa vadeli faizlerin bu seviye yakın gerçekleşeceği şekilde ayarlanmakta, dolayısıyla fonlama kompozisyonu para politikası açısından pasif bir rol üstlenmektedir. Ancak TCMB'nin 2011 yılından itibaren uyguladığı sistemde fonlama kompozisyonu para politikasının duruşu üzerinde önemli etki yapmaktadır. Zira Grafik 2'den de görüldüğü gibi fonlamanın kompozisyonu, arz ve talep eğrisinin hangi seviyede kesişeceğini ve ortalama fonlama faizini belirlemektedir. Gecelik piyasa faizleri, fonlamanın tamamının haftalık repo ile sağlanması durumunda haftalık repo faizi düzeyinde gerçekleşirken, sıkı likidite politikası altında marjinal fonlama oranı düzeyine çıkabilmektedir. Dolayısıyla, ilan edilen kısa vadeli faiz oranları değiştirilmeden para politikasının sıklığı değiştirilebilmektedir.

Özetle, TCMB'nin aylık olarak belirlediği faizler orta vadede para politikasının temel parametrelerini oluşturmakla birlikte, kısa vadeli fiili politika duruşu açısından fonlama kompozisyonu ve likidite politikası da önemli olmaktadır. Kısa vadeli faizler ve fonlama kompozisyonu bir bütün olarak ele alındığında ise para politikasının duruşu açısından temelde şu iki faiz ön plana çıkmaktadır:

1. *TCMB ortalama fonlama faizi*: Bu faiz merkez bankasının çeşitli kanallardan piyasaya verdiği kısa vadeli likiditenin ağırlıklı ortalama faizini temsil etmektedir. TCMB'nin yaptığı fonlama bankaların temin ettiği kısa vadeli fonlamanın önemli bir bölümünü oluşturduğu için,⁵ bu faiz bankalar açısından mevduat, kredi ve diğer finansal araçların fiyatlamlarında önem taşıyabilmektedir.
2. *Bankalararası piyasa gecelik faizi*: Bankaların ve finansal kuruluşların Borsa İstanbul repo-ters repo piyasasında yaptığı gecelik işlemlerde geçerli olan faiz oranıdır. Gecelik piyasa faizinin seviyesi, doğrudan merkez bankasınca belirlenmemekle birlikte, koridor parametreleri ile etkileşimli olarak büyük ölçüde TCMB tarafından kontrol edilebilmektedir. Bankaların birbirine borç alıp verirken esas aldığı bu faiz, bankaların para piyasasından temin ettikleri (swap gibi) diğer kısa vadeli fonlamalar için de referans oluşturduğundan,⁶ parasal aktarım mekanizması açısından büyük önem taşımaktadır.

Sonuç olarak, parasal aktarım açısından önemli olabilecek bütün temel kısa vadeli faizler bu iki parametre ile temsil edilebilmektedir. Dolayısıyla TCMB'nin koridor ve likidite politikasını özetleyen bu iki faiz değişmediği sürece para politikasının sıklığının aynı kalacağını ifade etmek mümkündür.⁷

Operasyonel çerçeve kullanılarak yapılan bu çıkarımların yanı sıra TCMB bünyesinde yapılan ampirik çalışmalar da ortalama fonlama faizi ile BIST gecelik faizinin aktarım mekanizmasında temel belirleyici parametreler olduğunu göstermektedir. Örneğin, Mayıs 2015 Finansal İstikrar Raporunda yayımlanan bir çalışmada 19 bankanın verileri kullanılarak 2010 Haziran-2014 Aralık dönemi için panel regresyonları yapılmıştır.⁸ Bağımlı değişken olarak bankaların kredi ve mevduat faizleri kullanılmış ve TCMB'nin kısa vadeli faizleri ile BIST gecelik faizinin mevduat ve kredi faizleri ile etkileşimi incelenmiştir. Çalışmada, yukarıda çizilen

⁵ Örneğin, 2015 Temmuz ayı boyunca bankaların kısa vadeli TL cinsi fonlamalarının yarıya yakınının TCMB tarafından yapıldığı hesaplanmaktadır (Kaynak: BDDK).

⁶ Küçükşaraç ve Özel (2013).

⁷ Sistemde faiz koridorunun genişliği ve asimetrisi de beklenen faiz oynaklığı kanalı ile politika duruşu üzerinde bazı dönemlerde etkili olabilmektedir. Ancak, bu etkileri somut bir şekilde nicel hale getirmek mümkün değildir. Söz konusu kanalların analize dahil edilmesi çalışmayı daha karmaşık hale getirerek ana mesajların verilmesini zorlaştırabileceğinden, sadelik ve anlaşılabilirlik adına faiz oynaklığı kanalı notun kapsamı dışında tutulmuştur.

⁸ Bkz. Özel Konu No: IV.6: Yeni Para Politikası ve Faiz Aktarım Mekanizması. Söz konusu çalışma Binici, Kara ve Özlü (2015) çalışmasının sonuçlarına dayanmaktadır.

çerçevede de öngörüldüğü gibi, TCMB fonlama faizi ile BIST gecelik faizinin katsayılarının yüzde 1 düzeyinde anlamlı olduğu ve diğer kısa vadeli faizlerin katsayılarına göre daha yüksek olduğu bulunmuştur. Bu iki temel faiz regresyonlara girdiğinde diğer kısa vadeli faizlerin katsayılarının genelde anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın bulgularından iki önemli sonuç çıkmaktadır:

1. BIST gecelik faizi ve ortalama fonlama faizinin seviyesi, para politikasının duruşunu çok büyük ölçüde temsil etmektedir.
2. BIST gecelik faizleri finansal araçların fiyatlamasında daha önemli olmakla birlikte, TCMB ortalama fonlama faizi de özellikle mevduat faizlerinin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

Özetle, TCMB'nin politika duruşunu tek bir faizle ifade etmek gerekirse, bu faizin BIST faizi ile TCMB ortalama fonlama faizi arasında bir yerde olduğunu söylemek mümkündür. Hangi faizin politika duruşunu daha ağırlıklı temsil ettiği sorusunun yanıtı ise piyasanın fonlama ihtiyacının ne kadarlık kısmının merkez bankası tarafından karşılandığı gibi faktörlere bağlı olarak değişebilecektir.⁹

Faiz Koridoru, Likidite Politikası ve Para Politikası Duruşu: Örnekler

TCMB'nin politika duruşundaki değişikliklerin daha iyi değerlendirilebilmesi açısından, çalışmanın kalan kısmında likidite politikası ile kısa vadeli faizlerin etkileşimi çerçevesinde para politikası duruşunun nasıl oluştuğuna dair örnekler verilmektedir. İlk örnekte, faizler sabit tutulurken fonlama kompozisyonunu değiştirmek suretiyle para politikası sıkılaştırılmaktadır. İkinci örnekte ise TCMB haftalık repo faizi arttığı halde likidite politikasındaki uyarılama ile para politikasının sıklığı aynı kalmaktadır.

Örnek 1: Likidite Politikası ile Para Politikası Duruşunu Değiştirmek

Likidite politikasının parasal duruş açısından önemini vurgulamak için öncelikle kısa vadeli faizlerin değişmediği ancak para politikasının fonlama kompozisyonu aracılığıyla sıkılaştığı bir durum ele alınmaktadır. Söz konusu durumu somutlaştırmak amacıyla Tablo 1'de rakamsal bir örnek sunulmaktadır. Tabloda ilk üç sütunda TCMB'nin fonlama faiz oranları ile fonlama

⁹ Bankacılık sisteminin davranışı açısından bakıldığında, TCMB'den temin edilen likidite kadar para piyasasından elde edilen fonların maliyeti de önem taşımaktadır. Dolayısıyla parasal aktarım mekanizması açısından sadece TCMB fonlama maliyeti değil TCMB dışı fonlama faizleri de önemlidir. Öte yandan, bankaların TCMB dışı kısa vadeli kaynaklarının maliyeti genelde BIST gecelik piyasa faiz oranına yakın gerçekleşmekte; BIST gecelik faizi ise sıkı likidite politikası olan dönemlerde TCMB gecelik borç verme faizi (marjinal fonlama faizi) düzeyinde oluşmaktadır. Diğer bir ifadeyle, sıkı likidite politikası altında bankaların toplam (TCMB artı piyasa) kısa vadeli fonlama maliyetleri TCMB ortalama fonlama faizi ile marjinal fonlama faizinin doğrusal bileşimi şeklinde ifade edilebilir. Örneğin, son dönemde olduğu gibi piyasanın kısa vadeli likidite ihtiyacının yaklaşık yarısı merkez bankasınca sağlanıyorsa, bankalar açısından efektif fonlama maliyeti TCMB ortalama fonlama faizi ile marjinal fonlama faizinin ortalaması düzeyinde oluşacaktır.

kompozisyonu yer almaktadır. Son iki sütunda ise bu parametreler sonucunda oluşan politika duruşu, yani TCMB ortalama fonlama faizi ve gecelik piyasa faizi gösterilmektedir.

Tablo 1: Kısa Vadeli Faizler, TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu					
Marjinal Fonlama Faizi	1 Haftalık Repo Faizi	Haftalık Fonlamanın Toplam İçindeki Payı	Ortalama Fonlama Faizi	Gecelik Piyasa Faizi	
I	10,75	7,5	80%	8,2	10,75
II	10,75	7,5	70%	8,5	10,75
III	10,75	7,5	60%	8,8	10,75

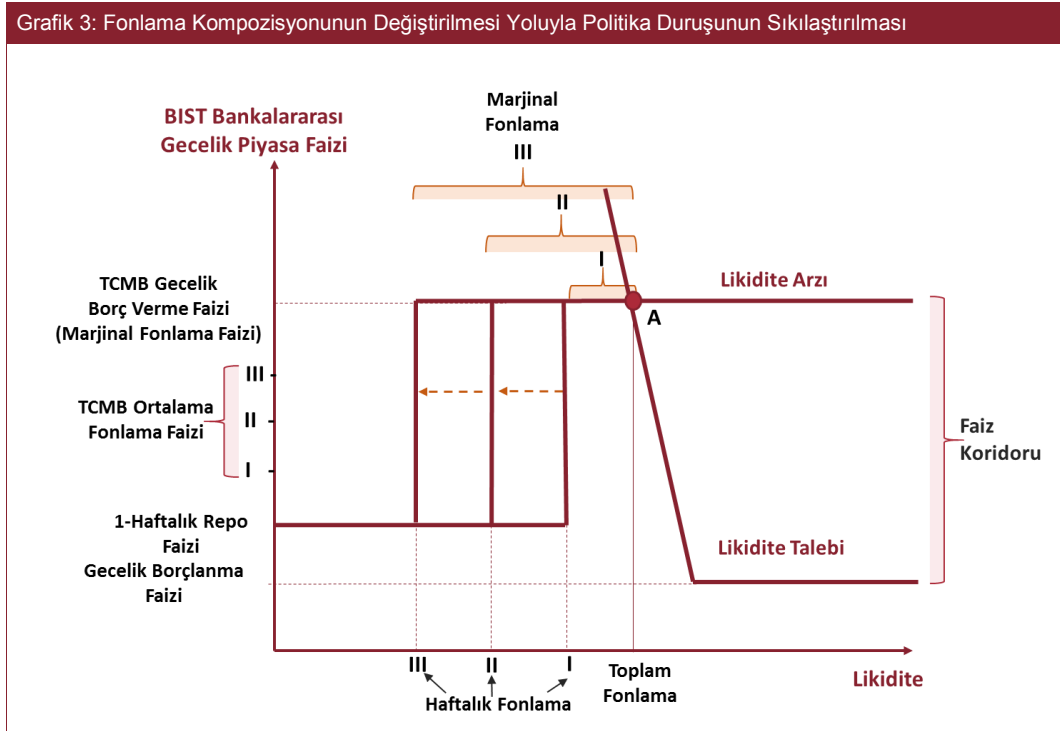
Tabloda TCMB'nin ilan ettiği kısa vadeli faizlerin sabit kaldığı ancak fonlamanın giderek daha pahalı bir kompozisyonla sağlandığı üç aşama ele alınmaktadır. İlk satırda gösterilen durumda fonlamanın yüzde 80'i 1 haftalık repo ihaleleri ile (yüzde 7,5 faiz oranından) sağlanmakta; geri kalan yüzde 20 için ise bankalar (faizi yüzde 10,75 olan) marjinal fonlama imkanına başvurmaktadır. Bu fonlama dağılımı altında TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faiz oranı yüzde 8,2 olarak gerçekleşmektedir ($0,8 \cdot 7,5 + 0,2 \cdot 10,75$). Tabloda alt satırlara gittikçe marjinal fonlama oranı ve 1 haftalık repo faiz oranı sabit kalmakta; ancak haftalık repo ile sağlanan likidite miktarının payı kademeli olarak düşürülmektedir. Daha düşük fiyatlı olan haftalık fonlamanın payı aşamalı olarak azaldığından TCMB fonlamanın ortalama faizi yükselmektedir. Öte yandan, farklı fonlama kompozisyonlarına rağmen, her üç durumda da sistemin likidite ihtiyacının tamamı haftalık repo fonlaması ile karşılanmadığı için, bankalararası piyasada oluşan gecelik faiz marjinal fonlama oranı düzeyinde gerçekleşmektedir.

Özetle, fonlama kompozisyonundaki değişim sonrasında politika duruşu açısından öne çıkan iki faizin seyrine bakıldığında, gecelik piyasa faizi değişmezken TCMB ortalama fonlama faizinin arttığı görülmektedir. TCMB'den sağlanan fonların maliyetinin artması mevduat, bono ve kredi gibi diğer piyasalardaki faizlere de kısmen yansıtacağından parasal koşullar da kademeli olarak sıkılaşacaktır. Sonuç olarak bu örnek, ilan edilen kısa vadeli faizleri değiştirmeden politika duruşunu değiştirmenin mümkün olduğunu göstermektedir.

Tabloda rakamsal olarak belirtilen üç durum Grafik 3'te arz talep dengesi bağlamında görsel olarak da betimlenmektedir. Bankaların likidite talebinin faiz duyarlılığının ve sistemin net fonlama ihtiyacını belirleyen diğer faktörlerin TCMB fonlama stratejisinden bağımsız olduğu varsayımı altında talep eğrisi değişmemektedir.¹⁰ Öte yandan, birinci durumdan üçüncü duruma doğru gidildiğinde haftalık fonlama miktarı azaldığından arz eğrisinin dik kısmı sola

¹⁰ Sistemin net fonlama ihtiyacını belirleyen unsurlara dair ayrıntılı teknik bilgiler Koçyiğit, Polat ve Böcüoğlu (2014) ile Güler, Keleş ve Kilimci (2014) çalışmalarında yer almaktadır.

doğru kaymakta, yani likidite politikası sıkılaştırmaktadır. Bu da marjinal faizden yapılan fonlamanın payının, yani ortalama fonlama faizinin artmasına neden olmaktadır. TCMB her üç durumda da haftalık repo fonlaması ile piyasanın fonlama ihtiyacını kısmen karşıladığından, arz ile talebin kesiştiği denge (A) noktası marjinal fonlama faizi düzeyinde oluşmakta ve bankalararası piyasa faizi bu seviyede aynı kalmaktadır. Sonuç olarak, TCMB'nin temel fonlama faizleri ve gecelik piyasa faizi sabit kaldığı halde fonlama kompozisyonundaki değişim nedeniyle ortalama fonlama faizi artmakta, dolayısıyla para politikasının durumu sıkılaştırmaktadır.



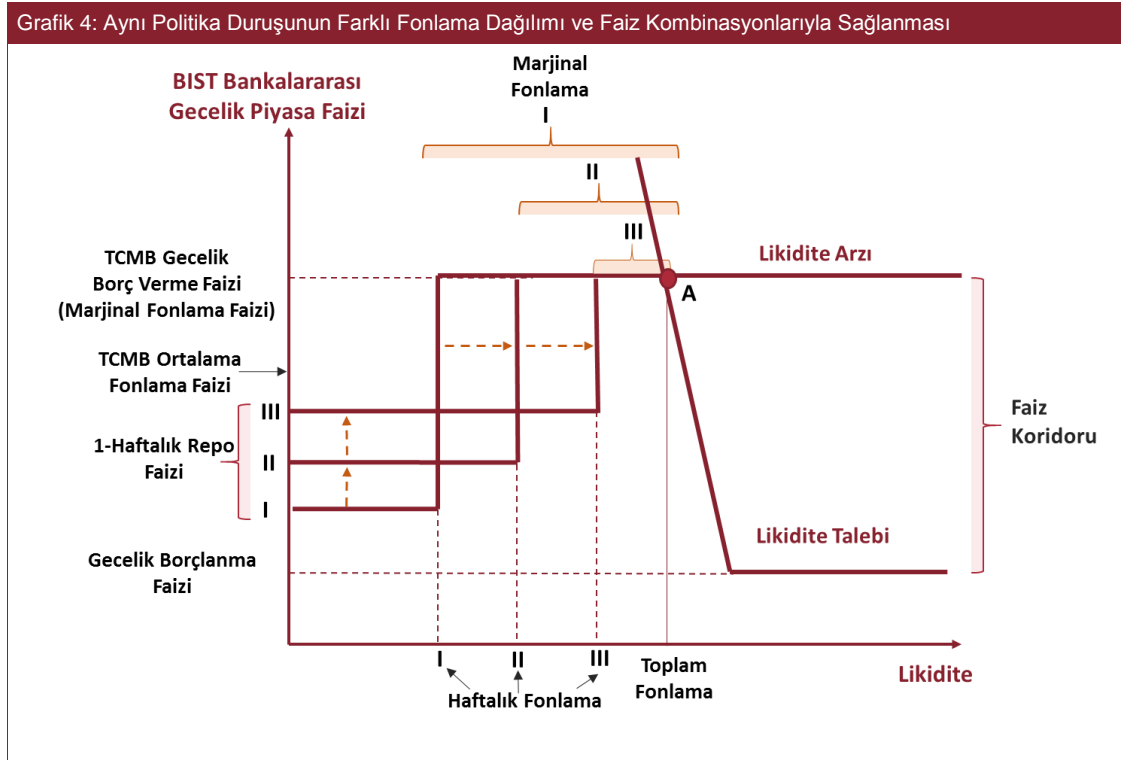
Örnek 2: Para Politikası Duruşunu Değiştirmeden Para Politikasını Değiştirmek

Yukarıdaki örnekte kısa vadeli faizleri sabit tutarak para politikası duruşunun değiştirilebileceği anlatılmıştı. Bu örnekte, tam tersi bir soru sorulmaktadır. İlan edilen faizler değiştirildiği halde para politikası duruşunun aynı sıklıkta kalması sağlanabilir mi? Tablo 2'de verilen örnek bunu yapmanın mümkün olduğunu göstermektedir.

Tablo 2: Kısa Vadeli Faizler, TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu

Marjinal Fonlama Faizi	1 Haftalık Repo Faizi	Haftalık Fonlamanın Toplam İçindeki Payı	Ortalama Fonlama Faizi	Gecelik Piyasa Faizi	
I	10,75	7,5	70%	8,5	10,75
II	10,75	7,75	75%	8,5	10,75
III	10,75	8,0	82%	8,5	10,75

Tabloda üç farklı durum ele alınmaktadır. Birinci durumda TCMB fonlamanın yüzde 70'ini haftalık repo ihaleleri ile (yüzde 7,5 faiz oranından) geri kalan yüzde 30'unu ise marjinal fonlama imkanı ile (yüzde 10,75 faiz oranından) sağlamaktadır. Bu fonlama dağılımı altında TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faiz oranı yüzde 8,5 olarak gerçekleşmektedir ($0,7 \cdot 7,5 + 0,3 \cdot 10,75$). Tabloda alt satırlara gittikçe marjinal fonlama oranı değiştirilmezken 1 haftalık repo faiz oranı 25'er baz puan artmakta; ancak aynı zamanda daha az maliyetli olan 1-haftalık reponun toplam fonlama içindeki payı kademeli olarak artırıldığı için ortalama fonlama faizi değişmemektedir. Her üç durumda da likidite ihtiyacının tamamı haftalık repo ile karşılanmadığından, bankalararası piyasada oluşan faiz de (marjinal fonlama oranı düzeyinde) sabit kalmaktadır. Özetle, politika duruşu açısından önemli olan faizler, yani TCMB ortalama fonlama faizi ve gecelik piyasa faizi (Tablodaki son iki satır), değişmediğinden para politikası aynı sıkılıkta kalmaktadır. Sonuç olarak bu örnek, aynı politika duruşuna farklı faiz ve fonlama bileşimleriyle ulaşmanın mümkün olduğunu göstermektedir.



Tablo 2'de verilen örnek Grafik 4'te arz ve talep eğrisi bağlamında gösterilmektedir. Bankaların likidite talebinin faiz duyarlılığının ve sistemin net fonlama ihtiyacını belirleyen diğer faktörlerin TCMB fonlama kompozisyonundan bağımsız olduğu varsayımı altında talep eğrisi değişmemektedir.¹¹ Birinci durumdan üçüncü duruma doğru geçildiğinde arz eğrisinin alt yatay

¹¹ Bu notta sunulan örnekler, çalışmanın temel odağı olan faiz ve likidite kompozisyonunun etkileşimini yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Dolayısıyla temelde arz eğrisinin değiştiği bir çerçeve esas alınmaktadır. Ancak, TCMB'nin zorunlu karşılıklar ve

bölümünün yukarı kayması haftalık repo faizindeki artışı yansıtmaktadır. Arz eğrisinin dik kısmının sağa doğru kayması ise haftalık repo ile sağlanan fonlamanın artmasını temsil etmektedir. Haftalık repo faizi aşamalı olarak yükseldiği halde, aynı zamanda marjinal fonlamadan sağlanan (daha pahalı) likiditenin payı azaldığı için ortalama fonlama faizi değişmemektedir. Fonlamanın tamamının haftalık repo imkanından karşılanmaması nedeniyle, bir önceki örnekte olduğu gibi arz ve talep eğrileri her üç durumda aynı noktada kesişmekte, dolayısıyla gecelik piyasa faizi sabit kalmaktadır. Özetle, hem piyasa faizi hem de TCMB ortalama fonlama faizi aynı kaldığından para politikası durumu değişmemektedir.

Sonuç ve Değerlendirmeler

Bu çalışmada, TCMB'nin uyguladığı geniş faiz koridoru çerçevesinde likidite politikası ve kısa vadeli faizlerin etkileşimi incelenmiştir. Basitleştirilmiş bir gösterim eşliğinde kısa vadeli faizlerin oluşum süreci ve para politikası durumu açısından olası yansımaları tartışılmıştır. Böylelikle operasyonel çerçevenin ve para politikası durumunun daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunulması amaçlanmıştır.

Çalışmada yapılan analiz TCMB'nin aylık olarak belirlediği kısa vadeli faizlerin yanı sıra fonlama kompozisyonunun da para politikasının durumu açısından önemli olabildiğini göstermektedir. Parasal durum açısından, TCMB fonlama faizleri ve likidite politikası ile bunların etkileşiminin içerdiği bilgi temelde iki faizle özetlenebilmektedir: (i) BIST bankalararası gecelik faizi ve (ii) TCMB ortalama fonlama faizi. Her iki faiz de doğrudan bankaların fonlama maliyetlerini etkilediğinden, kredi ve mevduat faizlerinin fiyatlamasında ve parasal aktarım mekanizmasında önemli rol oynamaktadır. Hangi faizin politika durumunu daha ağırlıklı temsil ettiği sorusunun yanıtı ise piyasanın fonlama ihtiyacının ne kadarlık kısmının merkez bankası tarafından karşılandığı gibi faktörlere bağlı olarak değişebilecektir.

Kaynakça

Akçelik, Y., Başçı, E., Ermişoğlu E. ve Oduncu, A. (2015) "The Turkish Approach to Capital Flow Volatility". In J. E. Stiglitz & R. S. Gürkaynak (Eds.), *Taming Capital Flows: Capital Account Management in an Era of Globalization*, s. 31-55. Palgrave Macmillan.

Aysan A.F., S. Fendoğlu ve M. Kılınç (2014) "Managing short-term capital flows in new central banking: unconventional monetary policy framework in Turkey". *Eurasian Economic Review*, vol. 4(1), s. 45-69.

döviz alım/satım işlemleri gibi araçlarla piyasanın net likidite talebini ve dolayısıyla talep eğrisinin konumunu da etkileyebileceği not edilmelidir. Örneğin, TCMB'nin Türk lirası zorunlu karşılık oranlarını düşürmesi durumunda piyasanın likidite ihtiyacı (ve dolayısıyla fon talebi) her faiz oranında kalıcı olarak düşeceğinden, talep eğrisi sola kayacaktır.

- Başçı, E. ve H. Kara (2011) “Finansal İstikrar ve Para Politikası” *İktisat, İşletme ve Finans*, 27 (315), s. 9-36.
- Binici, M., H. Kara ve P. Özlü (2015) “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri”, devam eden çalışma.
- Güler H., G. Keleş ve E. Kilimci (2014) “Sistemin TL Fonlama İhtiyacı Bileşenleri ve TL Kredi İlişkisi”, *İktisat, İşletme ve Finans*, 29 (344), s. 9-30.
- Kara, Hakan (2012) “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası” *İktisat, İşletme ve Finans*, 26 (302), s. 9-25.
- Koçyiğit D., T. Polat ve M. E. Böcüoğlu (2014) “Banka Rezerv Tutma Eğilimleri ve Sistemin Günlük Fonlama İhtiyacı”, TCMB Ekonomi Notları, 14/10.
- Küçük, H., P. Özlü, A. Talaslı, D. Ünalmiş ve C. Yüksel (2014) “Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve BIST Gecelik Faiz Farkı”, TCMB Çalışma Tebliği, 14/02.
- Küçüksaraç D. ve Ö. Özel (2013) “Gecelik Vadede Kur Takası ve BIST Repo Faizleri Arasındaki İlişki”, TCMB Ekonomi Notları, 13/15.
- TCMB (2015) “Yeni Para Politikası ve Faiz Aktarım Mekanizması”, Mayıs 2015 Finansal İstikrar Raporu, Özel Konu IV.6, s. 88-94.

Ekonomi Notları, ekonomik gelişmelere dair tartışmalara zamanlı bir katkıda bulunmak ve TCMB bünyesinde Türkiye ekonomisi ve para politikası üzerine yapılan çalışmaların sonuçlarını kamuoyuyla paylaşmak amacıyla hazırlanan bir yayındır. Burada sunulan görüşler tamamıyla yazarlara aittir, dolayısıyla TCMB'nin ya da çalışanlarının görüşlerini temsil etmeyebilir. Burada yer alan metnin tamamının başka bir yerde yayımlanabilmesi için TCMB'den yazılı izin alınması gerekmektedir. Görüş ve öneriler için:

Editör, Ekonomi Notları, TCMB İdare Merkezi, İstiklal Cad, No: 10, Kat:15, 06100, Ulus/Ankara/Türkiye.

E-mail: ekonomi.notlari@tcmb.gov.tr