


T.C
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

GELENEKSEL OLMAYAN PARA
POLİTİKALARININ FİNANSAL İSTİKRAR
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEKLEMESİ

Funda ÇELİK
YÜKSEK LİSANS TEZİ
168109011009

Danışman
Prof. Dr. Zekeriya MIZIRAK

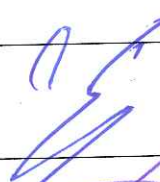
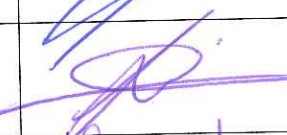
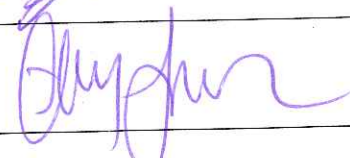
Konya-2019

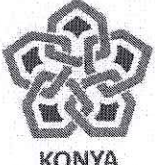

 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
--	---	---

YÜKSEK LİSANS TEZ KABUL FORMU

Öğrencinin	Adı Soyadı	Funda Çelik
	Numarası	168109011009
	Ana Bilim Dalı	İktisat Anabilim Dalı
	Bilim Dalı	İktisat
	Programı	Tezli Yüksek Lisans
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Zekeriya MIZIRAK
	Tezin Adı	Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Finansal İstikrar Üzerine Etkisi: Türkiye Örnekleme

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Finansal İstikrar Üzerine Etkisi: Türkiye Örnekleme” başlıklı bu çalışma 27/09/2019 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

	Unvanı Adı Soyadı	İmza
Danışman	Prof. Dr. Zekeriya Mizirak	
Jüri Üyesi	Prof. Dr. Selvi Kayhan	
Jüri Üyesi	Prof. Dr. Erhan Sever	

 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
--	---	---

BİLİMSELETİKSAYFASI

Öğrencinin	Adı Soyadı	Funda Çelik
	Numarası	168109011009
	Ana Bilim Dalı	İktisat Anabilim Dalı
	Bilim Dalı	İktisat
	Programı	Tezli Yüksek Lisans
	Tezin Adı	Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Finansal İstikrar Üzerine Etkisi: Türkiye Örnekleme

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

25/10/2019

Funda Çelik



 KONYA	T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü	 SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
--	---	---

Öğrencinin	Adı Soyadı	Funda Çelik
	Numarası	168109011009
	Ana Bilim Dalı	İktisat Anabilim Dalı
	Bilim Dalı	İktisat
	Programı	Tezli Yüksek Lisans
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Zekeriya MIZIRAK
	Tezin Adı	Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Finansal İstikrar Üzerine Etkisi: Türkiye Örnekleme


ÖZET

2008 küresel krizinden sonra gelmiş ülkelerde uygulanan yeni parasal politikalar Türkiye'nin de aralarında olduğu birçok gelişmekte olan ülkeler için finansal istikrarda bozulmaların ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Ekonomideki değişmelerin politikalarda değişmeye neden olduğu bu son dönemlerde, Türkiye 2010 yılının sonlarında finansal istikrarı sağlanması amacıyla geleneksel para politika araçlarının yanında geleneksel olmayan para politikası stratejileri uygulamaya başlamıştır.

Bu çalışmada küresel kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının uygulamaya koyduğu geleneksel olmayan politikaları ve bu politikaların finansal istikrar üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma kapsamında dünyada kullanılan 8 tane geleneksel olmayan para politika araçlarına değindikten sonra Türkiye'de kullanılan faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, kaldıraç dayalı zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması ve likidite yönetimi politika araçları incelenmiştir.

Zaman serisinden faydalanılan bu çalışmada 2011 ve 2017 yılları arasındaki veriler kullanılmıştır. Finansal istikrarı belirleyen faktörler olduğu için cari açık, enflasyon, reel kur ve finansal sağlamlık endeksi bağımlı değişken, zorunlu karşılık oranı ve borç verme faiz oranı da bağımsız değişken olarak modele eklenmiş ve etkinlik düzeyleri sorgulanmıştır. Çalışmada geleneksel olmayan para politikaları ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin belirlenmesi için VAR yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda geleneksel olmayan para politikalarının finansal istikrar üzerinde etkili olduğu fakat bu etkinin analiz sonuçlarından yola çıkarak dalgalı olmasından dolayı kısmen etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar kelime: Geleneksel olmayan para politikaları, finansal istikrar, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar

 <p>KONYA</p>	<p>T.C. NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü</p>	 <p>NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ KONYA SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</p>
--	--	---

Öğrencinin	Adı Soyadı	Funda Çelik
	Numarası	168109011009
	Ana Bilim Dalı	İktisat Anabilim Dalı
	Bilim Dalı	İktisat
	Programı	Tezli Yüksek Lisans
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Zekeriya MIZIRAK
	Tezin Adı	Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Finansal İstikrar Üzerine Etkisi: Türkiye Örnekleme

SUMMARY

After the 2008 global financial crisis, new monetary policies that are implemented in the developed countries have caused to the deterioration in financial stability in the developing countries and in Turkey. In these recent periods, where changes in the economy caused changes in policies, Turkey has been implemented non-traditional monetary policy tools alongside the traditional monetary policy strategy in order to ensure financial stability at the end of 2010.

In this study, non-traditional policies implemented by the Central Bank of the Republic of Turkey in the aftermath of the global crisis and its effects on the financial stability of these policies were examined. After mentioning 8 non-traditional monetary policy instruments used in the world, the interest rate corridor is used in Turkey, reserve requirements, reserve requirements based on leverage, reserve option mechanism and liquidity management policy tools are investigated.

The time series data were used between 2011 and 2017 in this study. As there are factors determining financial stability; current account deficit, inflation, real exchange rate and financial soundness index dependent variable, required reserve ratio and lending interest rate were added to the model as an independent variable and their efficiency levels were questioned. In this study, VAR method is analyzed to determine the relationship between non-traditional monetary policies and financial stability.

Key Words: unconventional Monetary Policy, financial Stability, interest rate corridor, reserve requirement.



İÇİNDEKİLER

Sayfa

BİLİMSEL ETİK SAYFASI.....	iii
YÜKSEK LİSANS TEZ KABUL FORMU.....	iv
ÖNSÖZ	v
ÖZET	vi
SUMMARY	viii
TABLolar LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiv
GİRİŞ	15
BİRİNCİ BÖLÜM	18
GELENEKSEL YAKLAŞIMDA PARA POLİTİKASI	18
1.1. Ekonomi ve Para Politikası	18
1.2. Para Politikası Tanımı ve Amaçları	22
1.3. Geleneksel Para Politika Araçları	24
1.3.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	25
1.3.2 Reeskont Politikası	28
1.3.3. Zorunlu Karşılıklar	29
1.3.4. Döviz-Efektif İşlemleri.....	31
1.3.5. Kredi Tavanı Kontrolleri	32
1.3.6. Faiz Oranı kontrolleri	33
1.3.7. İkna Yöntemleri.....	33
İKİNCİ BÖLÜM.....	35
PARA POLİTİKALARINDA DEĞİŞİM: GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKA ARAÇLARI.....	35
2.1. Geleneksel olmayan para politika araçları	35
2.1.1 Parasal Genişleme	37
2.1.2. Kredi Genişlemesi	39
2.1.3. Faiz Taahhüdü	40

2.1.4. Faiz Koridoru	42
2.1.5. Zorunlu Karşılık Oranı	44
2.1.6. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar Oranı.....	47
2.1.7. Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	48
2.1.8. Teminat Çeşitlendirmesi.....	49
2.2. MERKEZ BANKASINDA YENİ AMAÇ DEĞİŞKEN: FİNANSAL İSTİKRAR	50
2.2.1. Finansal İstikrar Teorisi	50
2.2.2. Finansal İstikrar ve İktisat Ekolleri	55
2.2.2.1. Klasik İktisat Teorisi ve Finansal İstikrar	56
2.2.2.2. Keynesyen İktisat Teorisi ve Finansal İstikrar	56
2.2.2.3. Marksist İktisat Teorisi ve Finansal İstikrar.....	58
2.2.2.4. Parasalcı Yaklaşım ve Finansal İstikrar	60
2.2.2.5. Yeni Klasik İktisat ve Finansal İstikrar	61
2.2.2.6. Yeni Keynesyen İktisat ve Finansal İstikrar.....	62
2.2.3. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Ulusal ve Uluslararası Kuruluşların Rolü	63
2.2.4. Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar Arasındaki İlişki	66
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	69
TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI.....	69
3.1. Genel Anlamıyla Merkez Bankacılığı.....	69
3.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihi ve Yapısı.....	74
3.3. TCMB’nin Uyguladığı Para Politikaları (1930-2008).....	76
3.3.1. Fiyat İstikrarı	81
3.3.2. Türkiye’ de Fiyat İstikrarı ve Enflasyon	83
3.4. TCMB’nin Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikaları ve Finansal İstikrar Üzerine Etkileri	89
3.4.1. Faiz Koridoru	93
3.4.2. Zorunlu Karşılıklar	97
3.4.3. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar.....	101
3.4.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	103
3.4.5. Likidite Yönetimi	105

3.5. Yeni Para Politikası Uygulamaları ve Hedef Gerçekleşmeler	107
3.5.1. Fiyat İstikrarı Gerçekleşmeleri.....	107
3.5.2. Finansal İstikrarı Gerçekleşmeleri	110
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	114
TÜRKİYE’DE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN EKONOMETRİK VERİ ANALİZİ	114
4.1. Literatür Araştırması	114
4.2. Veri Seti	116
4.3. Ekonometrik Yöntem.....	117
4.4. Ampirik Sonuçlar	118
4.4.1. Birim Kök Analiz Sonuçları.....	118
4.4.2. Granger Nedensellik Testi Sonuçları	123
4.4.3. VAR Modeli Etki-Tepki Fonksiyonu Sonuçları	124
4.4.4. Varyans Ayırıştırma Sonuçları	127
SONUÇ	131
KAYNAKÇA	135
ÖZGEÇMİŞ	146

TABLolar LİSTESİ

Tablo-1: Ekonomi Politikasının Amaç ve Araçları	20
Tablo-2: Finansal İstikrarı Sağlayan Kurumlar ve Sorumlulukları	66
Tablo-3:1900 Yılından Önce Merkez Bankası Kurumları	71
Tablo-4: Literatürde Yer Alan Ekonometrik Çalışmaların Sonuçları	115
Tablo-5: Ekonometrik Hesaplama da Kullanılan Veri Seti	117
Tablo-6: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	119
Tablo-7: ADF Birinci Dereceden Farkı Alınan Veri Serisi İçin Birim Kök Testi Sonuçları	121
Tablo-8: Granger Nedensellik Testi Sonuçları	123
Tablo-9: FSI Oranının Varyans Ayrıştırma Test Sonuçları.....	127
Tablo-10: CA Oranının Varyans Ayrıştırma Test Sonuçları	128
Tablo-11: INF Oranının Varyans Ayrıştırma Test Sonuçları	129
Tablo-12: RKUR Oranının Varyans Ayrıştırma Test Sonuçları	130

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil-1: TCMB Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (2002-2019)	88
Şekil-2: TCMB Politika Araç ve Amaçları	92
Şekil-3: TCMB Para Politikası Faiz Koridoru Çalışma Prosedürü	94
Şekil-4: TCMB Faiz Koridoru Göstergeleri 2010-2018 (Yüzde)	95
Şekil-5: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)	100
Şekil-6: Cari İşlemler Dengesi	101
Şekil-7: Kaldıraç Oranının (KO) Dağılımı	102
Şekil-8: Döviz Tesis İmkânına Göre ROM'lar	104
Şekil-9: Altın Tesis İmkânını Göre ROM'lar	105
Şekil-10: 2008- 2018 Yılları Arasında Enflasyon Oranları	108
Şekil-11: GSYH Büyüme Oranı (%)	110
Şekil-12: Cari İşlemler Dengesi	111
Şekil-13: Reel Efektif Döviz Kuru (Tüfe Bazlı)	112
Şekil-14: Borç verme faiz oranı VAR Modeli Etki-Tepki Fonksiyonu Sonuçları	124
Şekil-15: Zorunlu karşılık oranı VAR Modeli Etki-Tepki Fonksiyonu Sonuçları	126

GİRİŞ

Yıllar içerisinde ekonomi politikalarının yeri ve önemleri değişkenlik göstermiştir. Zaman içerisinde ekonomi politikaları arasında yer alan para politikalarının önemi arttıkça, uygulayıcısı olan merkez bankalarının bu zaman zarfında para politikaları ile ilgili değişiklik yapmaya yöneltmiştir. Ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeylerine ve yapısal özelliklerine göre bu değişiklikler ve kararlar farklılık göstermektedir. Hemen her ülkede bulunan merkez bankaları bu para politikaları yöneten kurumdur.

İktisat geçmişine baktığımızda 20. Yüzyılın son çeyreğine kadar ülkeler ekonomi politikaları içerisinde maliye politikası ağırlıklı politikalar izlenmekteydi. Bu durum 20. Yüzyılın son çeyreğinde değişiklik göstererek para politikasının ağırlıklı olarak izlendiği görülmektedir. 1980 yılından sonra enflasyonist baskıların fazlasıyla hissedilmesi, merkez bankalarının fiyat istikrarı amacını ön plana çıkarmış ve böylece para politikası yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır. Fakat 2008 küresel krizinden sonra ülkelerde Neo-liberal anlayışa dair ciddi kuşku ortaya çıkmıştır. Krizden sonra Enflasyon hedeflemesi için merkez bankalarının sadece fiyat istikrarı amacına odaklı politikalar izlemesi ülkelerin finansal piyasalarda istikrar, büyüme ve istihdam gibi konularda yetersiz kaldığı ortaya çıkmıştır.

Genel olarak bakıldığında para politikasının amacı, potansiyel büyüme hızına ulaşmak, fiyat istikrarını sağlamak ve finansal istikrarı en uygun seviyelere getirmek olarak sıralanabilir. Para politikasının amaçları bu kadar geniş olmasına rağmen sadece tek amaca yönelmesi ekonomi piyasasında çıkan sorunlarla mücadele etme potansiyelinin sınırlı olmasına sebebiyet vermiştir. Bu durum sadece gelişmemiş veya gelişmekte olan ülkeler için değil aynı zamanda gelişmiş olan ülkeler içinde aynı sonucu doğurmuştur. Gelişmiş ülkelerde 2008 krizinden sonra finansal piyasalardaki kırılganlığın önüne geçilememiştir.

Finansal piyasalarda yaşanan sürekli ve ani olumsuz gelişmeler, merkez bankalarının sadece fiyat istikrarı sağlama temel hedefinin yetersiz kaldığının ve krizleri engelleyecek boyutta olmadığı görüldüğünü sağlamıştır. Küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş olan ve gelişmekteki birçok ülke reel ve finans sektörleri

içinde meydana gelen derin etkilerin bertaraf edilmesi ve ekonomik istikrarın tekrar sağlanması için çok yönlü politika arayışları içerisine girmişlerdir. Bu nedenle ülkeler genişletici politikalar uygulamaya başlamış ve fiyat istikrarı hedefinin yanı sıra finansal istikrar hedefinin de üzerinde yoğunlaşmışlardır. Bunu desteklemek amacıyla da geleneksel para politikası araçlarının yanında geleneksel olmayan para politikaları araçları arayışına girmişlerdir.

Gelişmiş ülkelerde uygulamaya konulan parasal genişleme gibi geleneksel olmayan para politikası araçları Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz etkilemiştir. Kısa süreli gelen sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesi, o ülkelerde yabancı sermayenin artması sebebiyle yerli para birimlerinin değer kazanmasına ve dolayısıyla bu ülkelerin rekabet gücünü kaybederek ihracat oranlarının düşmesine ve cari işlemler dengesinin bozulmasına yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin yerli para biriminin değer kazanması, kredi faizlerinin düşmesine sebebiyet verdiği için kredilere olan talebin artmasına ve o ülkelerde kredi genişlemesi oluşmasına sebep olmuştur. Gelişmekte olan Türkiye de bu sorunlarla mücadele edebilmek amacıyla kendine has geleneksel olmayan para politikaları uygulamaya başlamıştır. Bu politikalar finansal dengeyi sağlamanın yanında temel hedef olan fiyat istikrarını da destekleyecek şekilde geliştirilmiştir.

Bu çalışmada yukarıda bahsettiğimiz gibi fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığı günümüz ekonomik koşullarında, finansal istikrarında amaçlar arasında nasıl yer aldığını ve finansal istikrarı desteklemek için ülkelerin uygulamaya koyduğu geleneksel olmayan para politikalarının finansal istikrarı ne derece etkilediği konusunda detaylı bilgi vermek amaçlanmıştır. Bu çerçevede tez; giriş ve sonuç bölümleri haricinde dört bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde yapılacak analize temel sağlamak amacıyla para politikası teorisi üzerinde durulmuştur. Ülkelerde genel olarak kullanılan geleneksel para politikası araçları aktarılmıştır.

İkinci bölümde ekonomik istikrarı sağlamak amacıyla son dönemlerde uygulamaya konulan geleneksel olmayan para politikası araçları aktarılmış. İkinci bölümün devamında net bir tanımı olmayan ve çalışmanın ana konusu olan finansal

istikrar teorisi, finansal istikrarın sağlanmasını amaçlayan ulusal ve uluslararası kuruluşlar ve finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasındaki ilişki aktarılmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde para politikalarını belirleyen ve uygulamaya koyan merkez bankacılığı kavramı üzerinde durulmuştur. Merkez bankalarının dünyadaki ve Türkiye’deki gelişimi aktarıldıktan sonra merkez bankalarının ana amacı olan fiyat istikrarı aktarılmış ve devamında finansal istikrar sağlamak amacıyla TCMB’nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçları aktarılmıştır.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde Türkiye’de geleneksel olmayan para politikalarının finansal istikrar üzerindeki etkisinin ekonometrik analizi yapılmıştır. Burada zaman serisinden yola çıkılarak VAR yöntemi kullanılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

GELENEKSEL YAKLAŞIMDA PARA POLİTİKASI

Çalışmanın bu ilk bölümünde genel olarak para politikasının tanımlanmasına ve diğer politikalardan farklı olan yönlerine değinilmeye çalışılacaktır. Para politikası aktarılırken çalışmanın diğer bölümlerinde daha ayrıntılı aktarılacağı için amaçlarına kısaca değinilmiştir.

Ekonomik hedeflerin ve yaşanan krizlerin gerekliliğinden dolayı ekonomik yapılanmada olduğu gibi para politikasında da değişikliklerin yapılması gerekli kılınmıştır. Bu nedenle bizde çalışmamızın bu bölümünde para politikası araçlarını aktarırken geleneksel para politika araçlarından sonra geleneksel olmayan para politikalarına ve geleneksel olmayan para politika araçlarını kullanan ülkelere yer vermeye çalışacağız.

1.1. Ekonomi ve Para Politikası

Theil ve Tinbergen'den beri ekonomi politikaları standart bir çerçevede olan beş unsurdan oluşur. Bu analiz edilen unsurlar: amaçlar, araçlar, modeller, tahminler ve uygulamalardır (Body ve Smith, 2003: 4). Ekonomi biliminin temel konusu, kıt kaynaklar ile insanların sınırsız ihtiyaçlarını karşılamak, genel itibarıyla iktisadi amaçlara iktisadi politikalar kullanarak ulaşma sanatıdır. Bunu yerine getirmek için birtakım unsurları kullanır. Bu araçların ve yöntemlerin uyum içerisinde olması ekonominin işleyişi açısından önemlidir.

Politikanın kelime anlamı; herhangi bir amaca ulaşmak veya belirli bir sorunun üstesinden gelebilmek için bazı araçların veya yöntemlerin birlikte uygulandığı süreçtir. Bu tanımdan yola çıkarak ekonomi politikası ya da diğer adıyla iktisat politikası ekonomide refah düzeyini arttırmak gibi belirli hedefleri gerçekleştirmek veya işsizlik gibi sorunları çözmek amacıyla bir takım ekonomik araçların ve yöntemlerin bir arada kullanma sürecidir (Alkin, 2002: 4).

Ekonomi biliminin bir dalı olan Makro ekonomik politikaların amacı ise ekonominin enflasyon olmadan istikrarlı bir büyümeye ulaşmasını sağlamaktır. İstihdam üretim ve fiyatlardaki dalgalanmaları minimize edecek aynı zamanda reel çıktıdaki potansiyel büyümeyi gerçekleştirebilecek önemli iki politika aracı söz konusudur. Bunlardan biri parasal durumlarla ilgiliyken diğeri mali durumlarla ilgilidir. Ekonominin genel işleyişinin daha iyi olması açısından bu iki politikanın koordinasyonlu olarak işlevlerini sürdürmeleri zorunludur. Genel anlamda makro ekonomik dengenin sağlanması için temel amaç bu amaçlara ulaşmada kullanılan araçlardır. Bunlar; maliye politikası araçları, para politikası araçları, dışsal araçlar, kontrol araçları ve kurumsal yapı değişimleridir (Savaş, 1998: 28).

Makro ekonomik araçlar kullanılarak ulaşılmak istenen temel makro ekonomik hedefler ise şunlardır; tam istihdam, fiyat istikrarı diğer adıyla ekonomik istikrar, ekonomik büyüme ve ekonomik kalkınma, adil gelir dağılımı, ödemeler bilançosunda denge ve bölgesel dengesizliğin ortadan kaldırılması olarak sıralanabilir (Aktaran: Bozkurt vd., 2010: 29).

Yukarı da bahsettiğimiz amaçlara ulaşmak için her zaman uygun araçlar kullanılmalıdır. Meade ve Nurkse dengelerin sağlanması açısından amacına uygun olarak araçların belirlenmesi gerektiğini ve bunun ekonomi açısından ihtiyaç olduğunu belirtmişlerdir. Ancak hangi amaçlar için hangi araçların seçilmesi gerektiği ile ilgili açıklama yapmamışlardır (Serin, 1998: 9-10).

Aşağıda yer alan Tablo 1’de genel anlamda ekonomide bulunan araçların ve amaçların ve bunlar arasındaki ilişki gösterilmiştir. Bu durumdan yola çıkarak özetlemek gerekirse yüksek GSYH isteniliyorsa enflasyon ve istihdam arttırılmalıdır, Enflasyonun düşürülmesi isteniyorsa GSYH düşürülür işsizlik artar, İşsizlik azaltılacak ise GSYH büyür veya enflasyon yükselir ve dış ticaret açığı düşürülecekse de iç tüketim veya yatırım azaltılmadığıdır. Bu durum her zaman bu şekilde sonuçlar ortaya çıkarmayabilir ama Türkiye profiline uygun olası sonuçlar büyük ölçüde bu şekilde süre gelmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2016: 174).

Tablo-1: Ekonomi Politikasının Amaç ve Araçları

Makroekonomik Amaçlar	Makroekonomik araçlar
Üretimin arttırması Hem yüksek hem sürekli istihdam	Maliye politikası araçları Kamu giderleri ile vergi araçları
İşsizliğin azaltılması Hem Yüksek hem sürekli istihdam	Para politikası araçları GSMH gerilemesi, yüksek oranlı işsizlik
Enflasyonun giderilmesi Fiyatlar genel düzeyinin istikrarının sağlanması	Gelirler politikası araçları Heterodoks şok önlemler
Ödemeler dengesinin istikrarı Dış ticaret ve cari işlemler dengesinin ve döviz kuru istikrarının sağlanması	Dış ticaret politikası araçları Tarifeler, kotalar vb. ile dış ticaretin caydırılması veya özendirilmesi, kur yönetimi

Kaynak: Eğilmez ve Kumcu, 2016: 174

Bir ekonomide istenilen amaçların tamamen birbirinden bağımsız hareket ettiklerini söylemek mümkün değildir. Örneğin, bir ekonomi için gerekli bir büyüme hızına ulaşmanın yolu hem istikrarın hem de gelir dağılımını dengesini bozmadan gerçekleştirilmektir. Fakat bazen bir amaca ulaşmak için çizilen yolun başka bir amaçtan feragat edilmesi gerekliliğini doğurabilmektedir. Mesela ekonomiler gelir dağılımını düzeltmek amacıyla yapılan girişimlerin büyüme hızını uzun dönemler için arttıracak bir maliye politikasını önleyebilir. Buna ek olarak bu durum ülkelerde istikrarın gerçekleştirilebilmesi için beraber hareket etmesi gereken fiyat istikrarı ile tam istihdam kavramları arasında bir çatışmanın olmasına neden olabilir. Yukarıda bahsettiğimiz bu durumlar para politikalarının kullanılmasında her türlü sınırlamaların göz önünde alınarak çelişen amaçların oluşturacakları denge bozucu durumların giderilmesini göstermektedir. Bu durum ekonomi politikaları bileşenlerinin önemini arttırmaktadır (Hacıoğlu, 2009: 5).

Ekonomi çerçevesinde ulusal ve uluslararası platformlarda yaşanan gelişmeler çeşitli dönemlerde farklı ekonomik müdahalelerin oluşmasına sebep olmuştur. Bu nedenle ekonomi politikasının bileşenleri genel itibariyle üç faktörden oluşmaktadır. Bunlar; kamu kesiminin gelirlerini ve giderlerini düzenleyen maliye politikası, ithalat ve ihracat eksenli düzenlemeler yapan dış ticaret politikası ve

genelde bankacılık kesiminin yer aldığı finansal kesimi ele alarak düzenlemelerde bulunan para politikasıdır.

İktisat politikasının bir bileşeni olan maliye politikasının modern anlamda John Maynard Keynes ile birlikte doğduğunu söylemek mümkündür. 20. Yy kadar genel olarak kabul edilen ve temel fikri devletin ekonomideki yerinin tam kamusal mallar olan diploması ve adaletle sınırlı olması gerekliliğini savunan klasik iktisat yaklaşımı olmuştur. Ayrıca klasik iktisatçılar hükümetlerin tam kamusal mal ve hizmetlerin sunulması ile sınırlı kalması gerektiği dile getirmişlerdir. Yine klasiklere göre devletler olağan üstü dönemler haricinde ekonomiye müdahale etmesinin en düşük düzeyde tutmalıdır. 1929 ekonomik buhranın başlamasıyla yukarıda bahsettiğimiz bu inanışlar tartışılmaya başlanmış ve bilim insanlarını yeni politika arayışına sürüklemiştir.

1929 buhranından sonra Keynes'in '*İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi*' adlı kitabında klasik anlayışa ters olarak devletin ekonomiye müdahale etmesi gerektiğini savunmuştur. Bu çalışmasında Maliye politikasını sistematik bir şekilde analiz eden Keynes, içinde buldukları işsizlik dönemlerinde genişletici maliye politikası uygulanması gerektiğini tersi bir durum olduğunda yani enflasyonist dönemlerde ise daraltıcı maliye politikası uygulanmasını savunmuştur. Bu müdahaleler doğrultusunda uygulanan politikalar sayesinde ekonominin dengeye geleceğini ortaya koymuştur (Yüksel, 2014: 1).

Ekonomi bileşenlerinden bir diğeri ise dış ticaret politikasıdır. Ülke ekonomilerinin kalkınmasında ihracat ve ithalat önemli yerlere sahiptirler. Bu nedenle ülkelerin önemli hedefleri arasında ihracatın artırılması ve ithalatın azaltılması da yer almaktadır. Dış ticaret politikası ülkelerin bu yukarıda bahsettiğimiz hedeflere ulaşabilmek için alınan kararları ve tedbirleri oluşturur. Dış ticaret politikasının devletin dış ticaretini etkileyebilecek unsurlar arasında yasaklar, gümrük resmi, ticaret antlaşmaları, primler, sübvansiyonlar ve idari korumalar başlıca yer almaktadır (Kaya ve Turguttopbaş, 2012: 6).

Çalışmamızın bu bölümünde yer alan para politikasına geçmeden önce ekonomi politikasından ve bileşenlerinden bahsettik. Çalışmanın devamında para

politikasının günümüz şartlarında değişmesi ile geleneksel para politikalarından geleneksel olmayan para politikaları kavramına nasıl geçtiği aktarılacaktır.

1.2. Para Politikası Tanımı ve Amaçları

Para politikası, bir ülkenin para otoritesi olan merkez bankasının ekonomik büyüklüklere erişebilmek için belirlemiş olduğu hedefler doğrultusunda hem para hem de kredilerle para arzını kontrol etmesi için isteyerek yapmış olduğu düzenlemelere denir (Wrightsman, 1975: 245). Diğer bir tanıma göre, merkez bankalarının iktisadi karar birimlerine karşı yükümlülüklerini değiştirmesi ve ekonomi politikalarına yön vermesi para politikası olarak tanımlanır (Keyder ve Ertunga, 2012: 233).

Para politikası diğer politikalara nazaran kullanım ağırlığı dönemlere göre farklılık göstermektedir. 1970’li yıllara kadar maliye politikasını destekleyecek şekilde kullanılan para politikası, stagflasyon krizinin 1973 yılında başlamasından sonra daha aktif bir şekilde ülkeler tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Bu dönemde para politikasının aktif kullanılmasının sebeplerinden biri yüksek ölçekli enflasyonist baskının oluşmasıdır. Yine bu dönemde fiyat istikrarının önemi artmıştır ve merkez bankalarının bağımsız olması gerektiği tartışmaları sebebiyle para politikası yoğun bir şekilde kullanılmıştır (Wrightsman, 1975: 245).

Ekonomik faaliyetlerinin en çok tartışılan konularından biri ekonomik hareketlere müdahale edilip edilmemesidir. Bazı ekonomik teorilere göre birtakım amaçlar için ekonomiye müdahale edilmesi gerekirken bazı yaklaşımlar ise bu durumun tersini yani müdahale edilmesinin yanlış olduğunu savunmaktadırlar. Literatürde ekonomiye müdahale edilip edilmemesi tartışılırken para politikası uygulamasının önemli olduğu konusuna şu ekonomik verilerden yola çıkarak anlıyoruz. Bunlar: fiyat istikrarının sağlanmak sürdürülebilir ekonomik büyümenin başarabilmek, işsizliğin azaltmak ve daha burada yer almayan birçok ekonomik hedefin gerçekleşmesinde önemlidir (Altuntaş, 2018: 24).

Merkez Bankası para politikasını yönetilirken, maliye, ekonomi, gümrük bakanlığı ve hazine gibi idareler ise maliye politikasını yönetirler. Para politikası kararları alınır ve uygulanırken danışması gereken bir merci olmadığı için işlemler

hızlı bir şekilde ilerlemektedir. Fakat aynı durum maliye politikası için geçerli değildir. Eğer ki hükümet vergi oranlarını ya da kamu harcamalarını arttırmayı veya düşürmeyi planlarının içerisinde dahil etti ise çoğu zaman yasa çıkarması ya da var olan bir yasa üzerinde değişiklik yapması gerekmektedir. Karşılaştırmadan da anlaşılacağı üzere para politikası uygulamasında zor ve zahmetli işlemlere gerek duyulmaz hemen uygulanabilir bu sebeple ilerleyişi hızlı olan bir politikadır. Ama maliye politikası para politikasının tam tersine zor ve gecikmesi muhtemel olan işlemlere sebep olmaktadır (TCMB, 2012: 7¹).

Para politikası uygulamak merkez bankasının görevleri arasındadır. Para politikalarının uygulayıcısı olan Merkez bankalarının temel var olma sebebi para piyasalarına hâkim olan konumudur. Bu sebeple mal ve hizmet alımında ulusal paranın satın alma gücünün istikrarlı olması merkez bankacılığının asli görevi olarak kabul edilmiştir. Merkez bankasının para politikasının istikrarlı bir şekilde sürdürmesinin temel sebebi bağımsız hareket etmesi gerekliliğindedir. Fakat günümüzde hiçbir Merkez Bankası hükümetin etkisinden tamamen bağımsız olarak hareket edemez. Ancak bunu bir nebze de olsa araç bağımsızlığıyla sağlayabilir (TCMB, 2012: 2-3).

Para politikası, eski dönemlerden bu yana talebin daraltılması veya genişletilmesinde kullanılan bir politikadır. Ancak para politikası amaçları dönemin konjonktürüne göre farklılık göstermektedir. Bu farklılık büyük ölçekte ekonomik krizlerin oluşması, savaşların meydana gelmesi, küreselleşme sebebiyle uluslararası ticaretin gelişmesi gibi gelişmeler etkili olmuştur (Serin, 1987: 8-9).

Yurt içinden veya yurt dışından kaynaklanan birçok olay, ülke ekonomilerinde hem resesyona hem de enflasyona şoklar oluşturabilmektedir. Bu gelişmeler farklı ülkelerde farklı etkiler yaratabilmektedir. Bu dönemlerde para

¹<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6/01.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6-m5lkoKU> (31.01.2019)

otoriteleri daraltıcı ve genişletici politikalar uygulayarak ekonomiye müdahale etmektedirler. Tabii bu politikaların hangi araçlarla ne kadar süreliğine ve ne ölçüde kullanılacağı kritik bir öneme sahiptir (Altuntaş, 2018: 25). Para politikası dönemleri itibari ile farklılık gösterse de genel amaçlarını aşağıda yer aldığı gibi sıralayabiliriz;

Fiyat istikrarını sağlamak,

Tam istihdamı sağlamak,

Ekonomik büyümeyi sağlamak,

Ödemeler bilançosunu dengelemek,

Faiz oranlarında istikrarı sağlamak,

Finansal piyasalarda istikrarı sağlamak (Aktan, 1998: 7-8).

Günümüz koşullarında hem sanayileşmiş hem de ekonomisi gelişmiş ülkelerde para politikası araçları değişiklikler göstermektedir. Genel itibari ile uygulanan para politikası araçlarının yanında geleneksel olmayan para politikaları da uygulamaya konulmuştur. Yukarıdaki anlatımdan da anlaşılacağı üzere para politikası araçları geniş perspektifli bir konudur. Bu sebeple çalışmamıza para politikalarını, geleneksel para politikaları ve geleneksel olmayan para politikaları başlıkları altında devam ettireceğiz.

1.3. Geleneksel Para Politika Araçları

1930 yılında meydana gelen iki olay para politikası amaçları üzerinde büyük değişikliklere gidilmesine sebep olmuştur. Bunlardan ilki büyük depresyonun sebep olduğu küresel ve uzayan işsizlik, İkinci olay ise 1936'da Keynesyen'in para arzındaki bir değişimin faiz oranını değiştirmesi, bunun da yatırım mallarının maliyet oranının üzerine ileri sürmesi olmuştur. Bunların akabinde 1940'lardaki iki olayda para politikasının amaçlarının belirlenmesinde etkili olmuştur. Bunlardan ilki ikinci dünya savaşı sırasında federal rezerve savaş masraflarını finanse etmek için faiz oranını düşük tutma politikası uygulaması, İkincisi ise ABD'de çıkarılan iş kanunu neticesinde iş bulmanın milli bir ekonomi politikası olması olmuştur. Böylece para politikasının geleneksel olan amaçlarından fiyat istikrarı ve istihdam amacı oluşmuştur (Serin, 1987: 8-9).

Para politikasının üçüncü amacı olan iktisadi büyüme ikinci dünya savaşı sonrasında doğmuştur. Zamanla hem Avrupa hem de Japonya'nın ekonomik büyüme oranları ABD'yi geçince iktisadi büyüme para politikasının üçüncü amacı haline gelmiştir. Dış ödemeler dengesi ise 1950 sonlarında ve 1960 yıllarının başlarında para politikası amaçlarına dâhil edilmiştir (Serin, 1987: 8-9). Geleneksel olarak kullanılan amaçların yanında geçmişten bugüne yine geleneksel olarak kullanılan para politikası araçları da vardır. Dünyadaki ve Türkiye'deki merkez bankalarının genel itibariyle kullandığı geleneksel politika araçlarını şu şekilde sıralayabiliriz: Açık Piyasa İşlemleri, Reeskont Politikası ya da diğer adıyla iskonto oranındaki değişimler, Zorunlu Karşılıklar, Swap İşlemleri (Şentürk vd., 2016: 150). Bunlara daha detaylı değinmek için aşağıda başlıklar halinde ayıracağız.

1.3.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ), açık piyasada Merkez Bankası tarafından finansal argümanların hem birincil veya ikincil piyasada alınıp satılması hem de bankacılık sisteminin toplam rezervlerini genişleterek ya da daraltarak ülkelerin para arzını kontrolünü sağlayan bir işlem olarak tanımlanabilir. Bu yukarıdaki tanım açık piyasa işlemlerinin en geniş tanımı olarak kabul edilebilir. Diğer bir tanıma göre ise APİ para ve menkul kıymetler pazarının tam olarak gelişip, aktif şekilde kullanıldığı ülkelerde banka rezervlerinin, menkul kıymetlerin piyasa fiyatları göz önüne alınarak Merkez Bankası tarafından alınıp satılmasıdır. Bu bahsettiğim işlem kesin alım-satım veya repo-ters repo işlemleriyle yapılabilir (Aktaran: Önder, 2005: 70).

Gelişmiş ülkelerde kullanılan en temel para politika aracı APİ'dir. Diğer politika araçlarının aksine çok esnek bir para politikası aracıdır. Bireysel anlamda da kuruluşların katılma zorunluluğu yoktur isteğe bağlı bir araçtır. İstenilen miktarlarda ve sıklıkta uygulanabilen APİ, çok kullanışlı bir yöntemdir. Ayrıca APİ kısa dönem faizlerde ve para tabanında istikrarın sağlanmasını da amaçlayan bir yöntemdir. Bunların dışında APİ finansal piyasalarda rekabetin yaratılması için uygun bir argümandır. Çünkü bankalara herhangi bir vergi yükleyen bir araç değildir. Bazı ülkelerde bulunan merkez bankaları likidite sıkıntısı yaratarak bankaların kendisinden borçlanmasını sağlamaktadır. Bu gibi borçlanma koşullarında APİ kolaylık sağlayan bir işlemdir. Daha açık bir ifadeyle APİ, merkez bankalarının

parasal operasyonunda büyük esneklik sağlamaktadır. Aynı zamanda piyasada gerçekleştirilen bu işlemler herkese açık olup doğrudan kontrollerin ortaya çıkardığı etkisizliği de engellemektedir (Önder, 2005: 73).

Açık piyasa işlemleri ekonominin harcama potansiyeline sadece para miktarıyla değil aynı zamanda senetlerin likidite derecesiyle de arttırıp azaltılabilir. Merkez Bankası piyasada devamlı senet almakta olduğu bir dönemde bireyler, ellerindeki senetleri para olarak görüp ellerindeki atıl para stoklarını kullanarak azaltmaktadır. Böylece harcama miktarı tedavül hızının artmasıyla yükselmiş olur. Dikkat edilmesi gereken diğer bir husus ise açık piyasa işlemleri hem senetlerin fiyatına hem de faiz oranına da etki etmektedir. Yani piyasadan senet alınmaya başlaması senetlerin fiyatını yükseltirken faizlerin düşmesine sebep olacaktır (Serin, 1987: 18).

Açık piyasa işlem ve uygulanma nedenleri şu şekildedir:

Doğrudan Satım İşlemleri: Genellikle piyasada kalıcı likidite fazlası olduğunda kullanılan bir açık piyasa işlem çeşididir. Açık piyasa işlemleri, kuruluşların mevcut kıymetlerinin işlemin yapıldığı tarihte belirlenmiş olan fiyatlar üzerinden merkez bankasınca ve işlem valöründe APİ yapmaya yetkili kurum veya kuruluşlarca satılması işlemidir. Satılan bu kıymetlerin bedelleri merkez bankasının hesabına yatırıldığı zaman kıymet satın alan kuruluşların sistemine veya Merkez Bankası depolarına aktarılır. Böylece kuruluşların toplam rezervleri kalıcı olarak azaltılır (TCMB, Ekim 2014:5). Yani kalıcı olarak likidite azalmış olur.

Doğrudan Alım İşlemleri: likiditenin istenilen düzeyden az olduğu Merkez Bankası tarafında düşünülüyorsa, eksik olan likiditeyi karşılamak için bankalardan kıymet alması ve bunun karşılığında bu kurumlara nakit para verdiği açık piyasa işlemidir. APİ portföyüne, dahil edeceği devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) vadelerinde yeni düzenlemeye göre herhangi bir sınırlama getirilmemiştir. Bu doğrudan alım işlemi sonucu bakalar kalıcı olarak ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditeye kavuşurken, faizlerin enflasyon hedefi ile tutarlı bir düzeyde kalması sağlanmaktadır. Böylece bankaların ve aracı kurumların toplam rezervlerinde artış oluşur (Önder, 2005: 71).

Repo İşlemleri (Geri Satım Vaadiyle Alım): Bu işlem genellikle piyasada likidite sıkışıklığının geçici olduğunun düşünüldüğü zamanlarda kullanılan bir işlemdir. Piyasadaki likiditenin geçici olarak arttırılması için kullanılır. Repo, valöründe belirlenen fiyattan işlem yapılacağı zamandan ileri bir zamanda geri satmak koşuluyla satın alınmasıdır. Geri satım koşulu ile alım işlemi 91 günü aşamaz (TCMB, Ekim 2014:5). Repo işlemi ikincil piyasaların tam olarak aktif olmadığı dönemlerde kullanılabilir. Oldukça güvenilir bir politika olmasının yanında hem esnek bir politikadır. Çünkü kısa zamanda tersine çevrilebilir ve hemen etkisini gösterebilir.

Ters Repo İşlemleri (Geri Alım Vaadiyle Satım): Ters repo başka bir deyişle geri alım vaadiyle satım işlemi de yukarıda bahsettiğim repo işleminin tersidir. Yani genelde piyasada likidite fazlasının geçici olduğu zamanlarda kullanılan işlemdir. Merkez Bankası portföyünde bulunan kıymetleri, APİ yapmaya yetkili olan kuruluşlara işlemin yapıldığı tarihten farklı bir zamanda geri almak koşuluyla satmasıdır. Merkez Bankası bu işlemi sözleşme ile yapmaktadır. Bu işlemde 91 günü aşamaz (TCMB, Ekim 2014:6).

Depo Alım ve Satımı İşlemleri: Merkez bankalarının likiditenin son işlevi gereği kullanılan bankalar arası mevduat işlemidir. Merkez bankaları genelde gecelik faizlerin stabil olmasını hedefler. Bunu gecelik faizlerde herhangi bir artış veya azalış olduğu zamanlarda merkez bankaları bunun önüne geçmek için bu işlemi kullanırlar. Faizler arttığında piyasaya likidite sağlar veya tersi durumda faizler düştüğünde piyasadaki mevduat alırlar. Böylece faizlerdeki dalgalanmaların önüne geçerler. (Önder, 2005: 71).

Merkez Bankası Likidite Senedi İhraçları: Para politikası etkinliğinin artması amacıyla merkez bankalarının piyasada bulunan fazla likidite için kullandığı araçlardır. Yani merkez bankaları bu fazlalığı kendi likidite senetleriyle yok edebilirler. Likiditenin fazla olduğu ülkelerde kullanılan bir araçtır (TCMB, Ekim 2014:6).

1.3.2 Reeskont Politikası

Reeskont, bankaların iskonto ettikleri senetlerin tekrar merkez bankasında iskonto ettirilmesidir. Diğer bir ifadeyle ikinci iskonto denilmektedir. Bu yolla bankalar rezerv ihtiyaçlarını karşılamak için ellerindeki ticari senetleri vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırmaktadırlar. Reeskont işlemleri iki şekilde uygulanır. Bunlar reeskont kredisi ve avans işlemleridir. Bunlardan en yoğun kullanılanı reeskont kredisidir. Reeskont kredileri, bankaların kendi bünyesinde oluşan likidite sıkışıklıklarını gidermek amacıyla merkez bankasında kredi temini sağlayan bir araçtır (Thornton, 1986: 5-10).

Reeskont kredisi işlemlerinde en az üç taraf olmaktadır. Biz bunu A, B ve X firmaları olarak ele alırsak, A firması B firmasından aldığı ürünlerin karşılığını senet ödemesi olarak verebilir. B firması içinde bulunduğu koşullardan kaynaklı bu senedi X bankasına kırdırabilir. Bu bankada likidite sıkıntısını gidermek için B firmasından aldığı senedi merkez bankasına verebilir. Tabi bu durum senedin vadesi gelmeden yapılması varsayımından hareket edilmektedir. İşte buna reeskont denilmektedir. Kısacası senedin vadesinden önce temin edilmesi olduğu için piyasada senedin kırdırılması olarak adlandırılır (Yay, 2015: 265).

Balino'ya göre bankacılık sisteminde kullanılan reeskont kredilerinin üç temel amacı vardır. Bunlar;

İlk amaç Mali açıdan güç durumdaki bankalara yardım etmek. Yani zor zamanlar yaşayan bankalara merkez bankasının son başvuru merkezi olduğunun göstergesidir. Merkez bankası bunu eğer ucuza yaparsa finansal kuruluşlar bu aracı diğer piyasada bulunan fonlara tercih ederler. Bu durumda piyasada parasal olarak genişlemeye sebep olur.

İkinci amaç genelde reeskont oranını değiştirerek bankaların ödünç alma isteklerini arttırmaya çalışmaktır. Tersisi durumda olabilir. Böylelikle reeskont oranındaki değişiklik piyasa koşullarını değiştirir. Bu durum merkez bankasının piyasadaki kredi ve para hacmini sıkı bir şekilde kontrol etmesine katkı sağlar.

Üçüncü ve son amaç ise selektif kredi politikalarının etkilenmesidir. Selektif kredi politikasının yürütülmesi için kredi miktarlarının ne olduğunun önceden

belirlenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde bu durum parasal kontrolün tehlikeye atılmasına sebep olabilir. Bu sebeple merkez bankasının vadesinde hangi kağıtları kabul edeceğini açıklaması önemlidir. Merkez bankası kredisi vadesinin uygunluğu buna bağlıdır.²

Kısacası reeskont kredilerinin temelini para otoritenin gelecekteki politikalar anlamında kamuoyuna karşı erken uyarı vermesi, merkez bankasının son başvuru mercii olma rolünün sağlanması ve kredi hacminin ne kadar olacağını belirtmesinde yönlendirici bir araçtır. Reeskont politikasındaki herhangi bir değişiklik piyasa faiz oranlarını da değiştirebilir. Faiz oranı kredi fiyatı olduğundan, reeskont oranlarındaki değişimden kaynaklı piyasa faiz oranlarında oluşacak değişim kredilerde arz ve talebi etkileyecektir (Dornbush ve Fischer, 1987: 380).

Etkin reeskont politikası uygulanması için gelişmiş bir santralizasyon olmalıdır. Reeskont politikasıyla Merkez Bankası reel sektör firmalarına kredi kullanması söz konusudur. Tabi bunu bankalar aracılığıyla yapar. Bu yolla merkez bankaları geçmiş dönemde birçok seçilmiş sektörü de desteklemiştir. Fakat piyasalardaki gelişmeler sonucunda açık piyasa işlemleri etkilenmiştir. Bu modern merkez bankacılığı görüşü sebebiyle reeskont penceresi eskisi gibi aktif olarak kullanılan bir araç değildir (Önder, 2005: 80).

1.3.3. Zorunlu Karşılıklar

Geleneksel olarak İngiltere de uzun yıllardır kullanılıyor olmasına rağmen ilk kanun çerçevesinde zorunlu karşılıkları uygulayan ve yönetmelik çıkartan 1913 yılında ABD olmuştur. Esas amaç ticari bankaların likiditesini garanti altına almaktır. Bu konuda klasiklerin mevduatların korunması şeklindeki açıklamaları kredi ekonomisinin gelişmesi ve dolayısıyla kredi kontrol aracı olarak kaydi paranın bir ödeme aracı fonksiyonu görmesini sağlamıştır (Serin, 1987: 20).

² Balino, T. J. T. (1-12 July 1985). Instruments of Monetary policy: TechnicalAspects. IMF Seminar on Central Banking. Aktaran: önder, 2005:80

Zorunlu karşılıklar, bankaların pasiflerinde bulunan bazı yükümlülüklerin bir kısmının faizsiz ve nakit olarak merkez bankasında bloke edilmesidir. Bu uygulama, bankaların mevduatlarında oluşabilecek aşırı ve ani sorunlara karşı, mevduat sahiplerinin banka sistemine olan güvenin artırır ve para arzının kontrolünde önemli bir araçtır. Önceleri bankaların aşırı mevduat sıkıntılarına likidite sağlamak amacıyla geliştirilen zorunlu karşılıklar oranı zaman içinde para arzı kontrol aracı olarak daha çok kullanılmaya başlanmıştır. Gizli vergi etkisi yaratan zorunlu karşılar hazineye önemli gelir sağlamaktadır. Hazine gelir kaybı yaşayacağı için zorunlu karşılıklara çok fazla indirim yapılmamıştır (Meulendyke, 1992: 25-30).

Zorunlu karşılık oranlarında yapılacak herhangi bir değişiklik bütün bankacılık sistemini etkiler. Oligopolistik bir piyasa yapısı arz eden bankacılık sisteminde nakit akımı büyük ölçüde oligopol bankalar tarafından kontrol edildiği için küçük bankalar zorunlu karşılıklarda yapılacak herhangi bir artırımdan zarar görebilirler (Lipseş vd., 1984: 186). Genişletici para politikasının uygulandığı zamanlarda ZKO düşürülürken, daraltıcı politikaların uygulandığı dönemlerinde ise bu oranlar arttırılır. Daraltıcı dönemlerde zorunlu karşılıklar kısa vadeli faiz oranlarına nazaran daha etkili bir araçtır. Faiz oranları yükseltildiği zaman yabancı sermayenin ülkeden çıkması döviz kurunu yükseltecek ve cari açığı tetikleyecektir. Zorunlu karşılıkların yükseltilmesi böyle bir etki yaratmayacağından bu dönemde kullanılması tercih edilen bir araçtır (Talaşlı, 2012:6).

Zorunlu karşılıklar API gibi sık sık değiştirilebilecek bir para politikası aracı olmadığı için oranlarındaki bir puanlık değişiklik bile bankacılık sisteminde rezerv durumunu önemli ölçüde etkilemesine sebep olur. Bu sebeple yapılacak değişikliğin genel etkileri göz önüne alınmadığında para politikası hedeflerinde önemli ölçüde sapmalara yaratabilecek bir araçtır. Zorunlu karşılıklar arttığında ellerinde nakit bulunmayan bankaların portföyündeki menkul kıymetleri satma girişimleri, menkul kıymetler piyasasında arz-talep dengesini etkilerken bu menkul kıymetler aynı zamanda faiz oranlarında da dalgalanmalara sebep olur. Zorunlu karşılıklarda bankaların bu yükümlülükleri yerine getirmek için ellerindeki menkul kıymetleri satmalarına fiyat etkisi denirken, karşılıkların faizsiz olması nedeniyle bankaların

fonlama maliyetini artırmasında maliyet etkisi yaratması denilmektedir (Akçay, 1997:20).

Gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra gelişmiş ülkelerde ZKO farklı amaçlarda ve özelliklerde kullanılmasına rağmen özetleyecek olursak aşağıda yer alan temel fonksiyonlara sahiptir. Bunlar:

1. Para arzını ayarlamak
2. Bankacılık sisteminde risklerin azaltılması
3. Likidite yönetimini kolaylaştırmak
4. Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak
5. Senyoraj geliri elde etmek³

Ülkemizde 1994 yılında yapılan düzenlemeye göre mevduat fonu, katılım fonu, repo sonucunda elde edilen fonlar, hazinenin vermiş olduğu garantiden sağlananlar haricinde kullanılan krediler, sermayede yer almayan borçlanma araçları, ihracı yapılan menkul kıymetler, kredi kartından dolayı oluşan borçlar ve müstakriz fonları zorunlu karşılıklar grubunda sayılan yükümlülükler arasındadır (Talaşlı, 2012:6).

1.3.4. Döviz-Efektif İşlemleri

Döviz kuru, genel bir tanımla ülkelerin ulusal paraları ile yabancı para arasındaki değişim oranı olarak ifade edilir. Döviz kuru politikaları da ülkelerin döviz kuru ile aldıkları tüm önlemlerdir. Burada amaç dış ödemeler dengesini düzenlemek ve uluslararası ödemelerini belli bir düzen içinde gerçekleştirmektir (Karluk, 1996:342). Merkez bankaları tam dalgalı kur politikaları izlemiyorsa kur politikalarını döviz efektif alış ve satışlarıyla gerçekleştirirler. Merkez Bankası döviz

³ Balino (1985), Meulendyke (1992), Alexander, Balino ve Enoch (1995) ve Gray ve Hoggarth (1996) Aktaran:Önder, 2005: 87.

efektifi sattığında piyasada yerli paranın likiditesi azalırken, aldığı ise yerli para likiditesi artacaktır.

Döviz kuru politikasının diğer bir ifadesi ise döviz fiyatlarının belirlenmesi ve ülke ekonomisinde dış dengesinin sağlanmasıdır. Buna ek olarak döviz kurlarından faydalanıla bilinecek yol ve yöntemleridir. Kur politikalarıyla amaçlanan temel hedef dış ekonomik istikrarın sağlanmasıdır. Ayrıca, bu politika kurun yurt içi fiyat seviyesi, kalkınma, gelir dağılımı ve istihdam gibi temel iktisadi amaçları da etkilemektedir. Bu sebeple kur politikasıyla herhangi bir hedefe ulaşmak isteniliyorsa mevcut koşullar dikkate alınmalıdır. (Hacıoğlu, 2009: 17).

İstisnai gün işlemleri sisteminde döviz işlemleri de etkin bir şekilde kullanılmaktadır. TCMB, istisnai gün olarak tabir ettikleri bu günlerde haftalık repo ihalesini açmazlar. Merkez Bankası bunu özellikle finansal krizler sonrasında uygulamaya başlamıştır. İstisnai günler, doğrudan döviz satışı yaparak döviz kurunun kontrol altında kalmasını sağlar. Merkez Bankası aslında bu uygulamayla açık olmayan bir şekilde faiz artırımına yapmaktadır. Haftalık repo ihalesi olmadığından dolayı faizler değişmeyecek olsa da döviz satış ihaleleri piyasadaki likidite azalması ve aynı zamanda faiz oranlarının geçici olarak da olsa yükselmesine yol açacaktır. Bunların yanında finansal sisteme döviz likiditesi sağlamak için yabancı para zorunlu karşılıklarda çeşitli vade dilimlerinde indirimlerde yapılmaktadır (Altuntaş, 2018: 56).

Merkez bankaları döviz efektif işlemlerini direk olarak likidite kontrol aracı olarak kullanmazlar. Bu sebeple likiditedeki etkilerine rağmen döviz efektif alış ve satışları para politikası araçları arasında pek sayılmazlar (Önder, 2005: 79).

1.3.5. Kredi Tavanı Kontrolleri

Merkezi yönetim bütçesini ve geleneksel Merkez Bankası politika araçlarını içeren, vergi ve sübvansiyonları hariç tutmak için tasarlanmış bir para politikası aracıdır. Kredi tavanı kontrolleri yetkililerin piyasa işlemlerinin yokluğunda üreteceği kredi maliyetinin ve kullanılabilirliğinin görülme sıklığını değiştirmeye çalışmalarıdır. Ayrıca kredi kontrolleri aracı hem bütçe politikası önlemlerinden hem de genel para politikası önlemlerinden ayırt edilmektedir (Hodgman, 1973: 137).

Genellikle bu para politikası aracı Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntemle merkez bankaları bankalarda açılacak en yüksek kredi miktarını belirlemektedir. Böylece para stokunun kontrolü sağlanmaktadır (Akdiş, 2006:274).

Kredi kontrolü, bankaların iç kontrolünün etkinliği ve önemliliği açısından önemli bir kontrol aracıdır. Kredi riski, bankaların kontrolleri altında tutmak zorunda oldukları en önemli risktir. Çünkü bankalar denetim ve gözetim departmanları bankaların portföyündeki yoğunlaşmayı belirlemelerine imkân sağlayan yeterli ağı sahip olduklarından emin olmaları gereklidir (Özten ve Karğın, 2012: 126).

TCMB 1972 yılında kredileri teşvik etmek amacıyla kredilerin faiz oranlarını en yüksek oranda belirlemiş ve faiz farkı ödemesi yapmıştır. Ayrıca aynı yıl Merkez Bankası bankaların plasman toplamlarının asgari %10'nunun orta vadeli kredilere tahsis edilmesini de bankalara zorunlu kılmıştır (Akçay, 1997: 137).

1.3.6. Faiz Oranı kontrolleri

Merkez bankalarının, bankaların mevduatlarına uyguladıkları kesin faiz oranını veya en az faiz oranı belirleme yetkileri vardır. Buna faiz oranı kontrolleri denilmektedir. Böylece merkez bankaları kaynakları istenilen yöne çekinilmekte ve teşvik projelerini uygulayabilmektedir (Keyder, 2002: 83).

Faiz oranı kontrolleri Türkiye'de 1980 yılına kadar kamu yararı doğrultusunda müdahalelerle faiz oranları kontrolleri yapılmıştır. Taksitli satış ve örgütlü olmayan para piyasasında kredilerine uygulanan faiz oranları dışında uygulanan tüm faizler kamu denetiminde belirlenmiştir (Akçay, 1997: 130).

1.3.7. İkna Yöntemleri

İkna yöntemleri aracı para politikası araçları arasında kullanılan nitel bir yöntemdir. Ülkelerde bulunan bankalar merkez bankaları ile yakın ilişki içinde olduklarından merkez bankalarının öne sürecekleri önerilere karşı kayıtsız kalamamaktadırlar. Bu nedenle bu para politikası aracı ile merkez bankaları faiz oranlarının aşırı derecede yükselmesi veya kredilerin artmasını engellemek amacıyla bankalara karşı buldukları telkin olarak tanımlanabilir (Akçay, 1997: 141).

Merkez bankaları genellikle bu politikada diğer bankalara karşı gücünü kullanır. Fakat bunu yaparken nedenlerini açıklamak zorundadır. Böylece merkez bankaları finans kurumlarının dolayısıyla bankaların kamu yararına göre davranmaya ikna ederler (Eroğlu, 2004: 169). TCMB bu politika aracını 1980'li yıllardan sonra mevduat faizlerinde oluşan aşırı yükselmenin önüne geçmek için kullanmıştır (Akçay, 1997: 141).

Hedefler ve yaşanan durumların gerektirdiği para politikası değişiklikleri tüm yapılanmanın gözden geçirilmesini ve geleneksel yaklaşımların geleneksel olmayan yaklaşımlarla desteklenmesini gerekli kılmıştır. Bu sebeple diğer konuya geleneksel olmayan para politikalarıyla devam edeceğim.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKALARINDA DEĞİŞİM: GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKA ARAÇLARI

Küresel sermaye, teknolojinin hızla gelişmesi sayesinde sınır tanımaksızın ülkeler arasında hareket edebilme olanağı elde etmiştir. Bunun sonucunda dünyanın bir bölgesinde çıkan finansal krizler bulunduğu bölgenin dışına çıkarak hızla yayılabilmekte ve küresel bir kriz haline dönüşmektedir.

Gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan ve kısa bir sürede gelişmekte olan ülkeleri de etkileyen 2008 krizi bu krizler arasındadır. Fakat daha önceki krizlerden farklı olarak 2008 krizi Merkez Bankalarının en önemli amacı olan fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığına görülmesine sebep olmuştur. 1990'lı yıllardan itibaren küresel finansal krizin başlamasına kadar fiyat istikrarı üzerine yoğunlaşan ülkeler, ekonomik performansın sağlanması için fiyat istikrarının sağlanması gerektiğini düşünmüşlerdir. Bu sebeple de geleneksel olan para politikaları üzerine yoğunlaşmışlardır.

2.1. Geleneksel olmayan para politika araçları

Merkez bankaları buldukları ülkelerin ya da ülke topluluklarının para ve kur politikaların düzenleyen ve banknot dolaşımını sağlayan kurumdur. 1930 yılında alınan kararla anonim şirket olarak kurulan merkez bankalarının asli amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiştir. Fiyatların istikrarlı olması yani genel fiyat seviyesinde uzun süren enflasyon veya deflasyon eğilimlerinin olmaması fiyat istikrarı olarak tanımlanır. Fiyat istikrarının ya da enflasyon hedeflenmesinin sağlanması için de merkez bankalarının kullandıkları tek araç politika faizidir.

Aslen fiyat istikrarı politikasını iyi bir şekilde uygulayan ve enflasyon hedeflemesini tutturmuş ülkelerde 2008 yılında finansal krizin oluşması ekonomik performans için fiyat istikrarının tek başına finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığını göstermiştir. Oluşan kriz ile finansal istikrarsızlığın ülke ekonomilerinde yıkıcı etkiler yaratması uygulanan politikaların yerine yeni politikalar gelmesi gerektiğini göstermiştir. Para politikası araç ve amaçları ekonomik gelişmelere

paralel olarak ortaya çıkmıştır. Dönemin ve içinde bulunulan ekonomik perspektifin gereklerine uygun olarak kullanılan para politikası araç ve amaçları ülkenin ekonomik düzenlemesi için önemlidir. Aynı zamanda para politikalarını yönetmek ve kullanmak merkez bankalarının elindedir.

Küresel finansal krizden sonra ortaya çıkan duruma müdahale edebilmek için uygun araç bulunamadığından dolayı bazı merkez bankaları yeni araçlar arayışına başlamışlardır. Merkez bankaları artık sadece fiyat istikrarına değil finansal istikrara da önem vererek yeni politikaları kullanmaya başlamışlardır. Kullanılan araçlar ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde bulunan merkez bankaları deflasyonist baskıları kırmak ve durgunluğu önlemek için parasal genişleme, kredi genişlemesi ve faiz taahhüdü gibi araçlar kullanmaya başlamışlardır. Ülkelerin genel olarak kullandığı bu geleneksel olmayan para politikaları parasal genişleme, zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru, kredi genişlemesi, kaldıraca dayalı zorunlu karşılıklar oranı, rezerv opsiyon mekanizması ve teminat çeşitlendirmesi olarak sıralanabilir. Genişlemekte olan ülkeler ise gelişmiş ülkelerin aldığı kararlar sonucunda oluşan bolluktan etkilenmemek ülkede oluşacak zararı en aza indirmek adına faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi politikalarını kullanmışlardır.

Kısaca belirtmek gerekirse gelişmiş veya gelişmekte olan bütün ülkelerde bulunan merkez bankaları, ülke perspektiflerini dayanarak oluşan krize karşı önlem almak ve gelecekte oluşacak herhangi bir ekonomik problemin vereceği zararı en aza indirmek adına birçok yeni para politikası uygulamışlardır. Aynı zamanda bazı ülkelerde zorunlu karşılıklar gibi aslen yeni olmayan ama farklı amaçlar için (finansal istikrar) kullanıldığından dolayı yeni bir politika olarak görülen politikalarda kullanmışlardır. Bunların yanında mikro ihtiyati düzenlemelere ek olarak makro ihtiyatlarında artık yer alıyor olması merkez bankalarının daha geniş önlemlere sahip olmasını sağlamıştır. Böylece ülkeler artık istenmeyen durumlar için ekonomik düzenlemelerinde çok yönlü amaç ve araçlara sahip olarak çok yönlü müdahale fırsatı bulmuşlardır. Çalışmamızın devamında yukarıda sıralandığı gibi geleneksel olmayan para politikalarına daha detaylı değinilmektedir.

2.1.1 Parasal Genişleme

2008 krizinden sonra birçok gelişmiş ülke faiz oranlarını düşürmeye ve piyasanın likidite sıkıntısını gidermeye çalışmışlardır. Fakat faiz oranları sıfır düzeyine yaklaşmasına rağmen piyasanın likidite sıkıntısının giderilmeyeceği durumlarda merkez bankaları alternatif birtakım uygulamalar sağlamaya başlamışlardır. Bunlar parasal genişleme ve kredi genişlemesi olarak adlandırılmaktadır.

Parasal genişleme aracı, Temel politika aracı olan faiz oranını temel politika olmaktan çıkarmış ve paranın miktarının araç olarak kullanılmasını sağlamıştır. Merkez bankaları kısa vadeli finansal varlıklar, uzun vadeli devlet tahvilleri ve kredi varlık alımlarıyla veya diğer işlemlerle piyasaya yüklü miktarlarda para sürmüşlerdir. Fiyat istikrarının da etkilenmesine neden olan bu araç, özel sektör menkul kıymetlerine olan talebi etkilemenin yanında devlet tahvillerine olan talebi arttırmakta ve varlıkların getirilerinin azalmasına sebep olmaktadır. Uzun vadeli faiz oranlarının düşüşüne de sebep olan bu araç uzun vadeli yatırımların teşvik edilmesiyle toplam talebi arttırmakta dolayısıyla fiyat istikrarını desteklemektedir (Aktaran: Vural, 2013: 21-22).

Merkez bankalarının bilançosunu etkileyen parasal genişleme aracı tüm kullanılabilir genişleme araçları kullanılıp sonuç alınmazsa kullanılmalıdır. Tahvilleri karşılığında likidite elde eden özel bankalar bunları tampon görevi görmeleri için rezervlerinde tutmayı çalışabilirler. Bu durumda merkez bankalarının izlediği bu parasal genişleme politikası etkisiz hale gelebilir. Ama merkez bankaları bu tarz işlemleri faiz kanalı işlevsizken veya faiz oranı alt sınıra yakınken kullanırlarsa bu riski minimize edebilirler (Perera, 2010: 18).

Dünyanın üç büyük merkez bankaları bu politikayı en çok kullanana merkez bankalarıdır. Bunlar; FED, Avrupa Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankalarıdır. Faiz oranı sıfır düzeyine yaklaşmış ülkelerdeki merkez bankaları daha fazla işlem yapma alanları kalmadığı için bu politikayı kullanırlar. Çünkü o ülkelerde daha fazla faiz indirimine gidilerek talep düzeyi arttırılmaz. Kriz sonrası dönemde

ise faiz oranı sifıra yakın olmayan ülkelerinde bu politikayı kullandıkları görülmüştür.

FED, Avrupa Merkez Bankası, Japonya ve İngiltere parasal genişleme politikalarından dolayı piyasada önemi rahatlatma sağlamışlardır. Fakat bu durum gelişmekte olan ülkelerde istenmeyen sonuçlara sebep olmuştur. Bu durumda küresel sermaye hareketlerinden dolayı sermayeler gelişmekte olan ekonomilere akmıştır. Çünkü o ülkelerin risk ve getiri düzeyleri yüksektir. Bu durum o ülkelerin ulusal parasının değerlenmesine sebep olmuş ve ihracat ve enflasyonu olumsuz etkilemiştir.

Brezilya Merkez Bankası, likidite sağlamak amacıyla Kalkınma Bankasının fonlarını arttırmıştır. Kanada Merkez Bankası, birtakım anlaşmaları ile birlikte piyasa yapıcılardan doğrudan devlet tahvili satın alma şeklinde bu politikayı kullanmıştır. Avustralya Merkez Bankası ise önceden belirlenmiş varlıkları satın alarak piyasada oluşan likiditeyi arttırmayı sağlayarak bu politikayı kullanmıştır.

Güney Kore Merkez Bankası parasal genişleme politikasını diğer ülkelere nazaran daha farklı uygulamıştır. Bono Piyasaları İstikrar Fonu'na dahil olan finansal kurumlara 5 trilyon won değerinde likidite vermiştir. Böylece bankalar ve menkul kıymet kuruluşlarının uzun süreli yeniden alım anlaşmaları ile birlikte likidite enjekte etmiştir. Ayrıca Güney Kore Kalkınma Fonu'na kısa vadeli krediler için 10 trilyon Won miktarında fon sağlamıştır.

İsveç Merkez Bankası ülkesindeki en büyük bankalara bu politika ile likidite desteğinde bulunmuştur. Fakat her bankaya değil sadece Kaupthing Bankasıyla Carnegie Yatırım Bankasına. Norveç Merkez Bankası, ekonomideki dalgalanmaları önlemek için, ulusal para cinsinden likiditeyi normalinden daha yüksek tutmuştur. Polonya Merkez Bankası, vadeli gelmemiş olan bonoları vadeleri dolmadan geri almıştır. Romanya Merkez Bankası da piyasaya likidite sağlamak için hazine işlemlerini kullanmıştır. Peru Merkez Bankası ise, parasının değer kaybetmesini önlemek ve kredilerin aksamaması için yeni bir likidite sağlama mekanizması oluşturmuştur. Bunun içinde bir yıllık repo swap kanalını kullanmıştır. Macaristan Merkez Bankası da hem ipoteğe dayalı bonoları almış hem de altı aylık vadesi olan Avro likiditesini piyasaya sağlamıştır (Vural, 2013: 38-39).

Yukarıda verilen örnek ülke merkez bankalarının tutumlarından anlaşıldığı üzere bazı ülkeler bankacılık sektöründe oluşan likidite sorununu ortadan kaldırmak için bankaların verebileceği kredi miktarını arttırmışlardır. Fakat ekonomiyi canlandırması beklenen bu politika bankaların elde ettikleri likiditeyi elde tutmak istemesi sebebiyle uygulanma konusunda pek başarılı olduğu söylenemez.

2.1.2. Kredi Genişlemesi

Parasal genişleme ile benzerlikler gösteren kredi genişlemesinin tek bir tanımı yoktur. Bunun sebebi her ülkenin kendi koşullarında farklı şekillerde kredi genişlemesi politikası uygulamış olmasıdır. İngiltere Merkez Bankası kredi piyasasındaki hedef varlıkların satın alınmasıyla oluşan likidite genişlemesi diye tanımlamaktadır. FED ise kredi genişlemesi politikasını, varlık alımları yapılarak kredi koşullarının genişlemesi olarak tanımlamıştır. Yine kredi genişlemesi, bazı ülkelerde merkez bankalarının bilançolarının genişlemesi olarak görülürken, bazı ülkelerde bilançonun kompozisyonunun değiştirilmesi olarak gözlemlenmiştir (Vural, 2013: 40).

Genel olarak kredi genişlemesini tanımlayacak olursak, anonim şirketlerin borç senetlerinin ya da varlığa dayalı menkul kıymetlerinin daralmış olan likidite ve dağılım sorununu çözmek için doğrudan satın alınan ve uygulanan bir politikadır. Kredi genişlemesinin ana amacı likidite ve kredi risk primini azaltmaktır. Parasal genişlemede doğrudan para yatırılırken, kredi genişlemesi politikasında amaç merkez bankaları piyasadaki ticari menkul kıymetlerin ve likiditenin satın alıp risksiz olarak piyasaya sürmek, uygulamak ve finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmaktır (Vural, 2013: 23-24). Merkez bankaları kredi genişlemesi yapmak istediklerinde kısa vadeli hazine bonolarını ihraç ederek elde ettiği fonlarla vadeli ticari menkul kıymet satın almışlardır. Bu politika ile merkez bankaları vade veya bilanço büyüklüklerini değiştirmeden piyasada olan riskli menkul kıymetlere likidite sağlamış olurlar (Arıcan ve Okay, 2014: 14).

Kredi genişlemesi politikasını 2009 yılından sonra hızlı kredi artışlarıyla kullanılmaya başlanmış bir politikadır. Bu durum politika yapımcılarının bu durumu izlemelerini gerekli hale getirmiştir. Bunun asıl sebebi aşırı kredi genişlemesi

beraberinde ödemeler dengesinde krizler oluşturma ihtimalinin olmasıdır (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 475). Avrupa Merkez Bankası ve yaklaşık 15 ülke kullanmıştır. FED bu politika aracıyla bankalara kredi olarak verebilecek önemli miktarda kaynak sağlamıştır. Hatta bazen bankaları göz ardı etmiş yatırımcı ve borç almak isteyenlerle kendisi kredi sağlamıştır. İngiltere Merkez Bankası bankaların özel likidite programlarını uygulamaya koymuştur. Böylece bankaların likidite durumunu geliştiren İngiltere merkez bankası, kaliteli olan ipoteğe dayalı varlıkların, vadeli Hazine bonoları ile değiştirebilmelerini sağlamıştır. 3 yıla kadar vade tanınan bu işlemde bankaların likit olmayan kıymetlerinin daha satılabilir varlıklarla takas etme imkânı tanımıştır. Japonya Merkez Bankası ise likidite sağlayabilmek amacıyla özel sektör varlıklarını satın almış ve bunun yanında devlet tahvillerinin satın alımına odaklanmıştır.

Norveç hane halkı için kredi genişlemesine giderken İsveç Merkez Bankası bankalara teminat karşılığı 12 ay sabit faizli kredi uygulaması başlatmıştır. Brezilya Merkez Bankası da FED gibi doğrudan kendisini kredi arzı sağlamıştır. Avusturya kredi genişlemesi sağlarken Güney Kore kredi tavanını yükseltmiştir. Şili Merkez Bankası kısa vadeli senetleri ile ilgili düzenlemeler yapmıştır. Ayrıca Şili merkez bankası, bankalara 90 ve 180 günlük finansmanlar sağlayabilmek için ‘Vadeli Likidite İmkânı Programı’ uygulamaya koymuştur. (Vural, 2013: 39-41).

2.1.3. Faiz Taahhüdü

Faiz taahhüdü ile merkez bankaları, politika faiz oranlarını belirli süreliğine düşük seviyede ve sabit oranda tutacağını açık veya üstü kapalı şekilde taahhüt ederek beklentilerin yönetebilecekleri bir politikadır. Merkez bankalarının bu politikayı kullanmalarının sebebi, kısa vadeli faiz oranlarıyla ilgili özel sektörün beklentilerini yönlendirmek ve ekonomik aktiviteyi etkileyebilmektir. Özel sektör beklentileri makro ekonomik dengeye ulaşmak için önemli bir faktördür.

Faiz taahhüdü politikasının uygulandığı durumlarda, piyasalar tam olarak toparlanıncaya dek kısa dönemli faiz oranının düşük düzeyde tutmaktadırlar (Vural, 2013: 28). Uzun vadeli faiz oranları belirli zaman zarfında olan ve kısa dönemli faizlerin genel ortalamasıdır. Vadesi uzun olan faizlerin artmayacağını merkez

bankaları tarafından garanti edilmesi geleceğe dair beklentileri olan birimlerin faiz beklentilerinin düşmesine sebep olacaktır. Kısacası kısa dönemli faizlerin şu andaki değeri sıfır olsa bile oranlarının gelecek dönemde hızlı şekilde yükselemeyeceğinin merkez bankaları tarafından ilan edilmesi piyasadaki ekonominin yeniden canlanmasını sağlayacaktır (Evans, 2011)⁴.

Faiz taahhüdü politikası nispeten diğer politikalara göre kolay duyurulabilir bir politikadır. Kamuoyu ile iletişimi iyi olan merkez bankalarının faiz oranı düşük düzeyini belirli süreliğine koruyacağı gibi bir açıklaması bu politikanın etkinliğini arttıracaktır. Bunun yanında Merkez bankaları belirtilen politikayı uyguladıkları zaman enflasyonu da göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Merkez bankaları enflasyon oranını göz ardı etmeleri durumunda düşük faiz oranı taahhüdü, talebi arttıracığından enflasyonun beklenenden daha fazla arttırmasına sebep olabilir. Aksi durumda merkez bankaları bu taahhüdü yok sayıp faiz oranını yükseltmek zorunda kalabilirler. İstenmeyen bu aksi durum merkez bankalarının kredibilitesine ve güvenilirliğine zarar verebilir (Vural, 2013: 27-28).

Bu politika faiz taahhüdünün kamuoyuna açık bir şekilde belirtileceği gibi üstü kapalı olarak da belirtilebilir bir politikadır. Ekonominin normal dönemlerinde faiz taahhüdünün kapalı olarak ifade edilmesinde herhangi bir sakınca bulunmamaktadır. Fakat kriz dönemlerinde bu faiz taahhüdünün açık ifade edilmesi piyasa beklentilerinin daha etkin yönetilmesinde önemli rol oynayacaktır. Bu nedenle kriz dönemlerinde bu politikanın açık bir şekilde ifade edilmesi gerekmektedir. Ayrıca faiz taahhüdü politikasının işleyebilmesi için güvenilir ve sabit olması gerekir (Vural, 2013: 28).

Uygulaması çok olmayan bir politika olmasa da faiz taahhüdü politikası piyasa beklentilerini yönetmede ve istikrarı sağlamada önemli bir politikadır. Bu politikayı FED, Kanada, İsveç, Yeni Zelanda ve Şili kullanmıştır (Vural, 2013: 42-

⁴ <https://www.chicagofed.org/publications/annual-report/2010-annual-report> (Erişim: 09.05.2019)

43). FED bu politikayı her Federal Open Market Committee toplantı metninde faizlerin gelecekte yükselmeyeceğini şeklindeki beyanıyla kullanmaya çalışmıştır (Kohn, 2010: 1). FED üstü kapalı faiz oranının düşük bir seyirde uzun süre devam edeceğini belirterek faiz taahhüdü politikası uygulamıştır. 2009 yılında Kanada Merkez Bankası da bu politikayı uygulamaya koymuştur. Kanada Merkez Bankası açık bir şekilde faiz oranını 2010 yılının ortalarına kadar belli bir seviyede tutacağını belirtmiştir.

Kanada kadar açık bir şekilde belirtmese de İsveç Merkez Bankası repo faiz oranını uzun süreliğine düşük düzeyde kalması gerektiğini beklediklerini açıklamıştır. Bu durumda İsveç ekonomisindeki talep seviyesi belli bir dönemdeki faiz oranından bağımsız olmuştur. Bunun yanında uzun dönemli faiz oranı patikası talep düzeyi üzerinde önemli etkisi olmuştur. Şili Merkez Bankası da 2009 yılında faizleri indirme kararı almasının yanında politika faiz oranının şuan ki düzeyini uzun bir süre kalacağını açık bir şekilde ifade etmiştir. Son olarak Yeni Zelanda Merkez Bankası ise 2009 yılının son döneminde yaptığı bir açıklamada politika faiz oranının %2,5 dolaylarında bir süreliğine sabit tutulacağını dile getirmiştir. Böylece Yeni Zelanda Merkez Bankası iletişim politikasındaki etkinliği ortaya koymak amacıyla bunu birçok kes tekrarlamıştır (Vural, 2013: 42-43).

2.1.4. Faiz Koridoru

2008 küresel krizi sonrasında Mishkin'in hem enflasyon hedeflemesinde önemli bir unsur olan hem de merkez bankalarının birincil hedefi olan fiyat istikrarı tezi sarsılmıştır. 2008 Küresel krizi merkez bankalarının fiyat istikrarını tek başına kullanmaları finansal piyasalarda istikrarı sağlayamayacağını göstermiştir. Böylelikle merkez bankaları fiyat istikrarının yanında finansal istikrarında kullanılması ve hedef alması gerekliliği düşüncesi ortaya çıkmıştır. Böylece finansal istikrarın temel belirleyicisi ve kısa dönemli faiz oranlarının belirlenmesinde temel araç olacak olan faiz koridoru politika sistemi para politikasının yeni aracı olarak birçok ülkede uygulanmaya konulmuştur (Yücememiş vd.,2015:452-453). Enflasyon hedeflemesini 1990 yılında ilk uygulayan ülke olan Yeni Zelanda aynı şekilde faiz koridoru uygulamasını da ilk başlatan ülke olmuştur (Tokucu, 2013: 8).

Faiz koridoru, üçlü bir faiz sistemi söz konusudur. Bunlar politika faizi, borç alma ve borç verme faizlerinden oluşmaktadır. Politika faizi genellikle faiz koridorunun ortasında yer alan faiz oranıdır. Borç verme faizi, geçici likidite sıkışıklığı yaşayan bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanarak karşılında ödediği faiz oranıdır. Borç alma faizi ise geçici likidite fazlasına yaşayan bir bankanın bu fonu değerlendirmek amacıyla fonu merkez bankasına yatırmak karşılında aldığı faiz oranıdır. Böylece bankalar faiz getirisi elde etmiş olmaktadır. Bu açıklamalardan da anlaşılacağı üzere Faiz koridoru gecelik borç alma ve gecelik borç verme faiz oranlarından oluşan bir banttır (Vural, 2013: 31).

Merkez bankaları, faiz koridoru içerisinde ekonomik şartlara göre oynama yapabilmektedir. Örneğin, kriz dönemlerinde ve ekonomik risk zamanlarında bankaların fon maliyetini azaltmak için politika faiz oranını düşürmektedirler. Bu durum net faiz marjının artmasına neden olurken aynı zamanda bankaların karının da arttırmasını sağlamaktadır. Ayrıca sorunlu krediler üzerinde de etkili olduğu bilinen faiz koridoru politikası, finansal istikrarın sağlanmasında kullanılan öncelikli bir politikadır. Faiz oranları düşürüldüğü zamanlarda kredi artışı sağlanacağından dolayı sorunlu kredi oranları düşmüş olacaktır (Demirhan, 2013: 582-583).

Birçok ekonomik değişkene etkisi olan faiz koridoru politikası, yabancı sermaye akımı için de önemli bir politikadır. Özellikle kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin fazla olduğu dönemlerde finansal istikrara zarar verebilecek herhangi bir durumun önüne geçmek amacıyla merkez bankaları politika faiz oranını düşürebilirler. Bir ülkede faiz oranı yükseltildiğinde yatırımcılar fazla getiri sağlamak amacıyla o ülkeye yoğunlaşırlar. Merkez bankaları bu gibi risk gördükleri durumlarda kolaylıkla politika faiz oranlarını düşürerek kısa vadeli yabancı sermaye girişini azaltabilirler (Demirhan, 2013: 582-583). Faiz koridoru politika uygulamasına ince ayar yapılabilir ve hızlı yanıt alınabilen bir politikadır. Bu nedenden dolayı sistemin tasarlanmasını yani küresel ekonomide oluşan belirsizliklerin veya risk iştahının fazla olduğu ani değişimlere karşı kullanılabilir (Kara, 2012: 9).

Bu politika aracını 2008 yılından önce Yeni Zelanda, İsveç, Norveç, Kanada, İngiltere, Japonya, Avrupa Merkez Bankası ve Avustralya tarafından kullanılırken,

kriz başlamasından sonra yukarıda sayılan ülkelerin yanı sıra Türkiye, Sırbistan, Polonya, Endonezya, Romanya, Macaristan ve İzlanda gibi ülkelerde de kullanılmıştır. Fakat bu ülkeler ve Avrupa Merkez Bankası faiz koridoru sistemi aynı şekillerde kullanılmamıştır. Küresel krizle birlikte Avrupa merkez bankası, Norveç, İngiltere, Kanada ve Japonya taban sistemi politikasını kullanmaya başlarken diğer ülkeler politika faizini koridorun merkezine yani ortalarına yakın bir yerde tutmayı tercih etmişlerdir.

Avrupa Merkez Bankası faiz koridoru sistemini Haziran 1998 yılında oluşturmuş, 1999 yılında Avronun kullanılmaya başlamasıyla faiz koridoru politikası resmi olarak kullanılmaya başlanmıştır. Avrupa merkez bankasının faiz koridoru şu şekildedir; gecelik mevduat faiz oranı tabanını oluştururken marjinal borç verme oranı koridorun tavanını oluşturmaktadır. Kriz öncesinde geleneksel olan faiz koridoru uygulan Avrupa merkez bankası, kriz sonrasında likiditeyi arttırmak amacıyla politika faiz oranını tabana daha yakın bir yerde tutmayı tercih etmiştir (Kahn, 2010: 18-19).

İsveç Merkez Bankası finansal krizle ilgili faiz koridorunda daralma politikası izlemiştir. Hatta faiz koridoru tabanının sıfırın altına inmesini sağlamıştır ve negatif faiz oranını oluşturmuştur. Bu durum her ne kadar merkez bankasında mevduat tutma caydırıcılığı sağlasa da bankaların ani olarak İsveç merkez bankasına yüksek miktarda mevduat yatırmaya sürdürmüşlerdir. Norveç ise asimetrik bir faiz koridoru sistemi uygulamış ve faiz oranını tabanına yakınlarında tutmayı amaçlamıştır.

Japonya Merkez Bankası parasal genişleme politikasının arkasından faiz koridoru taban politikasını uygulamaya başlamıştır. Faiz koridoru tabanını sıfır düzeyinde belirlemiştir. İzlanda faiz koridorunu daraltmış, Polonya Merkez Bankası da gecelik faiz oranının artı-eksi %1,5 bant içerisinde dalgalanmasına izin vermiştir (Vural, 2013: 44-45).

2.1.5. Zorunlu Karşılık Oranı

Faiz koridoru politikasında değindiğimiz gibi küresel finansal krizler para politikalarının finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığını göstermiştir. Bu nedenle merkez bankaları amaçlarına ulaşabilmek için kullandıkları araçları tekrar

gözden geçirmek durumunda kalmışlardır. Normalde krizden önceki dönemlerde kullanılan zorunlu karşılık oranı (ZKO) politikası, son 20 yıldır merkez bankalarının fiyat istikrarı amacı için temel politika aracı olan faizlere yönelmesinden dolayı göz ardı edilmiştir. Bu zorunlu karşılıklar oranı politikası küresel krizle birlikte tekrar gündeme gelmiş, kullanılmaya başlanmış ve geleneksel olmayan para politikası araçlarından biri olmuştur. Hatta zorunlu karşılıklar oranı kriz öncesinde Kanada ve Yeni Zelanda gibi ülkelerde kullanımdan kaldırılmış olsa da küresel kriz getirdiği sonuçlarla birlikte tekrar kullanılmaya başlanmıştır (Vural, 2013: 28).

Bankaların topladıkları mevduatların belirli bir oranını merkez bankalarında karşılık olarak tutma zorunlulukları vardır. Bankalar likidite ihtiyacını karşılamak, borçlarını ödemek ve güvenilir bir ortam sağlamak amacıyla merkez bankalarında tuttukları bu orana zorunlu karşılıklar oranı denir. ZKO hem fiyat istikrarının korunması hem de finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir araçtır (Serel ve Özkurt, 2014: 62). ZKO kullanılmasında temel amaç, bankaların kullandırmış oldukları kredi arzını etkilemektir. Kredi artışları aynı zamanda finansal istikrara zarar verebilecek niteliktedirler bu nedenle merkez bankaları, bankaların verdikleri kredileri azaltmak amacıyla ZKO arttırabilirler. Böylece aşırı kredi artışının önüne geçmiş olurlar (Demirhan, 2013: 580). Tersi durumda yani piyasaya para sürmek isteyen Merkez Bankası zorunlu karşılık oranlarını düşürür ve bankaların daha fazla kredi kullandırtmalarını sağlar.

Zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetiminin etkinliği ile etkileşim içinde kullanılmalıdır. Normal şartlarda ülkelerin enflasyon hedeflemesi politikasını uyguladıkları bir ortamda zorunlu karşılıklar ile piyasadan çekilen likiditenin merkez bankalarının fonları ile kolaylıkla ikame edilebilir. Bu durumda zorunlu karşılıklar etkinliği beklenemez. Ancak uygulanan faiz koridoru sistemi ve etkin likidite yönetimi ile kısa vadeli faizlerdeki oynaklık arttırılarak merkez bankasının fonlaması ile ikame edilebilirlik derecesi düşecektir ve zorunlu karşılıklar daha etkili olacaktır. Yani zorunlu karşılıkların krediler üzerinde etkinliğinin sağlanması faiz koridorunun olduğu bir ortamda kullanılmasıyla etkinliği artar (Kara, 2012: 13).

Makro-sakıngan bir politika aracı olan zorunlu karşılıkların, faiz oranı politikasının tamamlayıcısı olarak nitelendirmektedir. Bunu üç sebeple

açıklamaktadır. Birincisi, dalgalanmaların arttığı zamanlarda zorunlu karşılıkların kredi genişlemesini sınırlandıran hız olarak davranmasıdır. İkincisi piyasanın hızlanmaya başladığı zamanlarda rezerv oluşumlarına destek vermek ve yavaşlama döneminde ise tüketilebilecek bir tür kaynak sağlamasıdır. Bu durum kriz zamanlarında finansal sistem oluşan baskıları azaltarak destek oluşmasını sağlamaktadır. Üçüncü ve son sebep ise kredi piyasalarının kendi oluşturduğu amaçlarıyla çeliştiği zamanlarda para politikasının etkin bir tamamlayıcısı olmasıdır. Bir ülke toplam talebi azaltmak için faizleri yükseltebilir. Bu durum ülkeye sermaye girişini arttırır ve istikrarın bozulmasına sebep olabilir. Aynı durumda zorunlu karşılıklar devreye konulursa sadece toplam talep üzerindeki baskıyı hafifletmiş olmaz aynı zamanda kredi genişlemesini de sınırlamış olur (Vural, 2013: 30).

Birçok ülkede kullanılan zorunlu karşılık oranı, yeni para politikalarından önemli bir politikadır. Avrupa Merkez Bankası da dahil 13 ülke bu politikayı uygulamıştır. Bu ülkeler arasında bulunan Peru, Romanya ve Çin ZKO 2008 krizinden sonraki dönemde diğer politikalara nazaran aşırı kullandığı görülmüştür. Bunlardan bazıları sadece zorunlu ZKO arttırmak veya azaltmak şeklinde kullanırken birçok ülkede farklı uygulamalarının olmuştur. Bunu yapan ülkeler arasında Avrupa merkez bankası, Polonya, Romanya, Kolombiya, Kore, Filipinler, Peru ve Brezilya sayılabilir.

Türkiye, Çin, İsrail, Macaristan, Endonezya ve Sırbistan ülkelerindeki Merkez Bankaları ise ZK farklılaştırarak kullanmış olan ülkeler arasındadırlar. Macaristan, değiştirilmesine olanak sağlanan zorunlu karşılık uygulamasını kullanmıştır. Böylece Macaristan yatırılacak ZKO istenildiği gibi belirlenmesine olanak sağlamıştır. Bunun yanında İsrail ise türev anlaşmalarına zorunlu karşılıkların uygulaması zorunluluğu getirmiştir. Ülke dinar ve döviz kurları için vadelerine oranla farklı ZKO uygulamıştır. Böylece Sırbistan merkez bankası, bankalara farklılaştırılmış ZKO doğrultusunda dövizdeki oranın bir kısmının dinar cinsinden bankalarda tutulmasını zorunlu kılmıştır (Vural, 2013: 45-46).

2.1.6. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar Oranı

Küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin uyguladığı parasal genişleme politikaları gelişmekte olan ülkelere sermaye girişini hızlandırmıştır. Bu durum ülkelerin başta ticaret dengesi olmak üzere önemli makro ekonomik dengeleri bozmuştur. Gelecek krizlere karşı daha dirençli olmak için mevcut finansal düzenlemelere yeni reformlar getirilmiştir. Bunlardan biri de kaldıraca dayalı zorunlu karşılık oranıdır.

Türkiye’de 2013 yılının son çeyreğinde uygulama giren kaldıraca dayalı zorunlu karşılıklar oranı, finansal risklerin önceden önlenmesi için kullanılan bir politikadır. Yüksek kaldıraçla çalışan bankalardan ek zorunlu karşılık uygulanarak bankaların borçluluk düzeyinin sınırlanması amaçlanmaktadır (Oskay, 2017: 6). Kaldıraca dayalı zorunlu karşılıklar bankalardan alınan aylık finansal tablolarla hesaplanır.

Bankaların toplam risk ağırlıklı varlıkların öz kaynaklarına oranı ile ölçülen Basel II Rasyosu risk ağırlıklarının hesaplanması yönteminden dolayı bazen makro finansal risklerin görülmesinde yetersiz kalmaktadır. Bu sebeple yüksek borçlanmanın risk oranının oluşmasının sınırlamak için Basel III çerçevesinde sermayenin aktifinin bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesiyle bulunan ve risk taşımayan kaldıraç oranının Basel II Rasyosu ile destekleyen bir araç kullanılması gerekmiştir (TCMB,2013: 5).

Kaldıraç oranı, yaygın olarak işletmelerin aktiflerinin öz kaynaklara oranı olarak ifade edilmektedir (Demirhan, 2013: 582). İşletmelerin varlıklarını finanse ettikleri kaynak yapıları hakkında bilgi sağlanmasına yardımcı olan kaldıraç oranı, uzun dönemli borçları ödeyebilme olanaklarına yönelik şirket hakkında bilgi vermektedir. Bu nedenle kaldıraç oranının yüksek olması finansal krizlere yol açabilecek bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bu durum varlıkların büyük kısmının borçlarla finanse edildiğinin göstergesidir (TCMB,2013: 5).

Küresel sistematik önleme sahip bankacılık kuruluşları olarak tanımlanan tüm ABD şirketleri ve firmaların sigortalı mevduat kurumu yan kuruluşları için geçerli

bir politikadır. Asgari olarak %3 ek olarak %2 tamponun toplamıyla %5 ten fazla bir ek kaldıraç oranı olması gerekliliğini ortaya konulmuştur.⁵

2.1.7. Rezerv Opsiyon Mekanizması

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının geliştirdiği bir araç olan Rezerv opsiyon mekanizması yani ROM, bankaların merkez bankasında tutmak zorunda oldukları zorunlu karşılıkların belli bir yüzdesini döviz (dolar/Euro) ve standart altın olarak da tesis edebilme imkânı tanıyan bir uygulamadır. ROM ile bankaların Türk lirası likiditesini karşılamak amacıyla döviz varlıklarını belli bir oranda kullanma imkânı sağlamaktadır. Böylece bankalar hem gönüllü olarak döviz ve altın rezervi biriktirmiş oluyor hem de zorunlu karşılıkları tesis etmede esneklik kazanıyorlar. Bankaların rezerv opsiyon mekanizmasını hangi ölçüde kullanacaklarını da rezerv opsiyon oranı yani ROO ile belirlemektedir (Çetin, 2016: 87).

Faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltan ROM uygulaması, sermaye akımlarının yurt içindeki piyasalarda oluşturduğu döviz kuru oynaklığını düşürmektedir. Ayrıca merkez bankalarının döviz rezervlerini güçlendirir, kredi sermaye hareketliliğine olan duyarlılığı azaltır, her bankanın kendi likidite optimizasyonunu yapabilme olanağı sağlar ve diğer politikalara olan ihtiyacı azaltır (TCMB, 2012: 2). Döviz kuru üzerinde oluşan baskıyı azaltmak gibi bir avantajı da olan ROM uygulaması finansal istikrara da katkı sağlayan bir uygulamadır (Ersoy ve Işıl, 2016: 362).

Sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemlerde, bankalar yabancı para kaynaklarına daha rahat ulaşabilirler. Yabancı para maliyetlerinin düşük olması sebebiyle bankalar daha fazla ROM kullanmaktadırlar. Fakat sermaye girişinin yavaşladığı dönemlerde bankaların yabancı para fon maliyeti artacağı için bankalar

⁵ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20180411a.htm> (Erişim: 09.05.2019)

yabancı paraya ulaşmada güçlük çekeceklerdir ve daha az oranda ROM kullanmaları beklenecektir (TCMB, 2012: 2-3).

2.1.8. Teminat Çeşitlendirmesi

Merkez bankaları, ülkesindeki finansal sistemin yanında para politikası piyasasına göre teminat sistemlerini şekillendirmektedir. Finansal piyasalarda teminat çeşitlendirme politikası 1990'lı yıllardan itibaren hızlı bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Para politikası yürütülmesinde önemli yere sahip olan teminat kullanımının farklı teminat sistemleri vardır. Finansal piyasalarda kullanılan en yaygın politika olmasının sebebi risk azaltma çeşitlerinden biri olmasıdır.

Teminat, veren tarafın yükümlülüklerini güvenceye almak için alan tarafından kabul gördüğü bir varlık veya üçüncü bir tarafın taahhüdü olarak tanımlanır. Finansal piyasalarda teminat ise ödünç aldığı fonların kredisinin borç verene rehin olarak vermesidir. Aynı zamanda teminat hem kredi alan için hem de kredi veren için değer ifade eden varlıklar olarak tanımlanır. Kredi alan kişinin kredi sözleşmesindeki hükümlere aykırı davranması durumlarda, kredi verenler ödünç verilen fonların belirli bir kısmını veya hepsini karşılamak üzere aldığı varlıkları kullanabilir (Özdemir, 2010: 3).

FED, geçici operasyonların payını düşük tutmakta ve devlet tahvillerinin doğrudan alımına ağırlık vermektedir. Sadece ABD, APİ için dar teminat olarak benimsemiştir. Hazine bonolarını ve devlet tahvillerini benimsemiştir. Aynı zamanda işlemlerini az sayıda yapıcılarla yapmaktadır. Bunun yanında kuruluşlarına iskonto içerisinde kredi kullandırmaktadır. Avrupa Merkez Bankası ise kabul etmiş olduğu teminatları geniş perspektifte tutmaktadır. Aynı teminatı APİ ve imkanlar içerisinde kullanmaktadır. Bütün bunların yanında APİ'de piyasası olmayan varlıklarda teminat olarak kabul edilebilir. Bu Avrupa merkez bankasının oldukça esnek bir yapıya sahip olduğunun göstergesidir.

İngiltere Merkez Bankasının teminat sistemi ne Avrupa Merkez Bankası gibi esnek nede FED kadar kısıtlıdır. İngiltere Merkez Bankası kriz öncesinde de sonrasında da aynı teminatı kullanmıştır. Kriz sonrasında teminat kapsamını

genişletmesinin sebebi iskonto penceresini ve vadesi uzun olan repo operasyonları daha aktif kullanmaktır.

Yukarıda sıraladığımız ülkeler dışında Macaristan, Romanya, Yeni Zelanda, Güney Kore, Sırbistan, Polonya, Avustralya ve Japonya gibi ülkelerde teminat çeşitlendirmesi politikası kullanan ülkeler arasındadır. Ancak bunlar içerisinde Sırbistan farklı teminat çeşidi uygulama tarzı edinmiştir. Sırbistan merkez bankası, uluslararası finansal sistemin dinamik olması için aktif rol alacağını taahhüt etmiştir. Bunun gerçekteşmesi içinde kredi teminatı olarak sadece dinar cinsinden varlıkları kullanacağını açıklamıştır (Vural, 2013: 43-44).

2.2. MERKEZ BANKASINDA YENİ AMAÇ DEĞİŞKEN: FİNANSAL İSTİKRAR

Bu bölümde Günümüz ekonomik şartlarında önceki bölümde bahsi geçen fiyat istikrarının öneminin yanında artık finansal istikrarında yer almasından dolayı merkez bankalarının finansal istikrarı neden amaçları arasına aldığı aktarılacaktır. Finansal istikrar aktarılırken klasik, Keynesyen, Marksist, Parasalcı, Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen iktisatçıların finansal istikrara bakış açılarına da değinilmiştir.

Finansal istikrar teorisi net olmayan bir tanımı olsa da genel olarak finansal piyasalarda herhangi bir bozulmanın olmaması olarak açıklayabiliriz. Bu sebeple finansal istikrarı sadece merkez bankaları değil birçok ulusal ve uluslararası kuruluşlar sorumludur. Çalışmamızın bu bölümünde bu kuruluşları aktardıktan sonra fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkiye değindik.

2.2.1.Finansal İstikrar Teorisi

Teknolojinin gelişmiş olması sayesinde finansal olaylar sınır tanımaksızın ülkeler arasında hareket edebilme olanağına sahiptirler. Bunların sonucunda dünyanın bir bölgesinde çıkan finansal krizler bulunduğu bölgenin dışına çıkarak hızla yayılabilmekte ve küresel bir kriz haline dönüşmektedir (Tuna, vd., 2014: 22). Krizlerin başladıkları bölgede kalmayarak diğer bölgelere yayılmasıyla küresel bir kriz haline gelmesi yayılma etkisi veya bulaşma etkisi olarak adlandırılmaktadır (Rowland, 2004: 46).

Finansal literatürde yayılma, herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen istikrarsızların başka ülkelerde de yaşanmaya başlaması durumudur. Diğer ülkelerde bu durum finansal istikrarsızlığın başladığı ülkeye özgü makro ekonomik temellerle açıklanamamaktadır (Rowland, 2004: 46-47). Gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan ve kısa bir sürede gelişmekte olan ülkeleri de etkileyen 2008 krizi de yayılma etkisi hızlı olan krizlerdendir. 2008 krizi diğer krizlerden ayıran en önemli faktör merkez bankalarının en önemli amacı olan fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığı görülmesidir. Bu krizin etkilerinin bertaraf edilmesi için fiyat istikrarının yanında finansal istikrarda önem kazanmıştır.

2008 krizinden sonra önem kazanan ve yeni para politikalarının oluşumuna sebep olan Finansal istikrar kavramı ekonomi literatüründe farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Açık bir finansal istikrar tanımı ve belli bir tanım üzerinde uzlaşma olmadığı için karışıktır. Ayrıca finansal istikrar devamlılık arz eden bir olgu olduğu için tanımı zaman içinde değişim göstermiştir. Bu sebeple her çalışmada finansal istikrar ile ilgili farklı tanımlara rastlanmaktadır (Atılğan, 2016: 251). Finansal istikrar ile ilgili yapılan tanımlamalardan bazılarını bir arada görmek için aşağıdaki sıralamaya bakmak gerekir. Aşağıda yer alan sıralamada finansal istikrarın iktisat yazınında farklı tanımlamalara sahip olduğunun daha açık göstergesidir.

Finansal istikrar ile ilgili bazı tanımlamalar:

Finansal piyasalara aktarılan kaynakların, sektörlerde etkin bir şekilde tahsis edilmesi, değer belirleme, fiyatlama ve finansal riskleri uygun bir şekilde yönetme yeteneğidir. Böylelikle, tasarrufları yatırımlara çeviren kanalların ve ödeme mekanizmalarının güvenli ve etkili bir biçimde çalışması sağlanmaktadır (Padoa-Schioppa, 2002: 20, Schinasi, 2004: 8-10, Hunder vd., 2005: 12).

Finansal varlıkların ekonomik değerini yansıtan fiyatlardan güvenilir bir şekilde işleme sokulması ve finansal piyasalarda faaliyette bulunan önemli finansal kurumların istikrarlı bir biçimde çalışmasıdır (Crockett,1997: 9-10).

İktisadi faaliyetler içerisinde kaynakların etkin dağıtıldığı, risk yönetimi mekanizmalarının oluşturulduğu ve paranın gerekli görevlerinin yerine

getirildiği durumları kapsamaktadır. Ayrıca, finansal istikrar kavramı, sadece krizlerin gerçekleşmediği durumlar olarak sınırlanmamalıdır; finansal istikrarsızlık sorunu ortaya çıkmadan daha önce alınması gereken önlemleri de kapsamalıdır (Hauben vd., 2004: 11-12).

Finansal krizler başlamadan önce finansal istikrarsızlık yaratan sorunların temizlendiği ve krizlere karşı direnme yeteneğinin sağlandığı durumlardır (G-10, 2001: 126)

Varlık fiyatlarının istikrarlı ve parasal piyasalarda istikrarlı bir biçimde hareket ettikleri durumlardır (Foot ,2003: 4, Caruana, 2005: 9, Kregel,1997: 1).

İstikrarsızlık belirtilerinin olmadığı, herhangi bir şokla karşılaşılmayan ekonomilerdir (Cihak, 2006: 8).

Bankacılık kesiminin istikrarının tek başına yeterli olmadığı, varlık fiyatlarının da istikrarının sağlanması gerektiği durumlardır (Capie ve Wood, 2006: 98).

Finansal kesimin krizlerle karşılaşma riskinin en az düzeyde olmasıdır (Carare vd., 2002: 14).

Sistemik açıdan en önemli durum bankalarda iflasların yaşanmamasıdır (Srejber, 2002: 4).

Finansal sisteme duyulan güvenin kaybolmamasıdır (Large, 2003: 2).

Finansal istikrar kavramı hem finansal kurumların hem de bu finansal kurumlara aracılık eden kurumların risk almalarının ekonomik faaliyetler düzeyindeki dalgalanmalarla aynı şekilde hareket edebilmesidir. Dolayısıyla finansal istikrar, yukarıda bahsi geçen dalgalanmaların şiddetinin düşük seviyede olduğu bir ortam olarak da tanımlanmaktadır. Ekonominin hızla büyüdüğü zamanlarda ekonomi birimlerinin daha dikkatli olmasını sağlayan ve risk almalarını frenleyen bir politikadır. Tersisi durumda yani ekonomi yavaş büyüdüğü dönemlerde ise risk almak istemeyenleri azaltan bir politikadır (Atılğan, 2016: 251).

Çok farklı tanımlara sahip olan finansal istikrarı tanımlayacak olursak, finansal sistem işlevlerini yerine getirilmesi ve herhangi aksi duruma maruz

kalmadan çalışması olarak belirtilebilir (Demirhan, 2013: 569). Fakat finansal istikrar tanımlanırken şu iki duruma dikkat edilmesi gerekmektedir. İlki finans sisteminin tamamı için finansal istikrar kavramı kullanılmalıdır. Çünkü bireysel bazdaki kurumlar istikrarlı olsalar da finansal istikrarsızlığa sebep olabilirler. İkincisi ise finansal istikrar ya da istikrarsızlığın hem faydasının hem de maliyeti reel kesime olan etkisi ölçülmelidir. Yani finansal istikrarı reel kesim üzerindeki etkisinden yola çıkarak daha doğru tanımlamalar yapılabilir (Atılğan, 2016: 251).

Finansal istikrar kavramının tanımlanmasında karşılaşılan güçlüklerin kaynakları şu şekilde sıralanabilir:

- Finansal piyasalarla ilgili gelişmeler tek bir nicel gösterge ile açıklanamamaktadır.
- Finansal istikrar ile ilgili gelişmelerin tahmin edilmesi, problemleri ve risk unsurları tanımlanması zor olan unsurlar içerdiği için finansal istikrarın tanımını güçleştirmektedir.
- Finansal istikrar ile ilgili gelişmeler para politikası ile çeliştiğinde kısmen kontrolü sağlanabilir.
- Finansal istikrarın tanımında kullanılan politikalar zaman tutarsızlığına neden olabilir.
- Finansal istikrarı amaç edinen politikalar çoğu zaman etkinlik ve esneklikler ile çelişki yaşayabilir. Örneğin kambiyo sınırlamaları, uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili riskleri azaltıp finansal istikrara katkı yaparken yapılan müdahale finansal piyasaların etkinliğini azaltabilir.
- Finansal istikrar kavramı finans piyasasında oynaklığın olmayacağı anlamına gelmemektedir. Zaten oynaklık finansal sistemin doğasında vardır (Schinasi, 2004: 11-12).

Finansal istikrar, birçok alt sektörü olduğu için ölçülmesi zor bir politikadır. Fakat son zamanlarda uluslararası kuruluşların öncülüğünde finansal istikrar ile ilgili sayısal göstergeler geliştirilmeye başlanmıştır. Tek bir gösterge ile finansal istikrarın değerlendirilmesi mümkün olmadığı için birden çok göstergenin dâhil olduğu ve bunların etkileşimde olduğu bir analiz üzerinde yoğunlaşmıştır. Bunun için İsviçre Merkez Bankası bankacılık stres endeksi, İlling ve Liu tarafından geliştirilen stres endeksi, Van Den End tarafından Hollanda finansal endeksi için ortaya konulan finansal istikrar endeksi bunlardan bir kaçıdır (Aktaş, 2011: 27-29). Farklı dönemler

arasında ve farklı sistemlerde karşılaştırma yapabilme olanağı sağladığı için Türkiye açısından finansal istikrar endeksi kullanmak daha doğru bir seçim olacaktır (Albulescu, 2010: 82). Bu nedenle çalışmamızın dördüncü bölümde finansal istikrarın ölçümünde bizde finansal istikrar endeksi kullanacağız.

Yukarıda belirtildiği gibi ekonomide finansal istikrarın tanımını yapmak zordur. Ayrıca görüldüğü gibi finansal istikrarı nicel olarak ifade etmek için tek bir gösterge kabul edilmemektedir. Bu sebeple finansal istikrarı gösteren tek bir göstergenin olmaması finansal istikrar ve istikrarsızlığın ayırt edilmesini güçleştirmektedir. Herrero ve Rio bunu, finansal piyasalarda yaşanan oynaklık, finansal istikrarsızlık olarak görülmeyeceği gibi oynaklığın yaşanmaması da finansal istikrar olarak görülemez diye aktarmışlardır (Herrero ve Rio, 2003: 8) Bu sebeple Finansal istikrarın tanımı son dönemlerde yapılırken finansal istikrarsızlık kavramından yola çıkılarak yapılmaktadır. İstikrar veya istikrarsızlığın reel kesime olan etkileri bağlamında vurgulanmaktadır. Yani bu kavramlar reel kesimi de kapsayacak şekilde tanımlanmaya çalışılmaktadır. Bu sebeple aşağıda yer alan sıralamada finansal istikrarsızlığı da tanımlamak finansal istikrarın doğru anlaşılması açısından önemli olmaktadır.

Finansal istikrarsızlık ile ilgili bazı tanımlamalar:

Aracılık maliyetlerinin yükselmesi neticesinde, yatırım durumunun ve buna bağlı olarak ekonominin performansının zayıfladığı durumlardır (Bernanke ve Getrler, 1990: 87).

Finansal sisteme yönelik oluşan şokların bilgi akışına zarar vermesi neticesinde ortaya çıkan, finansal sistemin üretken olan yatırım kaynaklarına fon sağlayan kanallarının sağlıklı ve etkin görünmesine zarar veren olaylardır (Mishkin, 1997: 62, Chant, 2003: 3, Haldane vd., 2004: 2-3, Ferguson, 2003: 7, Moenjok vd., 2004: 4).

Ekonomik performansın varlık fiyatlarında oluşan dalgalanmalardan ve finansal kurumların yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle bozulmuş olması ve piyasaya katılanların üzerinde oluşan baskılardır (Crockett, 1997: 2, Kaufman, 1998: 31, Eichengreen, 2004: 8).

İktisadi karar birimlerinin risk alma davranışlarının aşırı derecede yaygınlaştığı durumlardır (Moenjak vd., 2004: 4).

İstikrarsızlık belirtilerinin görüldüğü, önemli şoklarla karşılaşma olasılığının yüksek olduğu veya önemli bir şok içerisinde olan ekonomilerdir (Cihak, 2006: 8).

Finansal istikrar analizi, aksamalara, kırılmalara ve negatif etki yaratan faktörlere karşı gerekli önlemin alınması ve istikrarın sağlanması ile ilgilidir. Finansal sistem farklı fakat birbirleriyle ilişkili unsurları olması nedeniyle birinde yaşanacak sorun bütün istikrar sistemini bozabilir. Eğer ki sistem temel fonksiyonları yerine getirecek şekilde etkin çalışıyorsa, sistemdeki unsurlardan birinde yaşanacak problem bütün sistemi etkileyemeyebilir. Bu sebeple finansal sistemin uygulandığı ülkelerdeki politikaların etkin çalışıyor olmasına dikkat edilmesi gereklidir (Gençay, 2007: 25).

2.2.2. Finansal İstikrar ve İktisat Ekolleri

İktisat tarihinde farklı düşüncelere dayanan akımları ve ekollerin olduğu bilinmektedir. Bu iktisadi ekoller özellikle dönemsel olarak belirli olayların tetiklemesi ile ortaya çıkan farklı düşüncelerdir. Dolayısıyla dönemsel olaylarla birlikte ortaya çıkan bu farklı görüşler finansal istikrarın sağlanmasına ilişkide farklı teoriler ortaya atmışlardır.

İktisat alanının da ilk sistematik düşünce olan merkantilizm düşüncesidir. Ticaretin arttığı ve servetin değerli bir hal aldığı 16. yüzyılda ortaya çıkmış ve devletlerin zenginliğine madene bağlamış bir akımdır. 19. yüzyılın genel sistematik düşüncesine uygun olarak da klasik iktisat teorisi ortaya atılmıştır. Doğal düzeni ve fiyat mekanizmasına dayanan bu düşünce ekolü Marksist teorinin şekillenmesinde önemli katkılar sağlamıştır. 1929 yılında ortaya çıkan büyük buhrandan sonra dikkat çeken Keynesyen teorisinin 1970 yılına kadar fikirleri benimsenmiştir. 1970 yıllarında yaşanan petrol şoklarından sonra Yeni ve Post Keynesyen teorileri oluşmuştur (Tiryaki, 2012: 3). Yukarıda da değinildiği üzere iktisadi ekollerin finansal istikrar konusundaki görüş ve düşüncelerini daha iyi anlamak açısından

finansal istikrar konusuna değinen iktisat ekollerine çalışmanın bu bölümünde ayrıntılı olarak yer verilecektir.

2.2.2.1. Klasik İktisat Teorisi ve Finansal İstikrar

Temelleri Adam Smith tarafından atılan klasik iktisat teorisi, kendilerinden önce ortaya atılmış olan merkantilist ve fizyokrat düşünce analizlerini eleştirmiş ama onların ortaya attığı doğal düzen düşüncesini de savunmuştur. Ekonomiye herhangi bir müdahalenin gereksiz olduğunu savunan klasik iktisatçılar piyasada oluşan fiyat mekanizmasının kendiliğinden düzene gireceğini ve ekonominin tam istihdama ulaşacağını böylece atıl kapasitenin oluşmayacağını kabul etmişlerdir. Aynı zamanda klasik iktisat tam rekabet koşullarının geçerli olduğu, ücret ve fiyatların esnek olduğu ve her arzın kendi talebini yarattığı varsayımlarına dayanmaktadır.

Paranın yansız yani üretim kararını etkilemeyen bir unsur olduğunu öne süren klasik iktisatçılar, dışarıdan müdahale edilmeyen ve etkin işleyen bir fiyat mekanizmasında ekonomide oluşacak dengesizliklerin geçici olacağını ve para veya maliye politikalarının herhangi bir müdahalesinin de istikrarsızlığa yol açacağından dolayı da müdahalenin de yapılmaması gerektiğini öne sürmüşlerdir (Tiryaki, 2012: 3).

Klasik iktisat teorisinde kriz sözcüğünün yerine 'iş çevrimleri' ya da 'konjonktür dalgalanmalar' gibi ifadeler kullanılmaktadır. Ayrıca klasik iktisatçılar (gözlemlenen ilk sanayi krizi) dalgalanmaların ani dışsal şoklar ya da bazı yanlış kararlara dayandırmaktadırlar (Avşar, 2011: 144; Yılmaz vd., 2005: 80).

2.2.2.2. Keynesyen İktisat Teorisi ve Finansal İstikrar

İktisat geleneği olarak tanımlanan klasik iktisadın 1929 buhranında yetersiz kalmasından sonra Keynesyen'in *Para, Faiz ve İstihdam Genel Teorisi* çalışması ile devletin ekonomideki rolü ile alakalı kuramları ortaya atmış ve iktisat dünyasına yeni bir çığır açmıştır. Birinci ve ikinci dünya savaşlarının olduğu yıllar arasında sanayileşmiş ülkelerin çoğu kesimi daha önce benzeri görülmemiş ölçüde ekonomik durgunlukla karşı karşıya kalmışlardır. Özellikle işsizlik seviyesinin en üst seviyeye ulaşması ve fabrikalardaki kapasiteler önceki düzeylerine ulaşamamış olması buhranın tetikleyicisi olmuştur. Bu oluşan durum klasik iktisadın ortaya attığı

teorilerin yetersiz kalmasına sebep olmuş ve doğal dengeye ulaşım sağlanamamıştır. Böylece 1929 yılında büyük buhran patlak vermiş ve Keynesyen'in 1936 yılındaki çalışmasına kadar iktisadi yaklaşımlar çaresiz kalmıştır (Barber, 1999: 235-239).

Keynes, talep ve arz şoklarının oluşumundan sonra fiyatların, aniden bozulduğunu ve ekonominin yıllarca istikrarsız kalabileceğini savunmaktadır. Keynes, normal koşullarda istihdamın eksik olmasının da denge durumu arasında olduğunu ve sebebini de nominal ücretlerin aşağıya doğru esnek olmaması olarak ileri sürmüştür. Aynı şekilde paranın yansız olmadığını, eksik istihdamın olduğu bir ekonomide para arzının artırılması yoluyla efektif talep uyarılarak üretimin artırılabilirliğini ortaya atmıştır. Keynesyen, belirsizlik kavramını klasiklerin tam bilgi kuramının yerine kullanmıştır. Böylece sermayenin getirisinin hesaplanmasında beklentilerdeki farklılaşmaların sermayenin marjinal etkinliğini subjektif ve değiştirilebilir olduğunu savunmaktadır.

Keynesyen'e göre diğer bir belirsizlik durumu ise likidite kullanımında meydana gelen belli bir faiz oranından sonra, "*faizlerin daha fazla düşmeyeceği ve ileride yükselebileceği düşüncesiyle*" kişilerin ve kurumların nakit tutmayı tercih etmeleri sebebiyle genişletici para politikalarının faizleri daha fazla düşürmeyeceğini belirtilmektedir. Bu nedenle bir ekonomide spekülative para talebinin artmış olması politikanın etkisiz kalacağını ve yatırımları tetikleyerek ekonomiyi canlılık sağlamanın devlet tarafından genişletici maliye politikalarının uygulanması gerekeceğini savunmuştur. Kısacası Keynesyen İktisat Teorisi, piyasa ekonomisine karşı olmamakla, "*dengesizliğin teorisi olarak karşımıza çıkmakta*" ve istikrarın sağlanması için devletin önlemler alması gerektiğini savunmaktadır (Tiryaki, 2012: 4).

Minsky'e göre ekonomik teori olarak finansal istikrarsızlık hipotezi Keynesyen'in 'genel teori' adlı çalışmasının özünde yer alan bir hipotezdir. Bu hipotez sayesinde 'genel teori' çalışması tarihte yerini almıştır. 1930'ların başında yazılan bu teori birleşik devletlerde ve diğer kapitalist ekonomilerde oluşan büyük finansal ve gerçek daralmayı teorisinde delil olarak kullanmıştır. Finansal istikrarsızlık hipotezinin teorik argümanı, ekonomiyi pahalı sermayeli ve karmaşık, sofistike bir finansal sisteme sahip bir kapitalist ekonomi olarak karakterize etmekten

başlar. Ekonomik sorunlar ise Keynesyen'in 'ekonominin kapitalist gelişimi' diye tanımlaması ile bilinmeye başlamıştır (Minsky, 1992: 1-2).

2.2.2.3. Marksist İktisat Teorisi ve Finansal İstikrar

Klasik ekonomi teorisine karşı ortaya çıkmış bir ekonomi teorisidir. Kapitalizmin özünü ele alarak klasik ekonomi teorisine yöneltilmiş ilk ciddi karşı çıkışıdır. Karl Marx, kapitalist sistemin dengesiz iç dinamikleri nedeniyle uzun süre yaşayamayacağından dolayı kapitalizmin temel öğelerine karşı çıkmıştır. Başlarda kapitalist ekonomiye eleştiri için ortaya çıkan bir düşünce olsa da zamanla kendi ekonomik teorilerini ve politikasını ortaya koyan bir yaklaşımdır. Marksist teori, piyasa mekanizması yerine planlanmış fiyatlara ve özel mülkiyet yerine de kamu mülkiyetine dayalı ekonomik bir teoridir. Kamu kararlarıyla yönetilen bir üretime sahip merkezi sistemi benimseyen bu teoride hiçbir şey piyasaya bırakılmamakta ve bütün büyük kararlar otorite tarafından alınıp uygulanmaktadır (Selik, 1982: 5-6).

Ekonomi için son derecede önemli olan Marksist teori, kapitalist sistemde krizlerin nasıl oluştuğu, hangi kaynaklardan gelerek oluştuğunu ve nasıl sonuçlar doğurduğu hususunda Marx kriz teorisi ortaya atmamıştır. Marksist teori, serbest piyasa ekonomisine dayalı kapitalist ekonomik sistemi ciddi eleştirmektedir. Aynı zamanda esaslı bir şekilde belirlenmiş kriz teorisine değindiği olmadığı görülmüştür (Tiryaki, 2012: 4). Bu konulara çeşitli çalışmalarında yer vermiştir. Bu düşüncelerin bir araya getirilmesinde ortaya çıkan sonuç, Marx'ın kapitalist sistemdeki krizleri birbirinden farklı iki koşula dayandırdığını göstermektedir. İlki düşen kâr oranları iken ikincisi eksik tüketimin olmasıdır (Yılmaz vd., 2005: 81).

Marx, düşen kâr oranları teorisine dayanarak iktisadi krizleri şu şekilde tanımlamaktadır, *'Yeni üretim tekniklerinin uygulanması yatırımları artırır. Yatırımların artışı da emek piyasasında işçi talebini artırır. İşçi talebinde oluşan bu artış, endüstri rezervlerinin bir kısmının emilmesine ve ücret piyasasındaki basıncın hafiflemesine yol açar. Bu durumda ücretlerdeki düşme durur ve hatta bir miktar artış göze çarpar. Ücretlerin yükselmesi artık değer oranını düşürür ve böylece kâr oranında da düşme başlar. Bu ise yatırımları durdurur ve yatırımların durmasıyla işçi talebi de azalır'* (Aktaran: Yılmaz vd., 2005: 86). İşçi talebinin tekrar azalması,

ücretlerin seviyelerinin de düşmeye başlamasına ve kriz durumunun devamı endüstri rezervlerinin artmasına sebep olur. Fazla nüfus sebebiyle işçi piyasasında işsizlik artar, ücretlerin düşer ve böylece sömürü oranı artmaya başlar. Bu durum kâr oranının yeniden artmasına sağlar.

Marx'tan önce kurulan teoriler, ekonomik krizleri aniden ve istikrarsız büyümeden ve üretimin fazla olmasından kaynaklandığını açıklamışlardır. Oysa Marx, gerçekte oluşan krizlerin dönemsel olarak oluşan dalgalanmalardan kaynaklandığını açıklamıştır. Bu dönemsel krizler kapitalist sistemin çelişkilerinden yola çıkarak tahmin edilebileceğini savunmuştur. Krizler, geçici çözümlerden kaynaklanan durumların dengesinin şiddetli bir patlama olarak geri dönüşüdür. Marx'a göre Kapitalizm sistemi gelişmeye devam ettikçe krizlerin şiddeti daha da artacaktır (Yılmaz vd., 2005: 81-82).

Marx'a göre artı değer⁶ artarak devam edebilmesi için ülkedeki sermayelerin yeni pazarlar bulması lazımdır. Emegın üretkenliği artıkça yeni Pazar engelinin de sürekli olarak büyüdüğünü belirtir. Üretkenliğin artması sonucunda sermayedeki yükselişle beraber değişen işçi ücreti toplam değerinin daha küçük parçasını oluşturur. Bu durum işçilerin tüketim gücünün üretilen metalara göre giderek daha da yetersiz kalması demektir. Üretkenlik ne kadar artarsa tüketim dayandığı dar temeller ile çatışmaya girmektedir. Bu gibi sorunları aşmanın tek yolu yeni alanlara ve yeni pazarlar bulmaktır. Marx'a göre yeni sermaye için tek etkili çözüm, ülke dışına çıkmaktır. Üretim kanallarının kapitalist alanların dışına çıkması ülke içinde istikrarın oluşmasını ve böylece krizin çözülüp sermaye birikimine devam edecektir. Bu durum ise ülke içerisinde istikrarlı bir ortamın oluşmasını katkı sağlayacaktır (Seyrek, 2006: 206).

⁶Artı-değer, işçinin emeğinin, işgücünün değerinin üzerinde yarattığı ve kapitalist tarafından karşılıksız olarak el konulan değer olarak tanımlanır. Artı-değer aynı zamanda kapitalizmin ekonomik temel yasasıdır. (Evrensel.net)

2.2.2.4. Parasalcı Yaklaşım ve Finansal İstikrar

1950'li ve 1960'lı yıllar boyunca Keynes'çilerin temel rakibi Monetarist İktisadi Akım olmuştur. Monetaristler Milton Friedman'm liderliğinde Keynesgil Teori ve politikalarına karşı etkili eleştiriler yöneltmişlerdir. Keynesgil tüketim fonksiyonunda para yer almazken aynı zamanda fiyatlar ile fiyatlar genel düzeyi de dikkate alınmamıştır. Monetaristlere göre Keynesgil modelin politika önerileri para arzını ve fiyatlar genel düzeyini ihmal etmiştir. Monetaristler para politikasının ekonomide önemli rol oynadığını ve para arzı üzerinde merkez bankasının kontrol sağlaması gerektiğine inanırlar. Zaten Monetaristlerin vurguladığı ilk şey paranın önemli olduğu düşüncesidir.

Monetarist makro iktisadın ilk belirgin özelliği klasik teoriye benzerken bazı yerlerden ayrılmasıdır. Uzun dönemde onların paranın etkisizliği görüşünü kabul eden monetaristler, kısa dönemde ise paranın ekonomik faaliyet üzerinde etkili olduğu görüşünü savunmuşlardır. Ekonomide para uzun dönemde etkisiz ise para stokundaki yüzdeler bir artış, gerekli intibaklar gerçekleştikten sonra tüketim, çıktı ve nispi fiyatlar gibi reel değişkenleri hiç etkilemeden fiyatlar genel düzeyini yüzde oranında artırır. Fiili piyasa ekonomilerinin bu özelliğini iktisatçıların çoğu kabul etmesine rağmen monetaristler bunu vurgulamışlar ve üzerinde fazlasıyla durmuşlardır. Bu vurgulama Friedman'ın "*Enflasyon her zaman her yerde parasal bir olgudur*" ifadesinde oldukça belirgindir (Eğilmez, 2014: 183-185).

Monetaristlerin ikinci belirgin özelliği nominal faiz ve reel faiz ayrımı yapmalarıdır. Henry Thornton'un öne sürdüğü ve Irvin Fisher'in vurguladığı bu ayrım, Monetaristlere kadar makro iktisadi analizlerde önemi görmemiştir.

Parasalcılar serbest piyasa ekonomisinin istikrarlı bir model olduğunu belirtmektedirler. Buna rağmen klasik iktisatçılardan ekonominin daim tam istihdam düzeyinde olamayacağı fikriyle ayrılmaktadır. Ayrıca monetaristler bir ekonomide "*doğal işsizlik*" seviyesinin durumda olabileceğini ve insanların hayatlarında bir süre işsiz kalabileceğini iddia etmektedirler. Öte yandan parasalcılar, klasik iktisatçılara yakın görüşlere sahiptirler. Mesela enflasyonun para arzından fazlalığından kaynaklandığı ve bu konunun en etkili çözümünün para politikalarının olması

gerektiğini savunmaktadırlar. Para arzındaki değişikliklerin talebinden bağımsız olarak belirlemesi gerektiğinin önemini vurgulamışlardır. Bununla birlikte politika yapıcılarının bu yetkisini sık sık değişen oranlarda kullanmasının piyasalarda istikrarsızlıklara yol olacağı ileri sürülmektedir. Bu tür istikrarsızlıklara önlem olarak para arzının ekonomideki gelişmelere ek oranlara kademeli olarak sürdürülmesini önermişlerdir (Tiryaki, 2012: 9).

Parasalcıların yaşanan piyasalarda oluşan dalgalanmalara karşı bakış açılarını iki şekilde yansıtır. Bunlar; ılımlı ve derindir. Parasalcılar ekonomi piyasasında oluşan istikrarsızlıkları para arzından kaynaklanan dalgalanmalara bağlarken krizleri ise para arzında beliren azalmalara bağlamışlardır. 1929 ekonomi bunalımının piyasaya doğru miktarda ve zamanda likidite sağlanmasıyla krizin sadece daralma ile sınırlı kalacağını ifade etmişlerdir. Kısacası, genel dengeyi savunan Monetarist yaklaşım, serbest piyasanın geçerli olduğu sistemlerde ekonomik krizlerin geçici süreli olacağını kabul etmiştir (Tiryaki, 2012: 9).

2.2.2.5. Yeni Klasik İktisat ve Finansal İstikrar

Keynesyen iktisadın ikinci dünya savaşında sonra dünya genelinde önemli rol almıştı. Fakat 1960 yılından sonra krizlerin arka arkaya yaşanması, altın standardı uygulamasının çökmesi, petrol şokunun oluşması, işsizlik ve enflasyonun kronikleşmesi gibi birçok sorunun bir arada yaşanmasına sebep olmuştur. Oluşan bu durumları ‘Talep Yönlü İktisat’ adı altında nitelendirilmiştir. Bu nedenle alternatif yaklaşımlar aranmaya başlanmıştır (Tiryaki, 2012: 8). Bu tetiklemeler doğrultusunda 1970’li yıllarda paracı yaklaşımdan ayrılarak yeni bir yaklaşım olan yeni klasikler ortaya çıkmıştır. Yeni klasik yaklaşım, uyumlu beklentiler hipotezine karşı rasyonel beklentiler hipotezini savunmuşlardır. Merkez bankalarının ekonomiye müdahalesine karşı da politika etkisizliği hipotezini geliştirerek makro iktisadi düşüncede devrim yaratmıştır. Ayrıca mikro iktisada yeni klasikler geri dönüş yapmışlardır. Yeni klasiklere göre hata yapmayan kişilerin oluşturduğu toplumlarda iktisat politikası işe yaramayacaktır. Bu bakış açısına göre hareket eden iktisatçılar için ‘en iyi politika politikasızlıktır’ düşüncesi yer almaktadır (Eğilmez, 2014: 211).

Yeni klasik mikro iktisadi yaklaşım ekonomik istikrarsızlıkları değerlendirmektedir. Aynı zamanda üretim ve istihdamdaki dalgalanmaların sebebini rasyonel beklentiler varsayımı ile açıklamaktadırlar Yeni klasiklerin bir diğer varsayımı ise “*piyasa temizlenmesi*” veya “*denge fiyat*” varsayımdır. Bu öngörülerinden anlaşılan rasyonel beklentiler kuramı, bireylerin bugünkü hareketlerini belirleyen ve gelecekle ilgili beklentilerini oluşturan ögedir. Bu beklentilerin oluşturulması için de piyasanın iyi izlenmesi gereklidir. Piyasayı iyi izleyen karar birimleri, piyasada oluşacak herhangi bir değişiklik olmadıkça fiyat düzeyini doğru olarak tahmin etmelidirler. Piyasa temizlenmesi veya fiyat dengesi varsayımı, temelde tam rekabet koşullarını esas alırlar. Rekabet koşulları oluştuğunda piyasada denge sağlanırsa piyasaya müdahale edilmeden temizlenmesine sebep olur. Yukarıda değindiğim varsayımların kabulü durumunda devlet, istihdam düzeyini ve üretimi arttırmak amacıyla hem para hem maliye politikalarını kullanması gerekir. Yani yeni klasiklere göre gerekli olan, aslında aktif politikalar uygulamak değil, istikrar düzeyini yükselten politikalar uygulamaktır (Yılmaz vd., 2005: 87).

2.2.2.6. Yeni Keynesyen İktisat ve Finansal İstikrar

Ekonomik piyasasının gelişiminde yeni klasik yaklaşımını yeni Keynesyen yaklaşım izlemiştir. Yeni Keynesyen yaklaşımın üç temel dayanağı bulunmaktadır. Bunlardan ilki nominal ücretlerin kısa vadede esnek olmadığıdır. İkincisi piyasalardaki işlemlerin bir kısmının arz-talep dengesine göre gerçekleşmediğidir. Üçüncüsü ise ekonomik karar vericilerinin fiyat düzeyinin değerinin gelecekte ne olacağı konusunu tahmin ettikleri varsayımdır. Yeni Keynesyenlerde tıpkı Keynesyen yaklaşımda olduğu gibi devletin müdahalesi gerekli görülmüştür. Yeni Keynesyenlere göre milli gelir, talep ve istihdam üzerinde belirleyici bir etkileri vardır. Yeni Keynesyenler milli gelir üzerinde negatif etkisi olan toplam talepteki bozulmaların düzeltilmesi için devlet müdahalesinin aktif kullanılmasını savunan ekonomi dalıdır (Ünsal, 2009: 291).

Yeni Keynesyenler, finansal krizleri tanımlarken kredi piyasalarındaki aksaklıklara ve asimetrik bilgiyi belirtmişlerdir. Kredi piyasasındaki aksaklıklarına değinmiştir. Asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki risk olarak ele alınan önemli

sonuçları vardır. Asimetrik bilgi sonucunda oluşan ters seçim sorunu, kredi tayinlaması sorununa yol açmaktadır.

Tanım olarak kredi tayinlaması borçluların yüksek faiz ödeme riskine girmelerine rağmen kredi bulamamaları şeklinde ifade edilir. Ahlaki risk ise, kredi alanların risk alma konusunda duyarlılıklarının az olduğu ve borçlarını geri ödeme konusunda tehlikeli davranışlar sergileyerek aşırı risk edinilen durumlar olarak tanımlanmaktadır. Bunların neticesinde, kredi finansmanı sağlayan finansal kurumların daha ihtiyatlı davranmaları gereklidir. Normal zamanlarda kredilendireceği yatırımları ters seçim ve ahlaki risk sebebiyle kullandırmaktan kaçınmalıdır (Tiryaki, 2012: 10).

Normal şartlarda borçlarını ödeyebilme ödevine sahip olan birimlerin mekanizmalarda oluşan herhangi bir bozulma sebebiyle likidite yetersizliğine düşebilir hatta iflasa bile gidebilirler. Kredi tayinlaması ile borçluların sorunlar yaşaması iktisadi aktivitenin azalmasına yol açacaktır. Bu durum mevcutta kullandırılmış olan kredilerin geri ödenmemesi riskini de artırmakla beraber bankaların mali yapılarındaki bozulmaları tetikleyecektir. Yeni Keynesyenler olumsuz süreçlerde, faiz tavanı konulmasını, genişletici para politikaları uygulanarak faizlerin aşağı çekilmesini, kamu tarafından asimetrik bilginin azaltılmasını ve kamunun gözetiminin sıkılaştırılması gerekliliğini savunmuşlardır (Tiryaki, 2012: 10). Kısacası yeni Keynesyenlere göre finansal istikrarın sağlanması için asimetrik bilginin piyasada olmaması gereklidir.

2.2.3. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Ulusal ve Uluslararası Kuruluşların Rolü

Finansal istikrar, tüketiminde kimse dışlanmadığı ve rekabet ortamının olmadığı bir fonksiyon olduğu için kamusal mal sınıflandırmasına tabi tutulmaktadır. Bu sebeple piyasa işleyişinde hem ulusal hem de uluslararası düzeyde finansal istikrarın sağlanması yeterli değildir. Ayrıca finansal istikrarsızlığın oluşması ve reel sektörleri etkileyip ülkelerin dışına taşması sebebiyle finansal istikrarın sağlanması için sadece kamusal müdahaleler değil aynı zamanda küresel anlamda da ülkeler arasında iş birliğinin sağlanması gereklidir.

Devletlerin makro ekonomik politikaların yanında yapısal politikaları da gözetmesi finansal istikrar için ön koşul niteliğindedir. Bunun içinde fiyat istikrarının olması ve önceden bilinebilecek makro ekonomik politikaların⁷ uygulanması, istikrarlı finansal sistemin ve bunun yanında bankacılık sisteminin oluşturulması gereklidir. Özellikle finansal piyasalarda oluşan asimetrik bilgiyi devletin çeşitli yollarla düzenlemelere giderek minimuma indirmesi gereklidir. Ayrıca finansal kurumların sürekli bir güven verebilmeleri için sermaye hareketlerinin devletler tarafından sürekli izlenmesi gereklidir (Göker, 2009: 18). Bütün bu düzenlemeleri ülke içinde yapan devlet ülke dışından gelebilecek birtakım sorunlara karşıda tedbirli olmalıdır. Ekonomik tedbirleri genelde merkez bankaları olsa da devlet oluşturacağı denetim kurumlarıyla finansal kurumları denetlemelidir.

Sermaye hareketlerinin tam olması finansal dalgalanmalardan kaynaklanan krizlerin ülkeler arasında hızla yayılmasına sebep olmaktadır. Buda ülkeler arasında iş birliğinin sağlanması için uluslararası otoritelerin ortaya çıkmasını gerektirmiştir. Günümüzde bu işlevi üstlenen üç kurum vardır. Bunlar IMF, WB ve BIS'dir. IMF'nin temel görevi uluslararası finansal istikrarın oluşturulmasıdır. Dış ödemlerinde güçlük yaşayan ülkelere hem tavsiye hem de mali destek sağlar. Ayrıca kriz zamanlarında dalgalanmaların diğer ülkelere yayılmasının önüne geçmeye çalışır. WB ise finansal piyasaların reformlarından sorumludur. Ayrıca WB ülkelere finansman desteği de sağlar. Genellikle Merkez Bankası rolünde olan BIS' de toplanan kurum Basel komisyonudur. Finansal istikrar ile ilgili en gelişmiş uluslararası kurum olduğu bilinmektedir. Çünkü BIS bankaların davranışlarındaki riski azaltan ve mevduat sahiplerinin kontrol ve denetimini güçlendirmek için düzenlemeler yaparak kurumların güçlerinin artmasını sağlamaktadır.

⁷Önceden tahmin edilebilir ekonomik politikalar: Mali disiplin, cari işlemler dengesi ve uygun döviz kuru gibi politikalar.

Genelde gelişmekte olan ülkelerin görüşünün pek azının alındığı ve G-7 ve G-20 lkelerinin temsil edildiği IMF, WB ve BIS kuruluşları finansal piyasalara yönelik reform önerilerini daha çok krizlerin engellenmesi ya da engellenemediği durumda yönetilmesi görevlerini üstlenmektedirler. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerin likidite ihtiyaını karşılanması ve bu ülkelerin kalkınmaları için gerekli finansmanı sağlamak için görev üstlenmektedirler (Göker, 2009: 19).

Her ülkede bulunan merkez bankalarına aynı yetki ve kanunlar verilmemiştir. Bazı merkez bankalarına denetim, ihtiyati düzenleme ve risk uyarıları konularında fazla yetki verilmişken, bazılarında sadece risk teşhisi ve tespiti için koordinasyon yönetimi sağlayacak konseyler kurulmuştur. Avustralya bu ayırım için en iyi örnekler arasındadır. Avustralya Merkez Bankası nihai ödünç verme ve para politikasını oluşturan bir kurum yer alırken, ihtiyati düzenleme yönetici ve mevduat sigorta garantilerini yöneten ayrı bir kurum olarak yapılanmıştır (Bayoumi vd., 2014: 26).

Yeni Zelanda Merkez Bankası 2013'te finansal yönetimin başına geçerek makro ihtiyati araçları kullanma yetkisine sahip olmuştur. Brezilya'da ise ulusal para konseyi ve Brezilya Merkez Bankası finansal istikrarı sağmaları ile görevlendirilmişlerdir. Bunların dışında şili, Meksika, Uruguay gibi Latin Amerika lkelerinde finansal yönetimin başkanlık ettiği kurumlar vardır. Yukarıda da bahsettiğim gibi İngiltere ve Avrupa da ayrı karar alma organları vardır. Tabi bu durum merkez bankasının bağımsız yapısıyla çok yakından ilgilidir. Yani Merkez Bankası bağımsızlık derecesinin ykseklėđi finansal istikrar amacının önemseme oranıyla ilişkilidir (Bayoumi vd., 2014: 26).

Türkiye'de ise hazine müsteşarlığı, BDDK, SPK, TMSF VE TCMB finansal istikrarı sağlamaktan sorumlu olan kurumlardır. Bu kurumlar arasında bilgi paylaşımı ve eşgüdüm ile finansal istikrar ve sistematik risk izlenmesi amaçlanmaktadır.

Tablo-2: Finansal İstikrarı Sağlayan Kurumlar ve Sorumlulukları

İlgili kurum	Sorumlulukları
Merkez Bankası	Finansal istikrar ve finansal istikrar çerçevesinde para, kur politikası ve ödeme sistemleri
BDDK	Banka ve finansal holding şirketleri ile finansal kiralama, faktöring ve finansman şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi
Hazine müsteşarlığı	Kamu finansmanı ve mali politikalar ile sigortacılık şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi
SPK	Sermaye piyasası ve aracı kurumların düzenlenmesi ve denetlenmesi
TMSF	Tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması ile bankaların çözümlenmesi

Kaynak: TCMB, 2014: 4⁸

Yukarıdaki Tablo-4’de görüldüğü gibi Türkiye’de finansal istikrarı sağlaması gereken kurumları ve bu kurumların sorumlulukları belirtilmiştir.

2.2.4. Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar Arasındaki İlişki

Son zamanlarda finans piyasasında ortaya çıkan özellikle de 2000 yılından sonraki gelişmeler, temel fonksiyonlarını etkilemiştir. Piyasaların finans alanında derinleşmesi, küreselleşme ve iletişim teknolojisinin gelişmesinden dolayı bağımsız merkez bankalarına olan gereksinim artmıştır. Fiyat istikrarını sağlamakta başarılı olan merkez bankalarının açık, hesap verebilir ve aynı zamanda şeffaf oldukları genel olarak görülmüştür. Ek olarak son zamanlarda yaşanan finansal krizlerden dolayı, fiyat istikrarının tek başına gerçekleşmemesi finansal istikrarı para politikası gündemlerine taşınmıştır. Yaşanan bu gelişmeler fiyat ile finansal istikrar amaçlarının birbirlerinden farklı düşünülmemeyeceği görüşü giderek yaygınlaşmış ve öngörüldüğü gibi de olmuştur (TCMB,2013: 8)⁹. Tüm bu gelişmeler merkez

⁸ TCMB (Eylül 2014) bülten, sayı 35.

⁹ TCMB, 2013, Enflasyon ve Fiyat İstikrarı, www.tcmb.gov.tr, Erişim:29.01.2018.

bankalarının fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığını finansal istikrar ve fiyat istikrarının birbirini tamamlayan temel politikalar olduğunu görmesini sağlamıştır.

Küresel krizlerle birlikte görüldüğü gibi kaynağı ne olursa olsun finansal bozulma sonuç olarak reel büyüklükleri ve dolayısıyla ekonomik istikrarı etkileyebilmektedir. Dolayısıyla hedefi makro ekonomik istikrar olan para politikaları ile finansal istikrarın yolları aynıdır. Birçok ülkede yeni para politikası yaklaşımı temel amaç olarak önceki yıllarda benimsenen ve devam eden enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde finansal istikrarın sağlanması amacına dayanır. Aynı zamanda bu amaçları gerçekleştirmeye yönelik politika araçlarının kullanımına dayalıdır. Merkez bankaları finansal istikrarı sağlamak için geleneksel para politikalarını çeşitlendirmiş ve farklı politika biçimleri kullanmaya başlamıştır. Bu araç çeşitliliğinin sağlanmasındaki temel neden fiyat istikrarı ve finansal istikrarın birbirleriyle çatışmasını engellemektir (Demirhan,2013: 587). Geleneksel olmayan politikaları arasında bulunan faiz koridoru politikasıyla fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanmasına yönelik etkinlik artırılmaya çalışılmıştır (Ersoy ve Işıl, 2016: 370). TCMB faiz koridoruna ek olarak zorunlu karşılıklar politikasını da kullanmıştır.

Borio ve Lowe (2002), para politikası yalnızca fiyat istikrarına odaklandığı zaman bir kredi patlaması olduğunda en pahalı kredi ve varlık fiyatları etkileşimi olur. Bu durum düşük enflasyon ortamında akıcı para politikasından süre gelen talepleri baskılar. Burada aşırı kredi de oluşabilir. Çünkü bireyler borçlanma kararları verirken dışsallıkları dikkate almazlar. Bu durum sonuç olarak borçlanma sonrası aşırı borçlanma ve yatırım sonrası aşırı oynaklıklara sebebiyet vermektedir (Andrian and Liang, 2016: 6).

Fiyat istikrarı, finansal istikrar için bir ön koşuldur. Parasal aktarım mekanizmasının düzenli bir şekilde çalışması için fiyat istikrarı finansal istikrara yardımcı olur. Bu sebeple uzun vadede finansal istikrar ve fiyat istikrar karşılıklı olarak politika hedeflerini güçlendirirler. Fakat kısa vadede fiyat istikrarı ve finansal istikrar her zaman uyumlu olmayabilirler. Fiyat istikrarının korunması için finansal dengesizlikler oluşabilir. Buna rağmen politika yapıcılarının kısa vadeli politikalar

benimsemelerinin sebebi enflasyon beklentileri ile alakalı olabilir. Yine de bu durum uzun vadede dengesizliklerin ortadan kalkacağı gerçeğini değiştirmez.¹⁰

Para politikası 2008 yılından sonraki dönemlerde fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrara odaklanmıştır. Dolayısıyla politika başarıları değerlendirilirken sonuç odaklı hedeflerin esas alınması gereklidir. Bu açıklamaların yanında 2010 yılının sonlarında geleneksel olmayan politikaları çerçevesinde kredilerin ve döviz kurlarının seyrinin de göz önüne alınması gereklidir. TCMB'nin bu kurları dilediği yönde etkileyebilirse hem politikaların etkinliğini hem de inandırıcılığı arttıracaktır.

TCMB geleneksel olmayan para politikalarını kullanarak kredileri daha makul bir orana çekerek döviz kurunun ekonomi ile daha uyumlu olmasını amaçlamıştır. Bu durum 2010 yılının son çeyreğinden sonra büyük ölçüde döviz kurunun istenilen yönde seyrettiğini göstermiştir. Bu döneme kadar yükselen piyasaların gibi Türkiye'de ABD doları ile paralel hareket ederken sonrasında yukarıda bahsettiğimiz politikalarla bu durumun ortadan kalkmasını sağlamıştır (Kara, 2012: 17-18).

Euro bölgesindeki başlayan sorunların derinleşmesiyle 2011 Ağustos'a kadar TL'nin yaklaşık %20 dolaylarında değer kaybetmesine neden olmuştur. Ağustos ayından sonra küresel risk iştahındaki bozulma yükselen piyasaların para birimlerinin Amerikan dolarına nazaran hızla değer kaybetmesine sebep olmuştur. Bunlara rağmen TL'nin değerinde oluşan bu %20'lik oran daha sınırlı olmuştur. Uyguladığı politikalar sonucunda TCMB'Sİ önceki tecrübelerine dayanarak döviz kurlarını düzenlemeyi tecrübe edinmiştir. Sonuç olarak bu durum sermaye akımından kaynaklanan duruşun etkilerinin sınırlanmasına ve ekonominin stabil seyretmesine katkıda bulunmuştur (Kara, 2012: 17-18). Bu durumlar Türkiye açısından doğru politikalar izlediğinin göstergesidir.

¹⁰ The Monetary Policy of the ECB, European central bank, 2011: 83.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Merkez bankacılığının hukuki ve kurumsal yapısının oluşması son yüz yılın konusu olmuş olsa da her geçen gün koşullara bağlı olarak kendini yenileyen bir sistemdir. Merkez bankaları da esasen birer bankadır. Bankacılığın gelişmesiyle birlikte ihtiyaç haline gelmiş ve görev ve yetkileri bu ihtiyaçlar doğrultusunda şekillenmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde dünyada ve ülkemizdeki Merkez Bankacılığının tarihsel gelişimini ve dünyada ilk kurulan Merkez Bankalarının nerede ve ne zaman kurulduğu günümüze kadar ki yapıları aktarılacaktır. Daha sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının kuruluşu, yıllara göre kullandığı para politikaları ve bu politikaların sonuçlarının yarattığı ekonomik süreçler bu bölümde yer alacaktır.

Merkez bankalarının yapıları bu bölümde yer aldığı için merkez bankasının temel hedefi olan fiyat istikrarını da yine bu bölümde aktaracağım. Çalışmanın sonunda özelde 2008 krizinin yarattığı etkilerin en aza indirilmesi genelde ise finansal istikrarın ülkeler için önemini anlaşılmasını sağlayan ve TCMB'nin kullandığı geleneksel olmayan para politikaları ve Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri yer alacaktır.

3.1. Genel Anlamıyla Merkez Bankacılığı

Paul A. Samuelson, merkez bankacılığının ateş ve tekerleğin yanında tarihte meydana gelen üç önemli buluş arasında belirtmiştir (Zarakolu, 1989: 55). Kamunun finansmanı durumu öne çıksa dahi merkez bankasının asli görevi ülke parasının içerde ve dışarıda değerini korumaktır.

Merkez bankaları, ilk olarak kâr amacı gütmeyen kamu kuruluşları olmaktan ziyade özel olarak kurulan ticari bankalardır. Merkez bankalarına dönüşmelerinde ticari durumlar rol alırken özellikle savaş zamanlarında kamunun finansmanını sağlamak amacıyla devlet fazla kâğıt para basmıştır. Bu durum aşırı enflasyona yol

açması nedeniyle devletten bağımsız bir kuruma ve banknotlar ihraç edebilecek güvenilir olan kuruluşlara ihtiyaç doğmuştur. 17. yy sonlarında banknot ihraç eden ilk bankalar ortaya çıkmıştır. Stockholm Bankası 1661 yılında ilk banknotu ihraç etmiştir. Fakat bu banknotların geçerlilik düzeyi yok denecek kadar azdır. Daha sonra olan Riksbank (İsveç Devlet Bankası) 1668’de bir merkez bankasına eş değer şekilde banknot basmıştır. Riksbank kurucusu Palmstruch ticari senet iskontoları ile banknot ihracı arasında olan ilişkiyi belirlemiş ve iskonto işlemini yaptırana da bankanın çıkardığı banknotları vermiştir (Aktaran: Önder, 2005: 10).

Günümüzdeki merkez bankalarının özelliklerini taşıyan ilk Merkez Bankası İngiltere (BOE) merkez bankasıdır ve 1694 yılında kurulmuştur. 1844 yılında BOE kâğıt para ihraç etmeye başlamıştır. 1870 yılında ise diğer bankaların bankası haline gelmiştir. Bu banka 1844 tarihinde çıkarılmış olan Peel Kanunuyla yeniden düzenlenmiştir. BOE aynı zamanda merkez bankacılığı tekniğini ve ilkelerini geliştirmiştir. İngiltere Merkez Bankası banknot ihracı ve devletin bankerliğini yapmak için diğer bankalara göre sahip olduğu ayrıcalıklı durum, onun bankaların bankası haline gelmesine neden olmuştur. Hükümetin bankerliğini yaptığı için ülkedeki diğer bankalar İngiltere merkez bankasında hesap açmışlardır. 1854 yılında ise çeşitli bankalar aralarında BOE nezdinde ki hesaplarından karşılıklı nakil yapılarak takas edilmesini kabul edilmiştir. Bu yolla İngiltere Merkez Bankası zaman içinde bankaların nakit rezervlerini de muhafaza eden ve geçici likidite ihtiyaçlarını karşılayan bir kurum haline gelmiştir (Deane vd., 1994: 4-5).

BOE zaman içinde reeskont haddini para politikası aracı olarak sıklıkla kullanmaya başlamış ve kredi politikasının yöneticisi olmuştur. Özellikle 1870 yılında Bankasının son borç veren mercii olma özelliğini kabul etmesi, merkez bankacılığı özellikleri için atılmış en önemli adım olarak kabul görmüştür. Zamanla, her bağımsız ülke, bağımsızlıklarını simgelemek için bir Merkez Bankası kurmaya yönelmiş ve gerçek anlamda merkez bankacılığı gelişmeye başlamıştır.

18. yüzyılda merkez bankacılığının gerçek anlamda ortaya çıkmasına sebep olan üç önemli fonksiyonu aşağıda sıralanmıştır. Bunlar; likiditenin son borç verme kurumu olması, para basma tekeline sahip olması ve devletin tek bankası olması olarak sıralanabilir (Capie vd., 1994: 5-6).

Tablo-3:1900 Yılından Önce Merkez Bankası Kurumları

Merkez Bankaları	Bankaların Kuruluş Tarihleri	Banknot İhraç Tarihleri	Son Borç Verme Mercii Tarihleri
Sverige Riksbank	1668	1897	1890
Bank Of England	1694	1844	1870
Banque De France	1800	1848	1880
Nederlandsche Bank	1811	1886	1890
Austrian National Bank	1814	1863	1870
Noerges Bank	1816	1818	1870
Danmarks National bank	1818	1818	1880
Banço De Espana	1846	1888	1870
Reichsbank	1876	1876	1910
Bank Of Japan	1882	1883	1880
Banca D'italia	1893	1926	1900
TCMB	1930	1930	2002

Kaynak: Capie vd., 1994: 6 (TCMB)

Tablo 3 de 21. Yüzyıldan önce kurulan ve orijinal tarihleri bu şekilde olan Merkez Bankası kurumları kronolojik olarak gösterilmiştir. Kuruluşlarına baktığımızda 1900 yıllardan önce kurulan Merkez Bankası sayısı Tabloda gösterildiği gibi azdı. Fakat 21. Yüzyılın başlarında sonra merkez bankacılığı kavramı iyice oturmuş ve çok yaygın olarak bağımsız ülkeler tarafından kurulması zorunlu kurumlar haline gelmiştir. Her ne kadar merkez bankacılığı kurumlarından önce onun görevlerini yerine getiren bazı kurumlar olsa da günümüzde her bağımsız ülkede mutlaka Merkez Bankası yer almaktadır (Capie vd., 1994: 5-6).

19. yüzyılın sonlarında Alman Merkez Bankasının altın standardına geçmeye karar vermesiyle birçok ülkenin de bu durumu takip etmesinin ardından etkin ve istikrarlı bir sistem oluşmuştur. Böylece merkez bankaları sadece altın rezervleri karşısında para basmaya başlamışlardır. Birinci Dünya Savaşı sonrasında da merkez bankaları arasındaki iş birliği artmış ve BOU başkanı Montagu Norman, 1921 yılında merkez bankasında olması gereken dört ilkeyi yayınlamıştır. Bu yayının ilk ilkesi merkez bankalarının her zaman hükümetlerden bağımsız olması gerekliliği yer

almaktadır. Diğer ilkeleri ise; merkez bankalarının diğer bankalardan ayrı tutulması, bankacılık sisteminin önemle izlenmesi ve merkez bankalarının kendi aralarında iş birliğinin sağlanması yer almaktadır (TCMB, 2012: 4-5).

David Ricardo merkez bankalarının bağımsız olması gerekliliğini ilk 1824 yılında ekonomi literatürüne eklemiştir. Ricardo '*Bir Milli Bankanın Kurulmasına İlişkin Plan*' başlığı altında yayınladığı çalışmada ele aldığı görülmüştür. Ricardo bu çalışmada şimdilerde Merkez Bankası olarak anılan para arzı sağlayıcı kurumun, harcamaları olan hükümetten farklı olması gerekliliğini vurgulamıştır (TCMB, 2012: 4).

Merkez bankalarının bağımsızlık kavramı ekonomi literatüründe çeşitli sınıflandırmalara ayrılmıştır. Bunlar; uygulayacağı politikaları seçmesi olarak bilinen amaç bağımsızlığı, merkez bankalarının yasalarla belirlenen amaçlara ulaşmak için kullanacağı yöntemleri ifade eden araç bağımsızlığı, yeterli mali kaynak ve kendi bütçesine sahip olmasını ifade eden finansal bağımsızlık ve üst düzey yöneticilerinin ataması, görev süreleri, çalışma ve ayrılmalarını kapsayan kurumsal bağımsızlıktır (TCMB, 2012: 2-3).

Merkez bankalarının bağımsız olması için belirlenen argümanlardan biri olan araç bağımsızlığı için mali baskınlığın olmaması gerekmektedir. Mali baskınlıktan (bütçe açığı/GSMH oranı) bağımsız Merkez Bankası olursa hükümet merkez bankasından borçlanmak zorunda kalmaz ve ihtiyacı olan fonları mali piyasadan kullanabilir. Bu durum tersine işlevlidir ve mali baskınlığın olduğu bir Merkez Bankası olursa hükümet o merkez bankasından piyasanın altında borçlanabilmek için düşük faiz oranları isteyecek ve bu durum o ülkedeki merkez bankasının bağımsız araç uygulamasına engel teşkil edecektir (Mangır ve Ertem, 2016: 168-169). Araç bağımsızlığının diğer ön koşulu ise enflasyon hedeflemesi uygulayan Merkez Bankasının ücret, istihdam seviyesi veya döviz kuru gibi diğer hedefleri doğrudan gerçekleştirme hedefinde bulunmamasıdır. Bu hedeflerin göz ardı edilmesi enflasyondan sapmaya neden olacak böylece para politikasının başarılı olması için kredibilitatesini azaltacaktır.

Bağımsızlık Merkez Bankası için önemli bir koşuldur. Hükümetler zaman zaman büyümeyi arttırıcı politikalara yönelebilirler. Özellikle bunu seçim zamanlarında yaparlar. Seçim sürecine odaklananlar hükümet önceden ilan edilen politikaları göz ardı edip kısa vadede ekonomik büyümeyi sağlamak için ideal görünen politikaların uygulanmasından vazgeçebilirler. Bu duruma literatürde ‘*Zaman Tutarsızlığı*’ olarak anılmaktadır. Kısa dönemde oluşan bu zaman tutarsızlığı problemi durumu kısa dönemde yüksek büyüme ve istihdamı sağlamış olsa da uzun dönemde enflasyona sebep olacağından ekonomi için negatif bir durumdur (Akay, 2006: 141-142).

Merkez bankasının bağımsızlığının diğer bir koşulu Amaç bağımsızlığıdır. Bu şart merkez bankalarının politikalarda kullanacağı temel amaçlarının veya hedeflerinin seçilmesinde bağımsız olmasını gerektiğini ifade etmektedir. Merkez Bankasını politika yapıcının, etkilemek istediği hedef değişkenler ve merkez bankasının kontrol edebileceği değişkenler gibi belirli hedefleri vardır. Merkez bankası, parasal aktarım mekanizmasının bu durumunda, araçların hedeflenen değişkenleri nasıl etkilediğine dair bir ekonomi modeline sahiptir. Merkez Bankası daha sonra enstrümanların optimum ayarlarında düşündüğünü uygular. Bu, kullandığı yararlı bir çerçevedir ancak kurumsal bir bağlamda çalıştığını ve bu kurumsal bağlamın mevcut seçimleri şekillendirdiğini kabul etmek önemlidir. Örneğin, Merkez Bankası en uygun politikaları geliştirebilse dahi bağımsızlığı üzerindeki politik kısıtlamalar nedeniyle bunları uygulamada sıkıntı yaşayabilirler (Body ve Smith, 2003: 4).

Modern merkez bankalarının büyük kısmına günümüzde yasayla fiyat istikrarını sağlama amacı verilmiştir. Amaçları yasalar tarafından verilen merkez bankalarının dolayısıyla amaç bağımsızlıkları bulunmaktadır (TCMB, 2012: 2-3). Genel olarak ülkelerin para politikası amaçları fiyat istikrardır. Son dönemde fiyat istikrarının yanında finansal istikrarda para politikası amaçları arasında yer almıştır. Fiyat istikrarını çalışmamın bu bölümünde ilerleyen kısımda aktarıırken finansal istikrarı konumunda özünü barındırdığı için daha ayrıntılı bir şekilde üçüncü bölümde ele alacağım.

3.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihi ve Yapısı

Osmanlı imparatorluğu döneminde henüz Merkez Bankası kavramı yok iken, fiyat istikrarı yani paranın değeri bankerler aracılığı sağlanmaya çalışılmaktadır. Daha sistemli ve devlete bağlı olması açısından bankerlerin yerini alacak ve Osmanlı hükümeti ile Avrupa devletleri arasındaki nakit akşını düzenleyen bir banka kurulmasına karar verilmiştir. Özellikle devletin ilk defa 1854 yılında kırım savaşı sırasında borçlanması nedeniyle Osmanlı Avrupa ülkelerinden dış borçların ödenmesi hususunda aracılık görevi yapacak ve aynı zamanda devletin bankası olacak bir bankaya ihtiyaç duymuştur. Bu alınan karar sonrası 1856 yılında İngiliz sermayesi ile kurulacak olan ‘Bank-ı Osmaniye’ kurulmuştur. Osmanlı bankasının merkezi Londra’dadır. Banka küçük miktarlarda kredi, avans ve hazine bonolarını iskonto etmekle sınırlandırılmıştır.

Bankanın 1863 yılındaki yeniden yapılanma sonrasında yeni ortakları İngiliz ve Fransızlar olmuştur. Banka, “Bank-ı Osmanî-i Şahane” adı altında tekrar kurulmuş ve bir devlet bankası niteliğine dönüştürülmüştür. Banka 30 yıl boyunca devlet adına çalışması ve banknot basma ayrıcalığı verilmiştir. Para basma, devlet gelirlerini toplama, Hazine adına ödemeleri yapma, iç ve dış borç anapara ve faiz ödemelerini ifa etme ve bonoları iskonto etme gibi görevleri devlet adına yapmıştır. Fakat bankanın yabancı sermayeli ve ortaklı olmasının verdiği rahatsızlıklar sebebiyle bankaya karşı tepkiler oluşmuş ve milli sermayeli bir Merkez Bankası kurulmasının daha doğru olacağı anlaşılmış ve bunun için çalışılmalar başlatılmıştır. Ancak 1930 yılına kadar somut bir adım atılamamıştır (TBMM, 2).¹¹

Türkiye, Birinci Dünya Savaşı sonrası ekonomik sıkıntılar içerisindeyken aynı zamanda yeni bir ülkenin kurulmasına sebep olacak politik problemlerle de uğraşmaktaydı. Dünyada birinci dünya savaşının ardından emisyon sağlayacak ve ülkelerin kendi para politikalarını kendilerinin belirlemesi için bağımsız bir kuruluş

¹¹ TCMB Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 2-4.

kurulması eğilimi başlamıştır. Türkiye de ise yeni kurulacak Cumhuriyet'in güçlü bir ekonomiye sahip olması için milli bir devlet bankası kurulması düşünülmüştür. Bu düşünce 1923 İzmir iktisat kongresinde paylaşılmış ve üzerinde durulan konular arasında yer almıştır (TBMM, 3).¹²

Güçlü bir milli devlet bankası kurulması için başlayan çalışmaların başında diğer ülkelerle fikir alışverişinde bulunulması olmuş ve 1928'de Hollanda Merkez Bankası başkanı Dr. G. Vissering Türkiye'ye davet edilmiştir. Bu ziyaret sonrası yazılan raporda bağımsız bir Merkez Bankası kurulması gerekliliğine vurgu yapılmıştır. Ayrıca bu esnada İtalyan eski Ekonomi Bakanı Count Volpi, Türk parasının istikrarının sağlanması için bir Merkez Bankası kurulmasının gerekli olduğunu söylemiştir. Yapılan çalışmalar sonucu Merkez Bankası kurulması için gereken alt yapı hazırlanmış ve University of Lausanne'dan Prof. Leon Morf'ın katkılarıyla bu konuda bir rapor yazılmıştır. Raporun sonucunda Türkiye Büyük Millet Meclisi TBMM'den çıkarılan 1715 sayılı kanunla 11 Haziran 1930'da karar alınmış ve 30 haziranda resmî gazetede yayınlanarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kurulmuştur (TBMM, 3).¹³

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasını diğer kamu kurumlarından farklı kılmak ve bağımsız bir kuruluş olduğunu göstermek açısından anonim şirket olarak kurulmuştur. 3 Ekim 1931 yılında faaliyete geçen Merkez Bankası umum müdürlükleri şeklinde yapılmış ve sınıflara ayrılmıştır. Yine bankanın bağımsızlığı için hazinenin payı %15'i geçmeyecek şekilde kanunda düzenlenmiştir. Fakat popülist politikalar uygulanmasına imkân tanıyacak değişiklikler yapılarak 1970 yılında hazinenin hisse payı %51'in altına düşmeyecek şekilde düzenleme yapılmıştır (Karagöz, 2016: 62).

¹² TCMB Düünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 2-4.

¹³ TCMB a.g.e.

3.3. TCMB'nin Uyguladığı Para Politikaları (1930-2008)

TCMB kurulduğu dönemden 1980'li yıllara kadar devletin düzenleyici ve denetleyici rolünün ağırlıkta olduğu ayrıca mali sisteminde yurt dışına kapalı olduğu görülmektedir. Kambiyo rejimi hazine ve Merkez Bankası tarafından yürütülerek döviz giriş çıkışının kontrol altında tutulduğu bir dönemdir. Yine Merkez Bankası ilk yıllarından itibaren uzun süre sabit kur rejimi uygulamıştır.

1930'lu yıllar da merkez bankasının genel olarak bağımsızlığının ön planda olduğu yıllardır. Sıkı para politikasının uygulandığı bu yıllarda enflasyon düşük düzeylerde tutulmuştur. Bu dönemde merkez bankasının temel politika aracı reeskont oranı olarak belirlenmiştir. 1940'lı yıllar da ise ikinci dünya savaşının etkilerinin hissedildiği yıllardır. Sıkı para politikası bu dönemde birazda olsa gevşetilmiştir. Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de Merkez Bankası kaynaklarına yönelimler olmuştur. Bu yönelim bağımsız para politikası yerine kamu açıklarının kapatılması uygulamaları için olmuştur. Genel fiyat düzeyi ise bu yıllarda üç kattan daha fazla olmuştur.

1950'li yıllar genişletici para politikalarının hâkim olduğu dönemdir. Bu dönemde büyüme ve kalkınma hedefleri ön planda tutulmuştur. Bu hedeflerin tutulması içinde Merkez Bankası kaynakları kullanılmıştır. Yine bu dönemde Merkez Bankası kanununda yapılan değişiklikle Merkez Bankası kaynaklarının kamu tarafından kullanılması ve bankanın kısa vadeli devlet müdahalelerine açılması yasaları 1958 yılında devalüasyonun oluşmasına sebep olmuştur.

1960'lı yıllar planlı ekonomiye geçiş yılları olarak bilinir. Merkez Bankası bu yıllarda ekonomik koşullara ve sanayinin gelişmesi için genişletici para politikaları izlemiştir. Para arzı bu dönemde milli gelir ile paralel olarak arttırılmıştır. Aynı zamanda kamu teşebbüsleri finansmanlarına sınırlama getirilerek yabancı dövizler ile

ilgili işlemler üzerindeki yaptırımlarda merkez bankasına devredilmiştir (TCMB, 5¹⁴; Parasız, 2003: 396-401).

1970’li yıllarda 1960’lı yıllarda atılan adımlarla TCMB’nin verimliliğini arttırmak amacıyla 1970 yılında 1211 sayılı kanunlar yürürlüğe konulmuştur. Bu kanunlarla ‘Umum müdürü’ unvanı yerine artık ‘başkanlık’ unvanı kullanılmaya başlanmıştır. Ayrıca başkan ve yardımcılardan oluşan yönetim kurulu adı yeni bir karar alma organı oluşturulmuştur. Yine 1211 sayılı kanunla bankanın görev ve yetkileri arttırılmıştır. Öncelik olarak bankanın doğrudan veya dolaylı yollarla para politikası araçları etkinliğindeki kontrolü arttırılmıştır. Hükümetin para ve krediye ilişkin karar alması durumunda merkez bankasının görüşünün alınması hükmü getirilmiştir. Yine açık piyasa işlemleri de bu dönemde merkez bankasının yetkisi altına verilmiştir. Böylece banka para arzını ve likiditeyi kolaylıkla sağlayabilecektir. Yine bu dönemde reeskont işlemleri yetkisi ve orta vadeli kredi verme olanağı bankaya verilmiştir. Bütün bunların yanında 1970 ile 1980 döneminde parasal miktarındaki genişleme kontrol edilemediği için enflasyon süreklilik kazanmıştır. 1976’da Türk lirasının aşırı değerli hale gelmesi, ihracatın düşmesine sebep olmuştur. Yine bu yıllarda ülke faiz ve kur üzerinde düzenlemeler yapması gerekirken sabit kur ve genişlemeci para politikası uygulamalarına devam edilmiştir (Çetin, 2016: 71).

1980’li yıllar Türkiye ekonomisi açısından da Merkez Bankası açısından da dönüm noktası olarak tanımlanan yıllardır. 1980 öncesi yıllarda yukarıda da bahsettiğimiz gibi Türkiye ekonomisi hem kendi yapısal sorunlarıyla hem de dünyadaki ekonomik kriz ve petrol şoklarıyla karşılaşmıştır. İhracatın azalmış, petrol şokuyla ithalat faturaları karşılanamamış ve yurt içinde istikrarsızlıklar başlamıştır. Bu nedenle Türkiye yeni ekonomik ve siyasal yapıya kavuşmak için birtakım kararlar almaya başlamıştır (Mızırak, 2004: 90). 24 Ocak 1980 tarihinde alınan

¹⁴ TCMB Düünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 2-6

kararlar ile fiyat kontrolleri kaldırılmış ve serbest dış ticaret politikasına geçiş yaşanmıştır. Bu politika ile birlikte Türkiye daha büyük pazarlara ulaşma fırsatı yakalamış, ülkeye doğrudan yabancı sermaye girişleri artmış ve yoksulluğun azalması da önemli etkisi olmuştur (Şahbaz vd., 2016: 1115).

Bu süreçte para ve kur politikaları piyasa ekonomisi ile uyumlu olacak şekilde yürütülmeye çalışılmıştır. Aynı dönemde para politikaları için mevduatlar ve kredi faizleri piyasa koşullarında belirlenmiştir. Yabancı paralar karşısında devalüe edilen Türk parasıyla birlikte sabit kur rejimini de terk edilmiştir. 1983 yılında yasal bir düzenleme ile banka artık döviz ve altın rezervlerini etkin bir biçimde yönetebilmesi için yetkili hale getirilmiştir. Bunların yanında merkez bankasının temel görevinin ‘fiyat istikrarı’ hükmü de kanuna eklenmiştir. TCMB’nin idari bir kararla orta ve uzun vadede kredi verme politikasına son verilmiştir. Bankanın ülkenin sanayileşmesi için bir kalkınma bankası gibi olan işlevleri Eximbank ile Türkiye Kalkınma Bankasına devir edilmiştir (Çetin, 2016: 71). 1989 yılında ise ekonomik birimlerin döviz ile işlem yapmalarına izin verilerek Türk parası konvertibl olması sağlanmış ile esnek bir döviz kuru politikası uygulanmaya başlanmıştır.

1990’lı yıllar 1980 yılından bu yana alınan kararların etkilerinin görüldüğü yıllar olmuştur. Özellikle dış ticaret alanında olumlu gelişmeler kaydedilmiştir (Mızırak, 2004: 91-92). Aynı yılda Merkez Bankası uygulayacağı para politikasını kamuoyuna ilk defa duyurmuştur. Böylece Merkez Bankası bu tutumu ile döviz kurlarının ve faiz oranlarının istikrarına zarar vermeden piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı amaçlamıştır. Ancak Körfez savaşının mali sektörde yarattığı baskı, siyasi istikrarsızlık ve maliye politikasının yeterince sıkı olmaması ayrıca bunların yanında da bankacılık sektörünün kırılgan yapısı gibi durumlarda eklenince 1994 yılında ülkenin finansal kriz yaşamasına sebep olmuştur. Kriz ile birlikte enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmıştır. Bu sebeple Merkez Bankası finansal piyasalarda

istikrarı sağlamak için döviz kurlarındaki dalgalanmaları ve spekülâtif hareketleri azaltmak için politikalar izlemiştir. 1997’de merkez bankasıyla hazine arasında yapılan bir düzenleme ile 1998’den itibaren hazinenin merkez bankasından avans kullanmaması konusunda uzlaşmışlardır (TCMB, 9)¹⁵.

2000 yılında uygulamaya başlanılan istikrar programında ortaya çıkan uygulamaların gereğince yerine getirilmemesi ve öngörülen yapısal değişikliklerin tamamlanamaması sonucunda programa duyulan güven zayıflamış ve Türkiye ekonomisi yeni bir krizle karşı karşıya kalmıştır (TCMB, 10)¹⁶. 2001 yılında yaşanan kriz ülkenin finans yapısı için önemli bir dönüm noktası olmuştur. Türkiye finansal sisteminde bu tarihten sonra yapısal değişimler yaşanmıştır. 2001’deki istikrar programında finansal sistem içindeki en önemli kararları, devlet bankalarının yapılarının ve yönetim şeklinin düzenlenmesi, TMSF içerisindeki batık bankaların sorunlarının çözülmesi ve özel bankaların sermaye yapılarının iyileştirilmesidir (Adıgüzel vd., 2012:176). Böylelikle 22 Şubat 2001 yılında dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Aynı zamanda enflasyonla mücadele için de önemli adımlar atılmıştır.

25 Nisan 2001 yılında yapılan değişiklikle Merkez Bankasının ‘*Fiyat İstikrarı*’ temel amacı olmuştur. Böylece bu temel amacı sağlamak ve devamlılığını arz etmek Merkez Bankası yasasında açıkça belirtilmiştir. Böylece banka araç bağımsızlığına kavuşarak uygulayacağı para politikası araçlarını kendisi belirleyebilecek olanaklara sahip olmuştur. Aynı değişiklikle Merkez Bankası fiyat istikrarı amacıyla çelişmeyecek şekilde büyüme ve istihdam politikalarını da destekleyebileceği hükmünü de içermektedir. Ayrıca merkez bankasının kamu kesiminin finansman ihtiyacını karşılayacak olmasının önüne geçebilmek için hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşlarına birinci elden avans verme, kredi açma veya ihraç ettikleri borçlanma senetlerini alma gibi uygulamaları yasaklamıştır. Bu

¹⁵TCMB Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 8-11

¹⁶TCMB: a.g.e.

uygulama ile enflasyonun temel nedenlerinden biri olan kamu açıklarının parasallaşmasının ortadan kaldırılmasını sağlamıştır. 2002 yılında ise ‘*enflasyon hedeflemesi rejimi*’ uygulanmaya başlanmıştır.

2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmış ve merkez bankasının teknik ve kurumsal alt yapısı güçlendirilmeye çalışılmıştır. Bu yıllarda merkez bankasının bağımsız olmuş olması vurgulanmış ve hesap verilebilirliği içinde birtakım düzenlemelere gidilmiştir. Bütün bu gelişmelerin yanında 1 Ocak 2005 tarihinden itibaren TL’den altı sıfırın atılmasına karar verilmiştir. Böylece Türk parasının itibarı yükseltilerek, istatistik kayıtları ve muhasebede oluşabilecek bilgi işlem programları ve ödeme sistemi gibi durumlarda oluşan sorunlar ortadan kaldırılmış olacaktır. 2006 yılında ise Merkez Bankası açık enflasyon rejimine geçmiştir. Kısa süreli faiz oranları da merkez bankalarında politika aracı olarak kullanılmıştır. Ayrıca TCMB sürekli olarak yenilemek amacıyla dünyadaki ve Türkiye’deki olayları yakından izlemektedir (TCMB, 11) ¹⁷.

Para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi, kararları uyguladıktan sonra belirli bir süre gerektirmektedir. Dolayısıyla merkez bankaları bugünkü enflasyonu değil gelecekteki enflasyonu kontrol edebilmektedirler. Bu nedenle merkez bankaları belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturmakta ve bu tahminlerini kamuoyu ile paylaşmaktadır (TCMB, 2013: 18¹⁸).

Özetleyecek olursak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası geleneksel olarak kullandığı politika araçlarını şu şekilde sıralayabiliriz: Açık Piyasa İşlemleri, Reeskont Politikası, Zorunlu Karşılıklar, Swap İşlemleri (Şentürk vd., 2016: 150).

Türkiye’nin bu tarihten sonra uyguladığı politikalar olan Geleneksel olamayan para politikalarını konunun daha iyi anlaşılması amacıyla diğer bölümde

¹⁷TCMB a.g.e

¹⁸ TCMB enflasyon ve fiyat istikrarı, 2013

ele alacağız. TCMB'nin 2006 yılında örtük enflasyon hedeflemesini ortadan kaldırmıştır. Konunun devamında ayrıntılı olarak enflasyon konusuna değineceğiz.

3.3.1. Fiyat İstikrarı

Para politikasının ilk amacı olan fiyat istikrarını sağlama çalışmalarında liderliği alman Merkez Bankası Bundesbank ele almıştır (Çolak, 1994: 42). Fiyat istikrarı, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında etkili olmayacak derecede düşük enflasyon oranını ifade ettiğini bir önceki konuda da belirtmiştik. Esasen fiyat istikrarı, gelişmiş ülkeler de enflasyon oranının yüzde 1 ile yüzde 3 arasından olması gerektiği ifade edilmektedir. Ekonomik istikrarla birlikte sosyal istikrarın sağlanabilmesi için en önemli koşul olan fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı tanımdan yola çıkarak sadece enflasyonun düşük düzeyde olmasını değil aynı zamanda sürdürülebilir bir oran olmalıdır. Avrupa Merkez bankası da fiyat istikrarını %2 oranında olması gerektiğini ifade etmiştir (TCMB,2013: 8)¹⁹.

Fiyat istikrarı, yüksek enflasyondan kaynaklanan belirsizliğin ortadan kalkmasına yardımcı olmakta ve sürdürülebilir ekonomik büyümeye ile ekonomik feraha katkıda bulunmaktadır. Bu istikrarın sağlanamadığı bir ekonomide gelecek konusunda belirsizlikler ortaya çıktığı için toplumda güven duygusu kırılmaktadır. Modern merkez bankacılığı doğrultusunda fiyat istikrarı görevi merkez bankalarına verilmiştir. Tabi bu merkez bankalarının hükümetlerden bağımsız olması gerekir (TCMB,2013: 8)²⁰.

Fiyat istikrarı, ekonomik istikrarın sağlanmasının yanında sosyal istikrarın da sağlanabilmesi için olmazsa olmaz bir koşuldur. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik politikalar uzun vadede bütün para politikaları ile uyumlu olmalıdır. Bu durum aynı zamanda bu politikaların ön koşuludur. Latin Amerika ve Türkiye'nin de dahil

¹⁹ TCMB, 2013, Enflasyon ve Fiyat İstikrarı, www.tcmb.gov.tr, Erişim: 16.04.2019.

²⁰ TCMB, 2013, Enflasyon ve Fiyat İstikrarı a.g.e

olduğu birçok ülkede fiyat istikrarının sağlanmaması sonucunda oluşan zararların boyutları hat safhalarda olmuştur. Fiyat istikrarının sağlanamadığı dönemlerde bu ülkelerde, büyüme potansiyel olarak düşmüş ve sosyal istikrarsızlıklar ortaya çıkmıştır (Önder, 2005: 6).

Yüksek enflasyonla yaşama deneyimini fiyat istikrarı politikasının bulunmasıyla en aza indirgenmiştir. Özellikle 1970 yılında oluşan negatif arz şoklarının sebep olduğu faktörler için mücadelede çoğu ülkede ücret ve fiyatların yukarı doğru hareket etmesine yol açmıştır. Özellikle hiper enflasyon dönemlerinde bu görüş daha da desteklenmiştir. Gerçekten bu tarihsel tecrübe sayesinde Bundesbank ve İsviçre ulusal bankasına çok fazla bağımsızlık tanınmıştır (White, 2006: 117). Kısacası 1970 yılından bu yana fiyat istikrarı merkez bankalarının ana hedefi olmuştur.

Yukarıda fiyat istikrarının öneminden bahsettik. Fiyat istikrarının en önemli noktası ekonomi için faydalarıdır. Fischer (1994), Capie, Goodhart ve Scnadt (1994) Gray ve Hoggart (1996) göre bunları sıralayacak olursak;

- Etkin olarak hem Yatırım hem de tüketim kararlarının verilmesini sağladığı için ülke kaynaklarının en verimli şekilde kullanılmasını sağlar ve böylece büyüme potansiyelini artırır.
- Tasarruf sahipleri ve yatırımcıların enflasyon nedeniyle risk primi talep etmezler.
- Ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde geçmişe değil de geleceğe bakmalarını sağlar. Böylece piyasalarda fiyat katılıkları oluşmaz ve piyasanın esnekliği artar.
- Verimsiz harcamaları ve yatırımların azaltılmasını sağlar.
- Enflasyondan korunmak amacıyla gereksiz veya verimsiz uğraşları azaltır.
- Para ikamesinin azalmasına yol açar böylece yatırım ortamı iyileşmiş olur.
- Gelir dağılımının bozulmasını önler. Yani fiyat istikrarı ekonomideki kaynaklar üzerinde gerçekleşen yolsuzlukları engelleyerek, ülkenin yoksullaşmasını önler.
- İnsanların geleceklerini güvenmesini sağladığı için toplumdaki güven duygusunun perçinlenmesine sebep olur (Önder, 2005: 6-7).

Yukarıda da saydığım gibi fiyat istikrarının hem ekonomik hem de gelir dağılımında adaletin sağlanması ve toplumsal barış açısından önemi vurgulanmıştır. Yapılan birçok ekonomik çalışmada uzun dönemli kalkınma performanslarının yüksek olduğu ülkelerde fiyat istikrarının sağlanmış olduğu görülmüştür (Telatar, 2002: 8-9).

Fiyat istikrarı amacına ulaşmak için makro dengelerin stabil kalmasında hangi büyüklüklerin öne çıkarıldığı konusu da önemlidir. Ana hedefi hem enflasyonist hem de deflasyonist hareketleri engellemek olan fiyat istikrarına en iyi gösterge GSMH'dir. Bunun sebebi GSMH'nin bütün nihai ürünlerin fiyatlarını, tüketici fiyatlarını ve ara malları içermesidir (Telatar, 2002: 8-9).

3.3.2. Türkiye' de Fiyat İstikrarı ve Enflasyon

2001 krizi Türkiye açısından ekonomide bir dönüm noktası olmuştur. Bu tarihten sonra Merkez bankacılığında ve ekonomide kalıcı yapısal değişiklikler yapılmıştır. 2001 yılının mayıs ayında '*güçlü ekonomiye geçiş programı*' uygulanmaya konulmuştur. Böylece ülkede finansal piyasalarda belirsizliğin ortadan kalkması için bankacılık sektörüne ilişkin tedbirler alınmış, faiz oranlarında ve döviz kurlarında istikrar sağlanmaya çalışılmış, sürdürülebilir büyüme hedeflenmiş ve makro ekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin kullanılması amaçlanmıştır.

TCMB kanununda 2001 yılında yer alan değişiklikle temel amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğu ifadesi yer almıştır. Yine aynı kanunda fiyat istikrarı ile çelişmemek şartıyla hükümetin büyüme ve işsizliği engelleyici politikalarını destekleyebileceği yer almaktadır. Para politikası kurulu oluşturulmuş ve para politikasının kararlarının daha kurumsal bir yapı içinde alınması sağlanmıştır. Yine aynı 2002 yılında TCMB, temel hedefi olarak ele aldığı fiyat istikrarını sağlamak için örtük enflasyon hedeflemesini uygulamaya koymuştur. Yıllık bazda saptanan enflasyon hedefleri, 2002 ile 2005 yılları arasında uygulanan örtük enflasyon rejiminde faiz oranı temel politika seçilmiş ve bu sayede 2004 yılında 30 yılın ardından enflasyon ilk defa tek haneli seviyeleri düşmüştür (TCMB, 2013: 15-17)

TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiş ve 2001 yılından bu yana da resmi olarak kullanılmaktadır. Fiyat istikrarının önemli faydalarından biri Türk lirasının satın alma gücünü ve dolayısıyla da para birimi olarak güvenilirliğini korumaktır. Sürdürülebilir büyüme içinde fiyat istikrarı önemli bir politika amacıdır. Kısa vadeli faizler ise politika aracı olarak kullanılmıştır (TCMB, Fiyat istikrarı)²¹. Küresel ekonomilerde Türkiye kredi riskinin tarihsel olarak en düşük seviyede olduğu görülmüştür. Aynı zamanda kamunun borçlanma isteği ortadan kalkmış ve borçları önemli ölçüde düşmüştür. Böylece bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasının sonucunda, örtük enflasyondan istenilen sonuçların alındığı ön görülmüş ve 2006 yılından itibaren resmi olarak enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebileceği fikri oluşmuştur ve uygulanmıştır (Çetin, 2016: 82).

TCMB enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesinin sebebi para politikası kurulunun faiz kararlarında yer alması ve üç aylık periyotlarla enflasyon raporunun yayınlanacağı gibi durumları etkili olmuştur (Çetin, 2016: 82). Uygulanan stratejisi enflasyonla mücadelede önemli sonuçlar elde etmiştir. Yaşanan küresel şoklara karşı katı olmayan tepkiler verilmesine sebep olan bu durum enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınmasını sağlamıştır (Başçı ve Kara, 2011: 3). Böylece üç haneli enflasyonu gören bu ülkede enflasyon oranı uzun yıllar tek haneli seviyelere düşmüştür. Fiyat istikrarının Türkiye için öneminin daha iyi anlaşılması ve konunun bağdaştırılması için enflasyona değinilmesi gerekmektedir.

Mal ve hizmetlerin fiyatında gözlemlenen daimî kapsamlı artış enflasyon olarak ifade edilmektedir. Enflasyon, ortalama bir tüketicinin belirli bir zaman aralığında kullandığı mal ve hizmetlerde meydana gelen fiyat farklılıklarını kapsamaktadır. Mal ve hizmet fiyatlarında oluşan artışların yanında maaş ve ücretlerde de zamanla değişim yaşanmaktadır. Bunların artışı fiyatlarla doğru orantılı

²¹<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/> (erişim:20.11.2017)

olmalıdır. Kısaca enflasyonu ifade edecek olursak, kişilerin ellerindeki para ile geçmişe göre daha az mal ve hizmet alabilmesine neden olmaktadır. Enflasyonun hesaplanmasında belirli bir dönem aralığında fiyatları takip edilen mal ve hizmetlerinin sepetlerinin toplamıdır. Sepette yer alan mal ve hizmetlerin bir hanede bulunan kişilerin anketlerde yer alan ürünlerden bir yıl boyunca yaptığı harcamalar esas alınarak yani en çok kullanılan ürünler olarak belirlenir. Günümüzde merkez bankalarının çoğu gibi TCMB’de enflasyonu istikrarlı bir yapıya dönüştürmek için kontrol altında tutmak, diğer bir ifadeyle fiyat istikrarının sağlanmasına çalışmaktadır. Böylece ülkenin hem ekonomik hem de diğer unsurlardan refaha ulaşması beklenmektedir (TCMB, 2013: 3-4²²).

Talep Enflasyonu

Talep enflasyonu piyasa toparlandığında sürecine girdiğinde ve istihdamın sağlanmaya başlandığı zamanlarda görülmektedir. Büyümeye başlayan ve istihdamın arttığı bir ekonomide tüketicilerde gelecek kaygısı olmadığı için genellikle harcamalarını arttırmaktadırlar. Talep artışları olarak tabir edilen bu durum, üreticilerin bu talebe paralel olarak üretimi arttırmamaları durumunda piyasada talep fazlası oluşacak ve fiyatlar artmaya başlayacaktır.

Talep artışları, merkez bankalarının genişletici politikalar izleyerek kamu harcamalarını arttırması ya da parasal olarak genişlemenin sağlanması geçici olarak ekonomik büyümeyi destekleyebilir. Toplam talebi geçici olarak arttıran bu durum üretimi oranını aştığı durumda kaynaklar üzerinde baskı oluşacak ve talep enflasyonu baş gösterecektir. Böyle bir durumun oluştuğu piyasalarda politika yapıcılarını büyüme ile enflasyon arasında denge kurmakta zorlandıkları bu durum talep enflasyonu denilmektedir (TCMB, 2013: 3-4²³).

²² TCMB enflasyon ve fiyat istikrarı, 2013

²³ TCMB enflasyon ve fiyat istikrarı, 2013

Her bir kişinin harcadığı para miktarı enflasyonu oranını etkiler. Herhangi malın fiyatının artması demek o mal için eskisine oranla daha fazla para harcamamız demektir. Bu durum ya eskiye oranla tasarrufları kısmakla ya da gelirin artmasıyla mümkün olmaktadır. Eğer ki fiyat artışlarıyla birlikte gelir ve harcamalarda artarsa bu durum beraberinde enflasyonu getirir. Çünkü ellerinde para fazlalığı olan tüketiciler mal ve hizmetlere olan talepleri artar. Bu tüketicilerin satın almak istedikleri herhangi bir mal için fazla fiyat verebilme olanaklarına sahip olurlar. Böylece para arzının paraya olan talebi artacak ve bu durum enflasyona sebep olacaktır (TCMB, 2003: 1).

Maliyet Enflasyonu

Samuelson ve Nordhaus'a göre, maliyet enflasyonu istihdamın düşük olduğu ve yetersiz kaynakların kullanıldığı zamanlarda maliyetlerin artmasıyla oluşan enflasyona denilmektedir. Yine Irving S. Friedman ise maliyet enflasyonunu, özellikle ücretlerin yükselmesi, rant oluşması ve faizlerin ortaya çıkması gibi faktörlerin sonucunda malların fiyatını artış durumu olarak ifade edilmiştir. Kaygusuz'a göre ise tam istihdam ortamından kaynaklı talep artışında oluşan durum ya da emek verimliliğinde herhangi bir artışın olamadan ham madde fiyatları gibi birden çok üründe oluşan artışlara maliyet enflasyonu denilmektedir (Kaygusuz, 2001; 9-10).

Maliyet enflasyonu bir piyasadaki besin ve petrol gibi mal fiyatlarının yükselmesidir. Aynı zamanda doğal afetler gibi aniden meydana gelen olaylar nedeniyle üretim maliyetlerinde artış yaşanması sonucunda toplam arzın azaldığı ve bunu takibinde fiyatlar yükselmesi demektir. Bunun yanı sıra hükümetlerin yaptıkları düzenlemeler ve fiyat artışları da maliyet enflasyonuna sebep teşkil edebilir. Maliyetlerin artmasına sebep olan her unsur maliyet enflasyonunun da artmasına sebep olmaktadır (TCMB, 2013: 3-4²⁴).

²⁴ TCMB enflasyon ve fiyat istikrarı, 2013

Maliyet enflasyonu ücret enflasyonu ile kâr enflasyonu olarak kendi içinde ayrılmaktadır. Buna göre ücret enflasyonu, ücretlerde meydana gelen artışa rağmen aynı şekilde verimliliğin artmaması nedeniyle üretim maliyetlerinin yükselmesidir. Kâr enflasyonu ise, firmaların elde ettikleri kârları artırmak istemeleriyle fiyatlarda meydana gelen artıştır. Maliyet artışı her ülkeye göre farklılıklar göstermektedir. Türkiye’de ise oluşan maliyet artış oranı aşağıda sıralandığı gibidir.

Ücretlerdeki artış; batı ülkelerinde olduğu gibi Türkiye’de bir sendikal sistem oluşturulmamıştır. Çalışanların büyük çoğunluğu hem sigortalı hem de sendikali değildir. Bu sebeple Türkiye’de meydana gelen maliyet enflasyonunun ücretlerdeki artışı etkilemediği görüşü hüküm sürmektedir. Zaten, ülkedeki ücretlerin enflasyon oranının altında olması bu savı doğrulamaktadır.

Ham madde fiyatlarındaki artış; ABD doları karşısında TL’nin aşırı devalüe olması ithal ham madde fiyatlarını yükseltmiştir. Bu durum ürün maliyetlerinde artışlara sebep olmuştur. Ham madde fiyatlarında oluşan bu artış TL’ye değer kaybettirmiştir. Ülkedeki ihracatçının diğer ülke ihracatçılarına göre dış pazarlarda elde ettiği üstünlüğe karşılık ihracattaki artış kurumların karlılığına aynı oranda yansıtılamamıştır. Böylece, TL aşırı devalüe edilmiş ve ham madde fiyatlarında artışlar meydana gelmiştir. Bu yukarıda sayılan durumlar Türkiye’deki maliyet enflasyonunun öncelikli nedenleri arasında sayılabilmektedir.

Enerji girdi fiyatlarındaki artış; Petrol, doğalgaz, elektrik gibi sürdürülebilir olmayan enerji kaynaklarının kısıtlı olduğu ülkelerde bu tür kaynaklar farklı ülkelere sağlanmaktadır. Petrol krizinin olduğu yıllarda farklı ülkelere sağlanan bu kaynakların fiyatlarının beklenmedik aşırı artışlar ülkede bulunan sanayi ve tarım alanındaki ürünlerin maliyetlerini de doğrudan etkilemiştir. Artan bu maliyetler nedeniyle ülkede fiyat artışları oluşmakta ve bunun sonucunda maliyet enflasyonu oluşmaktadır. Türkiye’de de diğer ülkelerde olduğu gibi ham madde fiyatlarını etkileyen bu enerji girdilerinin arasında petrol önemli yere sahiptir.

Kamu mallarının fiyatlarındaki artış; devletin Kamu iktisadi teşebbüslerde (KİT) yaptığı sürekli artışları maliyet enflasyonunda önem arz etmektedir. Özellikle

Demir ve çelik gibi sektörlerde tekel görevi gören KİT'ler fiyat artışları yapmaları maliyet enflasyonuna sebep olmaktadır.

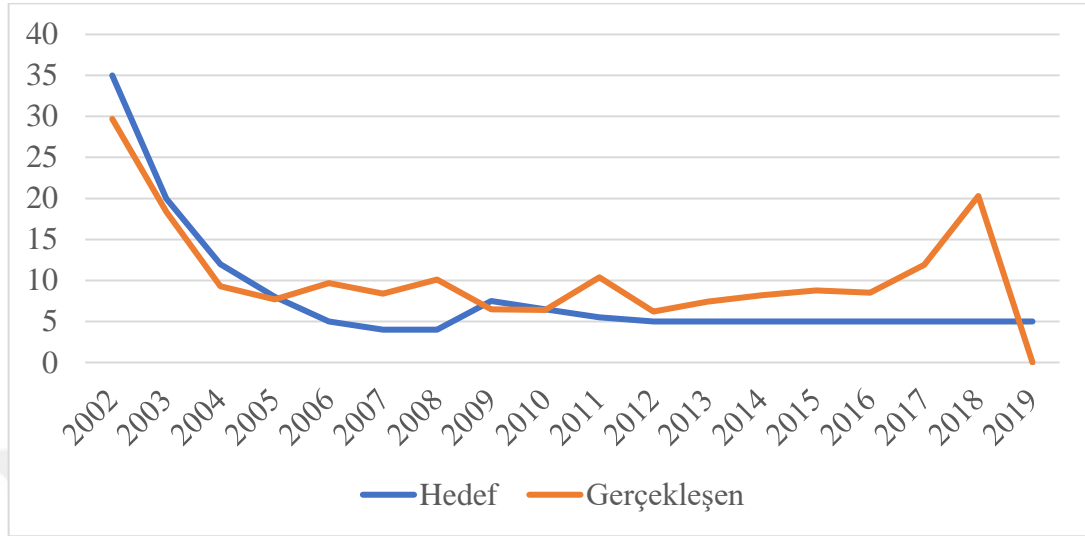
Hükümetlerin koydukları yeni vergiler; vatandaşların tepkisini çekmemek için yeni vergileri gelirini arttırmayan Türkiye kayıt dışı ekonominin de vergilendirilmesinde sorunlar yaşamaktadır. Bu nedenle yeni vergiler ortaya çıkarmaktadır.

Psikolojik enflasyon etkeni; görüldüğü gibi Türkiye'de yukarıda saydığımız gibi bu etkilerin yanında psikolojik enflasyonu maliyet enflasyonunun etkenleri arasında eklemek gerekmektedir. Burada, ülkenin uzun süreler boyunca yüksek enflasyonun olduğu ortamdan dolayı halk kesiminde oluşan enflasyon olarak tanımlayabiliriz (Kaygusuz, 2001; 16-18).

Yukarıda da sıralandığı gibi birçok enflasyon çeşidi vardır. Enflasyon oranının ülkenin perspektifine uygun olması fiyat istikrarının oluştuğunu gösterir. Fiyat istikrarının belirli bir oranda sağlanamaması ülkelerde birçok soruna yol açmaktadır. Bir ülkede fiyat istikrarının sağlanamamasının o ülkenin ekonomisine de siyasi ve sosyal yapısına zarar vermekte olduğu hem Türkiye'de hem de diğer ülkelerin tecrübelerinde net bir şekilde görülmektedir.

Uzun yıllar 3 haneli enflasyon ile yaşamaya devam eden Türkiye bir takım ciddi reformlar yaparak bu durumu tersine çevirmeyi başarmıştır. Bu başarılarının içinde güçlü ekonomiye geçiş programı ve açık enflasyon hedeflemesine geçiş yapmasının etkisi büyük olmuştur. Bunu görsel olarak da görmek açısından aşağıda yer alan tabloyu incelemek gerekmektedir. Enflasyon oranında hedeflenen ve gerçekleşen oranlar yıllar itibariyle aşağıda bulunan şekil 1'de gösterilmiştir. Buradan da görüldüğü gibi tek haneli enflasyon 2005 yılından itibaren görülmeye başlanmıştır.

Şekil-1: TCMB Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (2002-2019)



Kaynak: TCMB Enflasyon Hedefleri 2002-2018 (Erişim: 02.08.2019).

3.4. TCMB'nin Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikaları ve Finansal İstikrar Üzerine Etkileri

1929 yılında yaşanan bunalım öncesinde kurallar ve denetim oldukça zayıftı, dünyada oluşan hızla gelişen kapitalist sistem izlenememişti. Bu durumun sonucunda yaratıcılık, etik kuralları bir yana itti ve kriz kaçınılmaz oldu. Krizin ardından gelen Keynesyen model, kurallara ve denetime ağırlık veren ve o nedenle de yaratıcılığı kenara iten bir sistem doğmasına sebebiyet verdi. 1970 yılında bu kural ve denetimden sıkılan sistem yeniden kuralların ve denetimlerin hafiflediği bir düzene geçti. Hâlbuki tam o sırada yeni bir sistemin temelleri atılıyordu. Bu yeni sistem hem yaratıcılığı öldürmeyecek hem de ortaya çıkabilecek etik sorunları da giderecek yeni bir kural ve denetim biçimlerine olan ihtiyacı giderebilecekti. Fakat bunların hepsi ihmal edildi ve 2008 krizi ortaya çıktı. (Eğilmez, 2014: 301).

Finansal literatürde yer alan yayılma etkisi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki sıklığa bakılırsa gelişmekte olan ülkeler arasında yayılma olanağı daha yüksek olmuştur. Finansal sektörün durumu, ekonomik gelişmişlik ve alt yapıları yeterli olmayan ekonomilerden olan gelişmekte olan ülkeler, sermayenin girişlerinin durması veya geri çekilmesiyle finansal sektörde kırılmalık göstergelerinin diğer ülkelere oranla yüksek olduğunun görülmesini sağlamıştır (Sever vd., 2010: 51). Bunun neticesinde 1990 yıllarında gelişmekte olan ülkelere

finansal krizler sıkça görülmeye başlanmıştır. 1997 yılında yaşanan Uzakdoğu Asya krizi sadece Tayland ile sınırlı kalmamış kısa bir sürede Uzakdoğu Asya da bulunan ülkelerin tümüne yayılmış ardından başta Türkiye olmak üzere Rusya ve Güney Amerika kıtası ülkelerini de içine alarak tüm gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini etkilemiştir (Tuna vd., 2014: 22). 2008 krizi de bu yayılma etkisinin en büyük kanıtı olmuştur.

Günümüzde etkisi hala devam eden ve Temmuz 2007 de başlayan Amerikan mortgage piyasasında başlayan kredi krizi, bölgesel olarak sadece ABD’de de kalmamıştır. En yüksek kredi derecelendirme notuna sahip olan Lehman Brothers yatırım bankasının 2008 yılının eylül ayında iflas etmesi ile kriz tüm dünyaya yayılmış (Çetinkaya vd., 2008: 224). Kriz sermaye hareketlerinin yüksek miktarlarda olması sebebiyle hızlı ve etkili bir şekilde yayılmış ve Türkiye’yi de etkisi altına almıştır.

Derinleşen 2008 krizinin ardından tüm dünyada olduğu gibi Türkiye de ekonomi politikalarını krizin tahribatını azaltmaya odaklanmış ve para ve maliye politikalarını krizin etkilerini sınırlayacak şekilde yönlendirmiştir. Bu doğrultu da TCMB, likidite desteğini artırırken aynı zamanda hızlı ve etkili faiz indirimleriyle finansal istikrarını ve kredi piyasalarındaki geçerliliğini korumayı amaçlamıştır. TCMB yıllık politika faizini 1025 baz puan indirerek gelişmekte olan ülkeler arasında en erken faiz indirmeye başlayan ve en fazla faiz indiren Merkez Bankası olmuştur.

Politika Faiz indirimi Türkiye açısından krizi bertaraf etme olanağı olsa da beraberinde büyük bir risk taşımaktadır. Faiz indirimi kısa vadeli sermaye girişleri krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırırken aynı zamanda Türk lirasının değerlenmesine de sebep olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişleri nedeniyle cari dengeler bozulmuş ve portföy yatırımlarının payı giderek artmıştır. Bu durum küresel risk iştahını arttırmış ve ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını arttırarak makro ekonomik istikrar ve finansal istikrara dair kaygıların artmasına sebep olmuştur (Başçı ve Kara, 2011: 2-3). Bu nedenler ülkelere alternatif politika yaklaşımları yani standart olmayan para politikaları uygulamayı gerekli kılmıştır.

TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiş ve 2001 yılından bu yana da resmi olarak kullanılmaktadır. Fiyat istikrarının önemli faydalarından biri Türk lirasının satın alma gücünü ve dolayısıyla da para birimi olarak güvenilirliğini korumaktır. Sürdürülebilir büyüme içinde fiyat istikrarı önemli bir politika amacıdır. Kısa vadeli faizler ise politika aracı olarak kullanılmıştır (TCMB, 2019: 1)²⁵. Uluslararası piyasalarda Türkiye'nin kredi riskinin tarihsel olarak düşük bir düzeye gelmesi ve bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasının sonucunda örtük enflasyondan istenilen sonuçların alındığı ön görülmüştür. 2006 yılından itibaren resmi olarak enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebileceği düşüncesi oluşmuştur ve uygulanmıştır.

TCMB örtük enflasyon hedeflemesi rejiminden enflasyon hedeflemesi rejimine geçmekte karar verilmesinde, para politikası kurulu artık faiz kararlarının merkezinde yer alması ve TCMB'nin üç ayda bir enflasyon raporu çıkaracak olması da etkili olmuştur (Çetin, 2016: 82). Uygulanan stratejisi enflasyonla mücadelede önemli sonuçlar elde etmiş ve bu dönemde yaşanan küresel şoklara karşı esnek bir şekilde tepki verilebilmesini ve enflasyon beklentilerini kontrol altına alınmasını sağlamıştır (Başçı ve Kara, 2011: 3).

2008 küresel krizin dünyaya ve Türkiye'ye öğrettiği en önemli durum finansal istikrarın göz ardı edilmesinin orta ve uzun vadede makro ekonomik istikrar ve fiyat istikrarı tehdit edebilecek olmasıdır. Merkez bankalarının tek bir araçla birden fazla değişkeni kontrol edemeyeceği bu krizle öğrenilmiştir. Örneğin, verimlilik artışı ile desteklenen büyüme dönemlerinde enflasyonun kontrol altında tutulabilmesi için düşük faiz oranları yeterli iken bu durum finansal risklerin oluşmasını engelleyemeyecektir. Bunun yanında dış dengeyi sağlayan faiz oranları ile iç dengeyi sağlayan faiz oranları da aynı olmayabilir. Dolayısıyla fiyat istikrarını

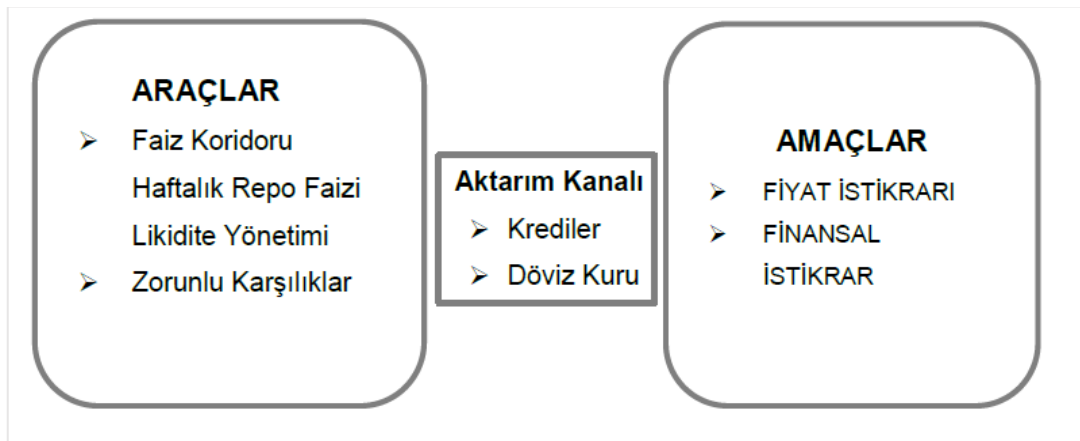
²⁵<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/> (erişim:20.11.2017)

benimseyen bir merkez bankasının aynı zamanda makro finansal riskleri gözetken politikalar uygulayabilmesi için birçok politika aracına sahip olması ve bu gibi durumlarda kullanması gereklidir.

Bütün bu değerlendirmelerden kaynaklanarak TCMB, 2010 yılının ortalarından sonra politikalarda küresel dengesizliklerin tepkisi olarak gelişen finansal riskleri önemsemeye başlamıştır. Finansal istikrara dayalı riskleri azaltmak için alternatif politika araçlarının bir arada kullanılması gerektiği vurgulanmıştır. TCMB biriken finansal istikrarsızlık problemlerini çözebilmek için iki tane ara hedef belirlemiştir. Bunlar, kredi genişlemesini yavaşlatmak ve kısa vadeli sermaye girişlerini en aza indirmektir. Bu durumda Merkez Bankası fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı da gözetebilmeyi amaçlamıştır (Başçı ve Kara, 2011: 3-4). Çalışmamızın bu bölümünde TCMB'nin faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, kaldıraça dayalı zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni para politikaları ve sonuçları ele alınmaktadır.

TCMB'nin yeni politikalar çerçevesinde kullandığı temel araçlar, amaçlar ve aktarım mekanizması şekil-2'de gösterilmiştir. TCMB kullandığı araçları nihai hedef olarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı etkilemek için kredi ve döviz kuru kanallarını köprü niteliğinde kullanmaktadır (Kara, 2012: 6).

Şekil-2: TCMB Politika Araç ve Amaçları



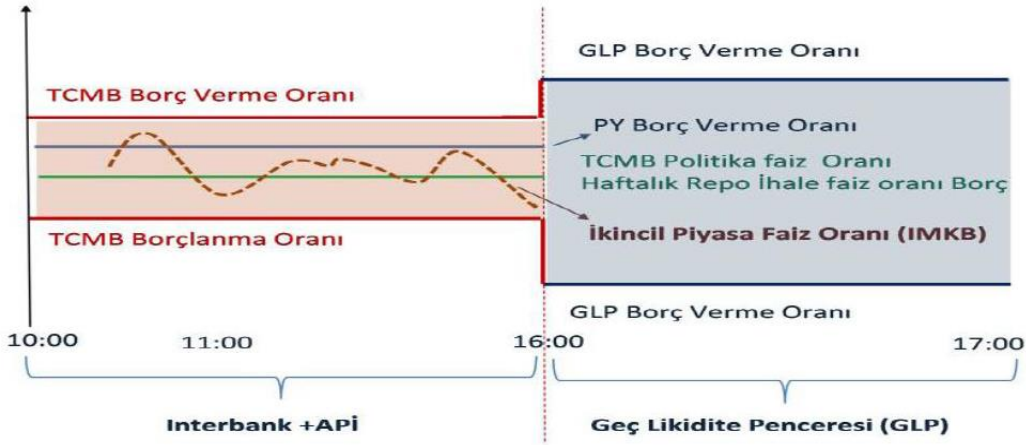
Kaynak: Kara, 2012: 6

3.4.1. Faiz Koridoru

2008 krizinin etkilerinin devam ettiği 2010 yılının sonlarında Türkiye’de sermaye girişleriyle birlikte cari dengede oluşan bozulmalar ve kredi genişlemesinde hızlı artışların yaşanması önlem alınması gerektiğini göstermiştir. Veriler, hızlı kredi genişlemesine karşı faiz artışıyla cevap verildiğini göstermiştir. Bu durum, sermaye girişlerini arttırarak makro finansal dengesizlikleri oluşturacağı düşüncesini ve alternatif politikaların gündeme gelmesini sağlamıştır. Bu nedenle TCMB hem kısa vadeli faizleri düşük tutup sermaye girişlerini caydırmayı amaçlarken hem de finansal sistemin yüklerini azaltılmasını destekleyen bir amaç benimsemiştir (Başçı ve Kara 2011: 5).

TCMB’nin fiyat istikrarı politikasından vazgeçmeden finansal istikrarı sağlamak için kullandığı faiz koridoru aracı yeni politika araçları arasındadır. Faiz koridoru; TCMB’nin piyasa faizlerini ve likidite oranını etkilemek için piyasaya göre kısa vadeli -günlük veya haftalık- likidite sağlayabilmesi ve fon fazlası olanlardan da kısa vadelerde borç alabilmesidir. Faiz koridorunun genel işleyiş yapısı aşağıda bulunan şekil-3’de verilmiştir. Kısaca özetleyecek olursak faiz koridoru TCMB’nin gecelik vadelerde borçlanabileceği, aynı zamanda borç verebileceği faiz seviyeleri arasında kalan alandır. (TCMB, 2015: 2) Faiz koridorunun bu biçimde kullanımı geleneksel enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankalarından farklıdır. Geleneksel uygulamada faiz koridorunda politika faizi simetrik ve dar bir bant olarak tanımlanmaktadır. Piyasa faizleriyse politika faizinden belirgin şekilde sapılmasını engellemek için kullanılmaktadır. TCMB’nin 2010 yılından bu yana kullandığı faiz koridoru sıklıkla kullanılmaktadır. TCMB, faiz koridorunun parametrelerini ayarlayabilmekte ve politika faizinde asimetrik olabilecek yapı oluşturulabilmektedir. Faiz koridoru burada hızlı ve etkili olduğu için bu sistemde kullanılan politikadır (Binici vd., 2013: 2).

Şekil-3: TCMB Para Politikası Faiz Koridoru Çalışma Prosedürü

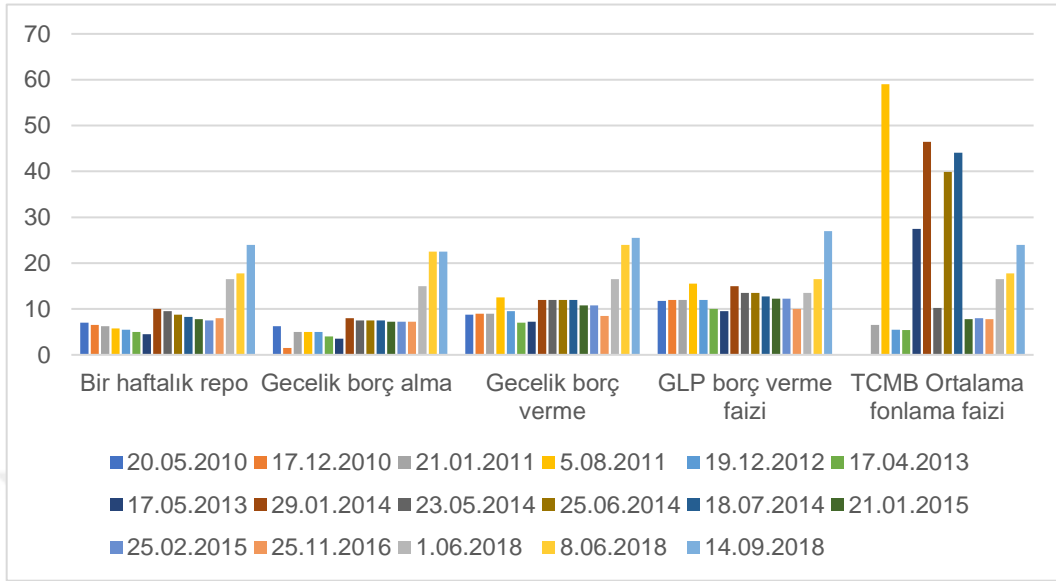


Kaynak: Kara, 2012, s.8

Faiz koridoru, tek araçla kullanılan politikaların uygulanmasından farkı şu iki temel getiri sağlamıştır: kredi ve döviz kuru kanallarının finansal istikrar ve enflasyon amaçları üzerinde farklı şekillerde kullanılmasının mümkün olması ilk getiri iken, ikincisi ise merkez bankalarının duruşunun günlük frekansta ayarlanabildiği esnekliğin olmasıdır. TCMB güçlü sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde faiz koridorunu aşağıya doğru çekerek kısa vadeli spekülasyon hareketleri engellemekte ve kredi büyümesini sınırlandırmaktadır. Aynı zamanda küresel sermaye girişinin yavaşladığı ve oynayan kurun arttığı dönemlerdeyse Merkez Bankası faiz koridorunu yukarı yönlü genişletmektedir (Serel ve Özkurt, 2014: 61).

TCMB, faiz koridoru içerisinde politika faizinin dalgalı bir grafik çizmesine izin vermektedir. Bankalarda fonlama maliyeti durumundan dolayı risk oluşturmaktadır (Binici vd., 2013: 11). Kredi arzının daralmasına sebep olan bu riskler aynı zamanda bankaların kredi vermesini ve faiz riskini azaltmasına da sebep olmaktadır. Fonlama maliyetlerinde oluşan bu durumdan dolayı bankalar mevduat faizlerini arttırmaktadır. Bu durumun kredi faizlerindeki artış mevduat faizlerindeki artıştan fazla olması aralarındaki farkın artmasına sebep olmaktadır. Bunun nedeni vadesi uzun olan ticari kredilerin aynı zamanda gelecekte oluşabilecek belirsizliklere de hassas olmasıdır (Serel ve Özkurt, 2014: 61).

Şekil-4: TCMB Faiz Koridoru Göstergeleri 2010-2018 (Yüzde)



Kaynak: TCMB

Ülkemizdeki cari açık sorunlarının makro ekonomik risklere neden olmasını engellemek için de faiz koridoru sistemi kullanılmaktadır. Faiz koridoruyla kredilerin büyüme hızının yavaşlatılması ve de döviz kurundaki aşırı kıymetlenmiş hareketlerinin engellenmesi hedeflenmektedir. Kredi büyümesinin ekonomik etkilerin iyi özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanım oranıyla -kredi stokundaki değişim / GSYİH- 2011 yılının ortalarından itibaren finansal istikrarla uyumlu ve cari dengede ılımlı bir iyileşme gözlenmiştir. 2011 yılında EURO bölgesindeki borç stokunun derinleşmesi sonucunda küresel risk iştahında gözlenen ani bozulma TL'deki değer kaybının istenmeyen boyutlara ulaşmasına neden olmuştur. Fakat bu durum 2011 yılının son çeyreğinden itibaren uygulamaya konulan parasal daralma ile döviz kurundaki aşırı değer kaybını giderilmiştir (Serel ve Özkurt, 2014: 61-62). TCMB 2012 yılındaki enflasyonist riskleri dikkate alarak sıkı likidite politikasını sürdürmüştür. Enflasyonun yılın ikinci yarısında kontrol altına alınmasıyla birlikte para politikası büyümeyi destekleyici hale getirilmiştir. Yukarıda verilen şekil-3'te de görüldüğü gibi 2012 yılının ikinci yarısından beri piyasaya verilen likidite oranı artırılarak kısa vadeli faizlerin koridorun alt limitine yakın bir seyir izlemesi sağlanmıştır. Rezerv Opsiyon Mekanizması politikasının katkılarıyla da 2012 Eylül ayından itibaren faiz koridorunun yukarı limiti aşamalı olarak indirmiştir. Aynı senenin Aralık ayındaysa sermaye akımlarının hızlanmasıyla politika faizini

indirilmiş ve de zorunlu karşılıklara sıkılaştırıcı politika karması izlenmiştir (TCMB, 2012: 8).

2013 Mayıs'ta FED 'in nitel olmayan genişleme politikasından çıkış sinyali vermesiyle birlikte küresel alandaki belirsizlikler yükselmiştir. Bu belirsizlikler gelişmekte olan ülkelerin hepsinde ve dolayısıyla Türkiye'de de hem sermaye çıkışına hem de paralarında değer kaybına neden olmuştur. TCMB, 2013 Temmuz'dan itibaren TCMB bu gelişmelere rağmen koridorun üst sınırını aşamalı bir şekilde yukarıya doğru genişletmiş ve bununla birlikte sıkı para politikası uygulamıştır. Tüm bunların yanında da döviz satım ihaleleriyle döviz likiditesini karşılamaya çalışmıştır (TCMB, 2013: 1).

2014'de yurt içinde oluşan belirsizlikler artmış ve sermaye girişleri azalmıştır. TCMB bu azalmayı bertaraf etmek ve istikrarı desteklemek için önden yüklemeli ve etkili bir faiz artırımına gittiğini belirtmiştir. Aynı zamanda da likidite politikası sadeleştirilmesine karar verilmiştir. 2014 ilk yarısında genellikle bir haftalık repo ihaleleri kullanılmıştır. İkinci yarısında ise, enflasyon görünümü enerji fiyatlarının düşmesiyle aşağı eğimli olmuştur. Böylece TCMB 2015 yılının başlarında faiz indirimine gitmiş ve temkinli davranışını muhafaza etmiştir (TCMB, 2015: 2).

2015 yılındaysa TCMB, dövizde yaşanan gelişmelerden dolayı Türk lirasının değer kaybının enflasyonu tetiklemesinden dolayı sıkı likidite politikasına devam etmiştir. TCMB ek likiditesini gecelik borç verme faizinden karşıladığı için piyasa faizi koridorun üst sınırında gerçekleşmiştir. TCMB, yayınladığı 2015 yol haritasında politikasında sadeleşmeye gidilerek piyasada yapıcı bankalara verilen borçlanma imkânını kaldırılacağını ve teminat sistemlerinin de sadeleştirileceği duyurmuştur. Ayrıca, bu yılın son çeyreğinde finansal istikrarın oluşması için destekleyici politikalar belirlenmiştir (TCMB, 2015: 2).

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişinin etkin olmasının sağlayacağı getiri göz önünde bulundurularak, 2016 yılı mart ayından 2016 Aralık ayına kadar para politikası büyük ölçüde sadeleştirilmiştir. 2016 Mart ve Eylül döneminde koridorun üst bandı, yani TCMB gecelik borç verme faizi kademeli olarak toplamda 250 baz

puan indirilmiştir. Son zamanlardaki küresel belirsizliklerde meydana gelen artış ve yüksek oynaklıklar sebebiyle ortaya çıkan döviz kurunda oluşan belirsiz beklentilerinin ve fiyatlama davranışlarının olumsuz etkisini indirgemek için 2016 Kasım'da sıkı politikalar gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda, TCMB repo faizinde 50 puanlık artış yapılırken gecelik borç verme faizinde 25 puanlık bir artışta bulunmuştur. Alınan kararlarda bundan sonraki dönemlerde de faizler belirlenirken enflasyon odaklı belirleneceği doğrultusunda olmuştur (TCMB, 2017: 3).

3.4.2. Zorunlu Karşılıklar

Fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarın sağlanması kapsamında alınan ilk politika kararı 2010 yılının nisan ayında alınmıştır. Başka bir deyişle kriz dönemlerinde uygulanan politikaların normalleştirilmesi olarak da tanımlanan 'çıkış Stratejisi' kararları alınmıştır. Zorunlu olan karşılıkların politika aracı olabilmesi ve öneminin artması için öncelikle karşılıklara faiz ödenmesi uygulanmasına son verilmiştir. Karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasının artırıldığı bu dönemde zorunlu olan karşılıklara tabi yükümlülüklerin de alanı genişletilmiştir. Ek olarak bankacılık vadelerinin uzatılmasıyla ZKO kısa vadeler içinde çok yüksek olacak şekildeki vadelere göre farklılaştırılmasının yoluna gidilmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 5). Böylece TCMB dünyada örneği görülmemiş zorunlu karşılıklar mekanizması oluşturup uygulamaktadır (Vural, 2013: 69).

2010 yılının son döneminde Merkez Bankası, uygulamaya başladığı yeni politikalar ile enflasyon görünümünün olumlu bir seyir izlemesinin sağlanması için makro finansal risklerin düşürülmesine yönelik politikalar geliştirmiştir. Bu bağlamda, temel politika enstrümanı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ilave olarak zorunlu karşılıklar politikası da aktif bir şekilde kullanıma alınmıştır. Zorunlu karşılıklar bankaların merkez bankaları nezdinde zorunlu olarak kendilerine yatırılan mevduatların belli bir oranını ifade etmektedir (Demirhan, 2013: 580).

Zorunlu olan karşılığa tâbi yükümlülükler iki haftada bir cuma günleri hesaplanır. Finans kanallarının tabi oldukları kayıt düzenleri esas alınarak muhasebe standartlarında yurt dışı şubelerinin yükümlülükleri de olmak üzere Merkez Bankasına, Hazineye, yurt içi bankalara ve de uluslararası anlaşma çerçevesinde

kurulmuş olan bankaların Türkiye'deki merkez ve şubelerine olan yükümlülükleri hariç olmak şartıyla, aşağıdaki şekilde yer alan bilanço kalemleri zorunlu karşılığına tâbi TL veya yabancı para yükümlülüklerini oluşturmaktadır.

- Mevduat ya da katılım fonu
- Repo işlemlerinden sağlanan fonlar
- Kullanılan krediler
- İhraç edilen menkul kıymetler
- Sermaye hesaplarına dahil edilmeyen borçlanma araçları
- Yurt dışı merkeze yükümlülükler
- Kredi kartı ödemelerinden borçlar
- Müstakrizlerin fonlarıdır. Bu verilen yükümlülüklerin tabi oldukları zorunlu karşılık oranları da aşağıdaki tabloda yer aldığı şekildedir (TCMB, 2016: 40)

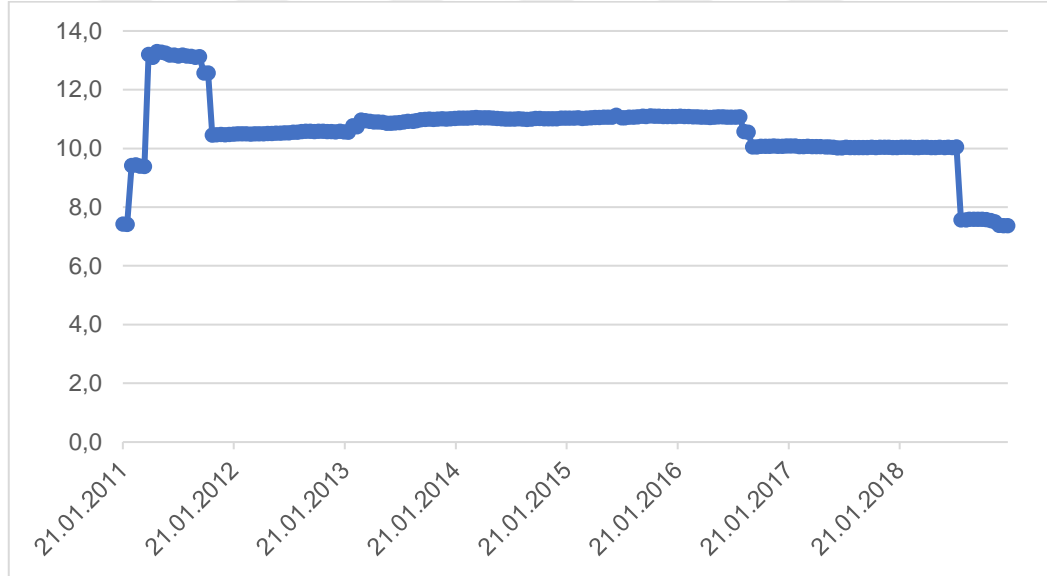
Zorunlu Karşılık Oranları (%)		
Türk Lirası		
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	Oranlar	
- Vadesiz, ihbarlı, bir aya veya üç aya kadar (1 ay ve 3 ay dâhil) vadeli	7	
- Altı aya kadar (Altı ay dâhil) vadeli	4	
- Bir yıla kadar vadeli	2	
- Bir yıl ve daha uzun vadeli	1	
Müstakrizlerin Fonları	7	
Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)	Oranlar	
- Bir yıla kadar (Bir yıl dâhil) vadeli	17	
- Üç yıla kadar (Üç yıl dâhil) vadeli	3,5	
- Üç yıldan uzun vadeli	1	
Yabancı Para		
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	Oranlar	
- Vadesiz, ihbarlı, bir aya kadar, üç aya kadar, altı aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli	12	
- Bir yıl ve bir yıldan uzun vadeli	8	
Müstakrizlerin Fonları	12	
Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)	Mevcut Yük. İçin Oranlar	Yeni Yük. İçin Oranlar
- Bir yıla kadar (bir yıl dâhil) vadeli	19	20
- İki yıla kadar vadeli	13	15
- Üç yıla kadar vadeli	7	10
- Beş yıla kadar vadeli	6	6
- Beş yıldan uzun vadeli	5	4

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılık oranlarına ilişkin kararlar²⁶

²⁶ <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK/> (erişim: 03.05.2019)

Türkiye’de oluşan vade uyumsuzluğu probleminin düşürülmesine yönelik olarak TCMB bazı kararlarında farklı vadelere farklı zorunlu karşılık oranlarını uygulamaktadır. Merkez Bankası’nın değişik dönemlerde vadesiz veya aylık mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranlarını piyasanın işleyişine göre değiştirebilmektedir. Merkez bankasının uyguladığı zorunlu karşılık oranları vadeye ve mevduata göre farklılık gösterse de en yaygın kullanılan vadesiz 1 ile 3 ay kadar olan mevduattır. Örneğin Merkez Bankası 2011 yılında zorunlu karşılık oranlarını arttırmış ve 2012 yılında ise azaltmıştır. Yine devamında 2016 yılında bütün vadeler ve mevduatlar cinsinden 0,50 puan zorunlu karşılıkları düşürdüğünü açıklamıştır. Bu durumlar şekil-6’da da görüldüğü gibi yansımıştır.

Şekil-5: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (Yüzde)



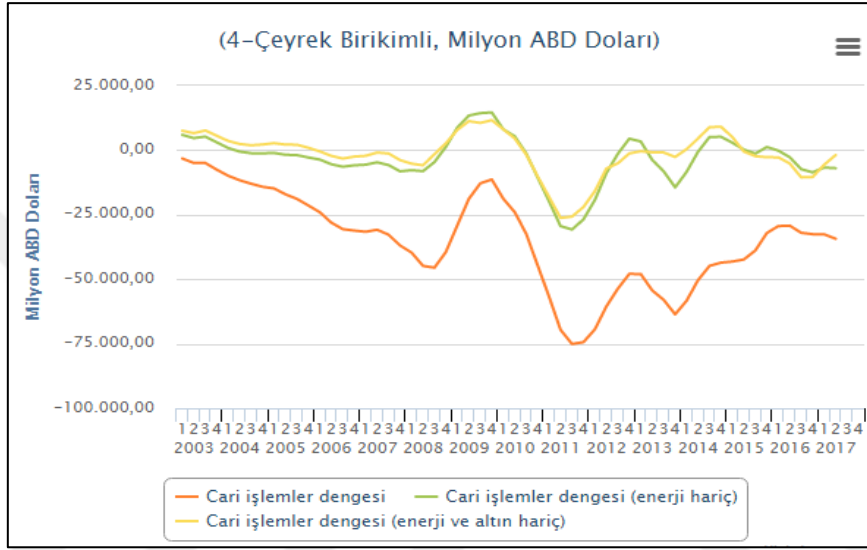
Kaynak: TCMB

Merkez Bankası zorunlu karşılıklar düşürmesinin en önemli sebebi cari açıklardır. Çünkü cari açığın arttığı dönemlerde kredi genişlemesi olmaktadır. Bu durum iç tüketimi körüklediği için cari açık daha fazla artmaktadır. Bu sebeple TCMB makro ihtiyat önlemleri için kredi hacmini daraltmanın zorunlu karşılık oranlarını arttırarak çare bulmuştur. Böylece zorunlu karşılıkların artması kredi genişlemesini engelleyerek tüketimin artmasına da engel olacaktır.

Zorunlu karşılık oranlarının artması hem cari açığın düşmesine hem de enflasyon oranının baskılanmasına sebep olacaktır. Yapılan çalışmalar göstermektedir ki zorunlu karşılık oranlarının arttırılması cari açığın önemli bir

şekilde düşmesini sağlamıştır. Bunu şekil-6'da görebilmekteyiz. 2011 yılındaki zorunlu karşılık oranlarındaki artış cari açığı ciddi oranlarda düşürmüştür. Aynı şekilde 2016 yılındaki 0,50 puanlık düşüş ise cari açığı arttırdığı görülmüştür (Eğilmez, 2016:1). Kredi genişlemesini ve cari açığın oluşmasını engelleyen bu para politikası aracı böylece ülkede finansal istikrarın sağlanmasına da katkı sağlamıştır.

Şekil-6: Cari İşlemler Dengesi



Kaynak: TCMB, 2017: 1²⁷

3.4.3. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar

Türkiye, cari açığının milli gelire oranının yüksek olduğu bir ülkedir. Bu sebeple dış risklere duyarlı olan Türkiye ekonomisinin, küresel dengesizliklere karşı kırılgan bir yapısı vardır. Türkiye ekonomisinin bu kırılgan yapısını azaltmak için finansal istikrarın sağlanmasının daha fazla önem kazanması ile birlikte 2010 yılının sonlarında fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da kapsayacak yeni para politikaları geliştirilmiştir (TCMB, 2013: 2).

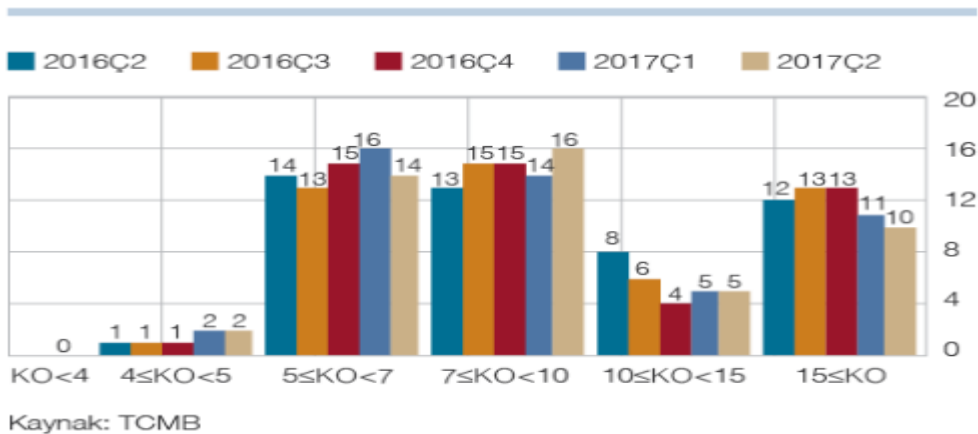
Basel II sermaye yeterlilik oranı, geleneksel olmayan para politikaları için bankaların toplam risk ağırlıklı varlıklarının öz kaynaklarına oranı ile ölçülmektedir.

²⁷ <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Interaktif+Grafikler/Cari+islemler+dengesi> (erişim: 25.11.2017)

Fakat risk ağırlıkların hesaplanması yöntemlerinden dolayı bazı dönemlerde makro finansal riskler için yetersiz kalmaktadır. Bu sebeple yüksek borçlanmadan kaynaklanan risklerin birikmesinin sınırlanması için Basel III çerçevesinde ana sermayenin aktifler ve de belirli dikkate alınmayan oranlarıyla bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesi ile bulunan ve riskli kaldıraç oranının Basel II sermaye yeterlilik oranıyla beraber kullanılması gündeme gelmiştir. (Ana Sermaye (Pasif Toplam + Bilanço Harici Kalemler)) (TCMB, Bülten 2013: 5).

2013 yılının son çeyreğinde TCMB bu politika ile kaldıraç oranı ortalaması %3 ile %3,5 Aralığında kalan bankalardan 2014 yılından beri 1-2 puan aralıklarında ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü getirmiştir (Oskay, 2017: 14). Banka sektörünün borçlarını limitlendirerek şoklara dayanabilme seviyesini artırmayı amaç edinen kaldıraç dayalı zorunlu karşılıklar, 2017 yılı haziran ayına kadar, sektörün kaldıraç oranı aşağıda yer alan şekil-8’de gösterildiği gibi yüzde 7,5 civarında gerçekleşmiştir. Nisan ve Haziran dönemindeki verilere göre sektörünün kaldıraç oranı, asgari oran Basel III düzenlemesindeki belirlenenlere göre yüzde 3 civarında iken, TCMB uygulamasında 2015 yılı son üççeyreğinin de yüzde 5’in üzerine çıkmış olması TCMB’nin istikrarlı bir seyir izlediğinin göstergesidir.

Şekil-7: Kaldıraç Oranının (KO) Dağılımı



İlk olarak 2013 yılında izleme amacıyla uygulamaya konulan ve ilave olarak zorunlu karşılıklar oranı ağırlığının kademeli olarak genişletilmesi öngörülmektedir. Aynı zamanda kaldıraç oranı aylık finansal tablolardaki veriler üzerinden

hesaplanmaktadır. TCMB politikasına ait olan kaldıraç oranı, ana sermayenin aşağıda bulunan kalemleri bölünmesi ile bulunur. Bunlar:

- Pasif toplam tutarı
- Gayri nakdi kredi ve yükümlülükler
- Cayılamaz taahhütlerin tutarı
- Cayılabilir taahhütlerin 0,1 katsayısıyla çarpımı sonucu elde edilen tutar

Türev finansal araçlara ait taahhütlerin her birinin kendi kredi dönüşüm oranı ile çarpılmasıyla bulunan tutar (TCMB, Bülten 2013: 5).

3.4.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması

TCMB 2011'e 10 sayılı zorunlu karşılıklar hakkındaki yayınladığı değişiklikle, bankalara TL yükümlülükleri için ayrılması gereken ZKO %10 oranına kadar olan bölümünün dolar veya Euro türünden temin edilmesi imkânıdır. Buna ilaveten bankacılık sisteminde esneklik sağlamak için kıymetli madenlerin depo hesaplarının tutulması gereken ZK tamamına yakın kısmıyla kıymetli madenlerin depo hesapları hariç yabancı para yükümlülükleri için tesis edilmesi şart olan zorunlu karşılıkların %10 kadarının Merkez Bankası gözetiminde 'standart altın' cinsinden tutulabilmesine olanak sağlamıştır.

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) zorunlu karşılıklar uygulamasına yeni bir perspektif getirmiştir. Aslen ROM sermaye hareketlerindeki aşırı hareketlenmenin makro ekonomik ve finansal istikrarda oluşan olumsuz etkiyi azaltmak için geliştirilmiştir. ROM politikası ile bankalar, TL zorunlu karşılıklarının bir kısmını yabancı para veyahut altın cinsinden tesis edilmesi imkânı tanımıştır. Bu imkân Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) olarak belirlerken, zorunlu karşılık başına TL temin edilecek yabancı para veya altının karşılığının belirlenmesi katsayısına ise Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) olarak tanımlanır (Vural, 2013, s.69-70).

ROM, finans sisteminde daha düşük bir giderle ve kalıcı bir politikayla ülke parası ihtiyacının karşılanmasını sağlamıştır. Aynı zamanda ROM, döviz rezervlerinin desteği ve zamanında etkili kontrolü ile altının ekonomiye kazandırılması amacıyla kullanıldığı için önemli bir uygulamadır (Serel ve Özkurt, 2014, s.63). ROM'ların otomatik dengeleyici özelliğinin sağlanması ve gerek

duyulan döviz likiditesinin karşılanması için ROK'lar da teknik ayarlamalar yapılmıştır.

Bankalarda belirlenen imkân dilimlerine göre TL yükümlülükleri için belirlenmesi gereken zorunlu karşılıkların en fazla %60 ABD doları ve en fazla %30'unu standart altın cinsinden tesis edebilirler.

2011 yılından bu yana hem bankalar hem de finansman şirketlerinin çoğu ROM politikasını kullanmaya devam etmişlerdir. Böylece döviz kullanım oranı %92,5 olarak gerçekleşmiştir.

Şekil-8: Döviz Tesis İmkânına Göre ROM'lar



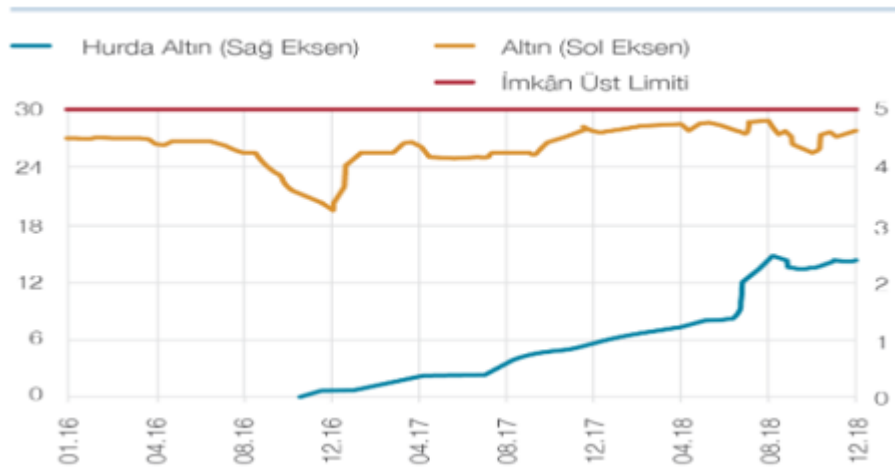
Kaynak: TCMB, 2018: 5

Ülkedeki tasarrufların altından oluşan kısmının ekonomiye kazandırılması ve de rezervlerin artırılması hedefiyle, 2016 yılı Kasım ayıyla birlikte, mevcut ROM'lara ilave olarak yüzde beşlik yeni dilim eklenmiştir. Bu eklenen dilime yurt içinde yerleşik bulunanlardan 3 Ekim 2016 tarihinden beri toplanacak işlenmiş veya hurda altının kabul edilmesi kararı alınmıştır (TCMB, 2016 Raporu: 43). 2018 yılında altın kullanım oranı %92,1 olarak gerçekleşmiştir. Bankalar politika ile standart altın elde edebilmektedir. 2018 yılında altın imkânının kullanım oranı %77,9 oranında gerçekleşmiştir.

Ülkedeki tasarrufların altından oluşan kısmının ekonomiye kazandırılması ve de rezervlerin artırılması hedefiyle, 2016 yılı Kasım ayıyla birlikte, mevcut ROM'lara ilave olarak yüzde beşlik yeni dilim eklenmiştir. Bu eklenen dilime yurt

içinde yerleşik bulunanlardan 3 Ekim 2016 tarihinden beri toplanacak işlenmiş veya hurda altının kabul edilmesi kararı alınmıştır (TCMB, 2016 Raporu: 43). 2018 yılında altın kullanım oranı %92,1 olarak gerçekleşmiştir. Bankalar politika ile standart altın elde edebilmektedir. 2018 yılında altın imkânının kullanım oranı %77,9 oranında gerçekleşmiştir.

Şekil-9: Altın Tesis İmkânını Göre ROM'lar



Kaynak: TCMB, 2018: 5

Yastık altı olarak tanımlanan hurda altınların yatırımcılar açısından depolama, güvenlik ve fırsat maliyetleri bulunmaktadır. Çünkü yastık altı altınların belirli bir getirisi yoktur. Bunların ekonomiye kazandırılması ve yatırımcılara ek gelir getirmesi amacıyla bankalara hurda altın alma şartı 03.10.2016 yılında getirilmiştir. Nisan 2017 tarihi itibarıyla 322 milyon TL değerinde 2,2 ton hurda altın tesis edilmiştir. Hurda altından yararlanan banka sayısı 10 ve kullanım oranı ise yüzde 6,8 iken yukarıda şekil-9'da da gösterildiği gibi 2018 yılında %48,1 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2017: 43 ve TCMB, 2018: 5).

3.4.5. Likidite Yönetimi

Likidite, değişik kavramlarda anılsa da genellikle finans kesiminde kullanılan bir kavramdır. Likidite kavramı makro ekonomik, varlık ve bilanço likiditesi olarak gruplara ayrılmıştır. (Longworth, 2007: 1). Bunların içinde merkez bankalarının odaklandığı genellikle makro ekonomik likiditesidir. Diğer likiditeler mikro bazda kullanılan likiditelerdir.

Poole göre; para politikasının sonuç odaklı uygulamaları olarak öne çıkmaktadır. Makro ekonomik ve likidite yönetimleri arasındaki iletişimin yalnızca politika enstrümanı olan kısa süreli faizlerle gerçekleştirildiği varsayılmaktadır. Bunların yanı sıra kısa dönemde makro ekonomik şokların likidite yönetimi değişkeninin denge değerini değiştiremeyeceği farz edilmektedir. Burada bu değişkenin değerini değiştirebilecek tek kurum merkez bankalarıdır (Bindseil, 2000: 4).

TCMB'nin 2001 yılında TMSF'deki bankalardan satın aldığı Devlet İç Borçlanma Senetleri ve daha sonraki yıllardaysa yoğun döviz alımları sebebiyle oluşan likidite fazlası 2008'e kadar, bu tarihte başlayan likidite sıkışıklığı da yilsonuna kadar devam ettirmiştir. Bununla birlikte Merkez Bankası 2008 yılına kadar olan fazla likiditeyi TL depo işlemleri ve ters repo işlemleriyle gecelik vadede piyasadan çekerken, Mayıs 2008 sonrasındaki likidite ihtiyacını da bir hafta vadeli repo ihaleleriyle karşılamak için uğraşmıştır. Piyasada bulunan likidite fazlası ya da tersi durum olan likidite açığı normal olduğu sürece, gecelik ya da bir hafta vadeyle APİ yürütülmesi yeterli kabul edilecektir. Ama likidite fazlası veya açığı aşırı olduğu durumlarda farklı bir hal almaktadır. Likidite fazlasının böyle olması sonucunda, bankalar kredi verebilme koşullarını esneterek kredilerin istenenden daha fazla yükselmesine neden olacaktır. Aşırı miktarda likidite açığına ulaşılması halindeyse bankalar ihtiyatlı davranabilmekte, kredi koşullarının sıkılaştırılmasını sağlamakta ve bunun sonucu olarak da para politikasının etkililiğini düşürülmesine sebep olmaktadır (Vural, 2013: 64-65).

14 Nisan 2010 senesinde alınmış olan kararlar TCMB Para Politikası Çıkış Stratejisi duyurusunda anlatılan çıkış stratejisinde krizde kullanılan piyasanın ihtiyacından fazla fonlanmış olan politikaların miktarı zaman içinde kademeli olarak azaltılmıştır. Piyasanın ihtiyacından fazla fonlamanın azaltılmasıyla bir haftalık repo faiz oranları artmaya başlamış ve çıkış stratejisinin diğer bölümüne geçilmiştir. 18 Mayıs 2010'daki kararlar faiz ayarlama süreci başlamıştır. Bundan sonra ihaleler sabit faizden miktar ihalesiyle gerçekleşmiştir. Bu durumdan dolayı bir haftalık repo ihale faizi TCMB'nin politika faizi olarak nitelenmiştir (Vural, 2013: 65).

3.5. Yeni Para Politikası Uygulamaları ve Hedef Gerçekleşmeler

2008 krizinden sonra gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke 2010 yılına kadar politika faiz oranlarını indirmişlerdir. Finansal sistemi zayıf olan ülkelerde bu durum yetersiz kalmış ve finansal sistemin bozulmasına sebep olmuştur. Krize karşı önlem niteliğinde kullanılan faiz indirimi politikası finansal piyasalarda oluşturduğu istikrarsızlığı düzeltmek için yeni politika araçlarına ihtiyaç duyulmuştur (Gregorio, 2010: 10). Kriz ile birlikte TCMB'si faiz politika aracının yanında faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması, kaldıraca dayalı zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi araçlar kullanmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde yukarıda bahsi geçen ve Türkiye'de uygulanan yeni para politika araçlarının, para politikası hedefleri üzerindeki etkilerine değinilecektir. Öncelikle merkez bankalarının ilk hedefi olan fiyat istikrarı üzerindeki etkilerine değinilecek. Daha sonra önceki bölümde detaylı olarak ele almış olsak da daha anlaşılır olması açısından yeni politikaların finansal istikrarı gerçekleştirmedeki etkinliklerine kısaca değinilecektir.

3.5.1. Fiyat İstikrarı Gerçekleşmeleri

Ekonomik istikrarla birlikte sosyal istikrarın sağlanabilmesi için en önemli koşul fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı sadece enflasyonun düşük düzeyde olmasını değil aynı zamanda sürdürülebilir bir oranda olmasıdır (TCMB,2013: 8)²⁸. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik politikalar uzun vadede bütün para politikaları ile uyumlu olmalıdır. Bu durum aynı zamanda bu politikaların ön koşuludur (Önder, 2005: 6).

2008 krizinden sonra fiyat istikrarının sağlanması amacıyla merkez bankaları modern enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir. Normal şartlarda yani krizden önceki dönemde fiyat istikrarı amacına ulaşmak için sadece politika faizinin kullanılması

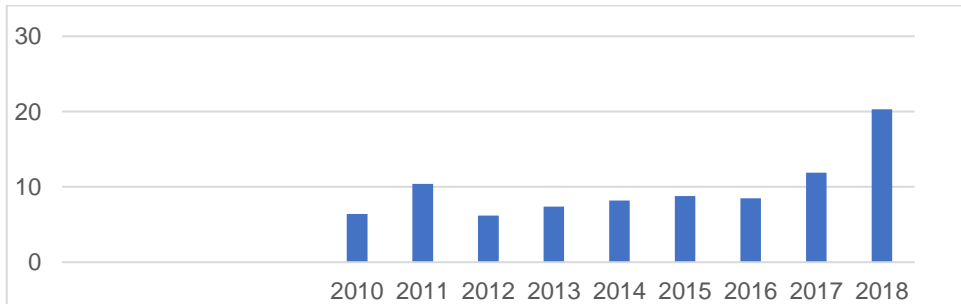
²⁸ TCMB, 2013, Enflasyon ve Fiyat İstikrarı, www.tcmb.gov.tr, Erişim: 16.04.2019.

yeterli iken, 2008 krizinden sonra yeni ve esnek Politika Faizi, Faiz Koridoru, Zorunlu Karşılıklar ve Rezerv Opsiyon Mekanizması araçları kullanılmaya başlanmıştır (TCMB, 2010: 1-5). Aynı zamanda birçok ülke fiyat istikrarına ulaşabilmek amacıyla modern enflasyon hedeflemesini bu araçlarla uygulamaya koymuşlardır. Geleneksel enflasyon uygulamasında olduğu gibi TCMB'si para politikası kararlarını alırken hem enflasyonun hedeflere uygun olmasını hem de makro finansal riskleri göz önünde bulundurarak ele almıştır (TCMB, 2013: 19). Bu nedenle bizde çalışmamızda geleneksel olmayan para politika araçlarının fiyat istikrarını ne denli etkilediğini göstermek amacıyla öncelikle enflasyon oranına bakacağız. Sonrasında yine fiyat istikrarı için önemli göstergeler arasında olan GSYH'deki büyüme oranına bakacağız.

2008 yılının son çeyreğinde tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de enflasyon oranı hızlı bir şekilde gerilemiştir. Aşağıdaki şekilden de anlaşılacağı gibi enflasyon 2009 yılında 6,5 oranında kalmıştır. TCMB bu gelişmeler doğrultusunda kriz sürecinde oluşabilecek tahribatı sınırlandırmak ve hatta yok etmek amacıyla diğer ülkeler gibi 2008 yılında parasal genişleme politikalarına başlamıştır. Bu politikalar doğrultusunda faiz indirimine en erken başlayan Merkez Bankası olmuştur. Aynı zamanda TCMB enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları arasında en çok faiz indirimi yapan banka olmuştur (TCMB, 2013: 19)

TCMB'si 2008 yılında 4 olan enflasyon hedefi, 2009 yılında 7,5, 2010 yılında 6,5, 2011 yılında 5,5 iken sonrasında sabit bir enflasyon hedefine gitmiş ve 5 oranında hedef belirlemiştir. Gerçekleşen enflasyon oranları da aşağıdaki şekil 10'da yer almaktadır (TCMB, 2013: 20).

Şekil-10:2008- 2018 Yılları Arasında Enflasyon Oranları



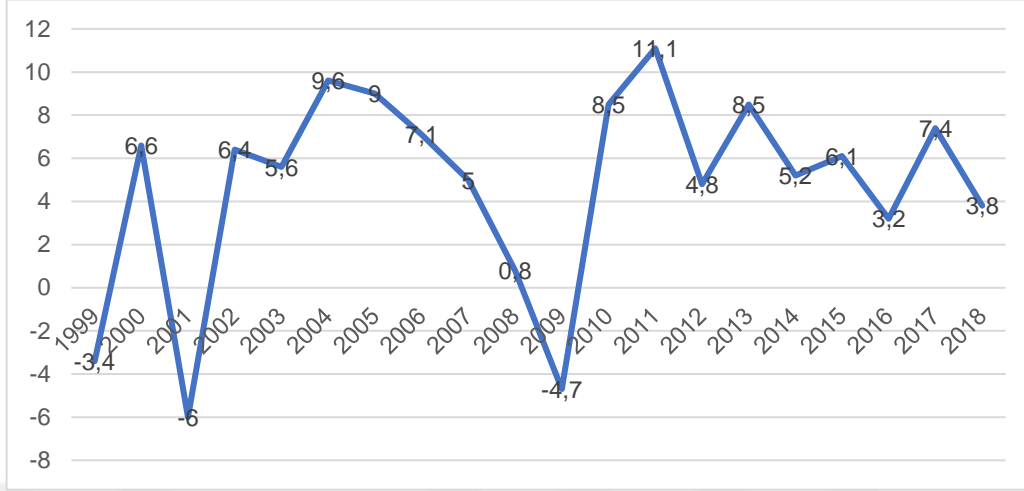
Kaynak: TCMB (Erişim: 02.08.2019).

2008 yılının son çeyreğinde tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de enflasyon oranı hızlı bir şekilde gerilemiştir. Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı gibi enflasyon 2009 yılında 6,5 oranında kalmıştır. TCMB bu gelişmeler doğrultusunda kriz sürecinde oluşabilecek tahribatı sınırlandırmak ve hatta yok etmek amacıyla diğer ülkeler gibi 2008 yılında parasal genişleme politikalarına başlamıştır. Bu politikalar doğrultusunda faiz indirimine en erken başlayan Merkez Bankası olmuştur. Aynı zamanda TCMB enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları arasında en çok faiz indirimi yapan banka olmuştur (TCMB, 2013: 19)

Ülkemizde faiz oranları üzerine yapılan araştırmalar doğrultusunda, para politikası borç verme faiz oranındaki herhangi bir değişikliğin konut kredisine aşırı, ihtiyaç ve otomobil kredisine duyarlı olduğu sonucuna varılmıştır. Yine aynı araştırmalara göre ticari kredi faizlerine duyarlı olmadığı sonucu elde edilmiştir (Koçyiğit, 2009: 158). Kısa bir sürede uygulamaya konulan yeni para politikası araçlarının etkileri incelendiğinde başarılı oldukları sonucuna varılmıştır. Özellikle TCMB tarafından bulunan ROM politika aracı kullanımından bu yana TL’nin değerini azalttığı görülmüştür (Serel ve Özkurt, 2012: 62).

Türkiye’de 2015 yılı ve sonrasında enflasyon son derece kırılğan bir hal almıştır. 2015 yılında 8,8 oranında bir enflasyon oranının olması enflasyon oranının düşmesinin güç olduğunu göstermektedir. Bu durum sadece tek seferliğine arttırılan gıda fiyatlarından kaynaklanmadığını göstermektedir. Fiyatlar genel düzeyindeki bu denli artışın fiyat istikrarının tam anlamıyla sağlanamadığı göstermektedir (TCMB, 2016: 1-3). Türkiye aynı zamanda fiyat istikrarına yönelik riskleri azalmak amacıyla 2016 yılından itibaren sıkı para politikası uygulamaya başlamıştır. 2017 yılında da TCMB sıkı para politikasını kademeli olarak güçlendirmek amacıyla gecelik borç verme faiz oranını 9,5 oranına çıkartmıştır (TCMB, 2018: 63).

Yapılan çalışmalara göre ekonomik büyümenin yaşandığı bir ülkede enflasyon oranı düşük olmaktadır (Fischer, 1996: 3). Bu nedenle fiyat istikrarının sağlanmasının en önemli göstergelerinden biri o ülkedeki büyüme oranıdır. Bu neden çalışmamızda fiyat istikrarını ele alırken ülkedeki büyüme oranına da bakmak doğru olacaktır. Aşağıda yer alan şekil-11’de 1999 ile 2017 yılı arasında Türkiye’deki büyüme oranları verilmiştir.

Şekil-11: GSYH Büyüme Oranı (%)

Kaynak: TÜİK

Şekilde de görüldüğü gibi 2001 yılında %-6 oranlarına kadar inen büyüme oranı enflasyon hedeflemesi politikasının başlamasından itibaren %9,6 oranlarına kadar ulaşmıştır. Fakat 2008 küresel krizinden sonra büyüme oranı yine eksi seviyelerde düşmüş ve 2009 yılında %-4,7 oranına inmiştir. 2010 yılından itibaren krizin etkilerini bertaraf etmek için uygulanan politikalar doğrultusunda büyüme oranı tekrar pozitif seviyelere ulaşmıştır. 2013 yılından sonra döviz kurunda yaşanan sıçramalar nedeniyle özel sektörün yatırımlarının azalmış olması büyüme oranını da düşürmüştür. Orta vadeli programlara göre 2016 yılında ekonomik büyüme %4,7 beklenirken %3,2 olarak gerçekleşmiştir. Sonrasındaki yıllarda ise %5 ekonomik büyüme beklenmekteydi ama grafikten de görüleceği gibi %7,4 büyüme oranı görülmüştür. Bu durum ülkede uygulanan politikaların dış risklere bağlı olarak bazı dönemlerde başarılı olsa da bazen istenilen başarı seviyelerine ulaşmadığını göstermektedir (İncekara, 2016: 18-20).

3.5.2. Finansal İstikrarı Gerçekleşmeleri

TCMB fiyat istikrarını desteklemek ve piyasanın finansal istikrara ulaşmasını sağlamak amacıyla 2010 yılında geleneksel olmayan para politika araçlarını kullanmaya başlamıştır. Genel olarak dünya da ve Türkiye’de kullanılan bu araçlara önceki konumuzda değinmiştik. Burada kullanılan bu araçların finansal istikrar

Zorunlu karşılık oranlarının artması hem cari açığın düşmesine hem de enflasyon oranının baskılanmasına sebep olacaktır. Yapılan çalışmalar göstermektedir ki zorunlu karşılık oranlarının arttırılması cari açığın önemli bir şekilde düşmesini sağlamıştır. Bunu şekil-12’de görebilmekteyiz. 2011 yılındaki zorunlu karşılık oranlarındaki artış cari açığı ciddi oranlarda düşürmüştür. 2011 yılının da EURO bölgesindeki borç stokunun derinleşmesi sonucunda küresel risk iştahında gözlenen ani bozulma TL’deki değer kaybının istenmeyen boyutlara ulaşmasına neden olmuştur. Fakat bu durum 2011 yılının son çeyreğinden itibaren uygulamaya konulan parasal daralma ile döviz kurundaki aşırı değer kaybı ile giderilmiştir (Serel ve Özkurt, 2014: 61-62). Aynı şekilde 2016 yılındaki 0,50 puanlık düşüş ise cari açığı arttırdığı görülmüştür (Eğilmez, 2016:1).

Döviz kuru, ülke parasının gerçek değerinin belirlenmesinde önemli bir göstergedir. Aynı zamanda döviz kuru ülke ekonomisini enflasyon, dış ticaret, deflasyon ve döviz kurunu etkilemektedir. Türkiye 2008 yılının ikinci yarısından sonra ‘yüksek faiz, düşük kur’ politikası ile hem reel sektörü hemde tüketicileri etkilemiştir. Bu politika nedeniyle yabancı yatırımcıların ülkeyi yatırım piyasası haline getirmesini sağlamıştır. Fakat bu durum ülkenin dış piyasada bütün olumsuzluklardan hemen etkilenmesine ve yabancı yatırımcıların ülkeden çıkmasına da sebep olmuştur. Yabancı sermayede oluşabilecek herhangi bir azalma hem ödemeler dengesini hemde üretimi azaltacağı için finansal piyasayada da olumsuz etkiler bırakacaktır (Hepaktan vd., 2011: 67).

Şekil-13: Reel Efektif Döviz Kuru (Tüfe Bazlı)



Kaynak: TCMB

Ulusal paranın deęerinin dūşmesi yani reel dōviz kurunda oluřan artıř yurt içinde ūretilen malların yurt dıřında ūretilenlere oranla daha ucuz olmasına neden olacaktır. Bu durum ihracatın artmasına sebep olacaktır (Acı, 2016: 42). Bu nedenle bizde çalıřmamızda geleneksel olmayan para politikası araçlarının finansal istikrar ūzerindeki seyrini gōstermek amacıyla yukarıdaki řekildende anlařılacaęı ūzere Reel Efektif Dōviz Kurunun yılları itibariyle seyrini inceleyeceęiz.

Tūrkiye’de reel efektif dōviz kuru yıllar itibariyle iniřli çıkıřlı bir seyir izlese de genel olarak azaldıęını yukarıdaki řekilde gōrmekteyiz. Őzellikle 2008 mart ayında en dūřuk seviyelere inmiřtir. Bu durum 2003 yılından bu yana en dūřuk oran olmuřtur. Őzetlemek gerekirse Reel Efektif Dōviz Kuru Tūrkiye’nin dięer ūlkeler karřısında ekonomik performansını gōsterir. Yani reel efektif dōviz kuru azalırsa net ihracat olumlu etkilenir ve ūlkenin rekabet gūcū artar. Dolayısıyla yabancı yatırımcıların ūlkeye giriři artmıř olur. Tersine durumda ise TL deęer kazanır ve Tūrkiye’nin rekabet gūcū dūřer. Yukarıda verilen řekilden de anlařılacaęı ūzere Reel Efektif Dōviz Kuru sūrekli dūřme eęiliminde olmuřtur (Ceylan, 2014: 1)

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN EKONOMETRİK VERİ ANALİZİ

4.1. Literatür Araştırması

Herrero ve Rio (2003) çalışmalarında 79 ülkeyi baz alarak uygulanan para politikalarının finansal istikrara etkisini incelemiştir. Bankacılık krizlerinin oluşmaması için uygulanması gereken modeller üzerine durmuşlardır.

Varlık (2014) çalışmasında Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin finansal istikrar üzerine etkisini analiz etmiştir.

Haznedaroğlu (2014) doktora tezinde Türkiye'de faiz koridorunun finansal istikrar üzerine etkisini analiz etmiştir. Faiz koridorunun krediler üzerindeki etkinliği için dinamik regresif yöntemi kullanıldıktan sonra kredilerin çıktı açığı ve fiyat istikrarı üzerindeki etkilerini ölçmek için VAR modeli kullanmıştır.

Kara vd., (2015) çalışmasında küresel krizler sonrasında para politikası uygulamaları değerlendirilmiştir. Finansal koşullar endeksi geliştirilerek VAR etki-tepki fonksiyonları kullanılmıştır.

Tunalı ve Yalçınkaya (2016) çalışmalarında TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası uygulamasının enflasyon ve döviz kuru arasındaki ilişki Granger nedensellik testi ile analiz edilmiştir.

Gökçalp (2016) çalışmasında para politikası kararlarının TCMB tarafından alınan faiz kararlarının hisse senetlerinin getirileri üzerinde etkili olup olmadığını vaka çalışması ve Genelleştirilmiş Hareketler Metodu yöntemini kullanarak araştırmıştır.

Nergiz (2018) Tezinde geleneksel olmayan para politikalarından olan zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru araçlarının makro değişkenler üzerindeki etkisini araştırmak için VAR analizi kullanılmıştır.

Çalışkan (2018), yaptıkları çalışmalarında Türkiye ekonomisinde finansal istikrar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1984 ve 2014 yılları arası verileri ve VAR modelini kullanarak yapmışlardır.

Sürücü (2018), Çalışmasında Türkiye'deki geleneksel olmayan para politikaları Bruno ve Shin çalışmasından faydalanarak makro ekonomik veri seti ile analiz edilmiştir. Yapısal kırılmaları ortaya koymak amacıyla da Bai-Perron yönteminden faydalanılmıştır.

Atgür ve Altay (2018), çalışmalarında Türkiye ve Endonezya Ülke Örneklerinden yola çıkarak yeni para politikalarını ele almışlardır. Çalışmalarında araştırmalarını VAR ve FAVAR ekonometrik yöntemlerini kullanarak yapmışlardır.

Tablo-4: Literatürde Yer Alan Ekonometrik Çalışmaların Sonuçları

S/N	Yazar	Yöntem	Ülke ve Dönem	Sonuç
1.	Herrero ve Rio (2003)	Logit (ikili)	79 ülke 1970-1999	Bankacılık krizlerinin oluşmasında para politikası hedeflerinin belirginliğinin az döviz kuru ise çok belirgin olmuştur. Ayrıca reel GSYH ve büyümenin oluşmasının krizleri azalttığı gözlemlenmiştir.
2.	Varlık (2014)	GMM	Türkiye 2002-2012	TCMB'nin faiz kararları alırken finansal sistemde ortaya çıkabileceği tahmin edilen dalgalanmaları dikkate aldığı sonucuna varılmıştır.
3.	Haznedaroğlu (2014)	VAR	Türkiye, 2006-2013	VAR Modeli sonuçları Türkiye de faiz koridoru politikalarının krediler üzerinde etkili olduğu ve kredi büyümesini etkilediği tespit edilmiştir.
4.	Kara vd., (2015)	VAR	Türkiye 2006-2014	Kredi büyümesi için finansal koşullar endeksinin istikrarlı olduğu sonucu bulunmuştur.
5.	Tunalı ve Yalçınkaya (2016)	Granger	Türkiye Mayıs 2010- Eylül 2016	Gelişmekte olan ekonomilerde gelişmiş ekonomilere oranla faiz teminat politikası yüksek olduğundan yabancı sermaye o ülkelere yönelirler. Bu durumda merkez bankaları sadece fiyat istikrarına değil aynı zamanda döviz kurunu da analizlerine dahil etmelidirler.
6.	Gökalp (2016)	GMM	Türkiye, Mayıs 2010 – Kasım	Faiz koridorun üst sınırında meydana gelen artışların hisse senetleri

			2014	fiyatlarında düşüşe, alt sınırında meydana gelen azalışların ise artışa neden olduğu tespit edilmiştir.
7.	Nergiz (2018)	VAR	Türkiye 2011-2016	Çalışmada zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun ekonomik istikrarı sağlamada pozitif etkilerinin olduğu sonucuna varılmıştır.
8.	Çalışkan (2018)	VAR	Türkiye, 1984 ve 2014	Türkiye ekonomisinde finansal risk/istikrar unsurlarının iktisadi büyüme üzerinde önemli etkilere sahip olduğu belirlenmiştir.
9.	Sürücü (2018)	Makro ekonomik veri seti	Türkiye 1999-2017	Yapısal politikaların kendi başlarına yeterli olmadığı geleneksel para politikası araçlarıyla makro ihtiyatlarla desteklenmesi gerektiği sonucuna ulaşmıştır.
10.	Atgür ve Altay (2018)	VAR, FAVAR	Türkiye, 2002:I-2013:II Endonezya, 2001:I-2013:I	VAR Modeli sonuçları Türkiye ve Endonezya'da faiz kanalının kısmen çalıştığını, FAVAR Modeli sonuçları ise, faiz kanalının Endonezya'da kısmen çalıştığına işaret etmiştir.

4.2. Veri Seti

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının geleneksel olmayan para politikası araçlarının finansal istikrara olan etkisinin ölçülmesi amacıyla; 2011 ve 2017 yılları arasındaki aylık Zorunlu Karşılık Oranları, Reel Kur, Borç Verme Faiz Oranları, Cari Açık, Enflasyon ve Finansal Sağlık İndeks değerleri kullanılmıştır.

Günümüzde kredi derecelendirme kuruluşları, finansal sistemin sağlığını ölçmek üzere bazı indeks değerleri tespit etmeye çalışmaktadır. Finansal istikrar endeksi, finansal sistemin tümüyle yıllar içerisinde takip edilmesiyle finansal istikrarı sayısallaştırarak analizler için girdi sağlamaktadır. Aynı zamanda finansal istikrar endeksi, makro riskleri azaltıcı analizlerde izlendiği için bu alanları yansıttığı düşünüldüğünde erken uyarı sisteminin içinde yer almaktadır (Aktaş, 2011: 15-18).

Finansal istikrarın analizi üzerinde yapılan çalışmalar neticesinde Finansal Sağlık İndeks değeri hesaplanma yöntemi geliştirilmiştir. Finansal sağlık göstergeleri, krizlerin ortaya çıkmasına zemin hazırladığı tespit edilmiş olan erken uyarı göstergeleri finansal istikrar endeksinden ayrı tutulmayan analizdir (Aktaş,

2011: 21). Ülke bankalarının güvenilirliği ve sağlamlığı noktasından hareketle yapılan çalışmalarda, ortaya konacak göstergelerin belirlenmesi büyük önem taşımaktadır (Özcan, 2006: 80-89).

Ekonometrik analiz modelinde yer alan değişkenlerin açıklamaları Tablo 5’de gösterilmiştir.

Tablo-5: Ekonometrik Hesaplama Kullanan Veri Seti

S/N	Değişken	Açıklama	Dönem	Kaynak
1.	CA	Cari Açık	2011:Q1- 2017:Q1	TCMB
2.	FSI	Finansal Sağlamlık İndeksi	2011:Q1- 2017:Q1	TBB, BBDK, TCMB
3.	INF	Enflasyon	2011:Q1- 2017:Q1	TÜİK
4.	LEND	Borç Verme Oranları (1 Haftalık Repo)	2011:Q1- 2017:Q1	TCMB
5.	RKUR	Reel Kur Oranları	2011:Q1- 2017:Q1	TCMB
6.	ZKO	Zorunlu Karşılık Oranları	2011:Q1- 2017:Q1	TCMB

4.3. Ekonometrik Yöntem

TCMB’nin geleneksel olmayan para politikası araçlarından Zorunlu Karşılık Oranları ve Borç Verme Faiz Oranlarının finansal istikrara olan etkisinin, Cari Açık, Enflasyon, Reel Faiz Kur ve Finansal Sağlamlık İndeks değerleri üzerindeki etkisi bilgisayar yazılımları kullanılarak değerlendirilmiştir.

Ekonometrik analizlerin yapılabilmesi için “Eviews 10 Student Version Lite” ekonometri programı kullanılmıştır.

Çalışmada para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin belirlenmesi amacıyla Vektör Otoregresif (VAR) yöntemi kullanılmıştır. VAR modeli, para politikalarının etkilerinin analiz edilmesinde yaygın biçimde kullanılan ekonometrik bir yöntemdir. VAR modelinde, etki-tepki fonksiyonları uygulanmaktadır. VAR yönteminde, modeldeki değişkenlerden birisine şok verilmesi durumunda belli bir güven aralığı esas alınarak (çalışmada %95 alınmıştır) modeldeki diğer değişkenlerin şok karşısında gösterdikleri tepkilerin incelenmesi yapılmaktadır.

Sistemde açıklanan değişkenler, içsel değişken, açıklayıcı değişkenler ise dışsal değişken veya önceden belirlenmiş değişken olarak tanımlanmaktadır (Kutlar, 2000: 190). VAR Modeli yönteminde kullanılan dışsal değişkenler hesaplamalara en küçük kareler tahmin yöntemi göre dahil edilmektedir. Ekonometrik analizlerde çok sık kullanılan en küçük kareler yöntemi kullanılarak uygulanan VAR Modeli tahminleri, karmaşık eşzamanlı analizlerden daha iyi sonuçlar vermektedir. VAR Modeli yöntemi, kısıtlamaların en düşük düzeyde olduğu şartlarda para politikası şoklarının finansal istikrar üzerindeki etkilerinin nasıl olduğunun araştırıldığı en iyi yöntem olarak ifade edilmektedir (Örnek, 2009:109-110).

4.4. Ampirik Sonuçlar

4.4.1. Birim Kök Analiz Sonuçları

Değişkenlere VAR yöntemi uygulanmadan önce birim kök sorunundan arındırılması gerekmektedir. Birim kök analizinin uygulanmasında Augmented (Genişletilmiş) Dickey-Fuller (ADF) birim kök test yöntemi kullanılmıştır. Bu testler neticesinde verilerin durağanlık kontrolleri yapılmıştır. Verilerin trend ve şok etkilerinden arındırılarak durağanlık kazandırılması için birinci farkları (1st difference) hesaplanmıştır. ADF testi için %5 güven aralığında MacKinnon (1996) kritik değerleri sabit terimsiz model istatistik karşılaştırılma işlemi uygulanmıştır.

Zaman serilerinin durağanlık durumu birim kök testi ile açıklanmaya çalışılmıştır. Analizde kullanılan veriler mevsimsellikten arındırılmış verilerdir. Birim kök testinde model aşağıdaki şekildedir:

$$\Delta Y_t = \rho Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

Yukarıdaki modelin anlamı herhangi bir dönemdeki y değerinin, Y_{t-1} döneminde sahip olduğu kendi değerine göre regresyonu olarak ifade edilebilmektedir. Modelde e_t hata terimi olarak ele alınmaktadır.

Birim kök testi öncesindeki hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 = Birim Kök Vardır.

H_1 = Birim Kök Yoktur.

Aşağıda CA, FSİ, İNF, LEND, RKUR ve ZKO veri serisi için birim kök testi sonuçları yer almaktadır. t-statistics değeri, kritik değerlerle karşı karşıya getirildiğinde sonucun anlamlı olmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu kapsamda ise birim kökün varlığından söz etmek mümkündür.

Tablo-6: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Sıfır Hipotezi:	CA birim kök içermektedir.		
Egzojen:	Sabit		
Gecikme Uzunluğu:	10 (sabit)		
		t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği		-1.540638	0.5066
Test kritik değerleri:	% 1 seviye	-3.540198	
	% 5 seviye	-2.909206	
	% 10 seviye	-2.592215	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.			
Sıfır Hipotezi:	FSİ birim kök içermektedir.		
Egzojen:	Sabit		
Gecikme Uzunluğu:	10 (sabit)		
		t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği		-1.483612	0.5353
Test kritik değerleri:	% 1 seviye	-3.540198	
	% 5 seviye	-2.909206	
	% 10 seviye	-2.592215	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.			
Sıfır Hipotezi:	İNF birim kök içermektedir.		
Egzojen:	Sabit		
Gecikme Uzunluğu:	12 (sabit)		
		t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği		-2.573263	0.1041
Test kritik değerleri:	% 1 seviye	-3.544063	
	% 5 seviye	-2.910860	
	% 10 seviye	-2.593090	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.			

Sıfır Hipotezi:	LEND birim kök içermektedir.			
Egzojen:	Sabit			
Gecikme Uzunluğu:	9 (sabit)			
			t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği			-1.554682	0.4996
Test kritik değerleri:	% 1 seviye		-3.538362	
	% 5 seviye		-2.908420	
	% 10 seviye		-2.591799	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.				
Sıfır Hipotezi:	RKUR birim kök içermektedir.			
Egzojen:	Sabit			
Gecikme Uzunluğu:	10 (sabit)			
			t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği			-0.296550	0.9189
Test kritik değerleri:	% 1 seviye		-3.540198	
	% 5 seviye		-2.909206	
	% 10 seviye		-2.592215	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.				
Sıfır Hipotezi:	ZKO birim kök içermektedir.			
Egzojen:	Sabit			
Gecikme Uzunluğu:	10 (sabit)			
			t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği			-1.491645	0.5313
Test kritik değerleri:	% 1 seviye		-3.540198	
	% 5 seviye		-2.909206	
	% 10 seviye		-2.592215	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.				

30

CA, FSİ, İNF, LEND, RKUR ve ZKO verilerinde birim kök bulunduğundan, diğer bir ifadeyle seri durağan olmadığından dolayı değerlerin bir kez farkı alınmış ve birim kök testi yapılmıştır.

Bu kapsamda ortaya çıkan hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 = Birinci dereceden farkı alınan veri serisi durağan değildir.

³⁰ %5 anlamlılık düzeyi baz alınmıştır.

H_1 = Birinci dereceden farkı alınan veri serisi durağandır.

Tablo-7: ADF Birinci Dereceden Farkı Alınan Veri Serisi İçin Birim Kök Testi Sonuçları

Sıfır Hipotezi:	D(CA)** birim kök içermektedir.		
Egzojen:	Sabit		
Gecikme Uzunluğu:	10 (Sabit)		
		t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği		-6.216960	0.000
Test kritik değerleri:	%1 seviye	-3.542097	
	%5 seviye	-2.910019	
	%10 seviye	-2.592645	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.			
**Birinci dereceden farkı			
Sıfır Hipotezi:	D(FSİ)** birim kök içermektedir.		
Egzojen:	Sabit		
Gecikme Uzunluğu:	10 (Sabit)		
		t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği		-2.955256	0.0450
Test kritik değerleri:	%1 seviye	-3.542097	
	%5 seviye	-2.910019	
	%10 seviye	-2.592645	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.			
**Birinci dereceden farkı			
Sıfır Hipotezi:	D(İNF)** birim kök içermektedir.		
Egzojen:	Sabit		
Gecikme Uzunluğu:	12 (Sabit)		
		t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği		-3.625944	0.0080
Test kritik değerleri:	%1 seviye	-3.546099	
	%5 seviye	-2.911730	
	%10 seviye	-2.593551	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.			
**Birinci dereceden farkı			

Sıfır Hipotezi:	D(LEND)** birim kök içermektedir.		
Egzogen:	Sabit		
Gecikme Uzunluğu:	9 (Sabit)		
		t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği		-3.000184	0.0404
Test kritik değerleri:	%1 seviye	-3.540198	
	%5 seviye	-2.909206	
	%10 seviye	-2.592215	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.			
**Birinci dereceden farkı			
Sıfır Hipotezi:	D(RKUR)** birim kök içermektedir.		
Egzogen:	Sabit		
Gecikme Uzunluğu:	10 (Sabit)		
		t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği		-3.051066	0.0358
Test kritik değerleri:	%1 seviye	-3.542097	
	%5 seviye	-2.910019	
	%10 seviye	-2.592645	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.			
**Birinci dereceden farkı			
Sıfır Hipotezi:	D(ZKO)** birim kök içermektedir.		
Egzogen:	Sabit		
Gecikme Uzunluğu:	10 (Sabit)		
		t-İstatistiği	P.*
Augmented Dickey-Fuller test istatistiği		-3.264911	0.0210
Test kritik değerleri:	%1 seviye	-3.542097	
	%5 seviye	-2.910019	
	%10 seviye	-2.592645	
*MacKinnon (1996) tek taraflı p-değerleri.			
**Birinci dereceden farkı			

Tablo-6 ve Tablo-7 incelendiğinde başlangıçta düzey değerlerinin durağan olmamasından kaynaklı verilerin birinci alınmıştır. Tablo-7’da birinci farkları alınan

bütün değişkenlerin durağan hale geldiği görülmektedir. Değişkenler durağan hale geldiğinden dolayı çalışmamıza VAR modeli uygulanmasına göre devam edilebilir.

4.4.2. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Verilerin durağan hale gelmesinden sonra VAR analizi yapılabilmesi için değişkenlerin dışarıdan içe doğru sıralanması gereklidir. Belirtilen sıralamanın yapılmasında Granger nedensellik testinden yararlanılmaktadır. Aşağıda yer alan tabloda Granger nedensellik testinin sonuçları yer almaktadır.

Tablodan elde edilen sonuçlara göre değişkenler dıştan içe doğru sıralaması;

CA \rightarrow İNF \rightarrow FSİ \rightarrow RKUR

Tablo-8: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN: CA	Kİ-kare	Sd	P-değeri
FSİ	7.18	2	0.02
İNF	2.43	2	0.29
RKUR	5.04	2	0.08
BAĞIMLI DEĞİŞKEN: FSİ			
CA	0.26	2	0.87
İNF	2.89	2	0.23
RKUR	0.89	2	0.64
BAĞIMLI DEĞİŞKEN: İNF			
CA	2.31	2	0.31
FSİ	5.02	2	0.08
RKUR	0.02	2	0.98
BAĞIMLI DEĞİŞKEN: RKUR			
CA	0.61	2	0.73
FSİ	0.91	2	0.63
İNF	0.54	2	0.76

Not; Granger nedensellik test sonuçlarına göre FSİ CA'nın nedenidir ($p= 0.02<0.05$). Fakat CA FSİ 'nin nedeni değildir ($p= 0.08>0.05$).

Yukarıda CA, FSİ, İNF, RKUR arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilmiştir. Nedensellik test hipotezi aşağıdaki gibidir;

H_0 = Granger nedeni değildir.

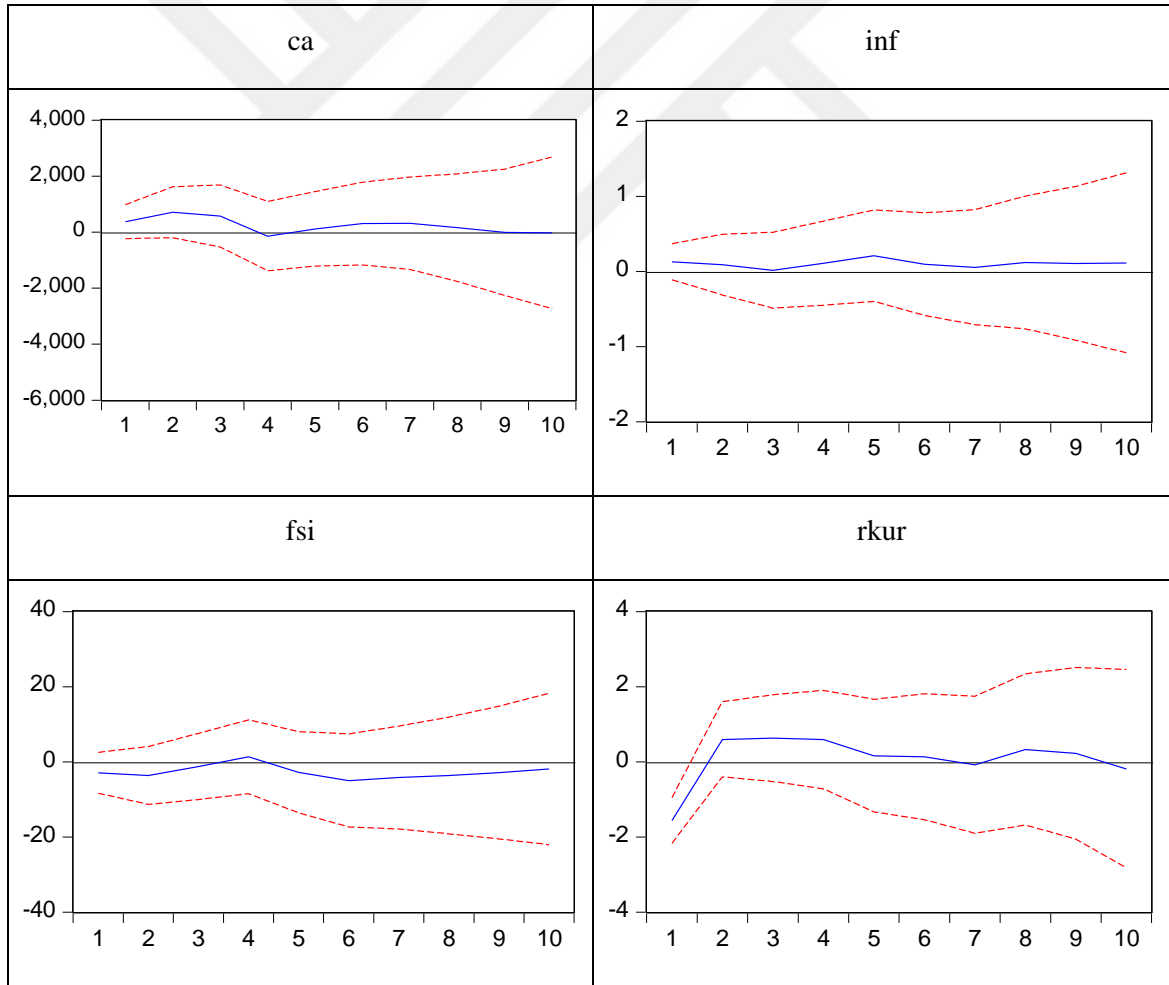
H_1 = Granger nedenidir.

Elde edilen sonuçlar VAR analizi ile örtüşmekte ve analiz sonuçlarını kuvvetlendirmemize yardımcı olmaktadır.

4.4.3. VAR Modeli Etki-Tepki Fonksiyonu Sonuçları

Bu kısımda TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası araçlarından finansal istikrar üzerindeki etkileri VAR modeli kullanılarak incelenmiştir. VAR Modeli etki-tepki fonksiyonu sonuçları Şekil-14 ve Şekil-15'de gösterilmiştir. Şekil-14'de; cari açık (CA), finansal sağlık indeksi (FSI), enflasyon (INF) ve reel kur (RKUR) değişkenlerinin borç verme faiz oranı (LEND) değişkeninin şok etkisine karşı vermiş oldukları tepki, Şekil-15'de ise; CA, FSI, INF ve RKUR değişkenlerinin ZKO değişkeninin şok etkisine karşı vermiş oldukları tepki gösterilmektedir.

Şekil-14: Borç verme faiz oranı VAR Modeli Etki-Tepki Fonksiyonu Sonuçları



Şekil-14. incelendiğinde; LEND değişkeni üzerinden bir birimlik dışsal şok uygulandığında, CA değişkeninin bu şok karşısında verdiği tepki, başlangıçta pozitif yönlü olup ikinci dönemde maksimum düzeyde olmaktadır. İkinci dönemden dördüncü döneme kadar negatif yönlü olan değişim, yedinci döneme kadar tekrar pozitif yönlü gerçekleşmekte ve sekizinci dönemden sonra belli bir durağanlığa geçmiştir.

Şekil-14'de LEND değişkeni üzerinden bir birimlik dışsal şok uygulandığında, INF değişkeninin LEND değişkenine karşı tepkisi; üçüncü döneme kadar azalan yönlü olmuştur, üçüncü dönemden beşinci döneme kadar pozitif yönlü ve sonrasında tekrar aşağı yönlü olmaktadır. Yedinci dönemden sonra etki zayıflamakta ve azalarak durağan hale geçmiştir.

Şekil-14'de LEND değişkeni üzerinden bir birimlik dışsal şok uygulandığında, FSI değişkeninin LEND değişkenine karşı tepkisi; dördüncü döneme kadar negatif bir seyir izlemiştir. Dördüncü dönemde denge noktasına paralel bir seyir izlese de sonrasında onuncu döneme kadar tekrar negatif bölgede olduğu görülmektedir.

Şekil-14'de LEND değişkeni üzerinden bir birimlik dışsal şok uygulandığında, RKUR değişkeninin LEND değişkenine karşı tepkisi, ikinci döneme kadar negatif bölgede gerçekleşmiştir. İkinci dönemden altıncı dönemin ortalarına kadar pozitif ama azalan yönlü bir seyir izlemiştir. Sekizinci dönemde pozitif seyir izleyen etki bu dönemden sonra tekrar negatif yönlü hareket ederek azalmıştır.

VAR Modelinden hareketle elde edilen etki-tepki fonksiyonu sonuçları, TCMB borç verme faiz oranının, Türkiye'de finansal istikrar açısından kısmen etkili olduğunu göstermektedir. Genelde dalgalı bir etkinin yaşandığı gözlenmiştir.

Şekil-15 incelendiğinde; ZKO değişkeni üzerinden bir birimlik dışsal şok uygulandığında, CA'nın söz konusu şok karşısında verdiği tepki istatistiksel olarak anlamsız sonuçlanmıştır. Bunun sebebi CA denge noktasına paralel seyir izlemesidir.

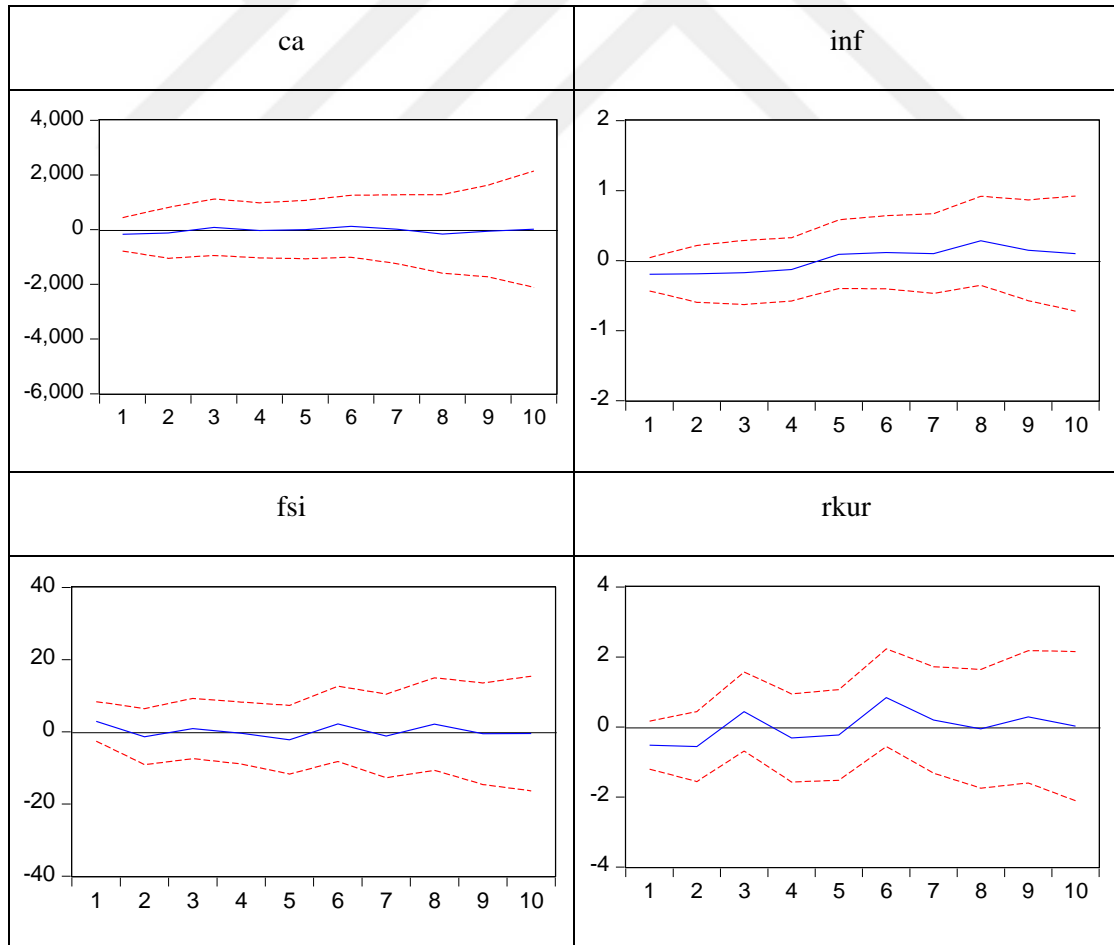
Şekil-15'de ZKO değişkeni üzerinden bir birimlik dışsal şok uygulandığında, INF değişkeninin ZKO değişkenine karşı tepkisi; beşinci döneme kadar negatif seyir izlediği görülmüştür. Beşinci dönemden sekizinci döneme kadar kademeli olarak

pozitif yönlü seyir izlerken sekizinci dönemden sonra ise azalma eğiliminde gerçekleşmiştir.

Şekil-15’de ZKO değişkeni üzerinden bir birimlik dışsal şok uygulandığında, FSI değişkeninin ZKO değişkenine karşı tepkisi kısa süreli dalgalanmalar şeklinde olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamsız sonuçlanmıştır. Öncesinde pozitif bölgede tepki gösteren FSI sonrasında denge noktasına çok yakın düzeyde seyretmiştir. Milimlik bu değişiklikler istatistiksel olarak anlamsız kabul edilmektedir.

Şekil-15’de ZKO değişkeni üzerinden bir birimlik dışsal şok uygulandığında, RKUR değişkeninin ZKO değişkenine karşı tepkisi; önceleri negatif bölgede görülürken sonra pozitif ve negatif yönlü olmak üzere 2 şer yıllık dönemler halinde gerçekleşen dalgalı şoklar şeklinde görülmüştür.

Şekil-15: Zorunlu karşılık oranı VAR Modeli Etki-Tepki Fonksiyonu Sonuçları



VAR Modelinden hareketle elde edilen etki-tepki fonksiyonu sonuçları, TCMB zorunlu karşılık oranlarının, Türkiye’de finansal istikrar açısından kısmen etkili olduğunu göstermektedir. Genelde dalgalı bir etkinin yaşandığı gözlenmiştir.

4.4.4. Varyans Ayırıştırma Sonuçları

Varyans ayırıştırma analizi, herhangi bir değişkenin yüzde kaçının kendisinden yüzde kaçının da başka bir değişkenden etkilendiğini göstermektedir. Çalışmamızda Cholesky ayırıştırma analizine göre varyans analizi yapılmıştır.

Tablo-9: FSI Oranının Varyans Ayırıştırma Test Sonuçları

Peri od	S.E.	CA	FSI	INF	DLEND	DRKUR	ZKO
1	21,975	4,633	95,366	0,000	0,000	0,000	0,000
2	23,948	5,538	84,168	1,020	6,893	0,002	2,376
3	26,328	5,627	79,676	5,497	6,718	0,469	2,011
4	27,516	5,233	79,361	5,939	6,172	1,391	1,901
5	28,372	4,950	76,988	6,356	7,121	1,768	2,814
6	29,776	5,221	76,968	6,907	6,533	1,681	2,687
7	30,204	5,093	77,091	6,741	6,581	1,753	2,738
8	30,982	4,845	77,394	6,893	6,359	1,736	2,769
9	31,766	4,947	77,634	6,767	6,065	1,652	2,932
10	32,343	4,796	77,757	6,835	6,021	1,595	2,993

Yukarıda yer alan Tablo-9’da VAR modelinde FSI değişkenine ait varyans ayırıştırma test sonuçları görülmektedir. Yapılan inceleme neticesinde FSI’nin değişmelerinin 1. dönemde %95,3 kendinden %4,6 CA etkilendiği ve diğer değişkenlerin birinci dönemde herhangi bir etkilerinin olmadığı görülmüştür. 10. Döneme bakacak olursak modelde kullanılan verilerden CA değişkeninin modeli %4,7, FSI değişkeninin %77,75, INF değişkeninin %6,83, LEND değişkeninin %6,02, RKUR değişkeninin %1,59 ve ZKO değişkeninin %2,99 etkilediği tespit edilmiştir.

Tablo-9’da Görüldüğü üzere FSİ 1. Dönemde kendisinden %95 etkilenirken geleneksel olmayan para politikalarından olan borç vermez faiz oranı ve zorunlu karşılık oranlarından etkilenmemiştir. İlerleyen dönemlerde geleneksel olmayan para politikalarının etkilerinin artmasından dolayı FSİ kendisinden etkilenme oranının düştüğü görülmüştür. Sonuç olarak 10. Döneme bakarsak FSİ kendisinden %77 etkilenirken LEND’ten %6 ZKO’dan da yaklaşık %3 etkilenmiştir.

Tablo-10: CA Oranının Varyans Ayrıştırma Test Sonuçları

Peri od	S.E.	CA	FSI	INF	DLEND	DRKUR	ZKO
1	2076,39	100,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
2	2250,22	85,927	9,566	1,265	2,062	1,174	0,002
3	2414,53	84,239	8,315	2,060	2,076	2,750	0,557
4	2576,87	82,260	7,303	2,968	3,420	3,216	0,830
5	2734,02	81,617	7,534	2,702	3,727	3,216	1,197
6	2843,57	80,901	7,800	2,696	3,467	3,220	1,762
7	3003,94	81,595	7,274	3,093	3,176	3,156	1,703
8	3080,82	81,804	7,074	3,460	3,022	3,014	1,623
9	3178,67	82,036	7,142	3,369	2,885	2,993	1,571
10	3291,35	82,423	6,972	3,445	2,697	2,860	1,601

Yukarıda yer alan Tablo-10’de VAR modelinde CA değişkenine ait varyans ayrıştırma test sonuçları görülmektedir. Yapılan inceleme neticesinde INF’nın değişmelerinin 1. dönemde sadece kendinden kaynaklandığı ve diğer değişkenlerin birinci dönemde herhangi bir etkisinin olmadığı görülmüştür. 10. Döneme bakacak olursak modelde kullanılan verilerden CA değişkeninin modeli %82,42, FSI değişkeninin %6,97, INF değişkeninin %3,44, LEND değişkeninin %2,69, RKUR değişkeninin %2,86 ve ZKO değişkeninin %1,60 etkilediği tespit edilmiştir.

Görüldüğü üzere CA 1. Dönemde sadece kendisinden etkilenmiş ve geleneksel olmayan para politikalarından olan borç vermez faiz oranı ve zorunlu karşılık oranlarından etkilenmemiştir. İlerleyen dönemlerde geleneksel olmayan para politikalarının etkilerinin artmasından dolayı CA kendisinden etkilenme

oranının düştüğü görülmüştür. Sonuç olarak 10. Döneme bakarsak CA kendisinden %82 etkilenirken LEND'ten %2,6 ZKO'dan da yaklaşık %1,6 etkilenmiştir.

Tablo-11: INF Oranının Varyans Ayrıştırma Test Sonuçları

Peri od	S.E.	CA	FSI	INF	DLEND	DRKUR	ZKO
1	0,906	2,547	3,051	94,400	0,000	0,000	0,000
2	1,125	1,652	2,525	88,907	1,945	1,932	3,036
3	1,238	2,719	8,380	78,573	1,959	1,880	6,486
4	1,328	2,381	7,380	79,097	1,953	1,751	7,436
5	1,432	2,089	7,865	78,832	1,771	1,871	7,570
6	1,534	1,822	8,003	79,016	1,566	1,746	7,844
7	1,615	1,767	7,931	78,633	1,417	1,592	8,658
8	1,693	1,617	8,369	78,322	1,337	1,507	8,845
9	1,771	1,486	8,220	78,519	1,240	1,478	9,054
10	1,844	1,381	8,258	78,401	1,186	1,424	9,346

Tablo-11'de VAR modelinde INF değişkenine ait varyans ayrıştırma test sonuçları görülmektedir. Yapılan inceleme neticesinde INF'in değişmelerinin 1. dönemde %94,4 kendinden kaynaklandığı %2,5 CA'dan %3 FSI'den etkilendiği görülmüştür. 10. Döneme bakacak olursak modelde kullanılan verilerden INF değişkeninin modeli %78,4, CA değişkeninin %1,38, FSI değişkeninin %8,25, LEND değişkeninin %1,18, RKUR değişkeninin %1,42 ve ZKO değişkeninin %9,34 etkilediği tespit edilmiştir.

Tablo-11'de Görüldüğü üzere INF 1. Dönemde kendisinden %94 etkilenirken geleneksel olmayan para politikalarından olan borç vermez faiz oranı ve zorunlu karşılık oranlarından etkilenmemiştir. İlerleyen dönemlerde geleneksel olmayan para politikalarının etkilerinin artmasından dolayı INF kendisinden etkilenme oranının düştüğü gözlemlenmiştir. Böylece INF değişkeni son dönemde kendisinden %78 etkilenirken LEND'ten %1 ZKO'dan da %9 etkilendiği görülmüştür.

Tablo-12: RKUR Oranının Varyans Ayrıştırma Test Sonuçları

Peri od	S.E.	CA	FSI	INF	DLEND	DRKUR	ZKO
1	2,563	9,875	2,796	1,224	10,191	75,912	0,000
2	2,980	9,444	2,069	0,908	7,544	70,160	9,872
3	3,120	9,036	2,274	0,972	6,884	70,560	10,271
4	3,378	7,711	1,944	1,003	6,374	70,604	12,361
5	3,794	10,863	2,281	0,832	5,310	65,957	14,753
6	4,001	10,649	2,299	0,836	4,775	66,035	15,402
7	4,221	9,804	2,174	0,849	4,292	67,030	15,847
8	4,429	9,701	2,101	0,817	4,223	66,162	16,993
9	4,626	9,894	2,048	0,792	3,889	66,000	17,374
10	4,828	9,572	2,079	0,790	3,596	66,261	17,699

Yukarıda yer alan Tablo-12’de VAR modelinde RKUR değişkenine ait varyans ayrıştırma test sonuçları görülmektedir. Yapılan inceleme neticesinde RKUR’un değişmelerinin 1. dönemde %75,9 kendinden etkilendiği %9,87 CA’dan %2,79 FSI’den, %1,22 INF’den, %10,19 LEND’ten kaynaklandığı görülmüştür. 10. Döneme bakacak olursak modelde kullanılan verilerden RKUR değişkeninin modeli %66,2, CA değişkeninin %9,57, FSI değişkeninin %2,07, INF değişkeninin %0,79, LEND değişkeninin %3,59 ve ZKO değişkeninin %17,699 etkilediği tespit edilmiştir.

Yukarıda yer alan Tablo-12 incelendiğinde RKUR 1. Dönemde kendisinden %75 etkilenirken geleneksel olmayan para politikalarından olan borç vermez faiz oranından %10 etkilenmiş ve zorunlu karşılık oranından etkilenmediği görülmüştür. İlerleyen dönemlerde geleneksel olmayan para politikalarının etkilerinin artmasından dolayı RKUR kendisinden etkilenme oranının dönem dönem düştüğü görülmüştür. 10. Döneme bakacak olursak RKUR kendisinden %66 etkilenirken, ZKO’dan %17, 6 etkilenmiştir ve LEND’in etkisi %3 olduğu ve zamanla azaldığı görülmüştür. Bu durum kur üzerinde faiz oranlarının etkisi azalırken zorunlu karşılık oranlarının etkisinin arttığını göstermektedir.

SONUÇ

2008 yılında ortaya çıkan küresel finansal kriz sonucunda ülkeler ekonomik istikrar için kullandıkları amaçları ve araçları değişim yolunu tercih etmişlerdir. 2008 yılında finansal krizin oluşması Fiyat istikrarı politikasını iyi bir şekilde uygulayan ve enflasyon hedeflemesini tutturun ülkelerde ekonomik performans için fiyat istikrarının tek başına finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığını göstermiştir.

Hemen hemen her dönemde para politikası araç ve amaçları ekonomik gelişmelere paralel olarak ortaya çıkmıştır. Dönemin ve içinde bulunulan ekonomik perspektifin gereklerine uygun olarak kullanılan para politikası araç ve amaçları ülkenin ekonomik düzenlemesi için önemlidir. Aynı zamanda para politikalarını yönetmek ve kullanmak merkez bankalarının elindedir.

Küresel finansal krizden sonra ortaya çıkan duruma müdahale edebilmek için uygun araç bulunamadığından dolayı bazı merkez bankaları yeni araçlar arayışına başlamışlardır. Merkez bankaları artık sadece fiyat istikrarına değil finansal istikrara da önem vererek yeni politikaları kullanmaya başlamışlardır. Kullanılan araçlar ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermektedir.

Gelişmiş ülkelerde bulunan merkez bankaları deflasyonist baskıları kırmak ve durgunluğu önlemek için parasal genişleme, kredi genişlemesi ve faiz taahhüdü gibi araçlar kullanmaya başlamışlardır. Ülkelerin genel olarak kullandığı bu geleneksel olmayan para politikaları parasal genişleme, zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru, kredi genişlemesi, kaldıraca dayalı zorunlu karşılıklar oranı, rezerv opsiyon mekanizması ve teminat çeşitlendirmesi olarak sıralanabilir. Genişlemekte olan ülkeler ise gelişmiş ülkelerin aldığı kararlar sonucunda oluşan bolluktan etkilenmemek ülkede oluşacak zararı en aza indirmek adına faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi politikalarını kullanmışlardır.

Kısaca belirtmek gerekirse gelişmiş veya gelişmekte olan bütün ülkelerde bulunan merkez bankaları, ülke perspektiflerini dayanarak oluşan krize karşı önlem almak ve gelecekte oluşacak herhangi bir ekonomik problemin vereceği zararı en aza indirmek adına birçok yeni para politikası uygulamışlardır.

Küresel ekonomilerde yaşanan krizlerin olumsuz etkilerinin giderilmesi amacıyla gelişmiş ülkelerin uygulamaya koyduğu genişletici para politikaları, iç talebi arttırmaya yeterli olmamasının yanında geleneksel para politikası araçlarının değişmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda finansal piyasalarda oluşan likidite fazlası gelişmekte olan ülke piyasalarına yöneldiğinden dolayı, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bulunan merkez bankaları da kendi iç ve dış piyasalarını korumak amacıyla para politikası araçlarında ve amaçlarında değişiklikler yapmışlardır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası geleneksel olan para politikalarının yanında geleneksel olmayan para politikalarını da kullanarak piyasada oluşan istikrarsızlığı etkileyerek fiyat istikrarı amacının yanında finansal istikrar amacını da sağlamaya çalışmıştır.

Yapılan benzeri çalışmalarda, geleneksel olmayan para politikası araçlarının genel anlamda piyasaya pozitif etkisinin olduğu görülmüştür. Finansal istikrara olan etkisi bazı dönemlerde pozitif etki etmiş olsa da ülkenin o dönemdeki koşullarına göre etkisi değişmektedir. Çalışmamızda geleneksel olmayan para politikalarının finansal istikrar üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla ekonometrik yöntemden faydalandık.

Çalışmamızda Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının, geleneksel olmayan para politikalarının ekonometrik veri analizi yöntemleri kullanılarak test edilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda TCMB'nin uyguladığı para politikalarının yıllar içindeki sonuçlarının değerlendirilmesi amacıyla, ekonometrik zaman serisi veri setlerinin kullanılmasına karar verilmiştir. Bu kapsamda 2011 ve 2019 yılları arasındaki aylık veriler şeklindeki, Zorunlu Karşılık Oranları, Reel Kur, Borç Verme Faiz Oranları, Cari Açık, Enflasyon ve Finansal Sağlık İndeks değerleri kullanılmıştır.

Değişkenler arasındaki ilişkinin tespit edilebilmesi için ise Vektör Otoregresif (VAR) yöntemi kullanılmıştır. VAR modeli, para politikalarının etkilerinin analiz edilmesinde çok sık kullanılan ekonometrik bir yöntemdir. VAR modelinde, etki-tepki fonksiyonları uygulanmaktadır. VAR yönteminde, modeldeki değişkenlerden herhangi birisine şok verilmesi durumunda belli güven aralığı esas alınarak modelde bulunan diğer değişkenlerin şok karşısında gösterdikleri tepkiler incelenmektedir.

TCMB'sinin geleneksel olmayan para politikalarına yönelik matematiksel ekonometrik VAR modeli kurulması amacıyla bağımsız değişkenler olarak zorunlu karşılık oranlar ve faiz oranları seçilmiştir. Bağımlı değişkenler olarak ise, diğer bir ifadeyle TCMB'nin para politikalarından etkileneceği ve finansal istikrarın belirlenmesi için önemli verileri teşkil edeceği düşünülen değişkenleri olarak; cari açık, enflasyon, reel kur ve finansal sağlamlık verileri seçilmiştir.

VAR Modelinden hareketle elde edilen etki-tepki fonksiyonu sonuçları, TCMB borç verme faiz oranının, Türkiye'de finansal istikrar açısından kısmen etkili olduğunu göstermektedir. Borç verme faiz oranının tüm değişkenler üzerinde üçer dönemlik dalgalı bir etkisini olduğu tespit edilmiştir. TCMB zorunlu karşılık oranlarının, Türkiye'de finansal istikrar açısından kısmen etkili olduğunu göstermiştir. Zorunlu karşılık oranları; cari açık ve finansal sağlamlık indeksi üzerinde etkisiz kaldığı, enflasyon üzerinde ise etkisinin düşük olduğu belirlenmiştir. Reel kur değişkeni üzerinde ise 2 şer yıllık dönemler halinde ve dalgalı şoklar şeklinde etkilerin yaşandığı tespit edilmiştir.

TCMB geleneksel olmayan para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin incelenmesi amacıyla kullanılan ekonometrik VAR modeline, cari açık değişkeninin %20,95, finansal sağlamlık indeksi değişkeninin %59,35, enflasyon değişkeninin %3.25, borç verme değişkeninin %7.37, reel kur değişkeninin %6.55 ve zorunlu karşılık oranı değişkeninin %2,4 etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Genel olarak varyans ayrıştırma testlerini inceleyecek olursak geleneksel olmayan para politikaları birinci dönemde değişkenler üzerinde etkisinin olmadığı görülmüştür. Bu durum verilerin alındığı yıllarda geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımının yaygın olmamasından kaynaklıdır. İlerleyen dönemlere bakılırsa genel olarak geleneksel olmayan para politika araçları FSİ, INF, CA ve RKUR yaklaşık olarak %11 civarında etkilediği görülmüştür. Bu durum araçların %11 oranında da olsa değişkenleri etkilediğini göstermektedir.

Yapılan çalışmayla, TCMB'nin 2010 yılından bu yana uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları, bazı dönemlerde başarılı olsa da finansal istikrar hedefini sağlamada istenilen sonuçlar elde edilememiştir. Hem faiz oranının hem de zorunlu

karşılık oranının finansal istikrar açısından kısmen etkili olduğu tespit edilmiştir. TCMB'nin para politikaları araçlarından zorunlu karşılık oranı ve faiz oranı değişkenlerinin, cari açık, enflasyon, reel kur ve finansal sağlamlık indeksi gibi önemli dört farklı finansal istikrar göstergesi üzerine katkı sağlanacağı değerlendirilmektedir.



KAYNAKÇA

AÇCI, Yunus (2016), Türkiye’de Reel Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisinin Var Analizi ile İncelenmesi, Akademik Araştırmalar ve Çalışma Dergisi, Cilt 8, S 14.

ADIGÜZEL, Uğur, BAYAT, Tayfun ve KAYHAN, Selim (2012) Long Term Impact Of Financial System On Import Demand For Turkey, Doğuş Üniversitesi Dergisi, 13, 173-188.

ADRIAN, Tobias and LIANG, Nellie (December 2016) Monetary Policy, Financial Conditions and Financial Stability. Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports, No 690.

AKAY, Hülya KANALICI (2006) Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, Cilt 56, Sayı 2.

AKÇAY, Memduh Aslan (Ekim 1997) Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı, Devlet Planlama Teşkilatı, Yayın No: DPT. 2483.

AKDŞŞ, Muhammet (2006), Para Teorisi ve Politikası, Gazi Kitabevi, Ankara.

AKTAN, Coşkun Can; UTKULU, Utku ve TOGAY, Selahattin (1998). Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler, İMKB Yayınları, İstanbul.

AKTAŞ, Cihan (2011). Finansal İstikrar Analizi Bağlamında Türkiye İçin Finansal İstikrar Endeksi Önerisi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, Ankara.

ALBULESCU, Claudiu T. (2010) Forecasting The Romanian Financial System Stability Using A Stochastic Simulation Model, Romanian Journal Of Economics Forecasting, 1.

ALKİN, Kerem (2002) Genel Ekonomi, TSPAKB Eğitim Notları, Cilt 10, Sayı 2, http://www.tspakb.org/docs/egitim_notlari/genel_ekonomi_turev.Pdf (13.03.2019).

ALTUNTAŞ, Mehmet (2018) Bağımsız Para Politikası Çerçevesinde Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Katsayısının Analizi, Trakya üniversitesi sosyal bilimler enstitüsü, Edirne.

ARICAN, Erişah ve OKAY Güçlü (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği. Journal of economics Policy researches. Cilt 1.

ATGÜR, Musa ve ALTAY, Oğuzhan. (2018). Yeni Para Politikası Arayışları Bağlamında Parasal Aktarım Mekanizması Faiz Kanalının İşleyişi: Türkiye ve Endonezya Ülke Örnekleri. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, Cilt 14, Sayı 3. ss601-621.

ATILĞAN, M. Harun. (2016). Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar, T.C. Maliye Bakanlığı, Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü, Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c,6 s,2 s.249-268.

AVŞAR, Muharrem. (2011) “Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları” Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 6(2), 143-171, Eskişehir.

BARBER, William J. (1999). İktisadi Düşünce Tarihi (Çeviren: İhsan DURDU), Şule Yayınları, İstanbul.

BAŞÇI, Erdem ve KARA, Hakan. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası, TCMB, Çalışma Tebliği No:11/08.

BAYOUMİ, Tamim, DELL'ARİCCIA, Giovanni, HABERMEIER, Karl F, GRİFFOLİ, Tommaso and VALENCIA, Fabian. (April 2014) Monetary Policy The New Normal, <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Monetary-Policy-in-the-New-Normal-41419> (Erişim: 21.04.2019)

BERNANKE, Ben ve GERTLER, Mark (1990). Financial Fragility and Economic Performance, The Quarterly Journal of Economics, cilt 105, sayı 1, s.87-114.

BINDSEIL, Ulrich (April 2000) Central Bank Liquidity Management: Theory and Euro Area Practice, Journal of Economic Letters, D 84, E 52.

BİNİCİ, Mahir. EROL, Hasan, KARA, Hasan. ÖZLÜ, Pınar ve ÜNALMIŞ, Deren. (Temmuz 2013). Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir Mi? TCMB Ekonomi Notları No:2013-20

BODY, Derick ve SMITH Ron (November 2003) Monetary Policy, Central Banks and Economic Performance in the Caribbean, Paper prepared for the XXXV annual Caribbean Centre for Monetary Studies Conference, Eastern Caribbean Central Bank, St. Kitts, Caribbean.

BOZKURT, Cuma ve KARATAY GÖĞÜL, Pelin (Mayıs 2010) Para ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu, Akademik Araştırmalar ve Çalışma Dergisi, Cilt 2, Sayı 2.

CAPIE, Forrest ve WOOD, Geoffrey (2006). Asset Prices, Financial Stability, and The Role of the Central Bank, Issues in Monetary Policy: The Relationship Between Money and Financial Market, Ed. Kent Matthews ve Philip Booth, England, John Wiley and Sons.

CAPIE, Forrest, GOODHART, Charles ve SCHNADT, Norbert (1994) The Development Of Central Banking, <https://core.ac.uk/download/pdf/221833.pdf> erişim:26.03.2019.

CARARE, Alina, SCHAECHTER, Andrea, STONE, Mark ve ZELMER, Mark (2002) Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting, IMF Working Paper, sayı 102.

CARUANA, Jaime(2005). Monetary Policy, Financial Stability and Asset Prices, Banco de Espena Documentos Ocasionales, sayı 0507.

CEYLAN, Onur (2014), Döviz Kuru ve Reel Efektif Döviz Kuru, <http://piyasarehberi.org/ekonomi/63-doviz-kuru-ve-reel-efektif-kur> (Erişim: 18.08.2019).

CHANT, John (2003) Financial Stability As a Policy Goal, Bank of Canada Technical Report, sayı 95.

CIHAK, Martin (2006). How Do Central Banks Write on Financial Stability? IMF Working Paper, sayı 163.

CROCKETT, Andrew (1997). Why Is Financial Stability A Goal of Public Policy”, FED Kansas City 1997 Symposium: Maintaining Financial Stability in a Global Economy.

ÇALIŞKAN, Zehra D. (2018). Türkiye Ekonomisinde Finansal İstikrar ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. Social Science Development Journal. Volume:3, Issue:12. ss414-423.

ÇETİN, M. Özlem. (2016). TCMB Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt 8, Sayı 14, ISSN 1309-1123, S. 67-101 DOI: 10.14784/Jfrs.87278.

ÇETİNKAYA, Murat. TALAŞLI, Esra ve KUBAR, Yeşim (2008). Finansal Krizler ve G-8 Ülkelerinin Finansal Krizlerin Yayılmasındaki Etkileri, Marmara Üniversitesi Uluslararası Finans Sempozyumu, 19 Aralık 2008, s. 217-234.

ÇOLAK, Ömer F. (1994). TCMB'nin Para Politikası ve Para Programı, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı 6.

DEANE, Marjorie. PRINGLE, Robert ve VOLCKER, Paul, The Central Banks, Viking Adult, 1st edition.

DEMİRHAN, Banu. (2013). Türkiye’de Yeni Yaklaşımlar Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulaması. Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, C, XV, S II.

DORNBUSH, Rudiger ve FISCHER, Stanley (1987): Macroeconomics, Fourth Edition, McGraw Hill Book Company, Singapore.

EĞİLMEZ, Mağfi (21 Ağustos 2012) para politikası niçin maliye politikasına tercih ediliyor?<http://www.mahfiegilmez.com/2012/08/para-politikas-nicin-maliye-politikasna.html> (31.01.2019)

EĞİLMEZ, mağfi ve KUMCU, ercan (2016). Ekonomi Politikası Teori Ve Türkiye Uygulaması, remzi kitabevi.

EĞİLMEZ, Mahfi. (2014). Makro Ekonomi, Türkiye'den Örneklerle, Remzi Kitap Evi, 6. Baskı, İstanbul.

EĞİLMEZ, Mahfi. (Ağustos 2016), Zorunlu Karşılıklar Niçin İndirilir (Erişim:25.11.2017) <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/merkez-bankas-zorunlu-karslk-oranlarn.html>

EICHENGREEN, Barry (April 2004). Financial Instability, university of California, Berkeley revised.

EROĞLU, Ömer (2004), Para Teorisi ve Politikası Ders Notları, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Isparta.

ERSOY, Hicabi ve IŞIL, Gökhan (2016). küresel kriz sonrası merkez bankası para politikaları ve finansal sistem üzerine etkileri, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Yıl:15 Özel Sayı:29 Bahar/1 s.349-374.

EVANS, Charles L. (March 22, 2011). The Economy And Monetary Policy İn 2010, Federal Reserve Bank Of Chicago, 2010 Annual Report, <https://www.chicagofed.org/publications/annual-report/2010-annual-report> (Erişim:09.05.2019).

FERGUSON, Roger W. (2003) Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective? BIS Working Paper, sayı 18.

FİSCHER, Stanley (December 1996) Maintaining Price Stability, Finance Development, <https://pdfs.semanticscholar.org/1da1/392ca999ade7bd589a380f722a38e737f965.pdf>

FOOT, Michael (April 2003) What is Financial Stability and How Do We Get It? The Roy Bridge Memorial Lecture, sayı 3.

G-10 (January 2001) Report On Consolidation In The Financial Sector, isbn 92-9131-611-3 <https://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/Eng/pdf/file1.pdf> (Erişim: 15.11.2018).

GENÇAY, Oya. (2007). Finansal Dolarizasyon ve Finansal İstikrar Arasındaki İlişki: Türkiye Değerlendirmesi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.

GÖKALP, Bekir T. (2016). Para Politikası Kararlarının Hisse Senetlerinin Fiyatları Üzerindeki Etkileri, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Y:2016, C:21, S:4. ss1379-1396.

GÖKER, Zeliha. (2009). Küresel Kamusal Mal: Finansla İstikrar, Akdeniz İİBF Dergisi ,17, 7-22.

GREGORÍO, Jose De (March 2010), Recent Challenges of Inflation Targeting, Monetary and Economic Department, BIS Papers No.51.

HACIOĞLU, Ali (2009) Türkiye’de Dış Ticaret Mevzuatı ve Ekonomi Politikaları Arasındaki Uyum Sorunlarına İlişkin Bir Analiz, Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne.

HALDANE, Andrew, HOGGARTH, Glenn, SAPORTA, Victoria and SINCLAIR, Peter (september 2004) Financial Stability and Bank Solvency, Federal Reserve Bank of Chicago International Conference, Chicago.

HAUBEN, Aerd, KAKES, Jan and SCHINASI, J. Garry (2004) Toward a Framework For Safeguarding Financial Stability”, IMF Working Paper, sayı 101.

HAZNEDAROĞLU, Abdullah B. (2014) Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrara Yönelik Olarak Uygulanan Faiz Koridorunun Etkinliği Üzerine Bir Analiz, Maltepe üniversitesi, sosyal bilimler enstitüsü, İstanbul.

HEPAKTAN, Erdem, ÇINAR, Serdar ve DÜNDAR Özlem (2011), Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Dış Ticaret ile İlişkisi, Akademik Araştırmalar ve Çalışma Dergisi, Cilt 3, S 5.

HERRERO, Alicia G. ve RÍO Pedro Del (2003) Finansal Stability And The Desing Of Monetary Policy, Banço De Espana Servicio De Estudios, Documento De Trabajo N 0315, Madrid.

HODGMAN, Donald.R (1973), ‘Credit controls in Western Europe, an evaluative review’, Conference Series 11, Federal Reserve Bank of Boston, p.137-177.

<https://www.evrensel.net/haber/291311/bir-kisi-karl-marx-bir-kavram-arti-deger>
(18.11.2017)

<https://www.paraborsa.net/i/marksist-ekonomi-nedir/> (18.11.2017).

HUNTER, Leni, ORR, Adrian and WHITE, Bruce (2005) Towards a Framework for Promoting Financial stability in New Zealand, Rezerv Bank of New Zealand Bulletin, cilt 69, sayı 1.

İNCEKARA, Ahmet (2016), Dünya ve Türkiye Ekonomisi, İktisadi Araştırma Vakfı https://www.iav.org.tr/yonetim/dosya/makale/Ahmet_incekara.pdf.

KAHN, George A. (2010) Monetary Policy Under A Corridor Operating Framework, Federal Rezerve Bank Of Kansas City Economics Review Quarter Four. <https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/pdf/10q4Kahn.pdf> erişim: 25.03.2019.

KARA, A. Hakan. (2012), Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, İktisat, İşletme ve Finans, TCMB, DOI: 10.3848/İif.2012.315.0936.

KARAGÖZ, İmran E. (2016). 2008 Krizinde Amerikan Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Analizi, Marmara Üniversitesi, İktisat Politikası Bilim Dalı, İstanbul.

KARLUK, Rıdvan (1996) uluslararası ekonomi, beta yayınları, İstanbul.

KAUFMAN, G. George (November 1998) Central Banks, Asset Bubbles, and Financial Stability, FED Bank of Chicago Working Paper, sayı 12.

KAYA, Feridun ve TURGUTTOPBAŞ, Neslihan (Haziran 2012) Dış Ticaret İşlemleri, Açıköğretim Fakültesi Çizgi Ekibi, 1. Baskı, Eskişehir.

KAYKUSUZ, Murat, (2001) Maliyet Enflasyonu Ve Türkiye'de Maliyet Enflasyonunun Nedenleri

KEYDER, Nur (2002), Para Teorisi, Politika, Uygulama, Seçkin Yayınları, Ankara.

KEYDER, Nur ve ERTUNGA, Evrim İmer (2012) Para Teori, Politika, Uygulama, Seçkin Yayıncılık, 12. Baskı, Ankara.

KOÇYİĞİT, Dilek (2009), Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetimi Stratejileri, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.

KOHN, Vice C. (January 3, 2010) Monetary Policy In The Crisis: Past, Present And Future, Board Of Governors Of The Federal Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100103a.htm>(Erişim:07.05.2019).

KUTLAR, Aziz (2000). Ekonometrik zaman serileri teori ve uygulama, Gazi Kitabevi, Ankara.

LARGE, S. Andrew (2003) Financial Stability: Maintaining Confidence in a Complex World, National Liberal Club.

LİPSEY, Richard G. STEINER, Peter O. ve PURVIS, Douglas D. (1984) İktisat, 7. Baskı, Bilim Teknik Yayınları, İstanbul.

LONGWORTH, David (2007) Liquidity, Liquidity, Liquidity. The Investment Industry Association of Canada, Toronto, Ontario.

MACKİNNON, James G. (November 1996) Numerical Distribution Functions For Unit Root And Cointegration Tests, Journal Of Applied Econometrics, Vol 11, Queen's University, Canada.

MANGIR, Fatih ve ERTEM, Cemil (Nisan 2016) Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Nominal GSYİH Hedeflemesi: Karşılaştırmalı Bir Analiz, Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi, ISSN: 2148-3043. Sayı 31.

MEULENDYKE Ann Marie (autumn 1992). Reserve Requirements and the Discount Window in Recent Decades. Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, Volume 17, No. 3.

MISHKIN, Frederic S. (1997) The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers, <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1997/pdf/s97mishk.pdf> (erişim: 14.11.2018)

MIZIRAK, Zekeriya (2004) Türkiye Dış Ticaretinin Gelişim Serüveni (1980-2004) Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi, Cilt 7, Sayı 1-2.

MİNSKY, Hyman P. (1992). Financial Instability Hypothesis, Work Paper, No:74.

MOENJAK, Thammarak, WARANGKANA, Imudom and SIRIPIM, Vimolchalao (2004) Monetary Policy and Financial Stability: Finding the Right Balance under Inflation Targeting, Bank of Thailand Discussion Paper, sayı 8.

NERGİZ, Özge (2018) Geleneksel Olmayan Para Politikaları ve Son Dönem Uygulamaları, Cumhuriyet Üniversitesi, Sivas.

OSKAY, Cansel (2017). Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği, Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Teknik Araştırmalar Dergisi, Sayı 14.

ÖNDER, Timur (2005) Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

ÖRNEK, İbrahim (2009). Türkiye'de parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişi, Maliye Dergisi, 156 (1), ss.104-125.

ÖZCAN, Serkan (2006). Para Politikası Tercihleri İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü. Ankara

ÖZDEMİR, İpek (Haziran 2010) Merkez Bankacılığında Teminat Sistemleri, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

ÖZTEN, Sezai ve KARĞIN, Sibel (2012) Bankacılıkta İç Kontrol Faaliyetleri Kapsamında Krediler Kontrolü ve Muhasebeleştirme Süreci, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, c. xiv, s.11.

PADOA-SCHIOPPA, Tommaso (2002) Central Bank and Financial Stability: Exploring a Land in Between, Second ECB Central Banking Conference: The Transformation of The EMS.

PARASIZ, İlker. (2003). Para Politikası, Ezgi Kitap Evi, Bursa.

PERERA, Anil (2010). Monetary Policy İn Turbulent Times:İmpact Of Unconventional Monetary Policies, central bank of sri lanka, 67 pages.

ROWLAND, Peter (2004). The Colombian Sovereign Spread And İts Determinants, Banco De La Republica Research Report, [Http://Www.Banrep.Org/Docum/Ftp/Borra315.Pdf](http://Www.Banrep.Org/Docum/Ftp/Borra315.Pdf)

SAVAŞ, Vural (1998). Politik İktisat, Beta Basım 4. Baskı, İstanbul.

SCHİNASİ, Garry J. (2004). Defining Financial Stability, IMF Çalışma Tebliği IMF Working paper, No: wp/ 04/187.

SEREL, Alpaslan ve ÖZKURT, İsmail Cem. (2014) Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası yönetim ve ekonomi araştırma dergisi- sayı,22- Doi: <http://dx.doi.org/10.11611/JMER247>.

SERİN, Vildan (1998) Para Politikası Amaçları ve Araçları, İktisat Politikası Seçme Konuları Baskı 1, Alfa Yayınları, İstanbul.

SEVER, Erşan, ÖZDEMİR, Zekai ve MIZIRAK, Zekeriya (November 2010) Finansal Globalleşme, Krizler ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneğinde Bir İnceleme, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt 2, Sayı 3.

SEYREK, İsmail. (2006) Finansal İstikrarsızlık ve Dış Borç: Türkiye Örneği, Sü İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, <http://sead.selcuk.edu.tr/sead/article/view/326>.

SREJBER, Eva (July 2002) Inflation Targeting and Bubbles, Adam Smith Seminars, Paris.

SÜRÜCÜ, Cemil C. (2018) Implementation Of Unconventional Monetary Policies: Case Of CBRT, İstanbul Bilgi Üniversitesi, İstanbul.

ŞAHBAZ, Ahmet, BULUŞ, Abdulkadir ve KALECİ Fatih (2016) The Relationship Between Openness Foreign Direct Investment and Poverty: The Case Of Turkey, Gaziantep Üniversitesi Journal Of Social Sciences, Cilt 15, Sayı 4, 1106-1117.

ŞENTÜRK, Mehmet. KAYHAN, Selim ve TAYFUR, Bayat. (Temmuz 2016). Küresel Finansal Kriz Sonrasında Merkez Bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, 9(3) <https://www.researchgate.net/publication/313677950>

TALAŞLI, İsmail Anıl (2012) Türkiyede Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi, TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara.

TALETAR, Erdinç (2002). Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kim İçin? İmaj Yayıncılık, Ankara.

TCMB (2013) Enflasyon ve Fiyat İstikrarı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi, Ankara.

TCMB (2013), Enflasyon ve Fiyat İstikrarı, s: 19.

TCMB (2014), Enflasyon Raporu,

TCMB (Ekim 2014) Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı, Piyasalar Genel Müdürlüğü Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüğü, Ankara.

TCMB, (2012) Merkez Bankası Bağımsızlığı, TCMB Yayınları.

TCMB, (2016) Yıllık Raporu.

TCMB, (Aralık 2015) Bülten, Sayı 28, 29, 40.

TCMB, (Mayıs 2017) Finansal İstikrar Raporu, S.24, S.25.

TCMB, Düünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TCMB, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2012). TCMB Araştırmacı Yazılı Meslek Sınavı. S 1-10.

TCMB, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2019). TCMB İstatistikleri. Erişim adresi: <https://evds2.tcmb.gov.tr/> Erişim tarihi: 15.04.2019.

THORNTON Daniel L (August/Semtember 1986) The Discount Rate and Market Interest Rates: Theory and Evidence, Federal Reserve Bank of St. Louis.

TİRYAKİ, Göksel. (2012) Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri:1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında, Yayın No:289, İstanbul.

TOKUCU, Erkan. (2013). Para Politikalarının Uygulanmasında Faiz Koridoru Sistemi ve Kanada, İngiltere ve Yeni Zelanda Deneyimleri, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, Cilt: 50 Sayı: 581,

TUNA, Kadir. ÖNER, Selina ve ÖNER, Hakan (2014). 2008 Küresel Kriz Döneminde Türkiye ile Gelişmekte Olan Ülkeler Arasında Krizin Yayılma Etkisinin İncelenmesine Yönelik Bir Çalışma, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 15, Sayı 1.

TUNALI, Halil ve YALÇINKAYA, Yusuf (2016) Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulanmasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi, iktisat fakültesi mecmuası, cilt 66.

TÜİK, Türkiye İstatistik Kurumu. (2019). TÜİK İstatistikleri. Erişim adresi: <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist> Erişim tarihi: 15.04.2019.

ÜNSAL, Erdal M. (2009). Makro İktisat, İmaj Yayıncılık, Ankara.

VARLIK, Serdar (2014). Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Finansal İstikrar: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir İnceleme, Gazi Üniversitesi, İktisat Bilim Dalı, Ankara.

VURAL, Umut. (2013). Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Ankara.

WHITE, William R, (2006) Fiyat İstikrarı Yeterli Midir? Bank for International Settlements, Sayı 59.

WRIGHTSMAN, Dwayne (1975) An Introduction to Monetary Theory and Policy, New York: The Free Press.

YAY, Gülsün Gürkan (2015) Para ve Finans Teori Politika, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

YILMAZ, Ömer. KIZILTAN, Alaattin ve KAYA, Vedat (2005). İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri, Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, S.24, Ss.77-96.

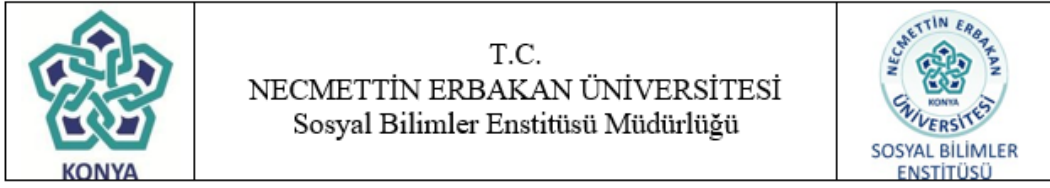
YÜCEMEMİŞ, Başak Tanınmış. ALKAN, Ufuk ve DAĞIDIR, Canan (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki EtkisiFinansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt 7, Sayı 13, ISSN 1309-1123, s. 449-478 DOI: 10.14784/jfr

YÜKSEL, Cihan (2014). Maliye Politikası. Mersin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, http://www.cihanyuksel.org/mly413_ders_notu.pdf (12.03.2019)

ZARAKOLU, Avni (1989). Bankacılar İçin Merkez Bankacılığı Bilgisi, Türkiye İş Bankası Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara.

SELİK, Mehmet (1982), Marksist Değer Teorisi, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, 484, 26, Ankara.





ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı:	Funda çekik	İmza:	
Doğum Yeri	Cihanbeyli		
Doğum Tarihi:	02.12.1991		
Medeni Durumu:	Evi		

Öğrenim Durumu

Derece	Okulun Adı	Program	Yer	Yıl
İlöğretim	Akşemsettin		konya	1997
Ortaöğretim	Akşemsettin		Konya	2002
Lise	Selçuklu lisesi	TM	Konya	2005
Lisans	Afyon Kocatepe üniversitesi			
Yüksek Lisans				
Becerileri:				
İlgi Alanları:				
İş Deneyimi:				
Aldığı Ödüller:				
Hakkımda Bilgi Almak İçin Önerebileceğim Şahıslar:				
Tel:				

Adres:

