



EKONOMİ NOTLARI

Rezerv Opsiyonu Mekanizması¹

Koray Alper

Hakan Kara

Mehmet Yörükoğlu

Özet: Bu çalışma, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) geliştirdiği araçlardan biri olan Rezerv Opsiyonu Mekanizmasını (ROM) tanıtmaktadır. Çalışmada, ROM'un öngörülen işleyiş biçimi ele alınmakta ve olası etkileri diğer alternatif araçlarla karşılaştırılmaktadır. Değerlendirmeler, ROM'un makroekonomik ve finansal istikrara yönelik faydalı bir araç olarak kullanılabileceğine işaret etmektedir.

Abstract: The aim of this study is to introduce a monetary policy instrument recently designed by the Central Bank of Turkey, Reserve Option Mechanism (ROM), which aims at reducing the adverse impact of volatile capital flows on the macroeconomic and financial stability. We describe the transmission channels of the ROM and compare them with other alternative instruments. Our analysis concludes that ROM has the potential to be a useful policy tool for macroeconomic and financial stability.

Giriş

Küresel kriz sonrası gerek risk iştahının ve sermaye akımlarının oynaklığındaki yükseliş gerekse finansal istikrara yönelik farkındalığın artması merkez bankalarını alternatif politika araçları kullanmaya yönlendirmiştir. Bu çerçevede Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da 2010 yılının sonlarından itibaren finansal istikrarı destekleyici bir amaç olarak benimseyerek dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak amacıyla yeni araçlar kullanmaya başlamıştır.² Bu çalışmada TCMB'nin zorunlu karşılıklar kapsamında geliştirdiği yeni bir araç olan rezerv opsiyon mekanizması tanıtılmakta ve sistemin öngörülen işleyiş örneklerle

¹ Değerli katkı ve önerilerinden dolayı Sayın Erdem Başçı, Mustafa Kılınc, Özgür Özel ve Doruk Küçükşaracı'ya teşekkür ederiz.

² Başçı ve Kara (2011) TCMB'nin yeni politika çerçevesine dair kapsamlı bir değerlendirme sunmaktadır.

açıklanmaktadır. Ayrıca, kamuoyunda konuyla ilişkili olarak dile getirilen bazı hususlara da bu not aracılığıyla açıklık getirilmesi amaçlanmaktadır.

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Genel Çerçevesi

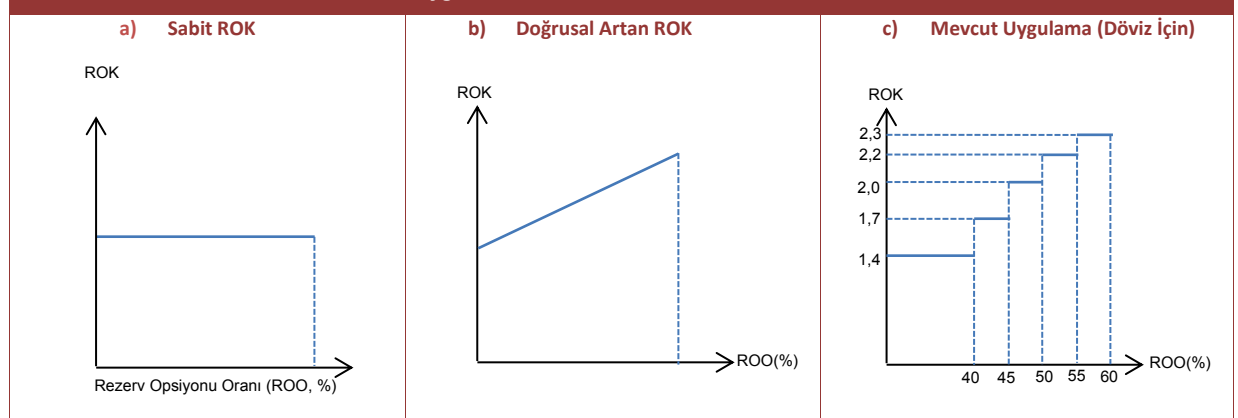
Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), bankaların Türk lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Bu imkânın hangi ölçüde kullanılabileceği rezerv opsiyonu oranı ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise *rezerv opsiyonu katsayısı* (ROK) olarak tanımlanmıştır.

ROM'un işleyişini daha iyi anlamak için basit bir örnekle başlamak faydalı olacaktır. Bankaların TL yükümlülükleri için tesis etmeleri gereken zorunlu karşılıkların (ZK) tutarının 100 TL olduğunu, YP için rezerv opsiyonu oranının yüzde 90 olduğunu (diğer bir ifadeyle TL zorunlu karşılıkların istenirse yüzde 90'a kadar YP olarak tutulabildiğini) ve ROK'un 1 olduğunu (1 TL zorunlu karşılık yerine 1 TL'ye karşılık gelen tutarda YP tutulabildiğini) varsayalım. ABD doları/TL kuru ise 1,80 olsun. Bu durumda 90 TL'lik imkânın tamamını kullanmak isteyen bankalar buna karşılık gelen tutarda ABD doları, yani $90/1,8 = 50$ ABD doları zorunlu karşılık tutmak durumunda olacaktır. Diğer bir ifadeyle, bankalar arzu ederlerse 90 TL'lik ZK yükümlülüklerini 50 ABD doları ile karşılayabileceklerdir.

Yukarıdaki örnekte ROK'un 1 değil de 2 olması halinde ise bankalar, imkândan yararlanmak istemeleri durumunda, her 1 TL için 2 TL karşılığı döviz tutmak zorunda kalacaktır. Böyle bir durumda, bankalar TCMB hesaplarında tutmakla yükümlü oldukları 90 TL zorunlu karşılık için 180 TL değerinde ABD doları, yani $180/1,8 = 100$ ABD doları tutacaktır.

Kuşkusuz, opsiyon oranının her dilimi için ROK'un sabit olması bir zorunluluk değildir. Sonraki bölümlerde de değineceğimiz gibi, rezerv opsiyonu oranına bağlı olarak artan ROK belirli koşullar altında daha etkin bir sistem sunabilmektedir. Aşağıdaki grafikler ROK'un nasıl belirlenebileceğine dair alternatif örnekler vermektedir.

Grafik 1: ROM Kullanımına Dair Örnek Uygulamalar



Grafik 1' de yer alan ilk şekil, ilk bölümde verilen rakamsal örnekte olduğu gibi ROK'un sabit olduğu, diğer bir ifadeyle rezerv opsiyonu oranına göre değişmediği bir uygulamayı göstermektedir. Grafikte yer alan ikinci şekil ise ROK'un rezerv opsiyonu oranına göre doğrusal olarak arttığı durumu göstermektedir. Bu durum, bankaların TL zorunlu karşılık yerine yabancı para tutmak istemeleri durumunda giderek artan oranlarda döviz tutmalarını gerektirmektedir. Grafikte yer alan son şekil ise ROK'un mevcut uygulamadaki halini göstermektedir. Mevcut uygulamada da ROK, rezerv imkânının kullanımına bağlı olarak artan bir yapı göstermekte, ancak rezerv opsiyonu oranı ve katsayılar, uygulamada kolaylık sağlaması bakımından yüzde 5'lik *dilimler* halinde tanımlanmaktadır.

Rezerv opsiyonu imkânının tamamının kullanılması halinde ROM aracılığıyla çekilen dövizin TL değeri, Grafik 1'de yer alan katsayı eğrilerinin altında kalan alanın toplam TL ZK yükümlülükleriyle çarpılmasıyla bulunabilir. Örneğin, Grafik 1-c'de gösterilen mevcut uygulamada, yüzde 60'lık imkânın tamamının kullanılması halinde çekilen döviz miktarının TL karşılığı,

$$[\text{Toplam TL ZK Yükümlülüğü}] * [0,4 * 1,4 + 0,05 * 1,7 + 0,05 * 2,0 + 0,05 * 2,2 + 0,05 * 2,3]$$

formülüyle hesaplanabilir. Bulunan rakamın döviz kuruna bölünmesiyle ise çekilen toplam döviz miktarı elde edilebilir.

Kuşkusuz, bankalar döviz ve TL kaynakların maliyet durumuna göre imkânın tamamını kullanmayı tercih etmeyebilirler. Örneğin Grafik 1-c'deki son 5 puanlık dilim kullanılmıyorsa, bu durumda hesap yapılırken yukarıdaki terimde yer alan son toplam $(0,05 * 2,3)$ sıfır kabul edilecektir.

ROM Çerçevesinde Bankaların Kullanım Oranını Belirleyen Faktörler

Bankaların ROM sisteminin sağladığı imkânı ne ölçüde kullanmayı tercih edecekleri, esas olarak YP ve TL kaynakların maliyetine göre değişebilecektir. Örneğin ROK'un 1 olduğu ve bankaların YP veya TL kaynak bulmaya ilişkin bir engelle karşılaşmadıkları durumda YP kaynaklar TL kaynaklara göre daha ucuz ise bankalar imkânın tamamını kullanacaklardır. Kullanım oranına göre artan ROK yapısında ise, eğer üst dilimlerdeki katsayılar "yeterince" büyük belirlenmişse, bankalar imkânın tamamını kullanmamayı tercih edecektir. Bankaların bu imkândan hangi oranda yararlandıkları (optimal kullanım oranı) ve imkânı kullanma konusunda bankaları kayıtsız bırakan marjinal ROK değeri (eşik ROK) YP ve TL kaynakların göreceli maliyetine bağlı olacaktır. Bir banka için eşik ROK temelde TL kaynakların maliyetinin YP kaynakların maliyetine oranına eşittir. Sözelimi TL kaynakların maliyeti yüzde 6, yabancı kaynakların maliyeti (beklenen kur değişimi dahil) yüzde 3 ise eşik ROK 2 olmaktadır; diğer bir ifadeyle bu durumda bankaların rezerv opsiyonunu ROK'un 2'ye eşit olduğu noktaya kadar kullanmaları beklenir. Matematiksel olarak eşik ROK kabaca aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$ROK^e = \frac{r_t^{TL}}{r_t^{YP} * \frac{E(e_{t+1})}{e_t}} \quad (1)$$

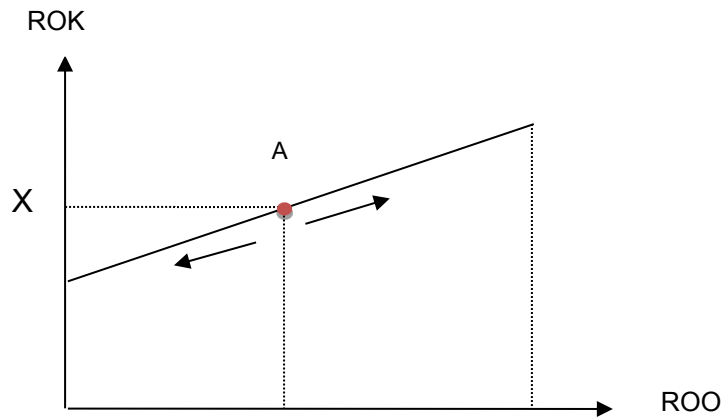
Denklemden, ROK^e eşik ROK değerini, r_t^{TL} TL kaynakların maliyetini, r_t^{YP} döviz cinsinden ifade edilmiş YP borçlanma maliyetini, e_t tesisi dönemi başlangıcındaki kur değerini $E(e_{t+1})$ ise tesis dönemi sonunda beklenen kur değerini göstermektedir. Yukarıdaki denklemde r_t^{TL} bankanın TL yükümlülükler için ZK tesisini TL kaynaklarla gerçekleştirmesi durumunda katlanacağı maliyeti ifade etmektedir. Paydadaki terim $(r_t^{YP} * E(e_{t+1})/e_t)$ ise zorunlu karşılığın tesisi için YP kaynakların kullanılması durumunda dönem sonu itibarıyla oluşması beklenen maliyeti TL cinsinden göstermektedir.

Kuşkusuz, yukarıdaki denklem basitleştirilmiş bir gösterim olup, mevcut durumda bankaların göreceli TL ve YP borçlanma maliyetleri faizlerin yanı sıra zorunlu karşılık gibi diğer maliyet unsurlarını da kapsamaktadır.³

Otomatik Dengeleyici Olarak ROM

ROM çerçevesinde bankalar değişen koşullara göre (1) no'lu denklemde ifade edilen göreceli maliyetlere bağlı olarak optimal ROK'u ve ilgili kullanım oranını belirleyebilmektedir. Bu da belirli koşullar altında sistemin otomatik dengeleyici olarak çalışabilmesini sağlamaktadır. Otomatik dengeleyici mekanizmanın anlaşılması açısından, öncelikle bankaların TL ve YP göreceli maliyetlerindeki farklılaşmanın eşik ROK değerini nasıl değiştirebileceğini basit bir şekil aracılığıyla açıklamak faydalı olacaktır.

Grafik 2: TL-YP Kaynakların Göreceli Maliyetinin Değişimi ve ROK



³ Optimal ROK ile ilgili ayrıntılı hesaplamalar için bakınız Küçüksaraç ve Özel 2012.

ROK'un Grafik 2'deki gibi kullanım oranına göre lineer olarak artacak şekilde belirlendiğini ve "A" noktasının herhangi bir dönemde bankaların bu imkândan yararlanma oranını gösterdiğini varsayalım. Böyle bir durumda otomatik dengeleyicinin şu şekilde işlemesi beklenebilir:

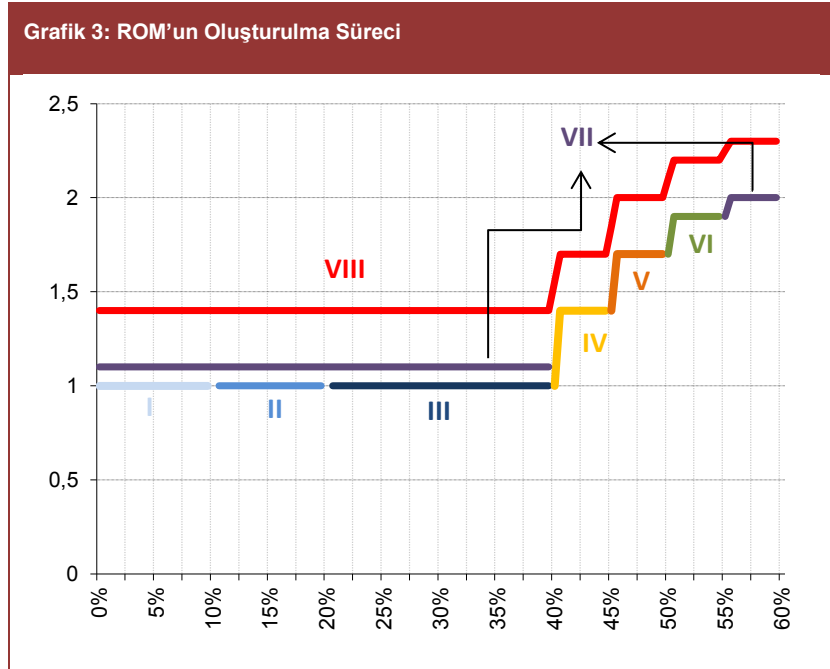
Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde: Böyle dönemlerde genelde YP kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine göre düştüğünden, eşik ROK artacak ve bankalar TL zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını YP cinsinden tutma eğiliminde olacaktır. Diğer bir ifadeyle, yurt dışı borçlanma maliyetlerinin düşmesi, kâr azamileştirme güdüsüyle hareket eden bankaların rezerv opsiyonundan daha çok yararlanmalarını beraberinde getirecektir. Dolayısıyla kullanım çizgi üzerinde "A" noktasının sağında yer alan bir noktaya kayacak, bu durumda hem eşik ROK hem de optimal kullanım oranı artacaktır. Dolayısıyla, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalarca zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktararak piyasadan çekilmiş olacaktır. Böylece TL üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanmış olacağı gibi giren dövizin krediye dönüşme oranı da azalacaktır. Bankaların rezerv opsiyonu kullanımlarını sınırlayan unsurun borçlanma maliyetleri yerine borçlanma tutarına ilişkin kısıtlar olması durumunda ise borçlanma kısıtlarının gevşemesine bağlı olarak artan sermaye akımları imkânın daha fazla kullanılmasına, dolayısıyla artan döviz arzının belirli bir kısmının yine mekanizma aracılığıyla çekilmesine neden olacaktır. Bankaların TL zorunlu karşılıkların daha büyük bir oranını YP olarak tesis etmeleri sonucunda bir miktar TL likidite ortaya çıkacak olsa da, sterilize edilmesi gereken TL likidite miktarı aynı miktarda dövizin merkez bankasınca satın alındığı duruma göre daha az olacaktır.

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde: Böyle bir dönemde genelde YP kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin en azından bir kısmını rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltmak suretiyle elde etme yoluna gidebileceklerdir. Bu durumda imkânın kullanımı azaltılacak, yani A noktası ile belirtilen eşik ROK ve kullanım oranı Grafik 2'deki çizginin üzerinde sola doğru kayacaktır. Rezerv opsiyonunun kullanımını borçlanma kısıtlarının belirlemesi durumunda ise, sermaye girişlerinin yavaşlaması durumunda söz konusu kısıtlar daha da bağlayıcı olabileceğinden, bankalar yine rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltacaklardır. Bu durumda TL üzerindeki değer kaybetme yönlü baskı kısmen hafifletilmiş olacaktır. Rezerv opsiyonunun kullanımının azaltılması bankaların zorunlu karşılıkların daha büyük bir kısmını TL kaynaklarla tesis etmeleri anlamına geleceğinden TL likidite talebini artıracaktır. Ancak, ortaya çıkacak TL likidite ihtiyacı aynı tutarda dövizin merkez bankasınca doğrudan piyasaya satıldığı duruma göre daha az olacaktır. Sonuç olarak ROM, hem döviz kurunun hem de piyasa likiditesinin oynaklığını sınırlama potansiyeli taşımaktadır.

Otomatik dengeleyici mekanizmanın her iki yönde de (döviz bolluğu zamanında piyasadan döviz çekme, döviz darlığı zamanında piyasaya döviz sağlama) işlemesi için normal zamanlarda bankaların rezerv opsiyonu imkânının tamamını kullanmaması, diğer bir ifadeyle eşik ROK'un en son dilim için belirlenmiş ROK'tan daha düşük olması gerektiği belirtilmelidir. TCMB, mevcut durumda kullanılabilecek azami imkân olan yüzde 60'lık rezerv opsiyonu oranı için katsayıları belirlerken bu hususu göz önüne almaktadır.

ROM'un İnşa Edilme Aşaması

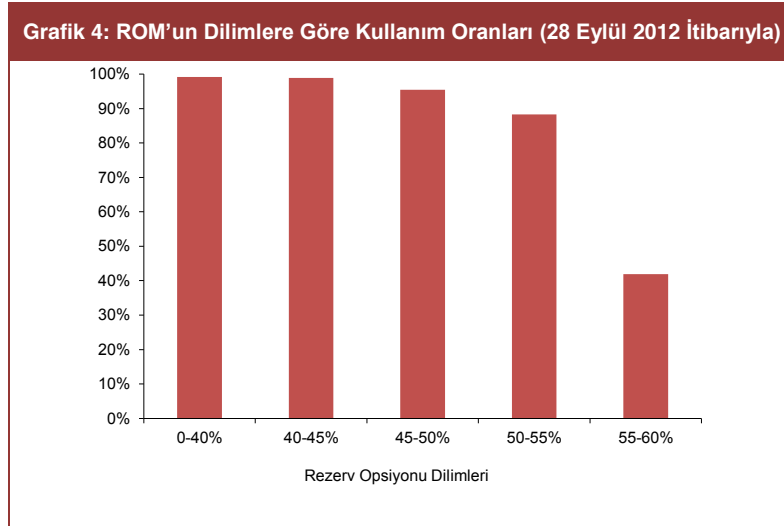
ROM yeni bir tasarım olduğundan, uygulamaya geçişin yumuşak olması amacıyla, aşamalı bir inşa stratejisi benimsenmiştir. İlk aşamada bankaların TL zorunlu karşılıklarının bir kısmını o dönemki döviz kuru çerçevesinde birebir döviz ve altın karşılığı olarak tutmasına imkân verilmiştir. Zaman içinde ise bu sistem kademeli olarak geliştirilerek nihai aşamada otomatik dengeleyici olarak çalışabilecek bir mekanizma tasarlanmıştır. Bu doğrultuda TCMB, TL zorunlu karşılıklar yerine tesis edilebilecek YP tutarının birden farklı katsayılarla çarpılarak belirlenebildiği bir çerçeveye geçmiştir.



Grafik 3, ROM'un oluşturulma sürecini sekiz aşamada özetlemektedir. ROM'un inşa aşaması, Eylül 2011'de başlamıştır. Rezerv opsiyonu oranının yüzde 10 olarak belirlendiği bu kararın (I) ardından Ekim ayında anılan oran yüzde 20'ye (II), takip eden ayda da yüzde 40'a (III) yükseltilmiştir. Rezerv opsiyon kullanımında katsayıların farklılaştırılması 2012 Haziran döneminde yüzde 40'lık rezerv opsiyonuna yüzde 5'lik bir dilimin eklenip, anılan dilim için ROK'un 1,4 olarak ilan edilmesiyle başlamıştır (IV). Sonrasında, katsayıları sırasıyla 1,7 ve 1,9 olarak

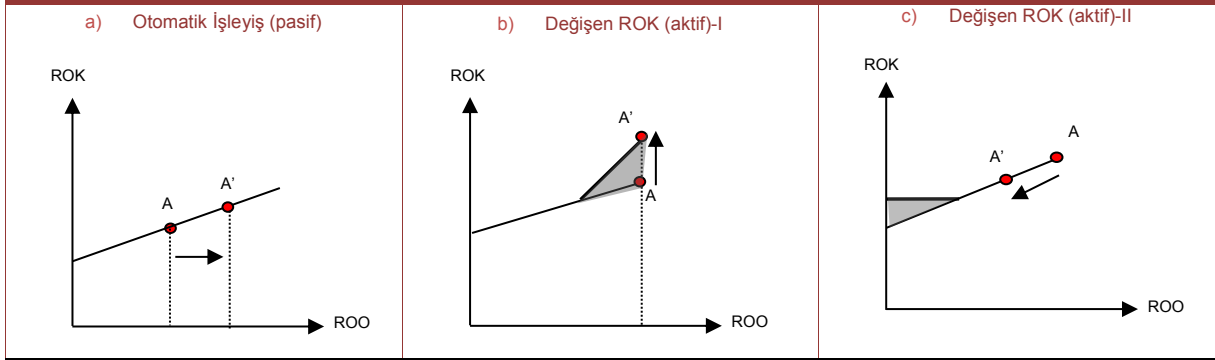
belirlenen iki yüzde 5'lik dilim daha ilave edilerek rezerv opsiyonu oranı yüzde 55'e genişletilmiştir (V,VI). Rezerv opsiyonu oranının yüzde 60'a ulaştığı ve eklenen son yüzde 5'lik dilim için katsayının 2 olarak belirlendiği kararda ise ilk yüzde 40'lık dilimin rezerv opsiyonu katsayısı da 1'den 1,1'e yükseltilmiştir (VII). Son olarak Eylül ve Ekim aylarında tüm rezerv dilimler için katsayılar sırasıyla 0,2 ve 0,1 puan artırılmıştır (VIII).

Gerek sermaye çıkışlarında gerekse sermaye girişlerinde sistemin otomatik dengeleyici olarak işleyebilmesi için normal şartlarda bankaların imkânın tamamını kullanmaması gerekmektedir. Bu da üst dilimlerde ROK'un "yeterince" büyük olması anlamına gelmektedir. Bu çerçevede TCMB, ROK'u kullanım dilimlerine göre artacak şekilde belirlemiş ve ROM'un inşa aşamasında ROK'u kademeli olarak yükseltmiştir (Grafik 3). Eylül 2012 sonu itibarıyla bazı bankaların en üst dilimdeki rezerv opsiyonunun tamamını kullanmadıkları dikkat çekmektedir (Grafik 4). Bu dilimdeki kullanımın sınırlı olmasının eşik ROK değerinin aşılmasından ziyade bankaların kısa vadedeki borçlanma olanaklarıyla ilişkili olduğu düşünülmektedir.



ROM'un Aktif ve Pasif Kullanımı: Örnekler

ROM, sermaye akımlarındaki değişimlere bağlı olarak döviz arz ve talebi arasında oluşabilecek dengesizliklerin azaltılmasını ve bu yolla sermaye akımlarındaki aşırı oynaklığın yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu olumsuz etkilerin giderilmesini amaçlamaktadır. Sistemin inşa süreci tamamlandıktan sonra esas olarak otomatik dengeleyici olarak işlemesi amaçlanmaktadır. Bununla birlikte, sisteme ilişkin parametrelerin değişen koşullara göre uyarlanması da söz konusu olabilecektir. Grafik 5, sistemin otomatik olarak çalıştığı (pasif) durum ile TCMB'nin katsayıları değiştirdiği (aktif) durum altında sistemin nasıl işlediğini basit şematik örneklerle göstermektedir.

Grafik 5: ROM'un Aktif ve Pasif Kullanımı

Grafik 5-a, bankaların rezerv opsiyonunu sadece kısmi olarak kullandığı ve sistemin otomatik dengeleyici olarak işlediği bir çerçeveyi göstermektedir. Bu durumda (Grafik 2'de açıklandığı gibi) yurtdışı borçlanma maliyetlerindeki bir düşüş bankaların kararlarına bağlı olarak imkânın daha çok kullanılmasına neden olacaktır. Grafik 5-b ve 5-c ise bankaların imkânın tamamını kullandığı bir durumda TCMB'nin ROK'u aktif olarak değiştirmesini göstermektedir.

Grafik 5-b'de en üst dilimlerdeki ROK yükseltilmektedir. Eğer söz konusu değişikliği takiben rezerv opsiyonu tümüyle kullanılmaya devam ediyorsa, çekilen döviz tutarı Grafik 5-b'deki taralı alanla orantılı olarak artarken bankaların TL likiditesi etkilenmeyecektir. Ancak ROK katsayısının yükseltilmesi eşik ROK'un aşılmasına neden olarak (veya döviz cinsi borçlanma kısıtları yüzünden) optimal kullanım oranını azaltırsa, çekilen toplam döviz likiditesinin ne yönde değişeceği ROK'taki artırımın oranı ile TL ve YP kaynakların göreceli maliyetlerine bağlı olacaktır. İmkânın kullanımının azaltılması her hâlükârda TL likidite ihtiyacını artıracaktır.

Grafik 5-c ise ROK'un daha düşük olduğu bölgelerdeki katsayıların artırıldığı bir durumu göstermektedir. Yurt dışı borçlanma olanaklarının rahat olduğu ve bankaların verili bir faiz oranından arzu ettikleri kadar borçlanabildikleri bir ortamda merkez bankası bu hamle ile taralı alanla orantılı miktarda döviz likiditesi çekebilecektir. Üstelik, bu operasyon piyasadaki TL likidite koşullarını değiştirmeyecektir. Diğer bir ifadeyle, ROK'ta Grafik 5-c'deki gibi yapılacak bir değişiklik, dilimlerin ne kadarının TL ne kadarının YP olarak tutulacağını etkilemezken, çekilen döviz miktarını etkileyecektir. Öte yandan, bankaların döviz cinsi borçlanma maliyetleri borçlanma tutarının bir fonksiyonu ise (örneğin borçlanmanın maliyeti borçlanılan tutarla yükseliyorsa) veya yurt dışından borçlanma konusunda bir takım miktarsal kısıtlar söz konusu olabiliyorsa ROK'taki artış TL zorunlu karşılığın YP olarak tutulan kısmını azaltıp piyasadaki TL likiditesi ihtiyacını artıracaktır. Grafik 5-c de A noktasından A' noktasına kayma böyle bir durumu ifade etmektedir.

ROM ve Alternatif Araçlar: Bilanço Analizi

ROM'un otomatik dengeleyici olarak işleyişini ve diğer alternatif araçlara kıyasla farklılıklarını ortaya koymak amacıyla Tablo 1, ROM ve alternatif araçların işleyiş ve etkilerini temsili bankacılık sistemi bilançoları üzerinden göstermektedir. Tabloda yer alan dört örnekte de bankaların yurt dışından borçlanarak yurt içine 100 birim döviz getirdiği varsayılmaktadır (gösterimi basitleştirmek için, YP/TL döviz kuru 1 olarak alınmış, ayrıca YP yükümlülüklerin zorunlu karşılığa tabi olmadığı varsayılmıştır).

Tablo 1: Sermaye Girişinin Bankacılık Sistemi Bilançosu Üzerindeki Etkileri

a) Baz Senaryo		b) Sterilize Müdahale	
Varlıklar	Yükümlülükler	V	Y
Krediler +100	Y. Dışı B'lara Borçlar +100	Krediler +50	Y. Dışı B'lara Borçlar +100 Repo ile Sağ. Fonlar -50
c) ROK=1		d) ROK=2	
V	Y	V	Y
Krediler +50 TL ZK (ROM) +50 MB'den Alacaklar -50	Y. Dışı B'lara Borçlar +100 Repo ile Sağ. Fonlar -50	Krediler +0 TL ZK (ROM) +100 MB'den Alacaklar -50	Y. Dışı B'lara Borçlar +100 Repo ile Sağ. Fonlar -50

İlk panel, sermaye girişleri karşısında merkez bankasının müdahil olmadığı (ROM'un olmadığı ve TCMB'nin döviz satın almadığı) durumu göstermektedir. Bu senaryo altında ek sermaye girişi doğrudan YP kredilere yönlenecektir. Sermaye girişi doğrudan yurt içi piyasadaki döviz arzını arttırdığından TL üzerinde değerlenme yönlü bir baskı oluşturacaktır.

Tablodaki (b) paneli, merkez bankasının giren 100 TL değerindeki dövizin yarısını satın aldığı ve buna bağlı olarak ortaya çıkan 50 TL likiditeyi açık piyasa işlemleriyle sterilize ettiği durumu göstermektedir. Bu durumda merkez bankası döviz satın alarak döviz girişinin TL üzerindeki değerlendirme baskısını azaltırken müdahale sonucu ortaya çıkan likiditeyi sterilize ederek fazla likiditenin TL faizler üzerindeki düşürücü etkisini engellemektedir. Böylece, (a) panelindeki duruma göre sermaye girişine kıyasla daha az kredi artışı olacak, bankacılık sisteminin merkez bankasına olan yükümlülükleri ise aynı miktarda azalacaktır.⁴

⁴ Bankaların açık pozisyonla ilgili sınırlamalara tabi oldukları bir ortamda, merkez bankasının sterilize edilmiş müdahalesi sonucunda açık pozisyon asıl olarak banka dışı yerleşik kesim bilançosunda oluşacaktır. Bilançolara yansımaları farklı olsa da kurun üzerindeki değerlendirme baskısının azalması TL faizlerinin sabit kalması ve net APİ'nin daralması anlamında sonuçlar aynı olduğundan gösterimdeki basitleştirmesi sağlamak açısından bu yol tercih edilmiştir.

TCMB'nin sermaye girişine doğrudan müdahil olmadığı ve ROM'un otomatik dengeleyici bir işlev gördüğü durum altında sermaye girişlerinin etkileri ise alttaki iki panelde incelenmektedir. Bunlardan ilkinde ROK'un efektif olarak 1'e eşit olduğu, ikincisinde ise ROK'un efektif olarak 2 olduğu durum incelenmiştir.

Panel c'de 100 TL'lik ek sermaye girişinin 50 TL'lik kısmının ROM'dan yararlanmak üzere merkez bankasına yatırıldığı, bunun karşılığı (ROK'un bir olması nedeniyle) serbest kalan 50 TL'nin açık piyasa işlemleri yoluyla piyasadan çekildiği durum gösterilmektedir. Süreç sonucunda bilançolara bakıldığında sermaye girişinin daha az bir kısmının YP krediye dönüştüğü, ortaya çıkan TL likiditenin sterilize edilmesiyle ise bankaların merkez bankasına olan yükümlülüklerinin 50 TL azaldığı görülmektedir. Bilançolar esas alındığında, bu senaryonun sonuçlarının sterilize edilmiş müdahalenin sonuçlarıyla benzer olduğu gözükmemektedir.⁵

Tablo'daki son panelde ek sermaye girişinin panel (c) de olduğu gibi bankaları yine rezerv opsiyonunu kullanmaya yönelttiği, kullanımın bir önceki senaryodaki gibi 50 birim olduğu ancak bu defa ROK'un 2 olduğu varsayılmaktadır. Bu senaryo altında ROK'un 1'e eşit olduğu durum olan panel (c) ye göre bilançolarda aynı kalemlerin değiştiği görülmektedir. Ancak, ROK'un 2'ye eşit olduğu durumda sistemden çekilen döviz likiditesi, tanım gereği, ROK'un 1'e eşit olduğu duruma göre iki katı daha fazladır.⁶ Özetle, ROK 1'den büyük olduğunda sterilize edilmiş müdahaleye veya ROK'un 1'e eşit olduğu duruma göre döviz arzında oluşabilecek dalgalanmalara karşı daha etkin bir araç olabilecektir.

Öte yandan, ROM'un, döviz kurundaki oynaklıkları azaltmak bağlamında sterilize edilmiş müdahale veya standart YP zorunlu karşılık uygulaması gibi alternatif araçlara göre, salt bilanço etkilerinin dışında başka önemli avantajları da bulunmaktadır. Takip eden bölümde ROM'un alternatif uygulamalara göre getirdiği diğer avantajlar tartışılmaktadır.

ROM ve Sterilize Edilmiş Döviz Müdahalesi

ROM'un en önemli niteliği kendiliğinden işleyen bir dengeleyici mekanizma olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, müdahaleden farklı olarak, ROM yoluyla döviz likiditesinin çekilmesi merkez bankasının ihtiyari kararının değil bankaların bireysel kar azamileştirme davranışlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Her bankaya, kendi maliyet analizini yaparak bu imkândan ne ölçüde faydalanacağını belirleme olanağı sunulması, daha verimli ve etkin bir sistem anlamına gelmektedir.

ROM'un, piyasadaki doğrudan döviz alımı veya müdahale gibi ihtiyari araçlara kıyasla önemli bir avantajı daha bulunmaktadır. Aktif müdahale araçlarının kullanılması, döviz kuru rejimine dair

⁵ Ancak aşağıda daha detaylı değinildiği üzere pratikte iki aracın etkileri hem döviz kuruna dair verilen sinyaller hem de bankaların bireysel kar azamileştirme davranışları bakımından önemli farklılıklar taşımaktadır.

⁶ Çekilen döviz likiditesini bir önceki senaryo ile eşit kılacak bir varsayım yapmış olsaydık bu defa sterilize edilmek durumunda kalan TL miktarı yarı yarıya az olacaktı.

dönem dönem arzu edilmeyen algılamalar oluşmasına neden olabilmekte ve iletişimi zorlaştırabilmektedir. Söz gelimi, kurda oynaklığı azaltmayı hedefleyen bir döviz müdahalesinin kurların seviyesine ilişkin sinyal olarak algılanması söz konusu olabilmektedir. ROM'da ise ROK veri iken imkânın ne kadar kullanılacağı ve bunun sonucunda dövizde oluşacak hareketler tamamen bankaların optimizasyon kararları sonucu oluşacağından, döviz kurunun seviyesine veya para politikasının duruşuna dair yanlış algılama riski çok daha sınırlı olacaktır.

Döviz müdahalelerindeki bir diğer husus merkez bankasınca yapılan döviz alım ve satımların spekülative amaçlı taleplere muhatap olma ihtimalidir. Oysa rezerv opsiyonunun kullanımı bankaların kendi olanaklarını değerlendirmeleri sonucu ihtiyaçları doğrultusunda belirleneceğinden, ROM'un benzer bir sakınca doğurması beklenmemektedir.

Bu noktada ROM'un döviz müdahalesine olan ihtiyacı azaltacağı, ancak müdahale olasılığını tamamen ortadan kaldırmayacağı belirtilmelidir. Sermaye hareketlerinde sert ve ani değişimlerin olduğu ve/veya piyasada sağlıklı fiyat oluşumları gözlenmesi halinde döviz müdahaleleri de gerektiğinde destekleyici bir araç olarak kullanılabilir.

Öte yandan, ROM'un bir başka avantajı da bankaların bu mekanizma çerçevesinde merkez bankasında tuttıkları döviz rezervlerinin bankacılık sektörünün pasiflerinin büyüme hızına yakın oranda büyüyecek olmasıdır. Bu hız önümüzdeki dönemde merkez bankasının toplam rezervlerini artırma hızından büyük olma potansiyeline sahiptir.

ROM ve YP Zorunlu Karşılıklar

Döviz likiditesini etkilemek için kullanılabilir bir diğer araç YP zorunlu karşılıklardır. Bu aracın kullanımı piyasadaki TL likidite koşullarını değiştirmeyeceğinden, sterilizasyonla ilişkili olumsuz etkileri içermemektedir. Ancak, zorunlu karşılığın döviz olarak kullanılacak kısmını bankaların kendi kararına bırakan ROM'un aksine, YP zorunlu karşılıklarda yapılacak değişiklikler tüm bankaları aynı oranda ve aynı zamanda YP likiditelerini ayarlamaya zorlayacağından döviz erişimi geçici olarak kısıtlanmış bankalar ciddi YP likidite problemleriyle karşı karşıya gelebileceklerdir. Dolayısıyla ROM bu uygulamaya göre finansal istikrar açısından daha faydalı sonuçlar verebilecektir. Ayrıca, YP zorunlu karşılıklardaki değişikliklerin, döviz müdahalesinde olduğu gibi, para politikası duruşuna veya döviz kurunun seviyesine dair arzu edilmeyen sinyaller oluşturma olasılığı da bulunmaktadır.

ROM ve Faiz Koridoru: İkame mi Tamamlayıcı mı?

ROM bankacılık sisteminin döviz likiditesi şoklarına karşı dayanıklılığını artırmak ve dolayısıyla döviz kurunun oynaklığını bir ölçüde sınırlamak amacıyla uygulamaya konulmuştur. Öte yandan, TCMB'nin yeni politika çerçevesinde kullandığı bir diğer araç olan faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi de kısmen bu doğrultuda kullanılabilir. Bu bağlamda kamuoyunda iki aracın

birbirinin ikamesi olup olmadığı sorusu öne çıkmaktadır. Her ne kadar nihai itibarla iki aracın döviz kurundaki dalgalanmalara yönelik sonuçları benzeşse de işleyiş mekanizmaları açısından önemli farklılıkları bulunmaktadır. Faiz koridoru doğrudan portföy davranışları kanalıyla döviz kuru oynaklığını etkilerken, ROM giren sermayenin kullanımını değiştirmek suretiyle etkili olmaktadır. Dolayısıyla ROM, sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu oynaklığın azaltılması bakımından faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır.

Bununla birlikte, faiz koridorunun hem kredi aktarım mekanizması hem de etkin likidite yönetimi açısından farklı işlevleri bulunmaktadır. Faiz koridoru kredi mevduat faiz farkını etkilediğinden, ROM'dan farklı olarak, doğrudan TL kredi koşulları üzerinde etkili olabilecek bir araç olarak da kullanılabilir. TCMB'nin uyguladığı likidite politikalarına bağlı olarak bankaların kredi fiyatlamalarında koridorun üst bandının önemli bir ağırlığa sahip olması nedeniyle, faiz koridoru gerektiğinde kredi kanalını etkilemek amacıyla kullanılacak önemli bir araç olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca, faiz koridoru sermaye akımlarındaki hareketlere bağlı olarak TCMB'nin duruşunu yüksek frekansta ayarlayabildiği bir esneklik sağlaması bakımından da ROM'dan farklı bir nitelik taşımaktadır.

Özetle, ROM döviz kurundaki oynaklığın azaltılması açısından geniş bir faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltmakta, ancak tamamen ortadan kaldırmamaktadır.

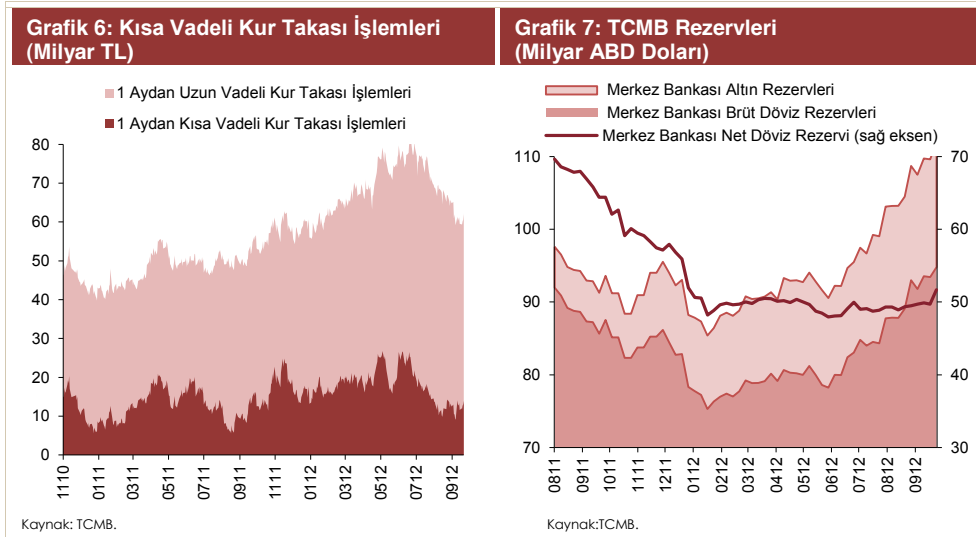
Öte yandan faiz koridoru ile ROM tamamlayıcı mekanizmalar olarak da çalışabilmektedir. Şöyle ki, faiz koridorunun varlığı merkez bankasına ROM uygulaması neticesinde ortaya çıkan TL likidite hareketlerinin sterilizasyonu konusunda bir esneklik sağlamaktadır. Merkez bankasının kısa vadeli faizi sadece aylık frekanslarda değiştirdiği standart enflasyon hedeflemesinde, piyasadaki çekilen döviz neticesinde artan TL likiditesi ilan edilen faiz doğrultusunda sterilize edilmek durumundadır. Öte yandan, TCMB'nin para piyasası faizlerini ay boyunca sabit değil de sadece faiz koridoru içerisinde tutmayı taahhüt ettiği mevcut çerçeve, ortaya çıkan likiditeyi çekme hususunda önemli bir esneklik sağlamaktadır. Örneğin, sermaye girişlerinin hızlandığı bir dönemde, TCMB ROM ile çekilen döviz sonucu ortaya çıkabilecek likiditeyi gerektiğinde tam sterilize etmeme olanağına sahip olacaktır. Böyle bir durumda kısa vadeli TL piyasa faizlerinin düşmesine izin verilebilmesi, kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlayıcı ek bir etki yapabilecektir.

ROM'un Bankaların Portföy Davranışı ve Rezervler Üzerindeki Etkisi

ROM'un inşa aşamasındaki dolaylı etkilerinden biri bankaların para takası pozisyonlarını azaltması olmuştur. Bankaların TL zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz cinsinden tutabilmesi daha önce para takası yoluyla sağlanan TL fonlamasının bir kısmının ROM yoluyla ikame edilmesini sağlamıştır. Nitekim, döviz ve altın rezerv opsiyonu imkânlarının bankalar tarafından aktif olarak kullanılmaya başlanmasıyla beraber özellikle yılın üçüncü çeyreğinden itibaren bankaların kısa vadeli kur takası işlemlerinin azaldığı dikkat çekmektedir (Grafik 6). Diğer bir

ifadeyle, bu dönemde kur takası yoluyla gerçekleşen ve oynaklığı yüksek olan kısa vadeli pozisyonlar azalmıştır. Dolayısıyla, ROM bu kanaldan da finansal istikrarı desteklemekte ve risk iştahındaki ani hareketlere karşı döviz kuru oynaklığının düşük kalmasına katkıda bulunmaktadır.

Bütün bu süreçte ROM'un kullanımı TCMB brüt rezervlerini artırmakta, ancak net rezervleri değiştirmemektedir. Nitekim, ROM'un kademeli olarak devreye girdiği 2011 yılının sonlarından itibaren brüt rezervlerin belirgin şekilde arttığı, net rezervlerin ise görece yatay seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 7). Ancak bu durum ROM'un faydasının sınırlı olduğu şeklinde yorumlanmamalıdır. Brüt rezervin özel sektör lehine artması rezervlerin daha etkin kullanımına yol açarak bir bütün olarak finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini artıran bir unsur olmaktadır. ROM aracılığıyla rezervi TCMB'den ziyade daha çok özel sektörün biriktirmesi sağlanmaktadır. Sermaye hareketlerindeki oynaklık asıl olarak özel sektörün borç ödeme kapasitesini ve bilançolarını olumsuz etkileyeceğinden, rezervi de büyük oranda özel sektörün tutması ve şokların niteliğine göre optimal olarak kullanabilmesi sistemin etkinliğini artırmaktadır.



SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME

Bu notta TCMB'nin yeni geliştirdiği araçlardan biri olan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) tanıtılmış ve işleyiş kanalları incelenmiştir. TCMB, ROM'u temelde "otomatik dengeleyici" olarak (bankaların rezerv opsiyonunun kullanım oranını dış şoklar karşısında içsel olarak ayarlayacağı şekilde) kullanmak üzere tasarlamıştır. Bu çerçevenin her bankaya kendi optimizasyonunu yapabilme olanağı tanınması, sistemi diğer araçlara kıyasla görece olarak daha verimli kılmaktadır. Bununla birlikte, gerekli görüldüğünde sistemin parametrelerinin değiştirilebileceği de vurgulanmalıdır. Örneğin, iç ve dış maliyetleri belirleyen koşullarda ve sermaye akımlarının

hızında kalıcı veya yapısal bir değişiklik olduğunda katsayıların yeniden belirlenmesi söz konusu olabilecektir.

Sonuç olarak, bu çalışmada yapılan değerlendirmeler ROM'un makroekonomik ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda faydalı bir mekanizma olarak kullanılabileceğine işaret etmektedir. ROM özellikle sermaye girişlerinin döviz kuru ve YP cinsi krediler üzerindeki olumsuz yansımalarını TL faizleri sınırlı ölçüde veya hiç etkilemeden azaltabilmesi bakımından benzer diğer araçlara göre öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, kesin bir değerlendirme yapmak için henüz erken olduğu, her yeni araç gibi ROM'un da zaman içinde çeşitli şoklara karşı sınanması gerektiği vurgulanmalıdır.

Kaynakça

- Başçı, E., ve Hakan Kara, 2011, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No:11/08.
- Küçüksaraç, D. ve Özgür Özel (2012) "Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyonu Katsayısı", TCMB Çalışma Tebliği (yayımlanma aşamasında).

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 tamamiyle yazarlara aittir, dolayısıyla TCMB'nin ya da çalışanlarının görüşlerini temsil etmeyebilir. Bu seri Yusuf Soner Başkaya'nın editörlüğünde yayımlanmaktadır. 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*