

T. C.
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



GELENEKSEL OLMAYAN PARA
POLİTİKALARININ MAKROEKONOMİK
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ
YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN
Prof. Dr. Suzan ERGÜN

HAZIRLAYAN
Emine AY

MALATYA, 2021

T.C
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ
MAKROEKONOMİK ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Emine AY

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN
Prof. Dr. Suzan ERGÜN

MALATYA, 2021

ONUR SÖZÜ

Prof. Dr. Suzan ERGÜN danışmanlığında Yüksek Lisans Tezi olarak hazırladığım “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği” başlıklı bu çalışmamın, bilimsel ahlâk ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın tarafımdan yazıldığını ve yararlandığım bütün yapıtların hem metin içinde hem de kaynakçada yöntemine uygun biçimde gösterilenlerden oluştuğunu belirtir, bunu onurumla doğrularım.

EMİNE AY

ÖNSÖZ

“Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği” başlıklı çalışma, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Programında Prof. Dr. Suzan ERGÜN danışmanlığında hazırlanmış yüksek lisans tezidir.

Yüksek lisans tez çalışmam boyunca benimle bilgisini, tecrübesini ve kıymetli vaktini paylaşan, tezimle ilgili araştırmalarımda sorularımı cevaplayan ve en önemlisi de güler yüzünü hiç eksik etmeyen çok değerli danışmanım Prof. Dr. Suzan ERGÜN’e çok teşekkür ederim.

Hayatım boyunca aldığım her kararda ve çıktığım her yolda her zaman desteğini ve dualarını esirgemeyen anneme ve babama minnettarım. Bu süreçte ve her durumda yanımda olan desteğini her zaman hissettiğim abim Celal Ay’a ve kız kardeşlerim Sariye ve Hatice Ay’a çok teşekkür ederim. Ayrıca yanımda olan bütün arkadaşlarıma teşekkür ederim.

ÖZET

2008 yılında, ABD’de başlayan ekonomik bozulmalar dalga dalga ülkelere yayılarak küresel ölçekte finansal krize dönüşmüştür. Krizin ekonomiler üzerinde oluşturduğu etkiyi bertaraf etmek için merkez bankaları tarafından bir dizi önlemler alınmıştır. Alınan bu önlemlerin eksik kalması üzerine merkez bankaları yeni para politikası araçları olan geleneksel olmayan para politikası araçlarını tasarlayıp kullanmaya başlamışlardır. TCMB’de 2010 yılı sonundan itibaren yeni para politikası araçları tasarlayıp uygulamaya başlamıştır. Bu araçlar kapsamında fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrar da gözetlenmiştir.

Bu çalışmada TCMB’nin 2010 yılı sonundan itibaren uygulamaya başladığı geleneksel olmayan para politikalarının sonuçları gözleme dayalı olarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda uygulanan politikalardan zaman zaman başarılı sonuçlar elde edildiği görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Küresel Finansal Kriz, Geleneksel olmayan Para Politikası Araçları, Finansal İstikrar.

ABSTRACT

In 2008, the economic disruptions that started in the USA spread to countries in waves and turned into a global financial crisis. In order to eliminate the impact of the crisis on the economies, a series of measures have been taken by the central banks. Upon the lack of these measures, central banks started to design and use new monetary policy tools, non-traditional monetary policy tools. Since the end of 2010, the CBRT has started to design and implement new monetary policy instruments. Within the scope of these instruments, financial stability was also observed as well as price stability.

In this study, the results of the non-traditional monetary policies that the CBRT started to implement since the end of 2010 were examined based on observation. As a result of the study, it was seen that successful results were obtained from the policies implemented from time to time.

Keywords: Global Financial Crisis, Unconventional Monetary Policy Tools, Financial Stability.

İÇİNDEKİLER

ONUR SÖZÜ.....	iii
ÖNSÖZ	iv
ÖZET	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
TABLolar LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiv
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ TEORİK ÇERÇEVESİ

1.1. Para Politikası.....	3
1.1.1. Para Politikasının Amaçları	3
1.1.1.1. Fiyat İstikrarının Gerçekleştirilmesi	4
1.1.1.2. Tam İstihdamın Gerçekleştirilmesi.....	5
1.1.1.3. Ekonomik Büyüme Hızının Artırılması.....	5
1.1.1.4. Ödemeler Bilançosu	6
1.1.1.5. Finansal İstikrarın Sağlanması.....	6
1.1.2. Para Politikası Araçları	7
1.1.2.1. Para Politikasının Dolaylı Araçları	7
1.1.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri (APİ)	8
1.1.2.1.2. Reeskont Oranı.....	10
1.1.2.1.3. Zorunlu Karşılık Politikası.....	11
1.1.2.2. Para Politikasının Doğrudan Araçları.....	12
1.1.2.2.1. Genel Disponibilite Oranı.....	12
1.1.2.2.2. Kredi Tavan Uygulaması.....	13
1.1.2.2.3. Farklılaştırılmış Reeskont Oranı.....	13

1.1.2.2.4. Ticari Banka Kredilerinin Vade ve Faiz Oranları Açısından Özel Kontrolü	14
1.1.2.2.5. Banka ve Diğer Finansal Araçlara Belirli Bir Miktar Devlet Tahvili Satın Alma Zorunluluğunun Getirilmesi	14
1.1.2.2.6. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi	14
1.1.2.2.7. Tüketici Kredilerinin Kontrolü	14
1.1.2.2.8. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü...	14
1.1.2.2.9. Merkez Bankasının Telkin Politikası Takip Etmesi	15
1.2. Teorik Açıdan Para Politikası.....	15
1.2.1. Klasik Teori'ye Göre Para Politikası.....	15
1.2.2. Keynesyen Teori'ye Göre Para Politikası	17
1.2.3. Monetarist Teoriye Göre Para Politikası	18
1.3. Para Politikası Stratejileri.....	20
1.3.1. Parasal Hedefleme Stratejisi	20
1.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi.....	22
1.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi.....	24
1.4. Parasal Aktarım Mekanizması	26
1.4.1. Faiz Kanalı	27
1.4.2. Varlık Fiyatları Kanalı.....	28
1.4.2.1. Kredi Kanalı.....	28
1.4.2.2. Hisse Senedi Kanalı	29
1.4.3. Döviz Kanalı.....	29
1.4.4. Beklentiler Kanalı.....	30

İKİNCİ BÖLÜM

KÜRESEL FİNANSAL KRİZ ve GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI

2.1. Finansal Kriz	32
2.1.1. Finansal Kriz Türleri	33
2.1.1.1. Para Krizleri.....	33
2.1.1.2. Bankacılık Krizleri	34
2.1.1.3. Dış Borç Krizleri	35

2.1.1.4. Sistemik Finansal Krizler.....	35
2.1.2. Finansal Krizin Nedenleri.....	36
2.1.2.1. Finansal Liberalizasyon	36
2.1.2.2. Sabit Döviz Kuru Sistemi	37
2.1.2.3. Makroekonomik Nedenler	37
2.1.3. Finansal Kriz Göstergeleri.....	38
2.1.3.1. Cari Açık/GSMH'ye Oranı	39
2.1.3.2. Bütçe Açığı/GSMH'ye Oranı	39
2.1.3.3. Reel Döviz Kurundaki Artış	40
2.1.3.4. Merkez Bankası Döviz Miktarı	40
2.1.3.5. Para Arzındaki Artış	40
2.2. 2008 Küresel Finansal Krizi ve Para Politikası.....	41
2.3. 2008 Küresel Finansal Krize Neden Olan Gelişmeler	42
2.4. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları.....	47
2.4.1. Miktersal Genişleme	48
2.4.2. Kredi Genişlemesi.....	49
2.4.3. Zorunlu Karşılık Politikası.....	50
2.4.4. Faiz Taahhüdü Politikası	51
2.4.5. Faiz Koridoru.....	51

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI

3.1. Literatür Araştırması	53
3.2. 2008 Küresel Finansal Kriz Öncesi TCMB Para Politikası	56
3.2.1. Ocak 2000- Şubat 2001 Dönemi: Döviz Kuru Hedeflemesi Dönemi.....	56
3.2.2. Şubat 2001- Aralık 2001 Dönemi: Geçiş Dönemi	58
3.2.3. 2002-2005 Dönemi: Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi	58
3.2.4. 2006 ve Sonrası Dönemi: Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi	59
3.3. 2008 Küresel Finansal Kriz Sonrası TCMB Para Politikası Araçlarının Gelişimi.....	60
3.3.1. Zorunlu Karşılıklar	63
3.3.2. Rezerv Opsiyonu Mekanizması.....	67

3.3.3. Faiz Koridoru.....	68
3.3.4. Likidite Yönetimi.....	71
3.3.5. İstisnai Gün Uygulaması.....	72
3.4. Geleneksel Olmayan Para Politikasının Uygulanması	73
3.4.1. 2010-2020 Para Politikaları Uygulamaları.....	73
3.4.1.1. 2010 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	74
3.4.1.2. 2011 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	75
3.4.1.3. 2012 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	77
3.4.1.4. 2013 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	78
3.4.1.5. 2014 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	80
3.4.1.6. 2015 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	82
3.4.1.7. 2016 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	84
3.4.1.8. 2017 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	86
3.4.1.9. 2018 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	88
3.4.1.10. 2019 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	89
3.4.1.11. 2020 Yılı Para Politikası Gelişmeleri	91
3.5. Geleneksel Olmayan Para Politikasının Türkiye Ekonomisi Üzerinde Makroekonomik Etkileri	94
3.5.1. Enflasyon Üzerindeki Yansımaları	96
3.5.2. Kredi Hacmi Üzerindeki Etkileri.....	101
3.5.3. Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri	106
3.5.4. Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkisi	112
SONUÇ	119
KAYNAKÇA.....	122

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APİ	: Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BİST	: Borsa İstanbul
BPP	: Bankalararası Para Piyasası
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
FED	: Federal Rezerv Bankası
GLP	: Geç Likidite Penceresi
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayri Safi Millî Hasıla
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
KGF	: Kredi Garanti Fonu
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
ÖTV	: Özel Tüketim Vergisi
PPK	: Para Politikası Kurulu
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
YP	: Yabancı Para



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. APİ İşlem Çeşitleri.....	9
Tablo 2.1. Miktersal Genişleme ve Açık Piyasa İşlemleri Arasındaki Fark.....	49
Tablo 3.1. 2002-2005 Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri.....	59
Tablo 3.2. 2006-2009 Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşme Oranlar	60
Tablo 3.3. TCMB Yeni Politika Birleşimi	63



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3.1. Faiz koridoru	70
--------------------------------	----



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1. 2009-2020 Yıllarında Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşen Enflasyon	100
Grafik 3.2. Toplam Krediler	105
Grafik 3.3. Türkiye Ekonomisinin 2008-2019 Yıllarında Büyüme Hızı	111
Grafik 3.4. Cari İşlemler Dengesi	117
Grafik 3.5. Cari Açığın Finansmanı	118



GİRİŞ

2008 yılında ABD’de başlayan küresel kriz kısa süre içerisinde dalga dalga büyüyerek birçok ülke ekonomisini etkisi altına almıştır. Küresel krizin ortaya çıkmasında birçok neden etkili olmuştur. Özellikle mortgage kredileri ve konut balonu önemli bir rol oynamıştır. Amerika Merkez Bankası’nın (Federal Rezerv Bank, FED) 2001-2004 döneminde uyguladığı genişletici para politikaları sonucu konut balonu oluşmuştur. Bunun yanı sıra geri dönmeyen banka kredileri, finansal kurumlar tarafından oluşturulan türev ürünler ve FED’in faizleri artırmasıyla birlikte konutların değerinin düşmesi küresel krizin ortaya çıkmasında belirleyici olmuştur. ABD’de konut balonun patlamasıyla ortaya çıkan bozulmalar hızla finansal piyasalara da yayılmış ve bütün ekonomiyi etkisi altına almıştır. Kriz, ABD’nin önemli finansal kuruluşu olan Lehman Brothers’ın iflasıyla birlikte küresel boyut kazanmıştır.

Küresel krizle birlikte merkez bankacılığı anlayışında değişiklik yaşanmıştır. Kriz öncesi dönemde merkez bankalarının temel hedefi fiyat istikrarı iken krizle birlikte finansal istikrarın da ekonomiler için önemi ön plana çıkmıştır. Böylece merkez bankaları fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gerçekleştirmeyi temel hedef olarak kabul etmiştir.

Merkez bankaları krizi yönetebilmek amacıyla çeşitli müdahalelerde bulunmuşlardır. Ancak olağan dönemlerde uygulanan para politikası araçları krizi yönetme noktasında yetersiz kalmıştır. Bunun üzerine merkez bankaları ülke ekonomisine uygun farklı para politikası araçları geliştirmeye çalışmıştır. TCMB’de bu kapsamda yeni para politikası araçları geliştirip uygulamaya başlamıştır. Ayrıca, küresel kriz boyunca gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerin takip ettiği para politikaları farklılık göstermiştir. Gelişmiş ülkeler ekonomik durgunluğa karşı politikalar izlerken gelişmekte olan ülkeler ise gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan politikalar sonucu artan sermaye akımlarına yönelik politikalar izlemişlerdir.

TCMB’nin küresel kriz sürecinde izlediği para politikasında 2006 yılından beri açık bir şekilde takip ettiği enflasyon hedeflemesi stratejisi etkili olmuştur. Bunun yanı sıra küresel krizle birlikte merkez bankacılığı anlayışının değişmesi sonucu TCMB enflasyon hedeflemesi stratejisine finansal istikrarı da dâhil etmiştir. Enflasyon

hedeflemesinde temel politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranının yanı sıra yeni politika araçları olarak faiz koridoru, zorunlu karşılık ve rezerv opsiyonu mekanizması gibi birbirini tamamlayıcı nitelikteki araçları TCMB 2010 yılı sonundan itibaren uygulamaya başlamıştır.

Bu çalışmanın amacı 2008 küresel krizi sonrası TCMB tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının makroekonomi üzerindeki etkilerini incelemektir. Çalışmada geleneksel olmayan para politikası araçlarının 2010-2020 döneminde enflasyon, kredi hacmi, ekonomik büyüme ve cari denge üzerindeki etkileri gözleme dayalı olarak ele alınmıştır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde kuramsal altyapıyı oluşturmak amacıyla para politikası detaylı bir şekilde incelenmiştir. İkinci bölümde finansal krizin tanımı, türleri, nedenleri, göstergeleri, 2008 küresel finansal kriz ve geleneksel olmayan para politikası araçları detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Ayrıca ikinci bölümde, merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikalarına başvurma nedenleri sorgulanmıştır. Üçüncü bölümde ise geleneksel olmayan para politikalarına ilişkin Türkiye'ye yönelik literatür çalışmaları, Türkiye'nin küresel kriz öncesinde ve sonrasında uygulamış olduğu para politikaları ve küresel kriz sonrası süreçte enflasyon, kredi hacmi, ekonomik büyüme ve cari işlemler dengesi detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Sonuç bölümünde ise TCMB tarafından kullanılan geleneksel olmayan para politikası araçlarının enflasyon, kredi hacmi, ekonomik büyüme ve cari işlemler dengesi üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ TEORİK ÇERÇEVESİ

Çalışmanın bu bölümünde para politikasının tanımı, amaçları, araçları, stratejileri ve aktarım kanalı ele alınmıştır.

1.1. Para Politikası

Para politikası, genel olarak para otoritesi tarafından piyasada bulunan para miktarını artırmak veya azaltmak için izlenen politika olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir tanımlamada ise, paranın niceliğini, maliyetini ve firmalar ile hane halkının beklentilerini etki altına alarak ana hedeflere ulaşmak için uygulanan stratejilerin toplamı olarak ifade edilir (Önder, 2005:24).

Para politikası taşıdığı bir takım özelliklerinden dolayı diğer iktisat politikalarına kıyasla daha fazla öneme sahiptir. Öncelikle para politikasına halk çok fazla tepki göstermez. Diğer yandan para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri kısa sürede görülür. Bunlara ek olarak para politikası daha sık değiştirilebilir ve uygulanabilirliği daha kolaydır (Akdiş, 2006:267; Orhan ve Erdoğan, 2002:57).

Para politikasının takip edilmesinde sorumluluk ülkelerin merkez bankalarına aittir. Merkez bankaları ekonominin likidite ihtiyacına göre daraltıcı ya da genişletici politikalar uygular. Örneğin piyasanın likiditeye ihtiyaç duyması halinde genişletici para politikası izleyerek piyasaya likidite enjekte eder. Tersisi durum söz konusu olduğunda ise daraltıcı para politikası izleyerek fazla likiditeyi merkez bankasına çeker.

1.1.1. Para Politikasının Amaçları

Para politikasının hedefleri, toplam talep ve fiyat istikrarsızlığından dolayı ekonomik hayatta meydana gelen iç ve dış dengelerde oluşan dalgalanmaları gidermek amacıyla belirlenen nihai amaçlardır (Onaran, 1995:15).

Genelde, para politikasının nihai amacının ülke refahını en yüksek seviyeye ulaştırmak olduğu söylenebilir. Bu hedefi gerçekleştirmek amacıyla tanımlanan ve para politikasının büsbütün kontrolü altında bulunmayan esas amaçlar; tam istihdamın

gerçekleştirilmesi, fiyat istikrarının sağlanması, ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesi ve ödemeler dengesi istikrarıdır (Yazgan, 2015:34).

1.1.1.1. Fiyat İstikrarının Gerçekleştirilmesi

Fiyat istikrarı, para politikasının uzun vadeli ana hedefleri olan büyüme ve tam istihdama ilişkin, ekonomik aktörlerin karar alma aşamalarında etkili olmayacak şekilde düşük ve dengeli bir enflasyon oranı olarak tanımlanır (www.tcmb.gov.tr erişim tarihi:13.03.2020). Fiyatlar genel düzeyinin yıllık ortalama artışı enflasyon oranı olarak tanımlanmaktadır. Fiyat istikrarı için bu oranın gelişmiş ülkelerde %1 ile %3 arasında gelişmekte olan ülkelerde ise %4 ile %5 oranında olması genel kabul görmektedir.

Fiyat istikrarını sağlamak için sadece düşük enflasyon oranını yakalamak yeterli değildir. Aynı zamanda düşük enflasyon oranını belirli bir süre korumak gerekir. Hem düşük enflasyon oranı hem de bunun uzun süre korunduğu ekonomilerde fiyat istikrarının sağlandığı kabul edilmektedir. Fiyat istikrarının sağlanmadığı durumlarda ekonomide (Serdengeçti, 2002:1-4) :

- Enflasyonist eğilimlerin hâkim olduğu ortamlarda ekonomik birimler geleceğe yönelik karar alırken göreceli fiyat değişimlerini kolay bir şekilde ayırt edemezler. Bu durumda ekonomik birimler sağlıklı karar alamazlar.
- Finansal aracılık sisteminin verimliliğini düşürür.
- Enflasyon oranının devamlı olarak arttığı ortamlarda yatırımcılar bilhassa uzun vadeli yatırımlarının getiri oranlarında ek olarak enflasyonun oluşturduğu belirsizliklerden dolayı risk primi isterler. Bu durumun neticesinde yüksek risk primi barındıran reel faiz oranları yüksek seviyelerde gerçekleşir.
- Enflasyon sonucunda artan faiz oranları hem üreticileri hem de tüketicileri olumsuz etkiler. Faiz oranlarının yüksek olması üretici firmaların kredi taleplerini kısıtlar. Tüketiciler açısından ise, uzun vadeli finansman ihtiyacı olan bireylerin kredi temin etmelerini engeller.
- Ülkeden sermaye çıkışları artar.
- Yüksek enflasyon, işgücü piyasasının etkin bir şekilde çalışmasını engeller.
- Ekonomik iç ve dış dengelerde bozulmalar ortaya çıkar.

1.1.1.2. Tam İstihdamın Gerçekleştirilmesi

Ekonomilerde tam istihdamın hedef olarak dikkate alınması süreci 1929 Büyük Buhranı'na dayanmaktadır. Bu krizle beraber artan işsizlik oranlarından dolayı tam istihdam para politikasının hedeflerinden birisi haline gelmiştir.

Bir ülkede işsizlik oranının yüksek olması atıl işgücünün yüksek olacağı anlamına gelir. Bununla birlikte üretim sürecinde kullanılacak kaynaklarda atıl kalacağı için gelir kaybı ve toplumsal refah kaybı gibi sorunlar gündeme gelmektedir. Ekonomiler için tam istihdam düzeyinin bir hedef olarak seçilmesi yaygın olmakla birlikte ekonomik işleyiş için belirli bir işsizlik seviyesinin faydalı olabileceğini savunan görüşler de mevcuttur (Demirhan, 2007:10-11). Bu işsizlik oranı doğal işsizlik olarak ifade edilmekte ve gelişmiş ekonomiler için bu oran %3, gelişmekte olan ekonomiler içinde %5 olarak kabul edilmektedir.

Para politikasının tam istihdamı sağlamadaki amacı ekonomik yaşamdaki bütün işgücü arzına istihdam sağlanması değil, emek piyasasına arz edilen işgücü miktarını işgücü talebine eşitliğinin sağlanmasıdır (Çelik, 2008:19-20). Tam istihdam iki nedenden dolayı önemli bir hedeftir (Onaran, 1995:16):

- İşsizlik oranının yüksek olmasından dolayı çoğu insanın yoksullaşmasına, firmaların finansal sıkıntılar yaşamasına ve bu durum personelin psikolojisinin bozulmasına ve suç oranlarının artmasına neden olacağından,
- Ekonomide sadece işsizler değil, yapılamayan üretim, azalan yatırımlar ve üretim sürecinde kullanılan kaynakların atıl kalmasından dolayı da tam istihdamın sağlanması önem arz etmektedir.

1.1.1.3. Ekonomik Büyüme Hızının Artırılması

Ekonomik büyüme kavramı II. Dünya Savaşı'ndan sonra önemli hâle gelmiştir. Ekonomik büyüme, bir ekonomide üretilen mal ve hizmetlerin miktarındaki artış olarak tanımlanmaktadır. Para politikası kullanılarak ekonomik büyüme iki yöntemle sağlanmaktadır. Birinci yöntem milli geliri artırmak için faiz oranlarını para politikasıyla etkilemektir. Diğer yöntem ise işgücü ya da işgücü verimliliğini artırarak üretimin artmasını sağlamaktır (Çelik, 2008:20).

Ekonomik büyümenin dengeli ve istikrarlı bir ölçüde devam ettirilebilmesi için, ekonominin para ve kredi ihtiyacının karşılanması ve parasal genişlemenin ılımlı bir seviyede sağlanması gerekmektedir (Ceylan, 2010:34).

Para politikasının ekonomik büyümeyi destekleyici nitelikte olması gerekmektedir. Bu da faizleri etkileyerek ya da ılımlı bir parasal genişleme yoluyla enflasyonun istikrarlı olması biçiminde gerçekleşmektedir.

1.1.1.4. Ödemeler Bilançosu

Ödemeler dengesi, bir ekonominin belirli bir dönem (Bir yıl) içerisinde yurt içi yerleşik kişi ve kurumların yurt dışındaki yerleşik kişi ve kurumlar ile yapmış olduğu ekonomik işlemlerin sistematik olarak kayıtlarının tutulduğu istatistiksel bir rapor olarak tanımlanır (www.tcmb.gov.tr erişim tarihi: 27.11.2020).

Ödemeler dengesi mal ve hizmet ticaretiyle birlikte finansal işlemleri içerir. Mal ve hizmet hareketlerinden kast edilen ithalat ve ihracat dengesi iken, finansal işlemlerle ilgili olan ekonomi ile diğer ekonomiler arasında meydana gelen sermaye hareketlerinin akış yönü ve ne şekilde yapıldığıdır. Ödemeler bilançosu, reel göstergelerden etkilendiği gibi parasal göstergelerde gerçekleşecek bir değişiklikten de etkilenir. Ödemeler bilançosunun yapısının değişmesinde etkili olan en önemli faktör döviz kurudur (Göçer, 2011:263). Döviz piyasasında oluşan dalgalanmalar, dış ticaret ve ödemeler dengesi üzerinde etkili olmaktadır. Ayrıca para arzı miktarı da hem ödemeler dengesi hem de dış ticaret üzerinde etkilidir. Ödemeler dengesinin açık ya da fazla vermesi ülkenin dış ticaretini ve fiyat istikrarını olumsuz etkiler (Çelik, 2008:20).

1.1.1.5. Finansal İstikrarın Sağlanması

Para politikasının bir diğer amacı da finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesidir. Finansal istikrar, finansal sistemin dengelerini alt üst edecek beklenmedik olaylar karşısında ekonominin güçlülüğü olarak ifade edilir. Para politikasının etkinliği açısından önemli bir rol oynayan finansal istikrar gerçekleştirilmediği durumlarda ülke ekonomisi ve toplumsal refah olumsuz etkilenir. Bundan dolayı finansal istikrarın sağlanması ülke merkez bankaları tarafından takip edilmektedir (www.tcmb.gov.tr erişim tarihi:15.04.2020).

1.1.2. Para Politikası Araçları

Para politikasının amaçlarını gerçekleştirmek için merkez bankasının gözetimiyle yürütülen araçlar para politikası araçları olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu olan araçlar dolaylı ve doğrudan para politikası araçları olmak üzere ikiye ayrılır. Doğrudan ve dolaylı para politikası araçları arasındaki ayrım şu şekilde ifade edilir:

- Doğrudan araçlar faiz oranlarını veya mevduat ve kredi miktarlarını etkilemede kullanılırken dolaylı araçlar ise piyasada arz ve talep koşulları üzerinde etki yaratmak amacıyla kullanılır.
- Doğrudan araçlar ile finansal kurumların bilançoları üzerinde etkili olmak istenirken, dolaylı araçlar ile merkez bankasının bilançosu hedeflenmektedir.

Merkez bankası piyasa koşullarına dokunmak için birincil ya da ikincil piyasalarda dolaylı araçları kullanmayı tercih eder. İnisiyatifin hepsini piyasalara vermemekte ve tanımladığı hedefler doğrultusunda piyasalarda olması gereken ortamı oluşturarak piyasaları yönlendirmeye çalışmaktadır (Akçay, 1997:12).

1.1.2.1. Para Politikasının Dolaylı Araçları

Dolaylı para politikası araçları, merkez bankasının piyasalara bir aracı gibi girip işlem yapmasına olanak oluşturan ve inisiyatifi piyasalara bırakan araçlar olarak tanımlanmaktadır.

Dolaylı araçlar, doğrudan araçların aksine mali aracılık hizmetlerinin etkili bir biçimde kullanılmasına olanak oluşturduğu ve kayıt dışı finans kesiminin büyümesine izin vermediği için daha etkilidir. Öte yandan, finansal yeniliklerdeki gelişmelerin artması da söz konusu araçların kullanılmasını daha çok etkinleştirmektedir. Doğrudan araçlar piyasalar yoluyla kullanılması nedeniyle ekonomik olarak parasal büyüklükler daha önemsiz olur ve bu araçlarla parasal durumlar üzerinde etki oluşturulabilmektedir. Yapısal reformlar aracılığıyla ekonomi serbest hâle getirilerek ve bunun yanı sıra piyasa rekabeti sağlanarak, piyasa bazlı araçların para politikası yönetiminde kullanılması gittikçe önem kazanmıştır. Böylelikle faizler ve döviz kurları gibi esas fiyat göstergeleri, para politikası içinde daha önemli rol kazanmıştır (Önder, 2005:66).

1.1.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri (APİ)

Açık piyasa işlemleri merkez bankasının piyasadan senet, tahvil ve bono gibi kâğıtları satın alması ya da bunları piyasaya satmasıdır. Merkez bankası böyle bir işlem yaparak para arzını kontrol altında tutabilir.

Merkez bankası piyasada likidite sıkışıklığı olduğu durumda genişletici para politikası izler. Genişletici para politikası uygulanmak istendiği zaman piyasadan tahvil alıp piyasaya likidite sürer. Piyasalarda likidite bolluğu olduğu durumlarda ise, piyasalara tahvil satıp likiditeyi merkez bankasına çeker. Merkez bankasının piyasadan tahvil alımları ve satımları kısa vadeli faiz oranları üzerinde etkili olur. Tahvil alımı gerçekleştiği durumda kısa vadeli faiz oranları düşer, tersi durumda ise kısa vadeli faiz oranları yükselir (Yay, 2012:264). Bilindiği üzere faiz oranı ile tahvil değeri arasında ters yönlü ilişki mevcuttur. Kısaca merkez bankası APİ ile hem para miktarını değiştirmekte hem de faiz oranlarını etkilemektedir.

APİ uygulaması ile iki etki ortaya çıkar. Bunlar miktar ve fiyat etkisidir. Miktar etkisi, tahvil alım veya tahvil satımı yoluyla piyasada bulunan likidite miktarında genişleme ya da daralmalar görülmesidir. Merkez bankasının tahvil satın alması faiz oranlarını düşürecek için tahvil getirisi azalmaktadır. Merkez bankasının piyasaya tahvil satması durumunda ise faiz oranları yükselecek ve tahvilin getirisi artacaktır. Bu durumda APİ işleminin fiyat etkisi ortaya çıkar (Akdiş, 2006:270). Tahviller sabit getirili olduğu için piyasadan tahvil satın alımında tahvillerin fiyatı yükselecektir. Fiyatların yükselmesi ise fiyatına göre getirisini azaltarak faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Tahvil satımı yapıldığı zaman ise bu durumun tersi söz konusu olur (Özbilen, 2016:644).

APİ işlevleri açısından dinamik ve defansif olmak üzere iki şekilde yapılır. Merkez bankası para miktarını değiştirmek için piyasada işlem yapıyorsa bu dinamik işlemdir. Defansif işlem ise, para miktarını değiştirmek amacıyla değil, para miktarını etkileyen diğer dış etmenlerin hareketlerini dengelemek için yapılır. Defansif işlemler parasal tabanı değiştirmeye yönelik etmenlere karşı savunma amacıyla kullanılır (Yay, 2012:265). Açık piyasa işlemlerinin türleri:

- Doğrudan (Kesin) Satım İşlemleri: Merkez bankası piyasalarda kalıcı likidite fazlası olduğu dönemlerde, bu fazla likiditeyi azaltmak amacıyla merkez

bankası portföyünde bulunan mevcut kıymetleri, APİ yapmaya yetki sahibi olan kuruluşlara satar. Buna karşılık olarak ilgisi bulunan kuruluşlarda ellerindeki likiditeyi merkez bankasına kalıcı olarak devretmektedir. Bu durumda ilgili kuruluşların toplam rezerv miktarları azaltılmış olur.

- Doğrudan (Kesin) Alım İşlemleri: Merkez bankası piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı olduğu dönemlerde, piyasaya likidite sunmak için bankalardan ve aracı kurumlardan menkul kıymetler almakta ve buna karşılık olarak bu kuruluşlara likidite vermektedir. Bu durumda ilgili kuruluşların toplam rezerv miktarı arttırılmış olmaktadır.
- Geri Satım Vaadi ile Alım (Repo): Repo işlemi genelde piyasada geçici likidite sıkışıklığı dönemlerinde, bankacılık alanında likiditenin belirli bir süre içerisinde artırılması amacıyla kullanılmaktadır. Bu işlemde merkez bankası menkul kıymetleri, bankalardan ve aracı kurumlardan geçici bir zaman içerisinde belirli bir fiyattan tekrar satmak üzere satın almaktadır.
- Geri Alım Vaadi ile Satım (Ters Repo): Ters repo ise, piyasada geçici likidite fazlası olduğu dönemlerde kullanılmaktadır. Bu işlemde merkez bankası portföyündeki mevcut menkul kıymetleri bankalara ve aracı kurumlara, belirli fiyattan ve belirli bir süre içerisinde geri satın almak üzere satmaktadır.

Tablo 1.1. APİ İşlem Çeşitleri

İşlem Türü	Ne Zaman Kullanılır?	Sonucunda Nasıl Bir Değişim Olur?
Doğrudan Satım	Piyasada likidite fazlasının kalıcı olduğu durumlarda kullanılır.	Piyasadan kalıcı olarak likidite çekilir.
Ters Repo	Piyasada likidite fazlalığı geçici olduğu zamanlarda kullanılır.	Piyasadan geçici olarak likidite çekilir.
Doğrudan Alım	Piyasada likidite sıkışıklığının kalıcı olduğu dönemlerde kullanılır.	Piyasaya kalıcı olarak likidite sağlanır.
Repo	Piyasada geçici likidite açığı olduğu dönemlerde kullanılır.	Piyasaya geçici olarak likidite sunulur.

Kaynak: TCMB, 2012d:3.

APİ'nin olumlu etkileri şu şekilde ifade edebilir: (i) APİ'de yapılan işlemlerin hepsi merkez bankasının inisiyatifi altındadır. Yani piyasa işlemleri tamamen merkez bankasının denetimi altındadır. (ii) APİ işlemleri rahat bir şekilde değiştirilebilir.

Örneğin merkez bankası API ile para arzını duruma göre artırıp azaltabilir. (iii) API uygulaması için yoğun bir bürokratik işleme gerek olmadığından kolayca uygulanabilir. (iv) API esnek özelliğe sahiptir. Örneğin merkez bankasının uygulayacağı hem küçük hem de büyük boyutlu işlemlerde rahat bir şekilde uygulanır. API'nin en mühim ve tek sakınılması gereken tarafı ise ilk etkisinin sermaye piyasasının yoğunluk kazandığı bölgelerde görülmesidir (Koçyiğit ve Doğan, 2006:59-60).

1.1.2.1.2. Reeskont Oranı

Reeskont kelimesi anlam olarak "yeniden iskonto" demektir. Bankalar ellerinde bulunan vadeleri dolmamış senetleri merkez bankasına kırdırarak tekrar iskonto eder. Merkez bankası bu işlemi gerçekleştirirken belirli bir faiz oranı uygular. Uygulanan bu faiz oranına reeskont oranı denir. Aslında reeskont oranı bankaların nakit ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla merkez bankasından aldıkları borçlanma için ödeyecekleri faiz oranıdır (Özbilen, 2016:642).

Reeskont politikasının temel amacı likidite sıkışıklığı içinde olan bankalara likidite sağlamak ve bankalarda ortaya çıkan likidite sıkışıklığının krizlere yol açmasını önlemektir. Reeskont işlemleri, reeskont kredileri ve avanslar olmak üzere iki biçimde uygulanmaktadır.

Reeskont kredileri, likidite sıkışıklığı yaşayan bankaların ellerinde olan ve vadesi henüz tamamlanmamış senetleri, merkez bankasına getirerek yeniden iskonto edilmesi ile gerçekleşmektedir. Avans işlemi ise iskonto işlemi uygulanmadan belirli bir faiz oranı karşılığında bankalara kredi sağlanmasıdır (Onaran, 1995:78).

Merkez bankası reeskont oranları üzerinde bir değişiklik yaparak para arzını etkileyebilir. Para arzını artırmak istediği zaman reeskont oranını düşürür. Reeskont oranının düşmesi durumunda bankaların daha fazla uygun maliyetli kredi almaları sağlanır ve bankaların ellerinde bulunan likidite miktarı artar. Bankalar uygun maliyetli aldıkları kredileri düşük faizli krediler aracılığı ile halka kredi olarak verir. Para arzı daraltılmak istendiği zaman bu durumun tersi yapılır yani reeskont oranları yükseltilir bankaların almak istediği kredinin maliyeti artacağı için bankalar daha az reeskont işlemi yapar. Bu durumda bankaların eline geçen para miktarı azalmış olur, kredi maliyeti arttığı içinde yüksek faiz oranlı krediler açarlar. Görüldüğü gibi merkez bankası

reeskont oranını kullanarak hem para arzı hem de faiz oranı üzerinde etkili olmaktadır (Akdiş, 2006:201-202).

Reeskont oranında yapılan değişiklikler, piyasada borçlanma maliyeti üzerinde etkili olarak maliyet etkisi ortaya çıkarır. Reeskont oranında yapılan değişikliğin amacına bağlı olarak piyasada farklı fon bulma kaynaklarına eğilim gösterme veya daha çok reeskont kredisi kullanılmasına yol açarak ikame etkisi ortaya çıkar. Yapılan değişikliğin para politikasında değişiklik yapılacağına yönelik bir sinyal olarak algılanması beyan etkisini ve reeskont oranında yapılan değişiklikten sonra gerçekleştirilen değişimler ve bu değişimlerin algılanmasına bağlı olarak da politika etkisini ortaya çıkarır (Akçay, 1997:18).

1.1.2.1.3. Zorunlu Karşılık Politikası

Bankalar müşterilerinden aldıkları mevduatların belirli bir miktarını merkez bankasında karşılık olarak bulundurmak zorundadır. Buna zorunlu karşılık politikası denir. Zorunlu karşılık politikası bankaların nakit ihtiyacını karşılamak, borç ödemelerini sağlamak ve güvenirliliğini korumak için uygulanmaktadır. Bu politika ilk defa 1936'da ABD'de FED tarafından kullanılmıştır (Özbilen, 2016:653).

Merkez bankası zorunlu karşılık politikasıyla daraltıcı ve genişletici para politikası uygulayabilir. Zorunlu karşılıkların artırılması ile bankaların mevduatlarında bulunan kredi vermeye hazır fonların miktarı azaltılır, bu aynı zamanda fonların maliyetinin yükselmesine yol açar. Bu durumda bankalar kâr elde edebilmek için faiz oranlarını yükseltir ve yükselen faiz oranları, kredi talebini azaltır. Merkez bankası bu şekilde daraltıcı para politikası uygulamış olur. Genişletici para politikası uygulanmak istendiği zaman ise zorunlu karşılık oranları düşürülür ve bir önceki sürecin tersi işler (Akdiş, 2006:273).

Merkez bankası APİ ve reeskont oranı ile bankaların rezervleri üzerinde etkili olabiliyorken zorunlu karşılık politikası bunlardan farklı olarak mevduat çarpanını etkiler. Yani merkez bankası zorunlu karşılıkları kullanarak bankaların oluşturacağı kaydi para miktarını etkilemektedir. Bu durum şöyle ifade edilebilir: Zorunlu karşılık oranının artırılması ile bankaların ellerinde bulunan nakit miktarı azaltılmış olur ve bankalar daha az miktarda kredi verir. Bu durum, banka çarpanının küçülmesine ve oluşturulan kaydi para miktarının azalmasına yol açar. Zorunlu karşılık oranın

azaltılması halinde ise bu durumun tersi ortaya çıkar. Merkez bankası zorunlu karşılık oranı ile para tabanını etkiler (Paya, 1998:158).

Zorunlu karşılık oranı belirlenirken çok titiz davranılması gerekmektedir. Çünkü merkez bankasının zorunlu karşılık oranında yapacağı en ufak bir değişiklik çarpan etkisi ile para tabanında büyük etkiler meydana getirebilir. Bu nedenle merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarında çok sık değişiklikler yapmazlar (Orhan ve Erdoğan, 2002:75). Zira zorunlu karşılık oranında yapılan bir değişiklik bütün banka sisteminde etkili olur. Zorunlu karşılık politikasının bazı sakıncaları mevcuttur. Eğer kaydi para oluşturma bir kaç büyük bankanın denetimi altında ise, iş hacmi az olan yerel ölçekte faaliyet gösteren, ellerinde nakit olmayan küçük bankaların kaydi para oluşturma imkânları azalmaktadır. Zorunlu karşılık politikasının esneklik özelliği yoktur. Son olarak zorunlu karşılık oranlarının artırılması hâlinde bankaların ek bir kaynak bulma işlemi belli bir zamanı bulabilir ve bu gecikme istenen etkinin daha ileri bir zamanda ortaya çıkmasına sebep olabilir (Parasız, 1996:12-13).

1.1.2.2. Para Politikasının Doğrudan Araçları

Doğrudan para politikası araçları merkez bankasının para politikası uygulamalarının piyasaların inisiyatifi yerine kanuni düzenlemeler aracılığıyla gerçekleştirilmesidir (Akçay, 1997:13). Başka bir deyişle, genellikle ticari bankalarda bulunan kredi ve mevduatın fiyatının ya da miktarının merkez bankası aracılığıyla doğrudan kontrol edilmesidir. Banka kredilerinin ya da mevduatlarının artışına tavanlar getirilmesi, miktar kısıtlamalarına örnek olarak verilebilir. Bankanın kredi ya da mevduat oranlarına üst sınır konulması da faiz oranları kontrollerine örnek olarak söylenebilir. Dolayısıyla yoğunluk olarak tercih edilen doğrudan para politikası araçları, faiz oranları kontrolleri ve merkez bankası kredilerinin bankalar için ayrılan tavanları olduğu söylenebilir (Önder, 2005:59).

1.1.2.2.1. Genel Disponibilite Oranı

Bankalar topladıkları mevduatın belli bir kısmını kendi kasalarında kullanıma hazır bir şekilde karşılık olarak tutmak zorundadır. Genel disponibilite oranı merkez bankası tarafından belirlenir. Zorunlu karşılık oranı ile aynı sonuçları doğurur. Fakat zorunlu karşılık oranında belirli bir faiz ödemesi var iken genel disponibilite oranında

böyle bir durum söz konusu değildir. Bundan dolayı bankaların fon maliyeti zorunlu karşılık oranına göre daha maliyetli olur (Akdiş, 2006:279).

1.1.2.2.2. Kredi Tavan Uygulaması

Kredi tavan uygulaması merkez bankasının, bankaların açabilecekleri kredi miktarına kısıtlama getirmesidir. Merkez bankasının teşvik etmek istediği alanlar için, kredi tavanı yüksek tutulmakta ve kredilerin bu alanlara kayması hedeflenmektedir.

Kredi tavan sınırlaması banka bazında da uygulanabilmektedir. Bu tavanların belirlenmesinde, bankanın sermayesi, mevcut kredileri, kredi alanları ve mevduatları göz önünde bulundurulur. Bu tür önlemlerle para otoriteleri ticari fonların bazı özel faaliyet alanlarına yönelmesini de önlemeye çalışmaktadır (Demirhan, 2007:19).

Kredi tavan uygulamasının birkaç olumlu ve olumsuz özelliği vardır. Kredi tavan uygulaması bütün bankaları kapsadığı ve uygulamadaki sertliği sayesinde para stokunun ve para tabanının kontrol edilmesinde etkindir. Bu uygulamanın esneklik özelliği vardır. Diğer bir ifadeyle, tüm krediler üzerine uygulanabileceği gibi belirli kredilere de (Örneğin konut kredilerine belirli bir limit sınırlaması getirilmesi) uygulanabilir. Bu uygulama ile banka kesimin vereceği kredi limitlerine sınırlama getirilmesi diğer banka dışı araçları daha avantajlı hâle getirir ve kredi talepleri banka dışı araçlara kaymış olur. Bunun sonucunda para politikasında etkin bir rol oynayan bankaların etkisinin azalmasına neden olur ve uzun dönemde para politikasının uygulamasının zorlaşmasına yol açar (Akdiş, 2006:280).

1.1.2.2.3. Farklılaştırılmış Reeskont Oranı

Merkez bankası, ticari bankaların getirdiği senetlere farklılaştırılmış reeskont oranı uygular. Merkez bankasının farklı reeskont oranı uygulamasının nedeni tüm ekonomiyi etkilemek yerine sadece ilgili kuruluş ya da sektör üzerinde teşvik edici veya caydırıcı etki oluşturmak istemesidir. Ancak bu politika aracının etkili olması için merkez bankasına iskonto ettirilen senetlerin miktarının yüksek olması gerekir (Aslan, 2009:542).

1.1.2.2.4. Ticari Banka Kredilerinin Vade ve Faiz Oranları Açısından Özel Kontrolü

Merkez bankası bankaların açacakları kredilere verilecek sektöre göre vade, faiz oranı ve miktar kısıtlamaları getirebilir. Örneğin tarım sektörünün canlandırılmak istenmesi durumunda merkez bankası tarım kredilerinin miktarını artırır, faiz oranını azaltır ve vadeleri yüksek tutar (Akdiş, 2006:282).

1.1.2.2.5. Banka ve Diğer Finansal Aracılara Belirli Bir Miktar Devlet Tahvili Satın Alma Zorunluluğunun Getirilmesi

Merkez bankası finansal kuruluşlara belli bir miktar devlet tahvili, bono ve diğer devlet kâğıtlarını satın alma mecburiyeti getirebilir. Bu uygulama ile devletin daha düşük oranlı faizle borçlanması sağlanır ve ekonominin büyümesi için gerekli olan projelere hükümetin kaynak bulması kolaylaşır (Aslan, 2009:542).

1.1.2.2.6. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası finansal araçların portföylerinde düzenleyici işlemler yapabilmektedir. Bu uygulama ile merkez bankası, finansal kuruluşların ellerinde bulunan mali varlıkların miktarını ve hangi faaliyet alanının içereceğini belirleyebilir. Böylece belli bir sektörde faaliyet gösteren firmaların mali aktifleri korunmakta ve teşvik edilmek istenen sektörlerle imtiyaz verilmektedir (Öztürk, 2016:116).

1.1.2.2.7. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Merkez bankası piyasada faaliyet gösteren bazı firmalara uzun vadeyle yapılacak sözleşme ve kampanyalar sayesinde piyasada aşırı bir talebin ortaya çıkmasına engel olmak için tüketici kredilerine vade, miktar ve peşinat konusunda belirli düzenlemeler getirilebilir. Bu şekilde merkez bankası talep hacmini dolayısıyla enflasyonu kontrol altında tutmak istemektedir (Akdiş, 2006:282).

1.1.2.2.8. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Merkez bankası hisse senedi ve tahvil alımında kullanılacak olan kredilerin peşin ödeme miktarını belirleyebilmektedir. Böylece kişilerin tasarruflarının bazı faaliyet alanına yönelmesini sağlarken diğer faaliyet alanlarından uzaklaştırılabilir (Parasız, 1996:17-18).

1.1.2.2.9. Merkez Bankasının Telkin Politikası Takip Etmesi

Merkez bankası bu araçların dışında bazen de telkin ve tavsiyelerle kişilerin, bankaların ve finansal araçların parasal aktivitelerini yönlendirebilmektedir. Kanuni varlığı bulunmayan bu politikanın başarısı, ekonominin bankacılık sektörü geleneklerine ve toplumun değerlerine göre değişiklik göstermektedir.

1.2. Teorik Açıdan Para Politikası

Merkez bankalarınca uygulanan para politikası geçmişten günümüze kadar farklı değişiklikler sergilemiştir. Para politikası ekonomik konjoktüre siyasi alandaki değişimlere ve uluslararası ilişkilerde yaşanan gelişmelere bağlı olarak genelde üç teori etrafında gelişmiştir. Para politikasının şekillenmesinde önemli rol oynayan bu üç teori Klasik Teori, Keynesyen Teori ve Monetarist Teori'dir.

1.2.1. Klasik Teori'ye Göre Para Politikası

Klasik Teori'ye göre, paranın kaynak tahsisinde ve reel değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Paranın en önemli fonksiyonu ticaretin gerçekleşmesine aracılık etmesidir, para sadece bu özelliğinden dolayı talep edilmektedir. Para miktarı talep cephesinde toplam harcamayı belirler. Toplam harcama ise nispi fiyatların belirlediği ve her zaman tam istihdam düzeyinde olduğu varsayılan toplam üretimle birlikte mutlak fiyatları belirler (Aslan,2009:183).

Klasik görüş 1930'lu yıllara kadar ekonomiye hâkim olmuştur. Klasik görüşün temeli Say Yasası ve Paranın Miktar Teorisi'ne dayanır. Say Yasası "Her arz kendi talebini yaratır" şeklinde ifade edilir. Gelir ve işgücü kuramları bu yasaya göre açıklanmıştır. Buna göre, ekonomide hiçbir dönem işsizlik veya az tüketim problemi olmayacaktır. Say Yasası'na göre üretilen mal ve hizmetlerin tamamını karşılayacak talep olacağı için, ekonomi tam istihdamda ve dengede olacaktır. Böyle bir ortam piyasa güçleri tarafından oluşturulacaktır ve A.Smith bu durumu "Görünmez El" diye ifade etmektedir. Piyasada meydana gelecek dengesizlikler, ücretlerin ve fiyatların esnekliğine bağlı olarak düzelecektir (Akçay, 1997:4).

Klasik görüşün temelini oluşturan bir diğer önemli görüş ise Miktar Teori'sidir. Bu teoriye göre para ekonomide örtü işlevi görüp sadece fiyatlar genel düzeyini belirlemektedir. Para miktarında meydana gelen bir değişiklik bir tek fiyatlar genel

düzeşini etkilemekte ve üretim, istihdam ve faiz oranlarına etkisi bulunmamaktadır. Kısaca para, ekonominin reel kesimini etkilememektedir.

$M.V=P.T$ gibi ifade edilen mübadele denkleminde;

M: Para Arzı

V: Paranın Gelir Dolaşım Hızı

P: Fiyatlar Genel Seviyesi

T: İşlem Hacmi'dir. (T, üretim miktarını gösteren (Q), reel geliri gösteren (Y) ile de gösterilebilmektedir.)

Denklemd e M, bir yıl ya da farklı bir süre zarfında bütün para çeşitlerinin ortalama miktarını göstermektedir. Diğer ifadeyle M, "veri bir PT işlem hacmini gerçekleştirmek için elde bulundurulan ödeme araçları stoğı" olarak belirtilmektedir. V, paranın dolaşım hızı veya her bir birim M ile aynı zaman zarfında mal ve hizmetler için yapılan harcama sayısını ifade eder. Böylelikle MV, tüm mal ve hizmetler için yapılan para harcamasını ifade eder. Denklemin sağındaki T, çoğunlukla bir endeks sayısı ile açıklanan, paranın harcandığı eşyaların fiziksel hacmi ile ölçülen, ticaret hacmini gösterir. P, birim T başına düşen ortalama fiyat belirtir. Bu durumda PT, belirli bir sürede satılan mal ve hizmetlerin parasal değerini ifade eder. Mübadele denklemini harcanan paranın elde edilen paraya eşit olduğu gerçeğini ortaya koymaktadır. Bu durum farklı bir şekilde de izah edilebilir: veri bir sürede mal ve hizmetlerle değıştirilmek için verilen paranın toplam değeri, para ile değıştirilen mal ve hizmetlerin toplam parasal değerine denktir (Çiçek, 2011:90).

Mübadele denklemini Cambridge Üniversitesi ekonomistleri daha farklı açıklamışlardır. Cambridge Denklemi:

$M=k.P.T$ şeklinde ifade edilen bu denklemd e ise;

M: Para Miktarını

P: Fiyatlar Genel Seviyesini

T: İşlem Hacmi

k: Paranın Ortalama Elde Tutulma Süresini ifade eder.

Bu denklemde $k=1/V$ olup denklem esası itibariyle değişmemektedir. Fakat bu söz konusu denklem para talebi denklemi olarak ifade edilmektedir.

Her iki denklemde de paranın dolaşım hızını ifade eden (V) ya da (V)'nin tersi olan (k) bütün durumlarda sabit olarak kabul edilmektedir. (V) ve (k)'ya etki eden faktörler, harcama ile ilgili örf ve âdetler, üretim ve mübadeledeki teknik ve organizasyon gibi özellikler olup bunların genelde ekonomik olmayan faktörler olduğu kabul edilmiştir. Özellikle para miktarının artırılması esas itibariyle bu faktörleri hiç etkilememekte ve (k) sabit kalmaktadır. Kısaca (k) ya da (V)'nin değerinin para miktarından ve para miktarındaki değişikliklerden bağımsız olduğu kabul görmektedir (Akdiş, 2006:181).

Klasik düşünceye göre para politikası etkisiz olarak kabul edilmekle beraber etkin bir para politikasının tam istihdamın gerçekleştirilmesinde ücret-fiyat mekanizmasının yükünü azaltacağı da belirtilmiştir. Bu ifadeye göre para politikasının ekonomi üzerindeki etkisinin yok sayılmadığı ve az da olsa bir etkisinin var olduğu kabul edilmektedir (Akçay, 1997:6-7).

1.2.2. Keynesyen Teori'ye Göre Para Politikası

Keynesyen Teori özü itibariyle, klasik teorinin görüşlerini eleştirmekte ve temelini bu eleştiriler oluşturmaktadır. Klasik Teori, istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığını kabul etmiştir. Klasik görüşe göre para talebi fonksiyonu faiz oranlarındaki değişimlere karşı duyarlı değildir. Klasik Teori'ye göre para sadece işlem amacıyla elde tutulmaktadır. Bu görüşe göre para arz ve talebi paranın satın alma gücü tarafından belirlenir. Keynesyen Teori'de para arz ve talebinin faiz oranını belirlediği kabul edilmektedir. Öte yandan para bir mal olarak değil aktif olarak değerlendirilmektedir. Paranın diğer aktiflere göre fiyatı, fiyat düzeyi tarafından değil faiz oranı tarafından belirlenmektedir (Parasız, 2009:181).

Para arzı ve dolayısıyla faizin ekonomik aktiviteler üzerindeki yansıması, yatırımlarda ortaya çıkacak değişikliğe ve bunun çarpan etkisi ile GSMH üzerindeki yansımasına bağlı olacaktır. Faiz oranlarında yapılacak bir değişiklik yatırımlar üzerinde etkili olarak GSMH'nin değişiklik göstermesine sebep olacaktır. Keynes, faiz oranlarında yapılacak bir değişimin yatırımları etkileyeceğini ve buna bağlı olarak gelir seviyesi üzerinde etkili olacağını söylerken, faiz oranları kullanılarak ekonomik

hayatta istikrarın her zaman gerçekleştirilemeyeceğini de likidite tuzağıyla ifade etmiştir. Likidite tuzağına göre para talebi, belli bir faiz oranında, faiz oranlarındaki değişmelere karşı duyarsız olacak ve ekonomik hayatta amaçlanan değişmeler olmayacaktır (Akçay, 1997:8).

Keynesyen Teori'nin klasikleri eleştirdiği noktalar şunlardır (Kaykaç, 2013:46):

- Para arzında bir artış olduğunda bu paranın hepsi harcanmaz bu sebeple miktar teorisi geçerli değildir. Para arzının bir kısmı elde atıl olarak tutulur.
- Emek piyasasında tam rekabet koşulları geçerli değildir. Monopol koşullar geçerli ve ücretler azalma yönünde yapışkan bir özellik gösterir.
- Her arzın kendi talebini meydana getireceği düşüncesini savunan Say Kanunu geçerli değildir.
- Tasarruf ve tüketimin belirlenmesinde faiz oranları değil, gelir seviyesi etkilidir.

Keynesyen Teori'de para kuramının özünü klasik miktar kuramına yöneltilen eleştiriler oluşturmakta ve fiyat düzeyinin tespit edilmesine öncelik tanıyan miktar kuramının aksine üretim ve istihdam düzeyinin tespit edilmesini öne çıkarmıştır. Keynes, efektif para talebinin esas teşkil ettiğini ifade ederken, para arzı ile toplam harcamalar arasında basit ve önceden tespit edilebilir bir ilişki bulunmadığını da belirtmektedir. Dengeli ve önceden ayarlanabilir bir davranış değişkeni olan paranın dolaşım hızı yerine tüketim harcamalarını kullanmaktadır (Akçay, 1997:8).

Keynesyen Teori'de para politikasının başarılı olması için para talebinin esnekliğinin düşük, yatırım talebinin faiz esnekliğinin yüksek olması gerekir. Keynes, para arzı ile gelir arasında faiz aracılığıyla bir bağlantı olduğunu görmüştür. Fakat bu bağlantının oldukça güçsüz olduğunu dile getirmiştir (Bilir, 2006:82).

1.2.3. Monetarist Teoriye Göre Para Politikası

Monetarist Teori'nin temelleri, 16. yy'da Jean Bodin'e kadar dayanmaktadır. Daha sonraki süreçte John Locke, David Hume, David Ricardo, John Stuart Mill, Irving Fisher'in katkılarıyla ve günümüzde ise Milton Friedman ve onun takipçileri vasıtasıyla şekillenmiştir.

Monetarist Teori esasında ekonominin önemli sorunlarından biri olan enflasyon üzerinde durmuş ve bu politika para arzının hükûmetler tarafından lüzumsuz yere ve aşırı bir ölçüde artırılmasını enflasyonun temel nedeni olarak görmüştür. Bu teoriye göre ekonomideki istikrarsızlıkların birçoğu parasal nedenlere dayanmaktadır. Bundan dolayı para politikası, ekonomik problemlere karşı diğer iktisat politikası araçlarına göre daha etkili olmaktadır. Friedman’a göre (Aktan, 2010:169-170):

- Para arzındaki büyüme oranı ile nominal gelirin büyüme oranı arasında çok net olmamakla birlikte bir bağlantı söz konusudur. Para arzındaki artışların gelir üzerine yansması belirli bir süreç aldığı için bu ilişki çok kesin değildir.
- Para arzında ortaya çıkacak bir artış, nominal gelire yaklaşık üç-dokuz ay arasında geçecek bir zamandan sonra yansır.
- Nominal gelirden meydana gelecek artış ilk önce üretime yansır ve daha sonra fiyatları etkiler.
- Fiyatlar üzerindeki etkisi yaklaşık olarak altı-dokuz ay arasında değişen süre içerisinde gerçekleşir.
- Para arzındaki artış ile enflasyon arasındaki toplam gecikme ortalama on iki-on sekiz aydır.
- Kısa dönemde (beş ya da on ay) para arzındaki değişimler ilk önce üretimi daha sonra on ayı geçen bir zamanda fiyatları etkiler.

Monetarist Teori, Friedman’ın Klasik Miktar Teorisi’ni yeniden yorumlamış ve bu teoriyi bir “para talebi teorisi” olarak adlandırmıştır. Daha sonraki süreçte “Modern Miktar Teorisi” olarak adlandırılan bu yaklaşım, ekonomide paranın rolünü yeniden ön plana çıkarmıştır. Modern Miktar Teorisi’ni Klasik Miktar Teori’sinden farklı kılan iki önemli fark mevcuttur:

- Klasik Miktar Teori’si, ekonominin sürekli tam istihdamda dengede olacağı görüşünü savunurken, Modern Miktar Teorisi ekonomilerde her zaman ortadan kaldırılamayan bir doğal işsizliğin mevcut olduğu görüşünü savunmaktadır.

- Klasik Miktar Teori'si paranın dolaşım hızının sabit olduğu kabul ederken, Modern Miktar Teorisi paranın dolaşım hızının faiz oranı, beklenen enflasyon oranı, beşeri servetin beşeri olmayan servete oranı gibi değişkenlerin istikrarlı bir fonksiyonu olduğu kabul edilmektedir.

Monetarist Teori'ye göre, ekonomik yaşamı etkilemede en önemli değişken para miktarıdır. Ekonomide meydana gelen dengesizliğin en önemli nedeni ise, para arzında meydana gelen düzensiz dalgalanmalardır. Monetarist Teori'ye göre devlet para arzını ihtiyaç duyulandan daha fazla artırarak bu istikrarsızlığın ortaya çıkmasında önemli rol oynamaktadır. Ekonomide istikrarın sağlanabilmesi için en etkili yol rasyonel bir para politikası uygulamaktan geçer (Bilir, 2006:83-84).

1.3. Para Politikası Stratejileri

Merkez bankalarının esas hedefi fiyat istikrarını gerçekleştirmektir. Bu hedefi gerçekleştirmek için çeşitli politikalar uygulamaktadırlar. Para politikalarının seçimi ülkenin sosyo-ekonomik durumuna ve merkez bankasının konumuna göre ekonomiden ekonomiye değişiklik arz etmektedir. Merkez bankaları açısından para politikasının günün koşullarına uygun olmak yerine önceden belirlenmiş bir politika çerçevesinde yürütülmesi için belirli bir değişkeni hedef olarak belirlemek veya bir değişkeni nominal çıpa olarak kabul edip bununla hedefi gerçekleştirmeye çalışmak sık görülen bir durumdur (Yiğit, 2009:3).

Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlamak için temel olarak iki strateji uygulayabilir. Bunlar nihai hedef (enflasyon hedeflemesi) stratejisi ve ara hedef değişken (döviz kuru ve parasal büyüklükler) stratejisidir.

1.3.1. Parasal Hedefleme Stratejisi

1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin işlevselliğini kaybetmesinden sonra çoğu gelişmiş kapitalist ekonomide ortaya çıkan, enflasyonla mücadele kapsamında dar ya da geniş parasal büyüklükler çıpa olarak kullanılmıştır (Yay, 2012:298). Parasal hedefleme stratejisi, enflasyonist beklentileri denetim altında tutmak için belirlenmiş bir parasal büyüklüğe yönelik artış oranının hedef olarak alınmasıdır. Bu stratejinin seçilmesi, para arzı değişkeninin para otoriteleri tarafından kısa zaman içinde yönlendirilebileceğine dayanmaktadır (Ceylan, 2010:10).

Parasal hedefleme stratejisinin kullanılmasında etkili olan gelişmeleri üç başlık altında ele almak mümkündür (Orhan ve Erdoğan, 2002:286):

- 1970’li yılların başlarında birçok gelişmiş ekonomide enflasyon oranlarının yükselmesi,
- Bretton Woods sisteminin çökmesi ve sabit döviz kuru rejiminin önemsenmemesi ile beraber parasal hedeflemenin gerekli bir çözümler olarak öneminin ortaya çıkması,
- Monetarist Yaklaşımın öne sürdüğü varsayımların geniş yelpazede kabul görmesi.

Merkez bankası parasal hedefleme stratejisinde, kamuoyundaki enflasyon beklentilerinin kırılması için parasal büyüklüklere ilişkin hedefler belirler ve parasal hedeflerden sapmaları önlenmek amacıyla kısıtlı da olsa hesap verebilirlik söz konusudur (Büyükkök ve Erarslan, 2004:23). Parasal hedefler ekonomik birimlere para politikasının ne hedeflediği konusunda doğrudan sinyaller verebilmektedir. Parasal hedeflemenin, hedefleri gerçekleştirmesinde başarı elde edebilmesi için iki temel ölçüt mevcuttur (Engin, 2011:47):

- Hedef değişkenle, hedeflenen değişken arasında güçlü bir ilişki olması gerekir.
- Hedeflenen parasal büyüklük merkez bankası tarafından kolayca denetim altına alınabilmelidir.

Parasal hedefleme stratejisinin bazı avantajları ve dezavantajları vardır. Avantajları (Parasız, 2009:440):

- Ülke şartlarına odaklanır,
- Parasal büyüklükler izlenebilir,
- Para politikası hakkında mesaj verir,
- Merkez bankasının hesap vermesi mevcuttur,
- Zaman tutarsızlığını azaltır.

Parasal hedefleme stratejisinin bu avantajlarının meydana gelebilmesi için, amaçlanan değişkenlerle (enflasyon veya nominal gelir) hedeflenen parasal değişkenler arasındaki ilişkinin güçlü ve dengeli olması gerekmektedir (Yay, 2006:5). Parasal hedefleme stratejisinin dezavantajlı yönleri ise şunlardır (Erdoğan, 2005:41-42):

- Paranın ölçümü konusunda farklı potansiyel zorluklar bulunmaktadır. Son zamanlarda finansal kesimde yaşanan gelişmelerle beraber finansal araçların sayısında sürekli bir artış yaşanmaktadır. Fakat finansal araçlardan hangisinin paranın ölçümünde değerlendirmeye alınacağı hakkında ekonomistler arasında tam bir fikir birliği oluşmamıştır.
- Yüksek enflasyon sorununa sahip ülkelerin en çarpıcı özelliği, yüksek düzeyde dolarizasyon problemi yaşamasıdır. Bu ülkelerde kira sözleşmelerinin yanı sıra fiyat ve ücretlerin önemli bir bölümü dolar cinsinden belirlenmektedir. Enflasyondan korunmaya çalışan bireyler, mevduatlarının ve ellerindeki paranın mümkün olduğu ölçüde yabancı paradan meydana gelmesine önem verirler. Bu tablo, parasal otoritenin gücünü sınırlı kılmaktadır.
- Yüksek enflasyon problemi yaşayan gelişmekte olan ülkelere ise enflasyon hedefi ile çelişmesiz bir parasal büyüme oranını tespit etmek baya zordur. Çünkü bu ülkelerde paranın dolanım hızı öngörülebilir şekilde olmayıp dalgalı bir seyir halindedir. Bu, söz konusu olan ülkelere, bu strateji yerine, döviz kuru hedeflemesi stratejisinin tercih edilmesinin temel nedenlerinden birini oluşturmaktadır.

1.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyon oranını düşürmek ve enflasyon beklentilerini kontrol altında tutmak için ülke para birimini başka ülkenin para birimine endeksleyerek uygulanan parasal stratejidir (Quispe-Agnoli, 2001: 3).

Döviz kuru stratejisi uygulamasının derin bir geçmişi vardır. Döviz kuru stratejisi önceleri altın standardı uygulamasında ülke para birimlerinin altına sabitlenmesi şeklinde olup daha sonraları ise, ülke para birimlerinin güçlü bir ülkenin para birimine endekslenmesi şeklinde uygulanmıştır (Yay, 2006:6). Bu stratejiyi uygulayan ülkeler

para birimini endeksleyecekleri ülke seçiminde genellikle en fazla dış ticaret yaptığı ülkeyi tercih eder (Erdoğan, 2005:35).

Döviz kuru stratejisi katı döviz kuru stratejisi ve esnek döviz kuru stratejisi olmak üzere iki biçimde uygulanabilir. Katı döviz kuru stratejisinin para kurulu ve dolarizasyon şeklinde iki uygulaması vardır. Esnek döviz kuru stratejisinde ise ülke para biriminin bir para sepetine endekslenmekte veya simetri/asimetrik bir bant etrafında dalgalanmasına izin verilmektedir (Yay, 2012:300).

Döviz kuru stratejisi gelişmiş ekonomilerde enflasyonu denetim altında tutmakta başarılı bir şekilde yürütülmüştür. Örnek olarak hem Fransa hem de İngiltere ulusal para birimlerini Alman markına endeksleyerek enflasyon oranlarında düşüş gerçekleştirmişlerdir. Döviz kuru uygulamasının bazı avantajları mevcuttur (Yiğitbaş, 2009:210):

- Uluslararası ticarete konu olan malların enflasyon oranını sabitleyerek enflasyonu doğrudan denetim altına alır.
- Uygulanan döviz kuru hedeflemesine karşı güven oluşmuşsa, enflasyon beklentisi için bir nominal çıpa sağlar. Yani merkez bankası, yerli paranın değeri düşmeye başladığı zaman sıkı bir para politikası, tersi durumda ise genişletici para politikası uygular.
- Döviz kuru stratejisi ekonomik birimler tarafından kolayca anlaşılabilir netlikte ve basitliktedir.

Döviz kuru stratejisinin avantajlarının yanı sıra bazı dezavantajları da vardır (Aslan, 2009:579-580):

- Sermaye akımlarının hareketlendiği durumunda döviz kuru stratejisi uygulayan ülke kendi bağımsız para politikasını uygulayamaz.
- Ülke ekonomilerini spekülasyon hareketlerinin açık hedefi haline getirir.
- Özellikle gelişmekte olan ülkelerde politika otoritelerinin hesap verebilirlikleri zayıflar.

1.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ilk olarak 1989 yılında Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından kullanılmaya başlanmıştır. Bu stratejiyi kullanan ülkelerde enflasyonun düşmesi, fiyat istikrarının sağlanması için önemli başarılar elde edilmesi, büyümeye olumlu katkı sağlaması, ekonomik şoklara karşı dayanıklılığının artması gibi nedenlerle, zaman içerisinde giderek artan sayıda ülke tarafından para politikası stratejisi olarak kullanılmaya başlanmıştır (Eroğlu ve Karanfil, 2016:493). Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi ve sürdürülmesine yönelik olarak makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi veya hedef aralığını tutturmayı ve bunu para politikası araçlarıyla yapmayı taahhüt ettiği bir para politikası stratejisidir (Takım, 2011:23).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer iki stratejiden beş önemli farkı bulunmaktadır (Kara ve Orak, 2008:3):

- Bir veya daha fazla dönem için rakamsal enflasyon hedeflerinin belirlenip açıklanması,
- Fiyat istikrarını ve bu doğrultuda açıklanan hedefleri gerçekleştirme noktasında açık bir taahhüte yer vermesi,
- Enflasyon tahminlerine çok önem atfeden ve aynı süreçte de “enflasyon tahmini hedeflemesi” olarak isimlendirilen bir para politikası stratejisinin takip edilmesi,
- Para politikası araçlarına yönelik karar verirken sadece parasal büyüklükler veya döviz kuru gibi değişkenlerin değil, gelecek zaman enflasyonu üzerinde etkili olabilecek her türlü bilginin göz önünde bulundurulması,
- Para politikalarının takip edilmesi kapsamında kamuoyu ve piyasalarla olan iletişimin şeffaf olmasının esas olarak kabul edilmesi ve merkez bankasının amaçlarını gerçekleştirme noktasında da hesap verebilirliğin sağlanmasıdır.

Para otoritelerinin enflasyon hedeflemesi stratejisini yürütürken karar vermeleri gereken bazı noktalar bulunmaktadır. Bunlardan bazıları, enflasyon hedefleme oranı ya da fiyat istikrarı tercihlerinden hangisinin seçileceğidir. Eğer enflasyon hedeflemesi oranına göre yapılıyorsa hangi değişkenin (TÜFE, GSMH Deflatörü vb.) tercih

edileceği, hedeflemenin belirli bir nokta veya banttann hangisine göre yapılacağı, banda göre yapılmışsa bu bandın aralığının ne olması gerektiği gibi teknik gerektiren ayrıntılara cevap verilmelidir (Yiğitbaş, 2009:213).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin tam anlamıyla uygulanabilmesi için bazı ön koşullar vardır. Bu koşullar (Eroğlu ve Karanfil, 2016:494-495):

- Kurumsal bağımsızlık,
- Gelişmiş analitik kapasite ve teknik altyapı,
- Ekonomik yapı,
- Sağlıklı işleyen bir finansal sistem,
- Mali baskınlığın olmamasıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyonu kontrol altına almada bazı avantajları söz konusudur. Bu avantajlar (Kara ve Orak, 2008:5-6):

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinde hem para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olduğunun açıkça ilan edilmesi hem de daha çok şeffaflık ve operasyonel esnekliğin söz konusu olmasından dolayı, merkez bankalarının itibarının artırılması ve enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınabilmesi konularında etkili ve kalıcı sonuçlara ulaşılabilmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi diğer stratejiler ile kıyaslandığında daha esnek yapıdadır. Bu durum, hedeflerin çoğunlukla orta vade için belirlenmiş ve kısa vadeli sapmaların kabul edilebilir nitelikte olmasından dolayıdır. Sağlam bir şekilde oluşturulmuş bir enflasyon hedeflemesi rejimi  er evesi, merkez bankalarına, uzun dönemde enflasyonla mücadele kapsamında itibarlarına zarar getirmeden, orta vadeli gelişmelere tepki gösterme imkânı sunmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uzun dönemli bir avantajı ise kamuoyunun dikkatini kısa vadeli müdahaleci politikalardan, makroekonomik istikrara ve ekonomik büyümeye destek olan düşük ve istikrarlı enflasyon oranı gibi bir hedefe kaydırmasıdır. Ayrıca enflasyon

hedeflemesi yalnızca para politikasının değil aynı zamanda maliye politikalarının da hesap verilebilirliğin ve disiplini artırılmaktadır.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankalarının kurumsallaştırılmasının yanı sıra ekonominin genelinde enflasyonla mücadele sürecine katkı sağlayacak yapısal reformların hayata geçirilmesi mevzularında motivasyon oluşturur.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin avantajlarının yanı sıra bazı dezavantajları da mevcuttur. Bunlar da şu şekilde ifade edilmektedir (Akdiş, 2006:297-298):

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi çok katı ve taviz verilmeden yürütülmesi gereken bir politikadır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi takdir yetkisinin çok fazla kullanılmasına izin verir.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi daha düşük oranlı ekonomik büyümeye neden olabilir.
- Merkez bankasının hesap verebilirliğinin zayıflamasına yol açabilir.
- Maliye politikalarının para politikalarına göre üstünlük sağlamasına engel olamaz.
- Enflasyon hedeflemesi için lazım olan esnek döviz kuru rejimi mali istikrarsızlığa yol açabilir.

1.4. Parasal Aktarım Mekanizması

Merkez bankaları, şirketlerin veya hane halklarının fiyatlama davranışlarını, yani, enflasyonu doğrudan denetim altında tutamazlar. Bundan dolayı merkez bankaları para politikası stratejilerini belirlerken enflasyon oranı üzerinde belirleyici rol oynayan ve denetim altında tutabilecekleri değişkenleri ve bu değişkenlerin enflasyon üzerinde hangi yollarla etkili olacağını iyi incelemeleri ve para politikalarını bu doğrultuda düzenlemeleri gerekir. Burada parasal aktarım mekanizması kavramı devreye girmektedir (Önder, 2005:24-25).

Parasal aktarım mekanizması, para politikasında yapılan değişikliklerin reel gelir ve enflasyon üzerinde ortaya çıkan etkisi olarak tanımlanır (Atgür ve Altay, 2018:602).

Bir diğ er tanımlamaya göre, paranın ekonomiyi etkileme yolları olarak ifade edilmektedir (Aslan, 2009:585). Parasal aktarım kanalları faiz oranları, varlık fiyatları, kredi kanalı, beklentiler ve döviz kurudur. Bu kanalları net çizgilerle birbirinden ayırmak çok zordur. Ayrıca kanalların birbirini etkilediğ i ve tamamladığ ı düşünölmektedir.

1.4.1. Faiz Kanalı

Parasal aktarım mekanizmalarından en geleneksel aktarım kanalı faiz oranı kanalıdır. Ekonomik faaliyetlerin faiz oranlarında meydana gelecek en ufak bir değ iş iklikten etkileneceğ i düş üncesi, Keynesyen görüş ü destekleyen ekonomistlerce ö ne sürölen bir yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre merkez bankaları, para politikasını kullanarak faiz oranları üzerinde etkili olup ekonomik faaliyetleri değ iş tirebilir (Orhan ve Erdoğan, 2002:77).

Merkez bankaları sermayenin maliyetini ve toplam harcamaları etkilemek için faiz oranlarını bir araç olarak kullanmaktadır. Faiz kanalının iş leyiş i IS-LM modelinin iş leyiş iyle aynıdır. Para arzında yaşanan değ iş meler reel faiz oranının değ iş mesine neden olmaktadır (Cengiz, 2009:229). Merkez bankasının geniş letici para politikası izlemesi durumunda kısa vadeli faizler düş er, fiyatların yapış kan olduğ u varsayımı altında kısa vadeli nominal faizlerin düş mesi reel faiz oranlarının da düş mesine neden olur. Reel faiz oranlarının düş mesi ise, uzun vadeli faiz oranlarının düş mesine yol açar. Tüketiciler ve firmalar karar alırken nominal faiz oranından ziyade reel faiz oranını baz almaktadırlar. Yani harcamalar üzerindeki en büyük etkiyi uzun vadeli faiz oranları oluşturur. Reel faiz oranlarının düş mesi, sermaye maliyetlerini azaltarak yatırım harcamalarında bir artış a neden olur. Bu durumda toplam talep ve hasılda artış yaşanmasına yol açar (Aslan, 2009:592; Ö rnek, 2009:106).

Faiz kanalı, para politikasının ekonomi üzerindeki yansımalarını dört esas varsayıma dayanarak analiz etmektedir (Kasapoğ lu, 2007:12-13):

- Merkez bankaları tam ikamesi olmayan paranın arzını denetim altında tutar.
- Merkez bankaları gerek nominal faiz oranları, gerekse fiyatların faiz oranları değ iş melerine hemen uyarlanamamaları nedeniyle reel faiz oranları üzerinde etkili olabilirler.

- Para politikası araçlarının kullanılması sonucu kısa dönem reel faiz oranlarındaki değişimler, firmaların ve hane halklarının harcama kararları üzerinde önemli bir rol oynayan uzun dönem reel faiz oranlarını etkiler.
- Para politikasında gerçekleştirilen bir değişiklik sonucu faize duyarlı harcamalarda meydana gelen değişimler üretimde oluşan değişimlerle uyum içerisinde olmalıdır.

Faiz kanalının işleyişi, kısa vadeli faiz oranında bir değişiklikle başlamakta bu değişikliğin finansal piyasalardaki arz-talep mekanizmaları aracılığıyla orta ve uzun dönem faiz oranlarını etkilemesiyle sonuçlanmaktadır. Para otoriteleri tarafından kısa vadeli nominal faiz oranlarında yapılan bir değişiklik, fiyatların katılığı varsayımıyla, kısa ve uzun vadeli reel faiz oranlarına da yansımaktadır. Başka bir deyişle, fiyatların katı olduğu düşüncesiyle uygulanan genişletici bir para politikası kısa vadeli reel faiz oranlarının düşmesine yol açar. Bekleyişler teorisine göre, uzun vadeli faiz oranları, gelecekte beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ortalamasına risk priminin de ilave edilmesiyle ayarlanmaktadır. Bu durumda, diğer koşullar sabit olduğunda, düşen kısa vadeli reel faiz oranları uzun vadeli reel faiz oranlarının da düşmesine yol açar. Nihayetinde bütün bu gelişmelerin reel sektör değişkenlerini ve dolayısıyla enflasyonu etkilemesi beklenir (TCMB, 2013d:5).

1.4.2. Varlık Fiyatları Kanalı

Para otoritelerinin nominal faiz oranlarında ya da para arzında gerçekleştirdiği değişimler varlık fiyatlarını da etkilemektedir. Bu etki kredi ve hisse senedi fiyatlarından takip edilebilmektedir.

1.4.2.1. Kredi Kanalı

Kredi kanalının temelinde asimetrik bilgi¹ problemi yer alır. Bilginin, finansal kaynak talep edenler ve arz edenler arasında asimetrik olması piyasanın işleyişini bozmakta ve firmaların asimetrik bilgiden dolayı her türlü finansman çeşidinden rahat bir şekilde faydalanma imkânını ortadan kaldırmaktadır. Kredi kanalında asimetrik bilginin varlığı halinde küçük firmalar daha çok banka kredilerine bağımlı hale gelir

¹ Asimetrik bilgi finansal kaynak arz edenlerin, talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması olarak tanımlanır.

(Cengiz, 2009:235). Büyük firmalar ise, fon ihtiyacını hisse senedi ve tahvil piyasalarına doğrudan girerek karşılayabilmektedirler (Örnek 2009:106).

Para politikasında yapılan bir değişiklik sonucu kredi faiz oranlarında oluşacak değişme, para piyasası faiz oranlarındaki değişmeden daha fazla ise, kredi piyasası para politikası uygulamasının etkisini artırmıştır. Örneğin, daraltıcı para politikasının takip edilmesi, banka kredilerinin hacminin küçülmesine yol açar. Firmalar ve hane halkları aynı maliyetli başka kredi alternatiflerinin bulunmaması nedeniyle az miktardaki banka kredilerini almak için mücadele ederler. Yani, kredi hacminin düşmesi sonucu kredi piyasasında rekabetçi bir baskı ortaya çıkar. Bu baskı sonucunda banka kredi oranları para piyasası faiz oranlarından daha fazla değişir ve para politikası uygulamalarının etkisinin artmasına neden olur (Kasapoğlu, 2007:23).

1.4.2.2. Hisse Senedi Kanalı

Merkez bankalarının faiz oranlarında indirim yaptığı dönemlerde tahvil getirileri azalacağı için hisse senetlerine yönelik talepte artış olacaktır. Talebin artmasıyla birlikte hisse senetlerinin fiyatı da yükselmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak firmaların piyasa değeri, firma maliyetine kıyasla yükseleceğinden yatırım ve üretimde artış gerçekleşecektir (TCMB, 2013d:6).

Parasal aktarım mekanizmasında hisse senetleri yoluyla işleyen bir diğer kanal ise, tüketimdeki servet etkisidir. Bu kanal Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezine dayanmaktadır. Bu hipoteze göre, tüketim harcamaları beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetten oluşan yaşam boyu kaynaklar tarafından ayarlanmaktadır. Bu kaynaklardan finansal servet bünyesinde hisse senetlerinin önemli bir yeri bulunmaktadır. Hisse senetleri fiyatlarında görülen herhangi bir değişme tüketim harcamalarına yansımaktadır. Örneğin, hisse senedi fiyatlarının yükseldiği süreçte finansal servetin değeri de yükselmektedir. Bu durum, tüketicinin yaşam boyu kaynaklarında bir çoğalma ortaya çıkarmakta ve dolayısıyla tüketim harcamaları ve yatırım harcamalarının artmasına yol açmaktadır (Cengiz, 2009:232).

1.4.3. Döviz Kanalı

Uluslararası ticaretin yoğunlaşması, ülkelerin esnek döviz kuru rejimini benimsemesi ve küreselleşmeyle birlikte döviz kuru kanalı ihracatı, çıktı açığı

seviyesini ve enflasyon üzerinde etki oluşturarak parasal aktarım mekanizmasında kayda değer bir yere sahip olmaktadır (TCMB, 2013d:7). Bu kanal, döviz kurlarının reel ekonomi üzerinde özellikle toplam talep-toplam arzda ortaya çıkardığı etkiyi ifade etmektedir (Örnek, 2009:107).

Döviz kuru kanalı, parasal aktarım mekanizmasını açıklarken faiz oranı kanalını temel almaktadır. Sıkı para politikası uygulandığı zaman faiz oranları yükselmekte ve bundan kâr elde etmek isteyen yabancı sermaye ülkeye yönelmekte ve böylece ülkedeki mevcut döviz miktarında artış meydana gelmektedir. Arz kanunu gereği, döviz miktarındaki artış dövizin değerini düşürmekte ve buna karşın yerli paranın değer kazanmasını sağlamaktadır. Yerli paranın değer kazanmasıyla birlikte yerli mallar ithal mallara oranla daha pahalı hale gelmektedir. Sonuç olarak toplam çıktı miktarı azalmakta ve net ihracat negatif şekilde etkilenmektedir. Genişletici para politikası uygulandığında faiz oranları düşmekte ve ulusal para cinsinden mevduatlar döviz mevduatlarına kıyasla çekiciliğini kaybetmektedir. Dolayısıyla, ulusal para yabancı para karşısında değer kaybetmekte ve aynı şekilde yerli mallar ithal mallar karşısında daha ucuz hale gelmektedir. Bu durum, ihracatta artışa neden olmakta dolayısıyla da toplam çıktı miktarını arttırmaktadır (Cambazoğlu ve Karaalp, 2012:57).

1.4.4. Beklentiler Kanalı

Ekonomik faaliyette bulunan birimlerin geleceğe yönelik başta enflasyon olmak üzere ekonomik yaşamda gerçekleşmesini bekledikleri değişimler vasıtasıyla beklentiler kanalı çalışmaktadır (TCMB, 2013d:6).

Beklentilerin oluşmasında, ekonominin geleceğe yönelik belirsizlikler içerisinde olması etkili olmuştur. Ekonomik birimler beklentilerini oluştururken ekonomik büyüklüklerle ilintili geçmiş deneyimlerini, karar alma süresince edinilen bilgileri, beklenen potansiyel değişiklikleri ve ekonominin yapısını göz önünde bulundurmaktadır (Cengiz, 2009:237).

Beklentiler kanalının etkin bir şekilde çalışması için ekonomik kurumların, merkez bankasının yürüteceği politikaların başarılı olacağına inanmaları gereklidir. Kredibilitesi yüksek olan bir merkez bankası, fiyat istikrarını sağlamak için ekonomik yaşamda güven ortamı oluşturup ekonomik faaliyette bulunan birimlere ve bireylere gelecekte gerçekleşebilecek enflasyon konusunda fikir sunabildiği sürece fiyatlarda

gerçekleşebilecek gelişmeleri etkileyebilmektedir. Kısaca, merkez bankaları güvenilirliği ve şeffaflığı olduğu sürece ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirebilme özelliğine sahip olabilmektedir (TCMB, 2013d:7).



İKİNCİ BÖLÜM

KÜRESEL FİNANSAL KRİZ ve GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI

2008 küresel finansal krizi öncesinde çoğu merkez bankası temel amacı olan fiyat istikrarını gerçekleştirmek için geleneksel para politikası araçlarını kullanmaktaydı. Ancak 2008 küresel krizin patlat vermesiyle birlikte bu araçların hedefleri gerçekleştirmede yetersiz kalması üzerine merkez bankaları yeni para politikası araçları geliştirmeye başlamıştır.

Bu bölümde finansal krizin tanımı, türleri, nedenleri, göstergeleri, küresel finansal krize ve geleneksel olmayan para politikası araçlarına yer verilmiştir.

2.1. Finansal Kriz

Finansal kriz için birbirinden farklı tanımlamalar yapılmaktadır. Finansal kriz genellikle, finansal sektörde ortaya çıkan istikrarsızlığın ve dalgalanmaların reel sektör ve ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar ortaya çıkarması olarak tanımlanmaktadır (Samur, 2008:7).

Finansal kriz, döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarında ortaya çıkan aşırı fiyat dalgalanmaları ya da bankacılık sisteminde bankalara tekrar ödemesi yapılmayan kredilerin aşırı biçimde artması nedeniyle meydana gelen ekonomik sorunlar olarak da tanımlanabilir (Kibritçioğlu, 2001:176).

Finansal krizler üç aşamada ortaya çıkar. Birinci aşama, finansal ve finansal olmayan bilançolarda yaşanan bozulmalardır. İkinci aşama ise, birinci aşamada yaşanan gelişmelerin para krizi ile devam ettiği durumdur. Üçüncü aşama da ise para krizinin bir sonucu olarak gerçekleşen finansal ve finansal olmayan bilançoların daha üst seviyede bozulmasıdır. Üçüncü aşama, ekonomide tahrip edici sonuçların ortaya çıktığı ve tam anlamıyla finansal krize girıştır (Şimşek, 2012:9).

Finansal kriz noktasında genel kabul gören görüşe göre krizin göstergeleri ve ortamı vardır ancak krizin mutlak olarak gerçekleşeceğini açıklamak ve ne zaman ortaya çıkacağını tahmin etmek mümkün değildir. Dornbusch'un ifadesiyle, "Kriz ancak

patladığında görülür.” Zaten krizin ne zaman olacağı ve kesinliği önceden bilinse ona göre önlemler alınır, krizin yaşanması engellenir ve sonuç olarak kriz gerçekleşmez. Ayrıca bilinmekte ki, finansal krizdeki baskı ve gerginlik ortamının nedeni, güvensizlik ve paniktir (Uygur, 2001:9).

2.1.1. Finansal Kriz Türleri

Finansal krizler, ekonomik yaşamın reel kesimi üzerinde yıkıcı sonuçlar oluşturan dolayısıyla piyasaların etkin bir biçimde işleyiş gücünü bozan finansal piyasalarda çöktürlere yol açabilmektedir. Genellikle kabul edilen yaklaşıma göre finansal krizler, özellikle yükselen piyasalarda yaygın olarak ortaya çıkan para krizleri, bankacılık krizleri, dış borç krizleri ve sistemik finansal krizler üzere temelde dört başlık altında incelenebilmektedir (Özkan, 2005:166). Bu krizler birbirlerini takip ettiğı için bunlar arasında net bir ayırım yapmak mümkün değildir (Delice, 2003:59).

2.1.1.1. Para Krizleri

Para krizi literatürde döviz krizi olarak da zikredilmektedir. Bir ekonominin yerel parasına yönelik güvenin yitirilmesi dolayısıyla spekülâtif fonların yoğun olarak ülkeden kaçmaya başlaması ve merkez bankasının tüm destekleme girişimlerine rağmen var olan durumu koruyamayarak yerel paranın devalüe edilmesi ya da hepsinin dalgalanması şeklinde gerçekleşmektedir (Şimşek, 2012:9-10).

Para krizleri döviz kurunda yaşanacak ani bir hareket ve sermaye akımlarında sert bir değışiklik olarak meydana gelmektedir (Yay ve diğlerleri, 2001:20). Bilhassa sabit döviz kuru sisteminde, piyasa katılımcılarının taleplerini kısa bir süre içerisinde yerli parayla biçimlendirilmiş aktiflerden döviz aktiflerine yöneltmeleri sonucunda merkez bankasının döviz rezervlerinin eritmesi neticesinde ortaya çıkan krizler olarak tanımlanmaktadır (Turgut, 2006:36).

Para krizi; ödemeler dengesi ve döviz krizi olmak üzere iki grupta ele alınabilir (Kibritçioğlu, 2001:175). Sabit kur rejimi yürüten ülkelerde para krizleri ödemeler dengesi krizleri olarak nitelendirilip dikkatler döviz rezervi azalmalarına çekilmektedir. Esnek kur rejimi yürütölen ülkelerde ise krizlere döviz krizi adı verilerek dikkatler kur üzerinde yaşanan değışimlere çekilmektedir (Sarpkaya, 2009:14).

1990 sonrası süreçte gelişmekte olan ekonomilerde ortaya çıkan para krizlerinin büyük bir çoğunluğunu, krize giden süreci başlatan etken olan yüksek sermaye akımları sonucu ortaya çıkan sermaye hesabı krizleri olmuştur. Teorik olarak, sermaye hareketlerindeki bir tersine dönme para krizlerini başlatabilir. Ayrıca döviz kaynaklarının tükenmesinden dolayı cari hesap açıklarında bir azalmayı da peşinden sürükleyebilir. Sermaye hesabı krizlerinin iki en önemli ögesi, sermaye girişlerinin artması ve ülkeye yönelen bu sermaye girişleri içerisinde ağırlıklı olarak kısa vadeli kredilerin bulunmasıdır. Her iki durum da birlikte para ve bankacılık krizlerine neden olmaktadır (Delice, 2003:60).

2.1.1.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizi genelde, bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyip geciktirmeye mecbur hâle getiren, banka başarısızlıkları ve banka iflasları halinde mevduatlarının banka bünyesine geri dönmeyeceği düşüncesi ve korkusuyla müdilerin bir veya daha çok bankadan uzaklaşmaları/panikleri hâlinde ya da hükûmetlerin ortaya çıkan bu olayı engellemek amacıyla kurtarma ve kamulaştırma yapma yollarıyla dâhil olduğu ya da geniş yelpazeli geri dönmeyen kredilerin varlığı halinde gerçekleşebilir (Yay ve diğerleri, 2001:21).

Bankacılık krizleri, hane halkı ve firmaların faaliyet sahalarını sınırlandırmakta, yatırımların ve tüketimin azalmasını hızlandırmakta, finansal kesimin ödemeler ve kredi sisteminin düzgün biçimde işlemesine engel olmaktadır. Diğer yandan, sermayenin ülkeden kaçışını hızlandırdığından dolayı özellikle bankalar gibi finansal kurumlara yönelik güvenin de sarsılmasına yol açmaktadır (Yaman, 2010:19).

Sermaye hareketleri üzerindeki diğer finansal kısıtlamalar ve kontroller sebebiyle bankacılık krizleri, 1950'ler ve 1960'larda yaygın olarak görülmemiştir. Ancak 1970'lerden beri kısa zaman aralıklarında ve para krizleriyle birlikte peş peşe ortaya çıkmaya başlamışlardır. 1970'lerden 1990'lara kadar takip eden süreçte yapılan araştırmalar 1970-85 arası dönemde daha çok para krizleri olduğunu, 1980'lerin ortalarından sonra ise bankacılık krizlerinde artış yaşandığı sonucunu ortaya koymaktadır (Delice, 2003:61).

2.1.1.3. Dış Borç Krizleri

Bir ülkenin, özel kesim ya da kamuya ait dış borçlarını ödeyememesi durumu olarak ifade edilir. Özellikle, hükûmetlerin dış borçların çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma hususunda sıkıntı çekmelerinden dolayı yükümlülüklerin ertelenmesi veya dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması biçiminde gerçekleşmektedir.

Borç alan tarafın borçlarını ödeyemediğinde ya da borç veren tarafın ise borçların ödenmeme ihtimalinin var olduğunu düşünerek yeni kredi vermeyi arz etmeyip mevcut kredileri geri alma girişiminde bulundukları zaman borç krizleri ortaya çıkmaktadır. Bu krizler kamu borcundan ya da özel borçlardan dolayı gerçekleşir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği doğrultusunda ortaya çıkan risk algılamaları özel sermaye girişlerinde önemli miktarda düşüşe ve para krizlerine neden olabilir (Şimşek, 2012:11).

2.1.1.4. Sistemik Finansal Krizler

Sistemik finansal kriz, finansal sistemde gerçekleşen ve sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerinin bozulmasına neden olan bir şok olarak tanımlanmaktadır (Marshall, 1998:13).

Sistemik finansal krizler, finansal piyasaların önemli ölçüde tahrip olmasını açıklar. Ekonomik, sosyal ve politik yaşamın değişkenliğinden ve yapısından kaynaklanmaktadır. Sabit bir döviz kuru ya da konvertibilite taahhüdü, merkez bankasının nihai ödünç merci olma yetkisini kısıtlayarak ödemeler bilançosunda ortaya çıkan herhangi bir problemi bankacılık sorununa dönüştürebilmektedir (Delice, 2003:62).

Sistemik finansal krizlerde muhakkak bir yayılma dönemi söz konusudur. Bir ülke, bir kuruluş ya da firmadaki problemler yayılarak diğer ülke, kuruluş ya da firmalarda problemlere yol açabilmektedir. Örnek olarak, Asya krizinin ortaya çıktığı ilk zamanlarında şirket iflasları Kore ve Tayland'da görülürken bu olay kısa bir süre içerisinde çevre ekonomilerinin finansal sektörlerine yansımıştır. Sistemik krizin gerçekleştiği dönemlerde, ekonomide üretim kayıpları gerçekleşmekte, milli gelir azalmakta, ekonomik zararlar çoğalmakta dolayısıyla ülke ekonomik faaliyetlerden uzaklaşmaya başlamaktadır (Turgut, 2006:39).

2.1.2. Finansal Krizin Nedenleri

Finansal krizin en önemli nedeni yaşanan aşırı dengesizlikler sonucu reel ekonomi üzerinde ciddi biçimde yıkıcı etkiler oluşturabilen ve piyasaların etkin bir şekilde işleyişini bozan finansal piyasalarda gerçekleşen bozulmalardır (Öztürk ve Gövdere, 2010:380).

Bir ekonomide istikrarsızlıklara dolayısıyla finansal krizlere neden olan farklı etkenler olabilmektedir. Genellikle bu etkenlerin ekonomiye etkilerinin yanı sıra bankacılık kesimi üzerinde de mühim etkileri söz konusudur. Bu olumsuz etkilere yönelik olarak önleyici ve uyarıcı nitelikte çeşitli politikalar uygulanmaktadır. Finansal krizlerin nedenleri ekonomik konjonktüre uygun olmayan makroekonomik politikalar, finansal piyasaların yapısındaki zayıflıklar, döviz sistemi ve kurunun düzenlenmesinden kaynaklanan hatalar, dışsal makroekonomik koşullarda meydana gelen gelişmeler, denetim ve düzenleme ile ilgili sorunlar şeklindedir (Ural, 2003:15). Bu nedenlerin yol açtığı finansal krizlerin ekonomik aktivitelere yönelik çeşitli etkileri olduğu gibi bu etkiler temel ekonomik göstergeler için de değer arz etmektedir.

2.1.2.1. Finansal Liberalizasyon

Finansal liberalizasyon kavramı çeşitli şekillerde açıklanabilir. En kısa tanımıyla finansal liberalizasyon finansal serbestleştirmedir. Bu tanımın yanı sıra mevduat ve kredi faiz oranlarındaki hâkimiyetin azaltılması ya da ortadan kaldırılması, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin sağlanması, uluslararası sermaye denetimlerindeki baskıların azaltılması ya da kaldırılmasıdır. Bunlara ek olarak piyasalara giriş ve çıkış yapılmasına izni verilmesi, döviz kurlarındaki müdahalelerin kaldırılması biçiminde bir tanım da yapılabilir.

1980'lerde hızlanan küreselleşme atılımlarının bir parçası olan finansal liberalizasyon politikaları sonucu, finansal piyasalar hızlı ve geniş yelpazeli bir değişim yaşamaya başlamıştır (Onur, 2005:128).

Birçok ülke 1980-1990 arası dönemde finansal serbestleşmenin sağlanmasına yönelik politikalar uygulamış ancak bazı Güney Doğu Asya ülkesi haricinde bu politikaların çoğu başarısızlıkla neticelenmiştir. Finansal serbestleşme için uygulamaya

konulan politikalar umulanı vermemekle kalmamış aynı zamanda ekonomilerin birçoğunda finansal krizlere yol açmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:108).

Finansal liberalizasyon süreciyle beraber gelişmekte olan ülkelere yüksek reel faiz oranlarından döviz girişinin artması için destek sağlanmıştır. Sermaye girişleri, sabit döviz kuru sistemini uygulayan hükümet politikalarıyla da desteklenmiştir. Finansal liberalizasyona ilişkin olarak artan yüksek reel faiz oranları, gelişmekte olan ekonomilerde finansal kesimin likidite krizlerinin önemli nedenlerinden birini teşkil etmektedir (Turgut, 2006:40).

2.1.2.2. Sabit Döviz Kuru Sistemi

Finansal krizin bir diğer nedeni de sabit döviz kuru sistemidir. Sabit döviz kuru sistemi, yüksek faiz oranı düşük kur politikası yürüten ülkelerde, kısa vadeli fonların yönlendirilmesini kolaylaştırmaktadır. Bu sistemde, uluslararası rezervler sayesinde kurun sabitliği muhafaza edilmektedir. Ancak, spekülasyon girişimleri nedeniyle yerli paraya yönelik talep azalacak dövizle yönelik talepler ise artacaktır. Dövizle yönelik talebin artması, uluslararası rezervlerin azalmasına neden olacaktır ve bu durumda kurun sabitliği sağlanamamaktadır (Aklan, 2003:157).

Sabit döviz kuru politikalarının uygulanmasına yönelik yürütülen çalışmalar, ulusal paranın aşırı değer kazanması sonucunda dış talep kaynaklı büyüme artışıyla birlikte dış ticaret açığının ortaya çıkacağını ifade etmektedir. Ayrıca dış ticaret açığının devam ettirilmez boyuta ulaşması, rekabet gücünün azalması ve reel sektörde yaşanan yıpranma ekonomik hayattaki daralma sürecini desteklemektedir. Sabit döviz kuruyla ilgili ifade edilen bütün bu gelişmeler finansal krizi tetikleyici unsur olabilmektedir (Turgut, 2006:41).

2.1.2.3. Makroekonomik Nedenler

1990'lardan sonra gelişmekte olan ülkelerin büyümelerinin finansmanı dış kaynaklardan sağlanmış ve bu durum ülkeleri dışa bağımlı hale getirmiştir. Ayrıca bu durum, ülkelerin bağımsız bir maliye ve para politikası uygulamasına engel olmuştur.

Ekonomik karar birimlerinin uygulamış olduğu genişletici para ve maliye politikaları kredi kullanımının artmasına yol açacaktır. Bu durum borç miktarında, menkul ve gayrimenkul yatırımlarda spekülasyon artışına neden olacaktır. Bu

politikaların sonucunda enflasyon artar, dış denge bozulur ve varlık fiyatlarında ortaya çıkan spekülâtif artışlar sürdürülemez hale gelir. Makroekonomik politikalarda oluşan bu durum bankacılık krizlerinin esas nedeni olarak kabul edilmektedir (Coşkun, 2001:42).

Gelişmekte olan ekonomilerde finansal krizlerin ortaya çıkmasının en temel nedeni ekonomilerin kırılgan ve spekülâtif ataklara açık olması nedeniyle kolayca belirsizlik içerisine düşebilmesidir. Çoğu gelişmekte olan ülke finansal istikrarı, yabancı sermayenin ülkeye gelmesini sağlayarak sıcak para akışının hızlandırılmasıyla gerçekleştirmektedir. Bunu da döviz kurunu sabit tutarak gerçekleştirmeye çalışılmaktadır. Takip edilen bu politikalar sayesinde piyasaların manipüle edilmesi daha kolay olabilmektedir. Bu şekilde spekülâtif müdahalelere maruz kalan piyasalarda fiyatlar çok fazla artmakta olup yatırımcılar böyle bir piyasadan uzaklaşmaya başlayacaktır. Bu sürecin sonunda yabancı sermaye ülkeden uzaklaşarak ekonomimin bozulmasına neden olacaktır (Kaya, 2018:13).

Yapılan çalışmalar, makroekonomik istikrarsızlık ile finansal krizler arasında önemli ve ortak bir biçimde etkileme kanalları olduğu sonucuna ulaşmıştır. Makroekonomik istikrarsızlık, finansal sistemin yapısını güçsüzleştirirken bankacılık krizleri GSMH ve büyüme oranları gibi makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaktadır (Turgut, 2006:42).

2.1.3. Finansal Kriz Göstergeleri

Finansal krizlerin ekonomide büyük problemler ortaya çıkarması ve yüksek maliyetler oluşturması sebebiyle önceden tahmin edilebilmesi önemli hale gelmiştir. Finansal krizlerin önceden öngörülebilmesi için farklı farklı ekonomik değişkenler gösterge olarak kabul edilip kullanılmaktadır. Kullanılan bu göstergelerin sorun ve maliyetlerin düşürülmesinde önemli bir rolü vardır. Ayrıca bu göstergeler, krizin ortaya çıkmasında en fazla hangi değişkenlerin etkili olduğunu ortaya koyma noktasında yol göstermektedir (Ural, 2003:13).

Finansal krizleri açıklamaya yönelik ortaya çıkan modellerin üzerinde durdukları en önem arz eden konulardan birisi de finansal krizlerin ortaya çıkmadan önce belirtilerinin neler olduğunun ya da olabileceğinin öngörülmesidir. Bu belirtiler finansal kriz göstergelerinin hazırlanmasında önemli yapı taşlarını oluşturur. Bu kapsamda bir

çok araştırmacı krizleri önceden haber verecek, gözetim altında tutulmasını sağlayacak erken uyarı sistemlerini kurmaya yönelik araştırma yapmıştır (Yay ve diğerleri, 2001:28).

Finansal krizin göstergelerinin belirlenmesine yönelik yapılan çalışmalardan en önemli ve en detaylısı Kaminsky ve Reinhart'ın 1996 yılında gerçekleştirdikleri çalışmadır. Yapılan bu çalışmada, 1975-1990 döneminde on beş gelişmekte ve beş gelişmiş ekonomide meydana gelen toplam yetmiş altı tane döviz krizi incelenip hangi parametrelerde kriz öncesi süreçte sinyal olarak görülebilecek değişiklikler gerçekleştiği araştırılmıştır. Çoğunlukla kriz göstergeleri olarak; Cari Açık ve GSMH Oranı, Bütçe Açığı ve GSMH Oranı, Reel Döviz kurunda ortaya çıkan artış, Merkez Bankası Döviz Rezervleri ve Para Arzındaki Artışlar dikkate alınıp kullanılmaktadır (Turgut, 2006:42-43).

2.1.3.1. Cari Açık/GSMH'ye Oranı

Ekonominin dış finansman ve döviz rezervlerine olan ihtiyacını arttıran cari açık aynı zamanda spekülasyon saldırıları da teşvik etmektedir. Bundan dolayı bu göstergenin kriz öncesi dönemde artarak kriz sinyali vermesi beklenmektedir (Sevim, 2012:105). Spekülasyon saldırılar sonucu sermaye hareketleri yoğunlaşır. Burada gözden kaçırılmaması gereken en önemli gösterge cari açığın GSMH'ye oranıdır. Eğer bu oran %4'ü geçmişse ekonominin finansal kriz çerçevesinde tehlikeli bir alana girmiş olduğu anlamına gelir. Ancak, cari açığın GSMH'ye oranının tek başına kriz için yeterli bir gösterge olmadığı unutulmamalıdır. Burada asıl önemli olan nokta bu açığın finansmanın neyle sağlanacağıdır. Yani bir ekonomide cari açığın GSMH'ye oranı %4'ün üzerinde gerçekleşse bile, cari açığın finansmanı uzun vadeli yabancı yatırımlarla gerçekleştiriliyorsa o ekonomideki finansal sistemin kırılganlığı üzerinde konuşurken biraz daha dikkatli olmak gerekir. Fakat cari açığın finansmanı kısa vadeli yabancı sermaye girişleri tarafından gerçekleştiriliyorsa o zaman ekonomi için gelecek zaman içerisinde bir riskin var olabileceğinden bahsedilebilir (Turgut, 2006:43).

2.1.3.2. Bütçe Açığı/GSMH'ye Oranı

Ekonomilerde kriz göstergesi olarak kabul edilen parametrelerden başka birisi de bütçe açığının GSMH'ye oranıdır. Bu oranın %3'ten daha yüksek olması durumunda

söz konusu ekonomide olası döviz krizine karşı kırılganlığının artacağı ifade edilebilir. Ekonominin kırılgan bir yapıya sahip olması halinde yatırımcılar üzerine yansımalarının olumsuz olacağı düşünülmektedir.

2.1.3.3. Reel Döviz Kurundaki Artış

Gelişmekte olan ülkelerin genelde sabit döviz kuru politikası uygulamalarından dolayı ulusal para reel olarak belli bir düzeyin üzerinde değer kazanmaktadır. Bu durum kriz beklentilerinin ortaya çıkmasında önemli bir unsur haline gelmiştir. Ulusal paranın bir yıl içinde en azından %10 değer kazanması spekülörlerin bakış açısına göre ekonominin fazla ısındığının bir belirtisi olarak değerlendirilmektedir. Ulusal paranın yabancı paralar karşısında kazanmış olduğu değer ölçüsü ihracat üzerinde dezavantajlar oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle ulusal paranın reel olarak değerinin artması durumunda ithalat artar ve ihracat azalma eğilimi gösterir. Ayrıca cari dengenin bozulmasına ve açık vermesine neden olur. Bu durumda merkez bankasının spekülatif saldırılara karşı hamlesi azalmakta ve finansal sistemin kırılganlığı artmaktadır (Turgut, 2006:43).

2.1.3.4. Merkez Bankası Döviz Miktarı

Finansal krizin öncüllerinden dikkate alınması gereken diğer bir önemli gösterge ise merkez bankasının sahip olduğu döviz miktarıdır. Merkez bankasının yönetiminde bulunan döviz miktarı kriz dönemlerinde önemli bir yere sahiptir. Bilindiği üzere çoğu finansal kriz spekülatif işlemlerle ilk kıvılcımı alıp krizi tetiklemektedir. Merkez bankasının spekülörlerin bu tutumlarına karşı hamle yapma gücü ve kapasitesi bu tür krizlerde önemli unsurdur. Yani, merkez bankasının mevcut döviz miktarı finansal krizler karşısında hamle yapma gücü üzerinde büyük bir rol oynamaktadır (Özçuban, 2011:9). Kaminsky, Lizondo ve Reinhart tarafından yapılan çalışmada, net uluslararası rezervlerde meydana gelen %10 azalış takip eden 24 ay içerisinde bir finansal krizin ortaya çıkabileceğini gösteren bir sinyal olarak düşünülmektedir (Karaçor ve Alptekin, 2006:245).

2.1.3.5. Para Arzındaki Artış

Dolaşımda bulunan paraya vadesiz mevduatın eklenmesiyle M1 ve M1'e vadeli mevduatın eklenmesi ile de M2 para arzına ulaşılır. M1 dar anlamda para arzını ifade

ederken, M2 geniş anlamda para arzı olarak tanımlanmaktadır. M1 ve M2 para arzında önceki senenin aynı dönemine göre %17'lik bir değer yükselmesi mevcut ise, bu durum kriz sinyali olarak ele alınmaktadır. Ayrıca M2 para arzının brüt uluslararası rezervlere oranı da kriz sinyali olarak değerlendirilmektedir. Bu göstergede %10'luk bir artış krizlerin gerçekleşme ihtimalini artırır ve bu gösterge sayesinde merkez bankasının mali yükümlülüklerini karşılayabilecek gerekli rezerve sahip olup olmadığı hakkında bilgi elde edilmektedir (Karaçor ve Alptekin, 2006:249-252).

2.2. 2008 Küresel Finansal Krizi ve Para Politikası

2008 küresel finansal krizden önce merkez bankalarının tek amacı fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Bu amaca ulaşmak içinde faiz oranları kullanılmıştır (Kaya ve Tokucu, 2014:2). Fiyat istikrarı bireylerin yatırım, tasarruf ya da tüketim kararları alırken önemsenmeyecek kadar düşük seviyelerdeki enflasyon oranı olarak tanımlanır. Fiyat istikrarının sakıncalı bir tarafı vardır. Örneğin uzun süreli fiyat istikrarının sağlanması varlık fiyatlarının aşırı değerlenmesine yol açabilmektedir. ABD'de mortgage kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan sıkıntılar aşırı değerlenen varlıkların değerinin düşmesine neden olmuştur. Küresel krize dönüşen bu olay ile merkez bankaları fiyat istikrarının gerçekleştirilmesiyle birlikte finansal istikrarın da gerçekleştirileceği fikrinden uzaklaşmıştır (Serel ve Özkurt, 2014:57).

Küresel kriz sonrasında merkez bankaları faiz oranlarını sıfır alt bandına kadar düşürmüşlerdir. Fakat faizlerin düşürülebilecek en alt seviyeye kadar düşürülmesi istenen etkiyi ortaya çıkarmamış ve faiz oranının tek başına ekonomik istikrarı ve finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığı düşüncesini gündeme getirmiştir (Özdemir, 2009:29). 2008 küresel krizi merkez bankalarının politika anlayışında değişimler yaşamasına ve yeni para politikası araçları geliştirmelerine yol açmıştır. (Uysal, 2019:4). Normal şartlarda kullanılan araçların olağanüstü dönemlerde yetersiz kalması sonucunda geliştirilen araçlar geleneksel olmayan para politikası araçları olarak tanımlanır (Atılğan, 2016:250).

Her ülke içinde bulunduğu ekonomik şartlara göre geleneksel olmayan para politikası araçlarını geliştirmiştir. Bu doğrultuda gelişmiş ülkeler deflasyonist eğilimlerin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini bertaraf etmek için miktarsal genişleme, faiz taahhüdü ve kredi genişlemesi gibi araçları geliştirmeye/kullanmaya

başlamışlardır. Gelişmekte olan ekonomiler ise, gelişmiş ülkeler tarafından izlenen politikalar sonucunda meydana gelen likidite artışının ve sermaye akışlarının ülke ekonomilerinde oluşan olumsuzlukları azaltmak için zorunlu karşılıklar, faiz koridoru gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını ön plana çıkarmışlardır (Emirkadı, 2018:171).

2.3. 2008 Küresel Finansal Krize Neden Olan Gelişmeler

Küreselleşmeyle birlikte ülkeler ekonomik anlamda da yakın etkileşim içinde olmaya başlamışlardır. Özellikle çok taraflı ticari anlaşmalar, ekonomik entegrasyonlar ve bölgesel ekonomik kuruluşların yaygınlık kazanması ekonomileri birbirleri ile daha entegre duruma getirmiştir.

2008 yılında ABD'de görülen finansal kriz domino etkisi oluşturarak tüm ekonomileri olumsuz etkilemiştir. Bu krizin ortaya çıkmasında birçok faktör etkili olmuştur. Bu faktörler şu şekilde sıralanabilir: 2000'li yıllarda ekonomiyi canlandırmak için merkez bankalarının uyguladığı genişletici para politikası, konut piyasasında konut fiyatlarının artması ile konut balonun oluşması ve bu balonun patlaması, bankacılık sisteminin bozulması, üretim ve istihdam düzeyinde yaşanan düşüşler ve deflasyonist eğilimlerdir.

2008 finansal krize giden süreç 1990'lara kadar götürülebilir. 1990'larda ekonomik büyümenin internet sayesinde gerçekleşmesi ve yatırımcıların bu yeni teknolojiye yönelmesi bu alanda faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinin fiyatının gerçek değerinden yüksek olmasına yol açmış ve teknoloji balonu oluşmuştur ve bu balon 2000 ve 2001 yıllarında borsa çöküşüne kadar şişmeye devam etmiştir (Tabb, 2008:8). Hem teknoloji balonun patlaması hem de 11 Eylül 2001'de ABD'de meydana gelen terör saldırısı ABD ekonomisini durgunluğa sürüklemiştir.

FED, ekonomik durgunluğu ortadan kaldırmak için faiz oranlarını düşürmeye karar vermiştir. FED'in faiz indirimi 2001 ve 2004 yılları arasında devam etmiş ve bunun sonucunda finansal kurumların borçlanma maliyeti azaldığı için ellerinde fon fazlası oluşmuştur. Finansal kurumlar oluşan bu fon fazlasını konut kredilerine

(mortgage) yöneltilmişlerdir². Fakat kârlarını daha da artırmak isteyen ABD bankaları yüksek risk oluşturmalarına rağmen daha fazla kâr vadeden subprime mortgage kredilerini, geniş çaplı değerlendirme yapmadan ölçüsüz bir şekilde vermişlerdir. Böylece konut piyasasında konuta olan talepte aşırı bir artış yaşanmış ve bunun sonucunda 2003 ve 2006 yılları arasında konut fiyatları önemli ölçüde artmıştır. Konut fiyatlarının aşırı yükselmesi ciddi bir şekilde konut balonun şişmesine neden olmuştur (Eraslan ve Bayraktar, 2012:41).

Küresel krizin sebeplerinden biri de finansal kurumlar tarafından oluşturulan türev ürünlerdir. Finansal kurumlar kârlarını artırmak için verdikleri kredilerden kaynaklanan alacaklarını güvence göstererek emlak tahvilleri çıkartması bunları da daha yüksek faiz oranıyla, risk unsuru barındıran yatırımlardan daha fazla kâr kazanmayı amaçlayan hedge fonlara satmaları finansal krize giden süreci tetiklemiştir. Ayrıca bu fonlardan elde edilen kaynaklar yeniden kredi olarak riskli bireylere verilmiştir (Şeker ve Demirel, 2019:4). Hedge fonu, ciddi bir risk olarak yüksek getiri arayan ve çoğunlukla yalnızca varlıklı olan yatırımcılara açık riskli bir yatırım havuzu olarak tanımlanmaktadır (Anbar, 2009:101). Bu fonların yüksek kaldıraç, vadesine göre durumu, açığa alım satımlarıyla, borçlanma oranları sayesinde yatırımcılar normalden daha fazla kazanmayı hedeflemektedir. Hedge fonlarının denetimden uzak olması, belirli bir orana tabi olmaması bu fonları riskli hale getirmiştir (Akgüç, 2009:7). Böylece mortgage kredilerine bağlı oluşturulan bu türev ürünlere dünyanın dört bir yanından pek çok yatırımcı tarafından yatırım yapılmıştır (Şentürk vb. 2016:148).

Küresel krizin sebeplerinden bir diğeri de sağlıksız menkul kıymetleştirmedir. Menkul kıymetleştirme son otuz yıldır yaygın olarak kullanılan bir tekniktir. Fon

² Mortgage kredileri gelir düzeyi ve kredi derecesine göre prime, alt-A ve subprime mortgage kredileri olmak üzere üç sınıfa ayrılır. Prime kredileri yüksek gelir düzeyine ve iyi kredi derecesine sahip olan zengin kesime ait kredi borçlarını, alt-A kredisi orta gelirli kesime ait kredi borçlarını ifade eder. Subprime kredileri ise dar gelirli, kredi borçlarını ödeme güçlüğü çeken ve düşük kredi derecesine sahip alt kesime verilen kredileri temsil eder (Kansu, 2011:81). Mortgage kredileri içinde en riskli grubu subprime kredileri oluşturmaktadır. Bu krediler çok riskli olduğu için bunlara uygulanan faiz oranları da diğer kredilere uygulanan faiz oranından daha yüksektir. Subprime kredilerinin çoğunluğunu değişken faizli krediler oluşturmaktadır birlikte bu değişken faizli kredilerde ilk iki veya üç yıl düşük sabit faiz oranı uygulanır. Daha sonraki altı ayda bir belirli bir endeks baz alınarak düzenlenen faiz oranı kullanılır (Kutlu ve Demirci, 2011:123). ABD'de mortgage kredileri ilk verilmeye başlandığı zaman çoğunluğunu prime kredileri oluşturmaktaydı. Yani kredi derecesi yüksek ve kaliteli müşterilere verilmekteydi. Mortgage kredisi zamanla subprime kredilerine yöneldi. ABD'de 2008'in ortasına gelindiğinde subprime kredilerinin miktarı 1,5 trilyon doları bulmuştu. ABD'de faizler geçmiş zamanda son derece düşük seviyede olduğu için subprime kredilerini tercih eden dar gelirli kesim geniş ölçüde değişken faizli kredileri kullanmışlardır (Eğilmez, 2016:66-67).

sağlama maliyetlerinin azaltılması ve riskin daha büyük bir kesim arasında paylaştırılması suretiyle kredi kuruluşlarının bilançolarında bulunan varlıkların pazarlanabilir kıymetlere dönüştürülmesidir (Akçay, 2012:176; Karaçor vb. 2012:157). 2005-2006 yılları arasında subprime kredilerinin %80'i menkul kıymetleştirme tekniği ile fon sağlamıştır (Özdemir, 2013:209). Menkul kıymetleştirme sayesinde riskin paylaşılması, bankaların kanuni sermaye yükümlülüklerini yerine getirmesinde kolay bir ortam oluşturması, bankaların risk almadan veya daha fazla mevduata gerek duyulmadan yeni kredileri finanse etmelerinde kolaylık sağlaması menkul kıymetleştirmeye ilgiyi artırmıştır. Menkul kıymetleştirme, riski bir kurumdan diğerine aktardığı için krizin nedenleri arasında değerlendirilmektedir. Bu sistemin işleyişi kriz anlarında mali sistemin bozulmasına neden olmaktadır. Örneğin bankaların menkul kıymetleştirme yoluyla verdiği kredilerin geri ödemelerinde yaşanan sıkıntılar banka ve menkul kıymeti satın alan finansal kurumların hasar görmesine yol açmıştır (Alantar, 2008:3).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı değerlendirmeler de küresel krizin ortaya çıkmasında etkili olmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının finans kaynağını bankalar ve diğer finansal kuruluşlar oluşturmaktadır. Böyle olunca kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız bir karar vermeleri zorlaşmaktadır (Alantar, 2008:4). Kredi derecelendirme kuruluşları kurumların oluşturduğu ürünleri değil kurumu dikkate alarak derecelendirme yapmışlar ve böyle bir değerlendirme ise oluşturulan menkul kıymetlerin risklerinin ortaya çıkmasına engel olmuştur (Demir vb. 2008:9). Kredi derecelendirme kuruluşlarının önemli bir risk taşıyan konut kredilerine bağlı oluşturulan menkul kıymetleri yüksek dereceden derecelendirmeleri krizin oluşmasında önemli bir rol oynamıştır. Bu kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen derecelendirmeler yatırımcılar, menkul kıymet ihraç edenler, yatırım bankaları ve hükümetler için önem arz etmektedir (Akçay, 2012:142-144). Küresel krizin ortaya çıkmasında etkili olan bir diğer faktör ise düzenleyici ve denetleyici kurumların davranışlarıdır. Düzenleyici ve denetleyici kurumların denetimlerinde esnek davranması, kuralları gevşetmesi ya da kaldırması finansal piyasalarda global ölçekli standartların oluşmasını engellemiş ve bunun sonucunda küresel ve ulusal çapta denetimlerin aksamına neden olarak finansal sistemin zayıflamasına yol açmıştır (Kırcı, 2016:469). Bunlar küresel krizin ortaya çıkmasında etkili olan belli başlı nedenlerdir.

Küresel kriz boyunca FED sürekli eleştirilerin odağında olmuştur. O dönemde FED'in değişken risk ortamında risklere karşı rahat davranması ve dönemin FED başkanının 17 Mayıs 2007 yılında yaptığı bir açıklama FED'in sürekli eleştirilmesinin nedenlerindendir. FED başkanı yaptığı açıklamada subprime piyasasından diğer piyasalara yönelik herhangi bir endişe verici yayılmanın olmayacağını dile getirmiştir. Fakat başkanın açıklamalarının tam tersi durum ortaya çıkmıştır. Subprime piyasasında ortaya çıkan kriz reel sektörü de etkileyerek küresel boyutta krizin ortaya çıkmasına sebep olmuştur (Işık ve Tünen, 2011:18).

2004 yılında ABD'de enflasyonist eğilimlerin ortaya çıkması ve konut fiyatlarındaki aşırı artışın ekonomiyi negatif etkilemesi sonucunda FED ekonomiyi rahatlatmak için uzun süredir izlediği genişletici para politikasında vazgeçerek daraltıcı para politikası izlemeye başlamış ve faiz oranlarını yükseltmeye başlamıştır (Vural, 2013:4). FED'in faiz oranlarını 2006 yılının ortalarına kadar yükseltmesi kredi maliyetlerinin artmasına neden olmuş ve kredi maliyetlerinin artması sonucundan konut sektöründeki hareketlilik 2005 yılının sonunda durgunlaşmaya başlamıştır. Yeni konutların inşasının azaldığı ve konut fiyatlarının düştüğü gözlemlenmiştir. Bu durum, 2007 yılının ikinci yarısında konut ve emlak piyasalarında büyük bir daralma ve fiyatların önemli ölçüde düşmesine neden olmuştur (<http://www.mfa.gov.tr/>). FED'in faizleri yükseltmesi değişken faizli krediler olan subprime kredilerini kullananları büyük miktarda faiz külfetiyle karşı karşıya koymuştur (Apak ve Aytaç, 2009:140). Subprime kredilerini alt gelirli kesimler kullandığı için faiz oranlarının yükselmesiyle bu kişiler aldıkları kredileri geri ödeyememiştir. Konut fiyatlarının düşmesiyle birlikte bu kredileri kullanan kişilerin evlerinin değeri mortgage kredisinin altına düşmüştür. Bunun sonucunda mortgage kredilerinin ödenmesinde riskler artmaya başlamış ve kredi ödeme risklerinin artmasıyla birlikte sonraki yapısal kredi üretiminde sorunlar çıkmıştır (Hatipler, 2011:195-196).

FED'in faiz oranlarını yükseltmesi oluşan konut balonunun patlamasına neden olmuştur. 2007 yılının başlangıcında ödenmeyen subprime kredi sayısında artışlar gözlemlenmiş ve 2007'nin Ekim ayından itibaren geri ödenmeyen subprime kredilerinin toplam subprime kredilerine oranı %16 olmuştur. Subprime kredilerine bağlı oluşturulan menkul kıymetlerde subprime kredilerinin geri ödenmemesi sonucunda bu menkul kıymetlerin değeri düşmeye başlamıştır (Polat, 2018:179). Bu kredilerin

ödenmemesiyle birlikte konut ipoteğini elinde bulunduran kurumlar yasal süreçlere başvurup konutları satmaya başlamıştır. Ancak konut fiyatlarının düşmesi ve birçok kurumun elinde el konulmuş ev sayısının giderek artmasıyla beraber arz fazlası oluşmaya başlamıştır. Banka ve diğer finansal kurumlar risk ortamının aşırı gerilmesi sonucunda subprime kredileri açmaya yanaşmamış ve konut talebinde düşüşler yaşanmıştır (Özatay, 2009:117).

Bankalar kredi ödemelerinde yaşanan aksaklıklardan dolayı kaynak bulma noktasında sıkıntılar yaşamışlardır. Ayrıca finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar sonucunda güvensizlik ortamı oluşmuş ve bankalar birbirlerine borç vermek için çekingen davranmışlardır. Hem kredi ödemelerinde yaşanan sıkıntılar hem de bankaların borç vermede yaşadığı çekingenlik piyasada likidite sıkıntısı yaşanmasına neden olmuştur. 2007 yılı içinde ABD konut piyasasında görülmeye başlayan ve zaman içerisinde finansal piyasalara yayılan kriz 2008 yılının Eylül ayında ABD'nin önemli finansal kuruluşu olan Lehman Brothers'ın iflası ile küresel bir boyuta ulaşmıştır. 2008 krizini diğer ekonomik krizlerden ayıran en önemli özelliği karmaşık ve yüksek hacimli türev ürünlerden kaynaklanan sıkıntıların küreselleşmenin etkisi ile tüm dünyayı etkisi altına almasıdır. 2008 küresel krizi finansal piyasalardan reel sektöre sıçrayarak çoğu ülkenin ekonomik büyümesini olumsuz etkilemiştir. Aynı zamanda işsizlik, istihdam gibi sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur (Bocutoğlu ve Ekinci, 2009:67).

Krizin derinleşmesini engellemek için gelişmiş ülke merkez bankaları genişletici para politikalarına yönelmişler ve faiz oranlarını düşürmeye başlamışlardır. Faiz oranlarının düşük seviyelerde olması, gelişmiş ülkelere faiz oranları yüksek olan gelişmekte olan ekonomilere yönelik kısa vadeli sermaye akışına yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkelere sermaye akışlarının artması yerel para biriminin değerlendirilmesine yol açmış ve bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelerin dış ticareti olumsuz etkilenmiştir (TCMB, 2013a:2). Yerel para birimin değerlendirilmesi, dış ticaret açığının ortaya çıkması ve sermaye akışının yavaşlayacağına dair olasılıklar finansal istikrar için risk oluşturmuştur. Gelişmekte olan ülkelere sermaye akışlarının yoğunluğu sonucunda finansal istikrar üzerinde oluşan bu riskler gelişmekte olan ülkelerin para politikalarının yanı sıra yeni para politikası araçları geliştirmelerine zemin hazırlamıştır (Keskin, 2018:162).

2.4. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Küresel krizin patlak vermesinden sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, krizin oluşturduğu istikrarsızlığı çözmek için birbirinden farklı çözüm paketleri sunmaya başlamıştır. Piyasalarda önemli derecede likidite darlığının oluşması, sorunlu aktiflerin değerleri hakkında ortaya çıkan belirsizlikler ve sermaye yetersizliğine karşı hızlı bir şekilde tedbirli olunması zorunlu hale gelmiştir. Bu doğrultuda açığa satış³ yasaklanmış veya sınırlandırılmış bunun yanı sıra mevduat garantileri artırılmıştır. Fakat alınan bu tedbirler finansal sektöre karşı güvenin tekrar oluşmasında ve piyasaların koşullarında iyileşmeler ortaya çıkaramamıştır. Tekrardan piyasa koşullarını iyileştirmek, istikrarı sağlamak, ekonomilerin bankalararası borçlanmalarını bir daha tesis etmek ve bankaların yeniden sermayelendirilmesi için kapsamlı pro-aktif önlemlerin alınması zorunlu hale gelmiştir. Bu kapsamda ilk önlem paketlerini açıklayan ülke ABD olmuştur. ABD'nin açıkladığı pakette öncelik olarak sorunlu ipotekli konut kredisine ilişkin aktiflerin satın alınması yer almıştır. Bunun yanı sıra bir kaç hafta sonra bankalara sermaye takviyesi de yapılmıştır. ABD'nin kurtarma paketlerinden sonra İngiltere de kurtarma paketleri hazırlayarak sermaye takviyeleri ve bankaların likiditeye erişimini kolaylaştırmak için alınan önlemleri açıklamıştır. Devamında Euro Bölgesi ve birçok Avrupa ülkelerinde bunlara benzer önlemler alınmaya başlanmıştır (Erdönmez, 2009:89). Fakat oluşturulan kurtarma paketleri bozulan finansal düzenin ve ekonomide fiyat istikrarının yeniden sağlanmasında eksik kalmıştır. Küresel kriz öncesinde büyük ölçüde, fiyat istikrarının gerçekleşmesinde geleneksel para politikası araçları üzerinde fikir birliği sağlanmış olsa da krizle birlikte geleneksel para politikası araçlarının finansal istikrarı sağlamada yetersiz kaldığı gözlemlenmiştir. Ayrıca fiyat ve finansal istikrarsızlığın ülke ekonomilerinde yıkıcı etkiler oluşturması uygulanan politikalarda değişiklikler yapılması gerekliliğini ortaya koymuştur (Atılğan, 2016:250).

Para politikası aktarım mekanizmasının büyük ölçüde işlevini yitirdiği süreçlerde geleneksel para politikası araçlarının etkinliğini kaybetmesi geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanılmasını mecburi kılmıştır. Geleneksel olmayan para politikası araçlarını miktarsal genişleme, faiz koridoru, zorunlu karşılık politikası, faiz

³Açığa satış, hisse senedinde uygulanan ve sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını veya satışına yönelik iznin verilmesini açıklayan bir tür işlemdir (<https://www.alnusyatirim.com/>).

taahhüdü politikası ve kredi genişlemesi olmak üzere beş başlık altında ele almak mümkündür (Karaş, 2017:632).

2.4.1. Miktersal Genişleme

Küresel krizden sonra likidite sıkıntısı yaşayan finansal kuruluşlara, merkez bankaları faiz oranlarını düşük seviyelere kadar indirerek likidite sağlamaya çalışmışlardır. Fakat faiz oranlarının sıfır alt bandına kadar düşürülmesi istenen miktarda likidite oluşmasını sağlamamıştır. Bundan dolayı merkez bankaları piyasaya farklı kanallardan likidite enjekte etmeye başlamıştır. Merkez bankaları için temel politika aracı olan faiz oranının yanı sıra para miktarı da temel politika aracı olarak uygulanmıştır.

Miktarsal genişleme, merkez bankaları finansal kuruluşlara likidite temin etmek için paranın fiyatından ziyade, yani faiz oranından ziyade paranın miktarına odaklanmasıdır. Merkez bankaları bu araçla piyasaya doğrudan likidite sağlar (Perera, 2010:18). Miktersal genişleme bankalardan uzun vadeli devlet tahvilleri satın alımı yoluyla gerçekleştirilmektedir. Merkez bankaları bu şekilde iki amacı gerçekleştirmeyi hedeflemişlerdir. Bunlardan ilki devlet tahvili satın alınarak özel ihraç edilmiş menkul kıymetlerin değerinin azalmasını sağlamak. İkincisi ise uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi yoluyla uzun vadeli yatırımların gerçekleşmesini sağlamak ve bununla birlikte toplam talebi canlandırıp fiyat istikrarını gerçekleştirmektir (Smaghi, 2009:4).

Merkez bankalarının amacı özel sektöre yeni kredi sağlamak ise bankalardan tahvil alımı gerçekleştirir. Bu şekilde bankalara sağlanan ek likidite bankalar tarafından kredi dağıtımında kullanılır. Fakat her zaman bu gerçekleşmeyebilir ve oluşturulan bu likidite tampon görevi sağlaması için bankalar tarafından rezervlerinde tutulabilir. Bu durumda merkez bankasının piyasaya sürmek istediği likidite bankalarda kalır. Merkez bankaları tarafından gerçekleştirilmek istenen bu işlemlerin faiz oranlarının alt sınırında olduğu ya da standart faiz oranı kanalının tamamen kullanıldığı durumlarda gerçekleştirilmesi bu riski en az seviyeye düşürebilir (Perera, 2010:18). Miktersal genişleme ile açık piyasa işlemleri aynı sonuçlar ortaya çıkarsa bile aralarında temel farklılıklar bulunmaktadır.

Tablo 2.1. Miktersal Genişleme ve Açık Piyasa İşlemleri Arasındaki Fark

	Açık Piyasa İşlemleri	Miktarsal Genişleme
Zamanlama	Devamlı olarak yapılır	Temel politika aracı, faiz oranının sıfır düzeyine yakın veya sıfır olduğu hâllerde yapılır.
Politika araçları	Kısa vadeli devlet tahvili alım ya da satımı	Uzun vadeli devlet ve özel sektör tahvil alımları
Amaç	Gecelik faiz oranlarında değişikliğe gidilerek politika faizine yaklaşmak	Uzun vadeli tahvil faizlerini indirmek
Merkez bankası bilançosuna etkileri	Geçici bir süreliğine etkili olmaktadır	Kalıcı biçimde genişletir

Kaynak: Perera, 2010: 19.

Miktarsal genişleme politikasında başarılı sonuçlara ulaşmak için finansal sistemin işleyişi önem arz eder. Örneğin bankaların temel görevi olan kredi sağlama işlevini yerine getirememesi durumunda miktarsal genişleme politikasının etkinliği düşük olur. Miktersal genişleme politikası, tercih edilen kredi kanallarına ve istenilen sektöre ulaşabildiğinde başarılı sonuçlar ortaya çıkarır. Kısaca miktarsal genişleme politikasında başarılı olmak için likiditenin piyasaya aktarılmasını engelleyecek riskler azaltmalı ve bankaların kredi sağlamaları teşvik edilmelidir (Tunalı ve Yalçınkaya, 2016:76).

2.4.2. Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi, merkez bankasının belirli ticari senetleri şirket tahvilleri ve varlığa dayalı menkul kıymetleri doğrudan satın alıp piyasada likidite sıkışıklığı sorununu çözmeye çalışmasıdır. Kredi genişlemesi yoluyla finansal piyasaları hedefleyen bu politikanın etkin olarak işleyebilmesi için hane halkı ve firmalara finansman oluşturulması önem arz eder. Merkez bankasının özel sektöre ait menkul kıymetleri satın alması yoluyla, özel sektör ve merkez bankası arasında doğrudan bir etkileşim ortaya çıkar. Özel sektör menkul kıymetlerinin satın alınması ile devlet tahvilinin satın alınmasının para arzına ve para talebine olan etkisi bakımından herhangi bir fark yoktur. Ancak özel sektöre ait menkul kıymetlerin satın alınması merkez bankası bilançosunda risk profili oluşturur (Perera, 2010:19).

Kredi genişlemesi politikasında temel amaç işlerliğini yitirmiş piyasaların tekrardan canlanmasını sağlamak ya da bu piyasaları yeniden düzenleyerek likidite

sorununu çözmek ve risk primlerini minimuma indirmektir. Böylece ekonomik hayatta finansal faaliyetlerin yeniden normalleşeceği varsayılmaktadır. Miktersal genişleme politikası ile merkez bankasının bilançosunda artışlar olurken, kredi genişlemesi politikası ile merkez bankası bilançosunda sadece kompozisyon değışikliği yaşanmaktadır. Bir diğerk fark ise miktersal genişleme politikasında likidite oluşturulup piyasaya doğrudan aktarılırken, kredi genişlemesinde merkez bankaları, finansal piyasaların riskli varlıklarını satın alıp merkez bankasına ait risksiz varlıkları piyasaya sürmektedir. Bu şekilde merkez bankası riskli varlıkları kendi bilançolarına çekmektedir (Arıcan ve Okay, 2014:13-14).

2.4.3. Zorunlu Karşılık Politikası

Zorunlu karşılık politikası mevduat kabul eden finansal kuruluşların topladıkları mevduatlar karşılığı olarak Merkez bankasında bulundurmak mecburiyetinde oldukları miktardır. Merkez bankaları zorunlu karşılık politikasını kullanarak parasal tabanı kontrol altında tutabilir.

Zorunlu karşılıkların bir para politikası aracı olarak politika faizini tamamlayıcı nitelikte bir rol oynaması, esasında, politika faizi tüm faiz oranlarını aynı doğrultuda değıştirirken, zorunlu karşılıkların yalnızca belirli faiz oranlarını etkilemesine yönelik olarak kullanılabilmesinden kaynaklanır. Sermaye akımlarının güçlü olduğu dönemde hem döviz kurları üzerinde hem de bankacılık sisteminin ulaşabildiğı fonları artırmak suretiyle cari işlemler açığının yükseldiğı bir ekonomide merkez bankalarının ekonomide ortaya çıkan ısınmayı ve enflasyonist baskıları da gözetim altına alması şarttır. Ancak, ekonomiyi soğutmak için politika faiz oranını artırmak sermaye akımlarının artmasına neden olabilecektir. Diğerk yandan sermaye akımlarını seyreltmek için gerçekleştirilecek faiz indirimi ise ekonomide görülen ısınmayı ve enflasyonist baskıları çoğaltıcı bir etki ortaya çıkaracaktır. Zorunlu karşılıkların uygulanması, kredi faiziyle mevduat faizi arasındaki farkın açılmasıyla birlikte iç talep kontrol altında tutulabilecektir (Alper ve Tiriyaki, 2011:7).

2008 küresel krizinden önce çoğı merkez bankası para politikasını kısa vadeli faizlere yöneltmesiyle birlikte 1990-2006 yılları içerisinde zorunlu karşılık politikası geri planda kalmıştır (Montoro ve Moreno, 2011:53). Ayrıca merkez bankalarının açık piyasa işlemlerine yönelmesi, finansal sistemde yaşanan yenilikler zorunlu karşılık

uygulamasının geri planda kalmasında etkili olan diğer faktörlerdir. Küresel krizle birlikte merkez bankalarının finansal sistemde ortaya çıkan risklere yoğunlaşması, zorunlu karşılık politikasına olan bakış açılarının değişmesine neden olmuştur (Montoro, 2011:4).

2.4.4. Faiz Taahhüdü Politikası

Geleneksel olmayan para politikalarından biride faiz taahhüdü politikasıdır. Faiz taahhüdü politikası ile merkez bankaları politika faiz oranlarının belli bir sürede alçak seviyelerde sabit tutulacağını belirterek beklentileri yönlendirebilmektedir. Günümüzde özel sektörün makroekonomi üzerindeki etkileri yaygınlık kazanmıştır. Merkez bankası faiz taahhüdü politikası ile ekonominin durumunu, kısa vadeli faiz oranıyla alakalı özel sektörün beklentilerini etkileyerek ekonomik faaliyetleri yönetebilmektedir. Faiz taahhüdü politikası uygulanırken enflasyon oranının da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Merkez bankası faiz taahhüdünü açık bir şekilde ifade edebileceği gibi üstü kapalı bir biçimde de belirtebilmektedir. Ayrıca bu politikayı ekonominin normal işleyiş zamanında üstü kapalı bir şekilde belirtilmesinde bir sakınca olmamakla birlikte, kriz zamanlarında açık bir şekilde belirtilmesi piyasa beklentileri üzerinde daha etkili olmaktadır (Vural, 2013:27-28).

2.4.5. Faiz Koridoru

2008 küresel krizden sonra merkez bankaları finansal piyasalarda oluşan riskleri azaltmak için yeni para politikası araçları geliştirmiştir. Bu araçların geliştirilmesinde merkez bankaları faiz oranlarını esas almıştır. Faiz oranlarının değişkenlik özelliğine sahip olması finansal istikrar ve fiyat istikrar sağlanmasında önemli ölçüde etkili olabilmektedir. Bu bağlamda faiz koridoru politikası, merkez bankalarının geliştirdiği geleneksel olmayan para politikaları içinde yer almaktadır (Tufaner, vb. 2016:658).

Faiz koridorunun kullanılması ile birlikte ekonomik ve finansal sistemde ortaya çıkan belirsizlikleri ortadan kaldırmak ve sermaye oynaklığının bunlar üzerindeki etkisinin minimum düzeye indirilmesi amaçlanmaktadır. Faiz koridoru, merkez bankasının gecelik borç verme ve borç alma faizi arasında bulunan aralık olarak açıklanmaktadır. Küresel kriz öncesi dönemde sabit bir bant üzerinde uygulanan faiz koridorunun etkisiz bir rolü vardı. Ancak küresel krizden sonra merkez bankaları

tarafından ihtiyaç duyulduğu zaman ayarlanabilmesi faiz koridorunu aktif hale getirmiştir (Yücememiş vb. 2015:450).

Faiz koridoru politikasında üç tane faiz oranı bulunmaktadır. Bunlar borç verme faiz oranı, borç alma faiz oranı ve politika faiz oranıdır. Borç verme faiz oranı, geçici likidite sıkışıklığı yaşayan bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borç almak için ödemeye razı olduğu faiz oranını ifade etmektedir. Borç alma faiz oranı ise, elinde geçici likidite fazlası bulunan bankanın, elinde bulundurduğu fazla likiditeden kâr elde etmek için merkez bankasına mevduat şeklinde teslim etmesi hâlinde almaya razı olduğu faiz oranını ifade etmektedir. Faiz koridoru ise, merkez bankalarının gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasında kalan bant olarak ifade edilirken, politika faiz oranı⁴ da çoğunlukla bu koridorun orta noktasında bir yerde meydana gelmektedir (Vural, 2013:30-31).

⁴ Merkez bankaları, bankaların ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamak için bankalara verdiği kısa vadeli borçların ve fazla likiditeyi çekmek amacıyla yaptığı borçlanmanın faiz oranlarını kendisi belirler. Merkez bankaları bu şekilde ekonomik faaliyetler ve fiyatlar genel seviyesi üzerinde etkili olmayı hedeflemektedir. Bu nedenle bu faiz oranı politika faiz oranı olarak tanımlanır (<https://www.tcmb.gov.tr>).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI

2008 küresel finansal kriziyle birlikte ortaya çıkan istikrarsızlıkları çözebilmek için merkez bankaları para politikasında değişiklikler gerçekleştirmiştir. TCMB'de krizin ortaya çıkardığı istikrarsızlığı ve olumsuzlukları gidermek için para politikasında yeni politika araçları kullanmaya başlamıştır. Bu bölümün ilk alt başlığında literatür taramasına yer verilmiştir. Diğer alt başlıklarda ise sırasıyla Türkiye'nin küresel kriz öncesinde ve sonrasında uygulamış olduğu para politikaları ve küresel kriz sonrası süreçte büyüme, enflasyon, cari işlemler dengesi ve kredi hacmi detaylı bir şekilde ele alınmıştır.

3.1. Literatür Araştırması

Bu başlıkta geleneksel olmayan para politikalarının Türkiye ekonomisi üzerinde ne gibi etkiler oluşturduğunu inceleyen literatür üzerinde durulmuştur.

Serel ve Özkurt (2014), TCMB'nin 2010 yılı son dönemlerinden itibaren küresel krizden çıkmak için uygulamaya başladığı geleneksel olmayan para politikaları ve bunun sonuçları gözleme dayalı olarak incelenmiştir. Çalışmada TCMB'nin geleneksel olmayan para politikaları faiz koridoru, zorunlu karşılıklar oranı ve ROM şeklinde ele alınmıştır. Çalışma sonucunda bahsi geçen politikaların başarılı olduğu, fakat politikaların etkisi değerlendirilirken, daha uzun bir zamana ihtiyaç olduğu belirtilmiştir.

Atılğan (2016), 2008 küresel krizi sonrasında Türkiye'de oluşan finansal istikrar kavramını ve geleneksel olmayan para politikalarının rolünü gözleme dayalı olarak incelemiştir. Bu çalışmanın sonucunda geleneksel olmayan para politikası araçlarının uzun vadeli faizleri düşürdüğü ve başarılı olduğu belirtilmiştir. Bunun yanı sıra TCMB tarafından geliştirilen ROM'un birçok ülke tarafından örnek alındığı ifade edilmiştir. Uygulanan politikalarda başarılı olmasının yanı sıra fiyat istikrarı hedefinden taviz verildiği vurgulanmıştır.

Arabacı (2017) tarafından, 2008 küresel sonrası TCMB'nin 2010 yılı sonlarından itibaren uygulamaya koyduğu yeni para politikası ele alınmıştır. Çalışma sonucunda TCMB'nin politika faizlerini hızla düşürdüğü, Bankalar arasındaki para piyasalarında kesintisiz ve etkin tedbirler alındığı, bazı sektörlerde KDV/ÖTV indirimleri gerçekleştirildiği, Türkiye'nin dört bölgeye ayrıldığı, bölgeler ile sektörler bazında uygulanacak teşvik paketlerinin açıklandığı belirtilmiştir.

İçellioğlu (2017), fiyat ve finansal istikrar hedeflerinde TCMB'nin 2010 yılı sonlarından itibaren kullanmaya başladığı para politikası stratejisi ve araçlarını değerlendirmiştir. Çalışmada, kriz döneminde TCMB'nin faiz koridorunu geniş tutması ile birlikte piyasadaki gelişmelere vereceği tepkilerde esneklik sağladığı belirtilmiştir. Bunun yanında, zorunlu karşılık oranlarında da düzenlemeler yaparak finansal kurumların bilançolarının güçlendirmesine ve rezerv opsiyon mekanizmasıyla da finansal kurumların likidite yönetiminde esnek olabilmelerine imkan tanındığını vurgulamıştır. Ayrıca ROM sayesinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin kurlar üzerinde oluşturduğu baskıyı hafiflettiği sonucuna varmıştır.

Oksay (2017), TCMB'nin küresel kriz sonrası uygulamaya başladığı yeni para politikasının hedefleri gerçekleştirmede ne kadar etkili olduğunu değerlendirmiştir. Çalışma sonucunda TCMB'nin küresel kriz sonrası uyguladığı yeni para politikasında zaman zaman başarılı sonuçlar elde edildiğini ancak hedeflerin gerçekleştirilmesinde olduğu gibi makroekonomik dengeler açısından da beklenen etkiyi gösteremediğini, sürdürülebilir büyümeyi sağlayamadığını ve cari açığın kapatılmasında etkili olmadığını vurgulamıştır.

Öner (2018), TCMB'nin küresel krizle birlikte uygulamaya koyduğu para politikası uygulamalarını gözleme dayalı bir şekilde ele alıp değerlendirmiştir. Bu çalışmada, uygulanan politikalar kronolojik bir şekilde ele alınmıştır. Bunun yanında, finansal istikrarın dikkate alınmamasının orta ve uzun vade içerisinde makroekonomik istikrarı/fiyat istikrarını tehdit edebileceğini, para politikasının başarısı açısından iletişim politikasının önemli olduğunu ve TCMB'nin 2010 yılı sonunda, geleneksel olmayan yeni para politikalarını uygulamaya başladığını ifade etmiştir. Bu süreçte TCMB tarafından zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, rezerv opsiyonu mekanizması ile iletişim politikası araçlarının kullanıldığını belirtmiştir.

Karanfil ve Eroğlu (2019), 2008 küresel krizinin sonrasında TCMB'nin uyguladığı para politikası ve enflasyon arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. 2010-2018 dönemi verilerinden oluşan çalışmada bağımlı değişken olarak TÜFE, bağımsız değişkenler olarak ise beklenen enflasyon oranı, kapasite kullanım oranı, para politikası duruşu, kredi genişlemesi, bütçe açığı ve reel döviz kuru değişkenlerine yer vermişlerdir. Değişkenler arasındaki uzun dönem - kısa dönem ilişkileri incelemek için de ARDL yöntemini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, bağımlı değişken ile beklenen enflasyon, kapasite kullanım oranı, bütçe açığı ve para politikası duruşu değişkenleri arasında istatistiki olarak anlamlı bir pozitif ilişki olduğu; enflasyon ile reel döviz kuru ve kredi genişlemesi değişkenleri arasında anlamlı negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak yapılan varyans ayrıştırması sonucu, kredi genişlemesi, beklenen enflasyon ve reel kur değişkenlerinin enflasyonu açıklama gücünün en yüksek değişkenler olduğu tespit edilmiştir.

Kurum ve Oktar (2019), TCMB tarafından 2011 yılının sonlarında geliştirilen rezerv opsiyon mekanizması politikasının, 2011:09-2018:12 dönemine ait verileri kullanarak döviz kuru üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu çalışmada Engle-Granger eşbütünleşme ve Toda-Yamamoto nedensellik analizi kullanılmış ve çalışmada, rezerv opsiyon mekanizması politikasının, döviz kuru üzerinde oldukça güçlü ve ters yönlü bir etkisi bulunduğu sonucuna varmışlardır.

Gürel ve Yalçın (2020) çalışmada, TCMB'nin uyguladığı yeni para politikasında, fiyat istikrarı ile finansal istikrar amacına yönelik kullanılan parasal aktarım kanallarından banka kredileri ve döviz kuru kanallarının etkinliğini analiz etmişlerdir. Söz konusu bu çalışmada, SVAR (Yapısal VAR) yöntemiyle 2011:01-2018:01 döneminin analizini yapmışlardır. Politika faizinin, döviz kuru ile banka kredi kanalına etki ederek fiyatlar genel seviyesini ne şekilde etkilediğini ortaya koymayı hedeflemişlerdir. Politika faizine dönük bir şok verildiği zaman, kullanılan parasal aktarım kanallarının her ikisinin de literatür ile uyumlu/anlamlı tepkilerden oluştuğu vurgulanmıştır. Fiyatlar genel seviyesi anlamsız çıktığında, fiyat istikrarının sağlanmadığı, finansal istikrarın banka kredi ve döviz kuru kanallarının işlemesinden dolayı piyasada var olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

3.2. 2008 Küresel Finansal Kriz Öncesi TCMB Para Politikası

Türkiye 2000’li yılların başlangıcında enflasyonla mücadele için dört ayrı dönemde üç farklı para politikası stratejisi uygulamıştır. Bunlar; Ocak 2000 – Şubat 2001 yılları arasındaki döviz kuru hedeflemesi, Şubat 2001 – Aralık 2001 yılları geçiş dönemi, 2002–2005 yılları örtük enflasyon hedeflemesi ve 2006 yılından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesidir. Bu dört dönemde uygulanan para politikası stratejileri iki şekilde değerlendirilebilir. Birincisi, enflasyonla mücadele kapsamında uygulanan para politikası stratejilerinin sıklıkla değiştirilmesi, enflasyonla mücadelede kullanılan stratejilerin hızla tüketildiği şeklindeki değerlendirmedir. İkincisi ise para politikası stratejisinde sürekli bir değişiklik yapılması, Türkiye'nin alternatif para politikaları kullanma konusunda ne kadar esnek bir yapıda olduğunu gösterir (Akyazı ve Ekinci, 2009:347).

3.2.1. Ocak 2000- Şubat 2001 Dönemi: Döviz Kuru Hedeflemesi Dönemi

Döviz kuru hedeflemesi fiyat istikrarını sağlamak amacıyla son yıllarda pek çok gelişmekte olan ülkede ara hedef olarak kullanılan bir para politikası stratejisidir (Takım, 2011:20). Bu politikanın uzun bir kullanım geçmişi vardır. Döviz kuru hedeflemesi, döviz kurunun düşük enflasyon düzeyine sahip olan ülkenin para birimine endekslenmesi şeklinde uygulanır. Döviz kuru hedeflemesinin avantajları şu şekilde ifade edilebilir (Engin, 2011:47):

- Döviz kurunun kontrol altına alınması, ihracatı ve ithalatı yapılan malların fiyatlarının kontrol altına alınmasını sağlar. Böylece enflasyonist eğilimleri engeller.
- Döviz kuru hedeflemesinin açık ve net olması, bu politikanın ekonomik birimler tarafından rahat bir şekilde anlaşılmasını sağlar.
- Döviz kuru hedeflemesinde yerel paranın değer kaybedeceği dönemde, para politikasının sıkılaşması, değer kazanacağı dönemde ise gevşemesi sağlanır. Böylece para politikasının otomatik olarak uygulanması sağlanmış olur.
- Döviz kuru hedefi eğer yüksek kredibilitateye sahip ise, fiyat hareketi beklentilerini de sınırlama ihtimali vardır. İngiltere ve Fransa, döviz kurunu

Almanya para birimine endekslemesi sayesinde 1990'lı yılların başlangıcında enflasyon oranını düşürebilmiştir.

Döviz kuru hedeflemesinin avantajları olduğu gibi dezavantajları da vardır. Dezavantajları ise şunlardır (Öge Güney, 2006:30-31):

- Merkez bankaları, bağımsız para politikası uygulayamazlar. Serbest piyasanın hâkim olduğu ekonomilerde ulusal para birimindeki faiz oranı baz alınan ülke ekonomisindeki faiz oranına yakındır.
- Döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülkeler spekülâtif hareketlere açık hale gelir. Yani baz alınan ülke ekonomisinde yaşanan riskler, bu ülke para birimini kendine referans alan ülke ekonomisini de olumsuz etkiler.

Türkiye'de döviz kuru hedeflemesinin ilk uygulanmasının, 5 Nisan 1994 tarihinde başlanan fiyat ile ücret kontrollerinden oluşan yarı-heteredoks istikrar programı olduğu söylenebilir. Bu program kapsamında, yüksek oranlı bir devalüasyon sonrası kur artışı, fiyat artışından daha düşük seviyelerde kalması sağlanacak biçimde denetlenmeye çalışılmıştır. Döviz kuru hedeflemesinin ikinci uygulaması ise, 2000 yılı enflasyonla mücadele programı kapsamında, döviz kuru sepetinin enflasyon hedefiyle orantılı bir şekilde ve aylık bazda yıl sonuna kadar hangi oranda artış göstereceğinin düzenlenerek açıklanmasıyla uygulanmıştır. Bu programın ön plana çıkardığı amaçlar ve kullanılan araçlar açısından döviz kuru hedeflemesine dayalı bir istikrar programı olduğu kabul edilir (Takım, 2011:21).

Döviz kuru hedeflemesinin ekonomik krizlerin ortaya çıkmasında önemli bir faktör olduğu bilinmektedir. 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin döviz kuru hedeflemesinden kaynaklandığı bilinmesine rağmen bu stratejinin uygulanması sürdürülmüştür. Fakat 2001 krizinin ortaya çıkması ve faiz oranlarının önemli ölçüde yükselmesi ile birlikte hükümet sabit döviz kuru rejiminden vazgeçildiğini açıklamıştır. Türkiye yaşanan bu olaylardan sonra IMF'ye başvurmuş ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını uygulamaya başlamıştır. Bu program ile enflasyon hedeflemesine geçileceğinin sinyalleri verilmiştir. Ayrıca bu program kullanılmaya başlandıktan sonra 2002'de örtük enflasyon hedeflemesine geçildiği açıklanmıştır (Engin, 2011:50).

3.2.2. Şubat 2001- Aralık 2001 Dönemi: Geçiş Dönemi

Türkiye 2001 krizinden sonra döviz dayalı para politikasından vazgeçip, dalgalı döviz kuru rejimini takip etmeye başlamıştır. Bu sistemde döviz kuru, arz/talep koşullarınca belirlenmiştir. Döviz arz/talebini belirleyen faktörler ise şu şekilde açıklanabilir: Takip edilen para ve maliye politikaları, uluslararası gelişmeler, ekonomik altyapı ve bekleyişler (www.tcmb.gov.tr erişim tarihi:16.04.2020). Dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi merkez bankasının kısa vadeli faizler üzerindeki etkinliğini arttırmıştır. Ayrıca merkez bankasının temel hedefi, para politikasının etkinliği için faiz oranlarını kontrol altında tutabilmek ve ödemeler sistemini çalışır hale getirip finansal istikrarı sağlamak olmuştur (Balmumcu ve Süslü, 2017:16).

3.2.3. 2002-2005 Dönemi: Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

Türkiye enflasyonla mücadele kapsamında 1990'ların başında parasal hedefleme stratejisi, 2000 yılına gelindiğinde ise döviz kuru hedefleme stratejisini kullanmaya başlamıştır. Fakat hem parasal hedefleme hem de döviz kuru hedeflemesi ile enflasyonla mücadelede konusunda başarılı sonuçlar elde edilememiştir (Takım, 2011:28). 2001 krizinden sonra dalgalı döviz kur rejimi benimsenmiştir. Türkiye uzun zamandan beri mücadele ettiği enflasyon problemini çözmek için enflasyon hedeflemesini uygulamaya koymuştur. Fakat, kriz sonrası yaşanan süreçte belirsizliklerin hâkim olmasından dolayı başarılı bir enflasyon hedeflemesi için gerekli olan ortam henüz oluşturulamamıştır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi uygulamasına aşamalı olarak geçilmesi kararı alınmıştır. Bu amaçla başlangıçta bir ara politika olarak 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştır (Kara ve Orak, 2008:37).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için bir takım yasal reformlar yapılmıştır. İlk olarak 2001 yılı içerisinde Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklikle enflasyon hedeflemesi açısından gerekli olan merkez bankası bağımsızlığı sağlanmış ve para politikası araçlarının kullanımı ve seçiminde merkez bankası tek başına yetkili olmuştur. Ayrıca bankacılık sektöründe yapılan yapısal değişimlerle bankaların sermaye yapısının güçlendirilmesi ve kırılganlığının azaltılması, mali disiplinin sağlanması hedeflenmiştir (Kaya, 2012:134; Durmuş, 2018:192-193). Her iki

politikada da temel amaç fiyat istikrarını gerçekleştirmektir. Tablo 3.1’de görüldüğü üzere bu dönemde enflasyon oranları hedeflenen oranların altında gerçekleşmiştir.

Tablo 3.1. 2002-2005 Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri

	Hedeflenen Enflasyon Oranı	Gerçekleşen Enflasyon Oranı
2002	35	29.7
2003	20	18.4
2004	12	9.3
2005	8	7.7

Kaynak: www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 17.04.2020).

Türkiye’de örtük enflasyon hedeflemesinde enflasyon oranı nokta hedef yerine bir üst sınır şeklinde belirlemiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi ile enflasyon oranının düşeceği tahmin edilmiştir. Bu doğrultuda, yıllık TÜFE enflasyon oranının 2002 yılında %35, 2003 yılında %20, 2004 yılında %12 ve 2005 yılında %8’in altında gerçekleşmesi amaçlanmıştır. Geçen sürede, enflasyon oranlarının hedeflerin altında gerçekleştiği görülmüştür. Enflasyon oranı 2001 yılında bulunduğu %68 düzeyinden, 2005 yılı sonunda %7,7 düzeyine kadar düşmüştür (Kara ve Orak, 2008: 44).

3.2.4. 2006 ve Sonrası Dönemi: Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

2002-2005 yıllarında uygulanan örtük enflasyon stratejisi ile enflasyon oranlarının tek haneli rakamlara düşmesi ve açık enflasyon hedeflemesi için gerekli olan koşulların oluşması sonucunda 2006 yılından itibaren geçerli olmak üzere açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir (Durmuş, 2018:193). Açık enflasyon hedeflemesi stratejinde enflasyon, nokta hedef olarak belirlenmiş ve TÜFE baz alınmıştır. Ayrıca enflasyon oranının nokta hedefin dışında gerçekleşmesi durumunda merkez bankası bunun nedenlerini raporlar halinde kamuoyu ve hükümetle paylaşacağını belirtmiştir. Bu dönemde kısa vadeli faiz oranlarının bir ana politika aracı olarak uygulandığı görülmüştür (Akyazı ve Ekinci, 2009:349).

Tablo 3.2. 2006-2009 Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşme Oranlar

	Hedeflenen Enflasyon Oranı	Gerçekleşen Enflasyon Oranı
2006	5	9,7
2007	4	8,4
2008	4	10,1

Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr> (Erişim Tarihi: 19.04.2020).

Tablo 3.2. yıllara göre incelendiğinde enflasyon oranının hedeflenen oranın üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu durumun ortaya çıkmasında dış şokların etkisi vardır. Bu şoklar şu şekilde sıralanabilir: Gelişmekte olan ülkelerden sermaye kaçışlarının yaşanması, petrol fiyatlarının artması ve ABD ortaya çıkan krizin derinleşip küresel bir boyut kazanması şeklindedir (Durmuş, 2018:195). Enflasyon rakamlarının hedeflenenin üzerinde gerçekleşmesinden dolayı TCMB hükûmetinde görüşünü alarak 2009-2011 dönemleri için hedeflenen enflasyon oranını yukarı çekmiştir. Bu dönem için hedeflenen enflasyon oranı sırasıyla, %7.5, %6.5 ve %5.5 olarak ayarlanmıştır. TCMB, enflasyon hedeflerini değiştirmenin enflasyon beklentilerinde kısa vadede bozulmalara yol açacağını da göz önünde tutarak hedef değişikliğini parasal sıkılaştırmayla beraber uygulamaya başlamıştır (TCMB, 2008a:5).

3.3. 2008 Küresel Finansal Kriz Sonrası TCMB Para Politikası Araçlarının Gelişimi

2008 küresel finansal krizi derinleşerek tüm ekonomiler üzerinde yıkımlar oluşturmuştur. Ülkelerin hepsi krizin oluşturduğu tahribatı azaltmak için ekonomi politikaları üzerinde yoğun çalışmalar yapmışlardır. Türkiye’de bu amaç doğrultusunda adım atarak para ile maliye politikalarını, krizin olumsuz etkilerini azaltacak biçimde oluşturmuştur. Bu doğrultuda TCMB, piyasalara sunmuş olduğu likidite desteğini arttırırken aynı zamanda hızlı ve önden yüklemeli faiz indirimiyle birlikte finansal sistemin ve kredi piyasalarının işlerliğini sürdürmeyi hedeflemiştir (Başçı ve Kara, 2011:2). Türkiye, 2001 kriziyle edinmiş olduğu tecrübe sayesinde bu dönemde seri ve etkili kararlar almıştır. Ayrıca finansal sistemdeki sağlam yapı ve risk primindeki bozulmaların nispi olarak sınırlı kalması sonucu para politikasında rahat hareket edilmesi sağlanmıştır (TCMB, 2009a:2).

Türkiye’de küresel krizin etkilerinin görülmeye başlanmasıyla birlikte, iç talep 2009 yılında ilk dönemlerde hızla azalmıştır. Uluslararası finans piyasalarında yaşanan problemlerin oluşturduğu belirsizlikler, yurt içinde kredi piyasası üzerinde olumsuz sonuçlar meydana getirmiş, bu doğrultuda 2008 yılının son ve 2009 yılının ilk çeyreğinde kredi hacminde büyük düşüşler yaşanmıştır. Ayrıca yüksek işsizlik oranlarının devam etmesi de ihtiyati tasarruf eğilimini artırarak tüketim harcamalarını azaltmıştır (TCMB, 2010a:25). Piyasaların bozulması ve talepteki daralma karşısında TCMB 2008 yılının Kasım ayında parasal genişleme politikası izlemeye başlamıştır. Bu politika kapsamında, takriben bir yıllık süreç içerisinde, politika faizleri 1025 baz puan indirilmiştir. Türkiye, gelişmekte olan ekonomiler içinde en erken faiz indirimi ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içerisinde en yüksek oranda faiz indirimi yapan ülke olmuştur (TCMB, 2009a:2-3).

Türkiye ekonomisi, alınan önlemlerle krizin en derin dönemlerinin atlattıktan sonra güçlü bir toparlanma eğilimine girmiştir. Kriz sürecinde finansal sistemdeki sağlam yapı ve hane halkı bilançosunun zarar görmemiş olması ekonominin toparlanmasında etkili olmuştur. Türkiye ekonomisi iç talep öncülüğünde canlanmaya başlamıştır. Hem iç talebin artması hem de TL’nin değerlenmesi ithalata olumlu yansımıştır. İthalattaki canlanmanın aksine ihracattaki canlanma daha zayıf kalmıştır. Bunun nedeni, Türkiye’nin yoğunluk olarak ihracatını gelişmiş ülkelerle gerçekleştirmesidir (Başçı ve Kara, 2011:2).

Küresel krizin ekonomiler üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletmek için gelişmiş ülkeler niceliksel genişleme politikalarına sık başvurmuştur. Bu politikalar sonucunda gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye hareketleri hız kazanmıştır. Türkiye ekonomisi de bundan olumsuz etkilenmiştir. Artan sermaye girişleri kredi kullanımını artırmış ve TL’nin değerinin yükseldiği bir dönemi beraberinde getirmiştir. TL’nin aşırı değerlenmesi ithalatı artırırken ihracatta azalmalara neden olmuştur. Bu, iç ve dış talep arasındaki farkın daha da artmasına ve cari açığın önemli derecede yükselmesine neden olmuştur. Bu açığın neredeyse tamamı kısa vadeli sermaye girişleri ile sağlanmıştır. Ancak bu durum, küresel ölçekteki ani risk değişimleri karşısında ekonomiyi daha kırılgan hale getirmiştir (İlhan ve Özdemir, 2019:790). Ekonominin kırılgan yapıda olması, finansal istikrara ve makroekonomiye yönelik endişeleri arttırmış, bunun sonucunda alternatif para politikası yaklaşımına ihtiyaç oluşmuştur. Ayrıca küresel kriz,

fiyat istikrarının makroekonomik istikrarın sürdürülmesinde yetersiz olduğunu ve finansal istikrarın hem yurt içi hem de yurt dışı finansal piyasaların verimliliği için ön koşul olduğunu ortaya koymuştur (Başçı ve Kara, 2011:2; TCMB, 2013a:2).

Küresel krizin oluşturduğu tahribatı engellemek için merkez bankaları tarafından alınan eşgüdümlü önlemler sayesinde krizin tahrip edici etkileri hafifletilmiştir. Krizin etkilerinin hafiflemesi ve ekonomide toparlanmanın görülmesi üzerine merkez bankaları 2010 yılından itibaren çıkış stratejilerini üzerine yoğunlaşmışlardır. TCMB, 14 Nisan 2010 günü kriz esnasında uygulanan para politikasının normalleşmesi doğrultusunda bir çıkış stratejisi yayınlamıştır. Bu kapsamda, gecelik borçlanma faizinin yerine, bir haftalık vadeli repo ihale faizi politika faizi yerine belirlenmiştir. Piyasaya sunulan likidite azaltılarak zorunlu karşılık oranları, kriz öncesindeki seviyesine çıkarılmıştır (TCMB, 2011b:4). Ayrıca finansal istikrara dönük risklerin sınırlandırılması ve alternatif araçların etkin kullanılmasını sağlamak için TL zorunlu karşılıklara faiz ödemesine son verilmiş ve likidite yönetim operasyonel yapısı değiştirilmiştir (TCMB, 2010b:3).

Ekonomide artan kırılganlıkları azaltmak için finansal istikrarın sağlanmasının daha önemli hale gelmesiyle beraber TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren, fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı kapsayacak şekilde kademeli olarak yeni para politikası enstrümanları oluşturmuştur. Oluşturulan yeni para politikası enstrümanlarında enflasyon hedeflemesi rejiminde ana araç olarak kullanılan politika faizinin yanı sıra finansal istikrara katkı sağlamak amacıyla yeni para politikası birleşimleri oluşturulmuştur (TCMB, 2013a:2). TCMB'nin para politikası araç çeşitliğine gitmesinde makro finansal dengesizliklerin artması çok önemli rol oynamaktadır. TCMB, birikmiş makro finansal dengesizlikleri azaltmak amacıyla iki ara amaç üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu amaçlar kısa vadeli sermaye girişlerinin sınırlandırılması ve kredi büyümesinin yavaşlatılmasıdır (Başçı ve Kara, 2011:4). Tablo 3.3'de, TCMB'nin fiyat istikrarından taviz verilmeden, finansal istikrarı da gerçekleştirmek için tasarlamış olduğu yeni politika araç ve amaçları gösterilmektedir.

Tablo 3.3. TCMB Yeni Politika Birleşimi

	ESKİ YAKLAŞIM	YENİ YAKLAŞIM
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	- Fiyat İstikrarı - Finansal İstikrar
ARAÇLAR	Politika Faizi	- Yapısal Araçlar - Konjonktürel Araçlar (Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru)

Kaynak: TCMB, 2013a:2.

TCMB, 2002-2005 dönemlerinde örtük olarak 2006 döneminden itibaren ise açık enflasyon hedeflemesi uygulamıştır. Küresel finansal krizden sonra ise makro ihtiyati tedbirleri de kapsayan politikaları ön plana çıkartarak enflasyon hedeflemesi rejimini farklı bir biçimde geliştirerek uygulamıştır. TCMB küresel krizden sonra fiyat istikrarı ve finansal istikrarın aynı anda sağlanması için faiz koridoru sistemi ve zorunlu karşılıkları temel araç olarak kullanmıştır (Oktar ve Yurdabak, 2015:86).

3.3.1. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar, küresel krizden sonra TCMB'nin uyguladığı politika araçlarından biridir. TCMB, küresel krizin patlak vermesinin ardından, gecelik borç alma faizlerini hızlı bir şekilde indirme süreci başlatmış, bunun yanında zorunlu karşılık oranlarında da indirime gitmiştir. Kriz nedeniyle düşen talebin canlandırılması ve ekonomiyi durgunluktan çıkarmak amacıyla faiz indirimleri zorunlu karşılıklarla desteklenmiştir (Oktar ve Yurdabak, 2015:88).

TCMB, zorunlu karşılıkları daha aktif hale getirmek için öncelik olarak zorunlu karşılıklara ödenen faize son vermiştir. Operasyonel çerçevesini değiştirerek likidite yönetimi stratejisinin daha etkili kullanılması hedeflenmiştir. Politika faizi, bir haftalık repo ihale faiz oranı olarak kullanılmıştır. Ayrıca gecelik borç verme / alma faiz koridoru sistemi korunmuştur. Bu doğrultuda, gecelik piyasadaki faiz oynaklığının kontrollü bir şekilde dalgalanması ve faiz koridoru sisteminin daha efektif bir politika aracı olarak kullanılması için imkân oluşturulmuştur (Başçı ve Kara, 2011:5).

Faiz kazancı olmayan ya da politika faiz oranından daha düşük bir faiz getirisi oluşturan zorunlu karşılıklar, (ticari) bankaların mevduat ve kredi faizleri arasında

bulunan fark üzerinde etkili olmaktadır. Bankaların belli bir maliyete katlanarak topladıkları mevduatlar karşılığında bilançolarının aktifinde faiz getirisi bulunmayan veya daha az getirisi olan zorunlu karşılık tutmaları, kredi faizlerinde bunu karşılayacak ek prim istemelerine yol açmaktadır. Bankaların bakış açısına göre faiz getirisi olmayan zorunlu karşılık oranlarında artış yapılması, para politikası kapsamında parasal sıkılaştırmayı ifade etmektedir. Fakat zorunlu karşılıkların yükseltilmesiyle yapılan sıkılaştırma politikası, politika faizlerinin yükseltilmesiyle yapılandan daha farklı etkilemektedir. Politika faizinde oranların artırılmasıyla gerçekleşen parasal sıkılaştırma bilhassa kısa vadede yabancı sermaye akımlarına neden olarak, yerli paranın değer kazanmasına, ayrıca cari işlemler dengesinde bozulmaya yol açmaktadır. Bu durumda herhangi bir ülkede mevcut olan cari işlemler açığı problemi finansal istikrara yönelik riskleri çoğaltmaktadır. Sonuçta parasal sıkılaştırma için politika faizi oranlarının yükseltilmesi yerine zorunlu karşılıkların yükseltilmesi kısa vadeli yabancı sermaye akışlarına neden olmadan toplam talebi sınırlandırılabilir. Bu kapsamda TCMB, cari işlemler açığında meydana gelen artışa karşı Kasım 2010 döneminden sonra ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıyı ortadan kaldırmak için politika faiz oranlarını yükseltmeksizin, zorunlu karşılık oranlarını yükselterek parasal sıkılaştırmaya gitmiştir (Talaslı, 2012:5-6).

Zorunlu karşılık politikası makroekonomiyi maliyet, faiz ve likidite kanalları aracılığıyla etkilemektedir. Merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarında yaptığı değişiklik, bankaların borç verme/alma faizleri arasında bulunan farkı etkilemesi, maliyet etkisini ortaya çıkarmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi ya da artırılması sonucu bankaların bu değişikliği telafi edecek biçimde mevduat ve kredi faiz oranlarını değiştirmesi, maliyet kanalının çalışma şeklini ifade etmektedir (Eroğlu ve diğerleri, 2016:68). Maliyet kanalının etkin çalışması için öncelik olarak zorunlu karşılık oranlarına faiz ödenmemesi ya da piyasa faizlerinin altında olacak şekilde faiz ödenmesinin olması gerekmektedir. Ayrıca bankaların gönüllü olarak merkez bankasında tuttukları mevduatın, zorunlu karşılıklar sebebiyle tutmak zorunda oldukları miktarın üzerinde bulunmaması gerekir. Maliyet kanalının etkin çalışması için bu şartların sağlanması gerekir ama yeterli olmamaktadır (Alper ve Tiryaki,2011:4).

Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesinin faiz ile likidite riski üzerinde oluşan etkisi, esas olarak bankaların yükümlülüklerinin yapısının değiştirilmesinden

kaynaklıdır. Olağan durumlarda, zorunlu karşılık uygulaması ile çekilen likiditenin hepsinin merkez bankasına ait kaynaklardan karşılandığı varsayımından zorunlu karşılıklarda oluşan artış miktarının kredi davranışı üzerinde oluşan etkisinin çok fazla bir ölçüde olmaması beklenmektedir. Bilindiği üzere, enflasyon hedeflemesi rejiminde, merkez bankalarının önceden açıklamış olduğu bir politika faiz oranından likidite verilmesi taahhüt edilmektedir. Fakat uygulamada durum çok daha farklı bir şekilde ortaya çıkabilmektedir. Merkez bankası fonlamasının miktarı bir haftalık iken, mevduat ortalama vadesi neredeyse elli gündür. Bankalar zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi sonucu oluşan likidite açığını (tamamını) merkez bankasından borçlanarak kapatma yoluna giderse, oluşan vade uyumsuzluğu sonucunda, ekstra faiz riski üstlenmek durumunda kalmaktadırlar. Bu doğrultuda faiz riski kredi faiz oranlarına yansıtılabileceği gibi, kısa vadeli fonlara olan bağımlılığın azaltılması için yerli para cinsinden krediler de azaltılabilecektir. Açıklanan iki halde de kredilerin artış hızının yavaşlaması kaçınılmaz olacaktır (Başçı ve Kara, 2011:7).

Zorunlu karşılıklar, kredi arz miktarını düzenlemek için kullanıldığı gibi, diğer taraftan bankaların varlıkları ile yükümlülükleri arasında oluşan vade uyumsuzluğunu azaltmak amacıyla da uygulanabilmektedir. Banka kaynakları içerisinde önemli bir yere sahip olan mevduatların kısa vadeli, kredilerin ise uzun vadeli olması halinde oluşan vade uyumsuzluğu, likidite ile birlikte faiz risklerini de beraberinde getirmektedir. Bu durum ise finansal istikrarsızlığın oluşmasına neden olmaktadır. Bu kapsamda zorunlu karşılıklar uzun vadeli yükümlülükler lehine düşük seviyede ayarlanmaktadır. Bu şekilde, bankacılık sisteminin yükümlülükleri üzerinde vade uzatılmasına gidilerek finansal stabilizasyonun güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Özetle, zorunlu karşılığa tabi olan yükümlülükler vadeye göre farklılaşacak, bununla birlikte bankaların yükümlülüklerinde ortalama vadede uzama olacak ve böylece kısa vadeli merkez bankası fonları mevduatlarla ikame edilebilirlik derecesi açısından azalmış olacaktır (Demirhan, 2014:104). Bu çerçevede TCMB'nin 17 Aralık 2010 tarihinde almış olduğu karara göre, zorunlu karşılıklar yükümlülüklerin vadesine göre ayarlanmıştır. Daha önce zorunlu karşılık oranı %6 olan yükümlülüklerde (TCMB, 2010e:1):

- Vadesiz mevduatlarla, vadesi bir aya kadar olanlar ile diğer yükümlülüklerle %8,

- Üç-altı aya kadar vadeli olan mevduatlara %7,
- Bir yıla kadar olan vadeli mevduatlarda %6,
- Bir yıl ve üzeri vadeli mevduatlara ise %5 zorunlu karşılık oranı ayarlanmıştır.

TCMB, zorunlu karşılık tabanında 17 Aralık 2010 tarihinde genişleme yapmıştır. Bu doğrultuda, bankaların aralarında ve merkez bankasıyla yapmış oldukları repo işlemleri sonucu elde edilen fonların dışında kalan yurt dışı ile yurt içi bütün repolardan elde edilen fonların zorunlu karşılığa tabi edilmesi kararını almıştır (Vural, 2013:68). TCMB TL yükümlülükler zorunlu karşılık oranını vadeye göre ayarladığı gibi 29 Nisan 2011 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yabancı para (YP) yükümlülüklerine uygulanan zorunlu karşılıklar da vadeye göre ayarlanmıştır. Daha önce %11 olan yabancı para yükümlülüklerinde (TCMB, 2011d:1):

- Vadesiz mevduat ile üç aya, altı aya ve bir yıla kadar olan vadeli mevduatlara %12 zorunlu karşılık oranı belirlenmiştir.
- Bir ve bir yıldan daha fazla olan vadeli mevduatlarda zorunlu karşılık oranı %11’de sabit tutulmuştur.
- Bir yıl ve bir yılda dâhil diğer yükümlülüklerle %12 zorunlu karşılık oranı belirlenmiştir.
- Üç yıl ve üç yılda dâhil diğer yükümlülüklerle %11,5 zorunlu karşılık oranı belirlenmiştir.
- Üç yıldan daha uzun yükümlülüklerde zorunlu karşılık oranı %11’de sabit tutulmuştur.

TCMB’nin küresel krizden çıkardığı en önemli derslerden biri de finansal sistemdeki yüksek kaldıraç oranıyla çalışma prensibi sonucu orta/uzun vadede iktisadi hayatta bozulmaların oluşacağıdır. 2012 yılı para politikası metninde de bu durum üzerinde durulmuştur (TCMB, 2012b:28). Kaldıraç oranı, genellikle işletme aktiflerinin öz kaynaklara olan oranı şeklinde ifade edilir. Kaldıraç oranı işletme varlıklarının finans edildiği kaynak yapılarının ne olduğu hakkında bilgi verirken, diğer yandan uzun vadeli borçları ödeme kapasiteleri gibi finansal yapılara dönük bilgiler de içermektedir (TCMB, 2013a:5).

TCMB, yüksek kaldıraçla çalışmaktan ortaya çıkabilecek risklerin önceden engellenebilmesi amacıyla güncel durumlarına kıyasla borç durumları aşırı seviyelere çıkan bankalara ek zorunlu karşılık yükümlülüğü getirmiştir. Buradaki kaldırıca dayalı zorunlu karşılık uygulaması, Aralık 2012 yılında düzenlenmiş ve kademeli bir şekilde uygulanmaya başlanmış, müteakiben 2013 yılından itibaren ise izleme amacıyla yürürlüğe konulmuştur (TCMB, 2013b:87).

3.3.2. Rezerv Opsiyonu Mekanizması

Rezerv opsiyon mekanizması (ROM), zorunlu karşılıklar kapsamında TCMB tarafından geliştirilen özgün bir politika aracıdır. ROM, bankaların TL zorunlu karşılık oranlarının belli bir oranını altın ve YP cinsinden ellerinde tutmalarına imkân sağlayan bir uygulama olarak tanımlanmaktadır. Bu imkânın ne ölçüde kullanılacağı, rezerv opsiyon oranıyla belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılığı başına tesis edilebilecek altın ya da yabancı para karşılığını belirleyen katsayı rezerv opsiyon katsayısı (ROK) şeklinde tanımlanmaktadır (Alper ve diğerleri, 2012:1-2).

ROM'un ana hedefi sermaye hareketlerinde oluşan aşırı dalgalanmaların, finansal istikrar ve makroekonomi üzerinde oluşturduğu olumsuz etkileri azaltmaktır. Ayrıca, bankaların merkez bankasında tutmuş oldukları döviz rezervlerini, dış finansman şartlarındaki değişmelere göre düzenlemesi ve sermaye akımlarının döviz kuru ile kredilerinde ortaya çıkardığı oynaklığı azaltması da ROM sayesinde öngörülmektedir. Diğer yandan bankaların TL zorunlu karşılıklarından bir kısmını altın ve döviz türünden tutmalarına olanak tanınması şartıyla gönüllü olarak ek altın ve döviz rezervleri bulundurulabilmektedir. Bu politikanın bir diğer özelliği ise yastık altındaki altınların ekonomiye kazandırılmasına katkı sağlamasıdır (TCMB, 2012c:5).

Kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemde bankalar, TL zorunlu karşılıklardan daha fazlasını YP cinsinden tutacaklar, böylelikle ülkeye giren dövizin bir kısmı merkez bankasında tutularak piyasadan çekilecek ve TL üzerindeki değerleme baskısı azalarak, ülkeye giren dövizin krediye dönüşmesinde oransal bir düşüş görülecektir. Ayrıca, bu durumun tersi söz konusu olduğunda, kısa vadeli sermaye girişlerinin azaldığı dönemde bankalar zorunlu karşılıkların çoğunluğunu TL olarak tutacaklar ve TL'nin likidite talebi artacaktır. Sonuçta, döviz kurlarında ve piyasa

likiditesindeki oynaklık ROM ile sınırlandırılabilir (Alper ve diğeri, 2012:5). ROM temelinde şunlar üzerinde etkilidir (Vural, 2013:71):

- Sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemde ortaya çıkabilecek kredi genişlemesinin kısıtlanmasında,
- Özellikle YP cinsinden verilen kredi miktarını arz açısından sınırlandırılmasında,
- Genişletici veya daraltıcı doğrultuda kullanılarak kredilerin sermaye hareketlerine yönelik eğiliminin azaltılmasında,
- Kurlarda oluşabilecek oynaklığın sınırlandırılmasında,
- Merkez bankasının brüt döviz rezerv miktarlarının çoğaltılmasında,
- Brüt rezervlerde özel sektör lehine yükselmenin bulunması nedeniyle rezervlerin daha efektif kullanılması sağlanarak tüm finansal sistemin dayanıklılık ve verimliliğinin artmasına katkıda etkilidir.

3.3.3. Faiz Koridoru

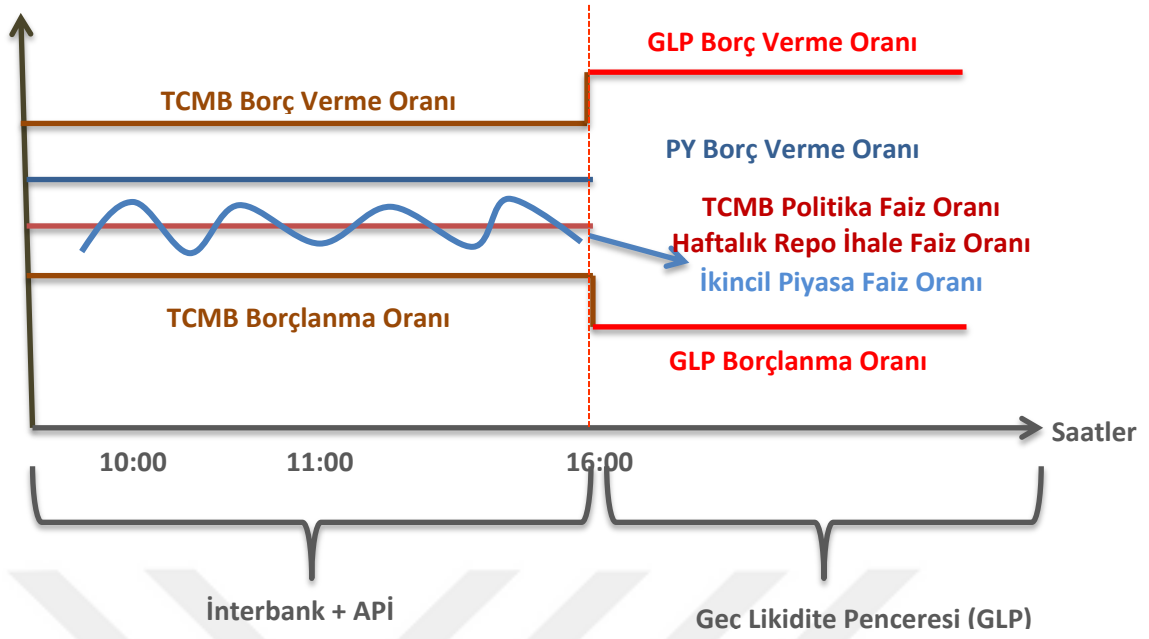
Merkez bankasının borç alma/borç verme faizleri arasında kalan koridor “faiz koridoru” olarak bilinmektedir. Merkez bankası, bu koridorun üst bandında bankalara borç verme faiz oranı, alt bandında ise bankalardan borç alma faiz oranı olan bu koridordan faydalanmaktadır.

Genelde faiz koridoru tek başına bir araç olmasından ziyade, piyasa faizlerinin politika faizlerinden açık bir şekilde sapmasının önlenmesi için kullanılır. Bu kapsamda faiz koridoru politika faizi çerçevesinde simetrik olarak dar bir bant şeklinde tanımlanır. Bu durumda faiz koridoru pasif bir rol oynamaktadır. TCMB, ihtiyaç duyduğunda faiz koridoru genişliğini değiştirerek koridoru, politika faizi çevresinde asimetrik bir şekilde oluşturabilir. Bundan dolayı TCMB tarafından faiz koridorunun aktif bir ekonomik araç olarak kullanıldığı değerlendirilebilir (Vural, 2013:64).

Faiz koridorunu geleneksel faiz politikasından ayıran nokta, geleneksel sistemde kısa vadeli faiz oranı aylık frekanslarla belirlenirken, faiz koridorunda günlük ve haftalık olarak belirlenir. Böylece küresel piyasa şartlarında meydana gelen ani değişimlere karşı hemen tepki gösterilebilmesi faiz koridoru için esneklik özelliği

sağlamaktadır. Ayrıca faiz koridoru aşağı ya da yukarı yönlü hareket ettirilip sermaye hareketleri kontrol edilebilir. Örneğin, sermaye girişlerinde artış gözlemlendiğinde, faiz koridorunda oluşan aşağı yönlü genişleme kısa vadede sermaye girişlerini yavaşlatılabilir iken, sermaye çıkışlarında artışın olduğu dönemlerde faiz koridorunun yukarı yönlü harekete geçirilmesi TCMB'nin piyasa ihtiyacından daha az miktarda fonlama yapması, döviz kurunda meydana gelecek dalgalanmanın şiddetini hafifletebilmektedir. TCMB, geniş faiz koridoruyla fonlama miktarına ve maliyetine yönelik belirsizliği artırmak suretiyle, kredi arzında daralma meydana getirebilmektedir. Bu durumun tersi halinde ise, dar faiz koridoruyla bahse konu belirsizliğin azaltılması sonucu, kredi arzında rahatlama oluşturulabilmesi sağlanabilmektedir (TCMB, 2014a:4).

TCMB, miktar ihalesi ve bir haftalık repo aracılığı ile bankalara fon sağlayabilmektedir. Bu sistem, bir haftalık vadede yapılan fonlama miktarının günlük olarak değiştirilmesi ve piyasa faizinin koridor içerisinde istenen düzeyde kalmasıyla oluşturulabilmektedir. Faiz koridoru genişliğinde, TCMB'nin likidite operasyonlarıyla kısa vadeli piyasa faizlerinin hangi aralıkta dalgalanacağı belirlenir. 2002'den, 2010 yılının ortasına kadar geçen sürede bankacılık sisteminde net likidite fazlasının oluşması sebebiyle, efektif politika faizi koridorun alt bandı olan TCMB borçlanma faizi olmuş, Borsa İstanbul (BİST) bankalar arasındaki gecelik repo ve ters repo pazarındaki faiz ise, koridorun alt bandına yakın seviyelerde gerçekleşmiştir. 2010 yılının ikinci yarısı sonrasında, TCMB likidite operasyonlarıyla, piyasadaki net likidite fazlası net likidite açığına dönmüştür. 2010 yılının Mayıs ayında, TCMB yeni politika aracı olarak bir haftalık repo ihalelerine başvurmuş ve bu TCMB'nin temel fonlama aracı haline gelmiştir (TCMB, 2015c:2).



Kaynak: Kara, 2012:8.

Şekil 3.1. Faiz koridoru

TCMB'nin 2010 yılından itibaren yeni para politikası araçları içinde yer alan faiz koridorunun eski yapısı ve yeni yapısı arasında temelde şu şartlar mevcuttur (Kara, 2012: 8-9):

- Geleneksel sistemde, kısa vadeli ortalama fonlama faiziyle piyasa içerisinde oluşması hedeflenen faiz arasında bir fark bulunmamaktadır. Yeni sistemde, likidite operasyonları ile bahse konu bu iki faiz birbirlerinden ayrılabilir. Bu farklılaşma, bazı dönemlerde TCMB'nin döviz kuru ve kredi kanallarının her birine ayrı ayrı etki yapmasına olanak sunmaktadır.
- Geleneksel sistemde, ortalama kısa vadeli fonlama faizinin düzeyi, aylık olacak şekilde PPK toplantıları sonucunda belirlenmektedir. Yeni sistemde, küresel risklerdeki oynaklıklara zamanında karşılık gösterebilmek amacıyla ortalama faiz, aynı şekilde PPK onayında, ihtiyaç duyulduğu zaman günlük frekansta belirlenebilmektedir

Temel olarak faiz koridoru konusunun iki getirisi olmuştur. Birincisinde, döviz kuru ve kredi kanalının, finansal istikrar ve enflasyon hedefleri için değişik yönlerde

kullanılması imkânı oluşmaktadır. İkincisi ise, TCMB'nin duruşunun günlük frekansta ayarlanabildiği esnek bir yapı kazanmasıdır (Demir, 2014:13).

3.3.4. Likidite Yönetimi

Likidite yönetimi makroekonomik perspektiften para arz/talebini etkileyen parasal şartların bütünüdür. Likidite merkez bankaları açısından, bankacılık sektöründeki rezerv miktarlarının para politikası amaçları doğrultusunda, tutarlı bir şekilde yönetilmesidir. Likidite, para tabanı şeklinde ölçülerek yalnızca merkez bankasının arz edilmektedir. Bundan dolayı likidite yönetiminin sadece merkez bankası tarafından yapılması gerekmektedir (Taner, 2008:4).

TCMB'nin 2001 yılında Kamu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesinde bulunan bankalardan satın aldığı Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve sonraki yıllar içerisinde yoğun döviz alışları nedeniyle ortaya çıkan likidite fazlası 2008 yılı Mayıs'a kadar devam etmiştir. 2008'in Mayıs ayında başlayan likidite darlığı da 2008 yılının sonuna kadar sürmüştür. 2008 yılına kadar fazla likiditeyi merkez bankası TL depo işlemleri ile ters repo işlemlerini gecelik vade kapsamında piyasadan çekmiştir. 2008 yılı Mayıs ayının sonrasında ortaya çıkan likidite gereksinimi ise bir haftalık repo ihaleleri ile giderilmeye çalışılmıştır (Vural, 2013:65). Merkez bankası likidite yönetimin genel çerçevesini oluştururken (TCMB, 2012c:21):

- PPK tarafından belirlenen faiz koridoru içerisinde, kısa vadeli faiz oranlarının uygun görülen seviyede gerçekleşmesini sağlamak,
- Takip edilen likidite yönetimi stratejisiyle eş güdümlü bir biçimde para piyasalarının efektif ve stabil çalışmasını sağlamak,
- Ödemeler sisteminde aksama olmadan işlerlik sağlamak,
- Kullanılan araçların para politikası etkinliğini desteklemesini sağlamak,
- Operasyonel yapının, piyasalarda oluşan olağanüstü gelişmelere karşı yeterli seviyede esneklik özelliği taşıması hedeflerini amaçlamaktadır. Bu hedefleri gerçekleştirmek ve para politikasının etkinliğini artırmak için, piyasada olan mevcut likidite düzeyi ve bunun sistem içerisindeki dağılım oranı dikkate alınır.

Piyasada bulunan mevcut likidite, kullanılacak olan likidite yöntemi araçlarının çeşitlerini ve bunların vadelerinin değiştirilmesinde baz alınan unsurdur. Piyasadaki likidite fazlası veya açığı kabul edilebilir seviyede bulunduğu müddetçe likidite yönetiminin, gecelik ve bir hafta vadeli olarak açık piyasa işlemleriyle sürdürülmesi yeterlidir (TCMB, 2010b:19). Fakat likidite fazlasının veya açığının aşırı seviyelerde olması halinde durum daha farklıdır. Likidite fazlasının aşırı seviyelerde olması halinde bankalar tarafından kredi koşulları gevşetilerek, kredilerin istenilenden hızlı artmasına yol açabilmektedir. Likidite açığının aşırı seviyelerde olduğu durumda ise, bankaların daha temkinli hareket edebilmesine ve kredi koşullarını sıkılaştırmasına sebep olmaktadır. Bu durumda para politikasının etkinliği azalmaktadır (Vural, 2013:65).

Merkez bankası, 14 Nisan 2010'de duyurduğu çıkış stratejisi kapsamında, ilk aşamada kriz döneminde piyasaya ihtiyaçtan fazla sağlanan likiditeyi azaltmış, sonrasında ise bir hafta vadeli repo ihale oranları artmaya başlamıştır. İkinci aşama ise, 18 Mayıs 2010 tarihli PPK toplantısında alınan kararla, teknik faiz ayarlama süreci başlamıştır. Bu tarih sonrasında, bir hafta vadeli repo ihaleleri sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirmeye başlanmıştır. Böylelikle, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, para politikası açısından, politika faiz oranı özelliğine sahip olmuştur (TCMB, 2010b:21-22).

3.3.5. İstisnai Gün Uygulaması

Merkez bankasının, haftalık repo ihalesi açılmayan günler, istisnai gün şeklinde adlandırılmaktadır. Merkez bankası istisnai günlerde doğrudan döviz satışı yapabilirken aynı zamanda gün içi döviz satım ihaleleri yapabilmektedir. Bu uygulama ile merkez bankası parayı, piyasaya ihale yöntemiyle sunmakta, bankalar piyasadaki sıkışıklık durumuna göre, taleplerini yükseltmektedir. TCMB bu uygulamasıyla dolaylı olarak faiz seviyesini yükseltmektedir. Böylece kur üzerindeki baskının artması ile TL'nin değer kazanması amaçlanmaktadır. Bunun yanında politika faizi değiştirilmeden, geçici olarak faiz oranları da artırılmaktadır. Bu uygulamanın teknik etkilerinin yanında, beklentilerin yönetilmesine verdiği katkı da merkez bankasının hedefini gerçekleştirmesini desteklemektedir (Demir, 2014:19).

Merkez bankasının istisnai gün ilan ettiği zamanlarda, döviz kuru hareketlerinin spekülatif baskılar tarafından etkileniyor olabileceği mesajı verilmektedir. TCMB'nin

istisnai gün olarak ilan ettiği gün içerisinde oluşturduğu göreceli likidite sıkışıklığı, kurun değerine yönelik belirgin bir gün içi baskı oluşturmaya da piyasaların merkez bankasının duruşunu koruyacağını varsayması durumunda spekülasyon baskıları sınırlanmaktadır. Merkez bankasının bu uygulaması döviz kurunun düzeyine yönelik herhangi bir taahhüde dayanmamaktadır. Ayrıca kur oynaklığındaki sınırlandırma ile enflasyon ve finansal istikrarsızlık beklentilerinin bozulması önlenmektedir. Bu değerlendirmeler doğrultusunda, politika araçlarında değişkenlik gözlenebilmekte, ancak TCMB'nin döviz kuruna ilişkin olarak bakış açısının kriz öncesindeki dönemle tutarlılık oluşturduğu söylenebilmektedir (Vural, 2013:73).

3.4. Geleneksel Olmayan Para Politikasının Uygulanması

Bu başlık altında, Türkiye'de yeni para politikası stratejisinin uygulanması ve sonuçları ele alınmıştır. Bu kapsamda iki alt başlığa ayrılan bu başlığın, ilk alt başlığında TCMB politikalarının 2010-2020 yılları arasındaki seyrine yer verilmiştir. İkinci alt başlıkta ise, cari denge, enflasyon, büyüme ve kredilerin 2010-2020 yılları arasındaki seyri detaylı bir şekilde incelenmiş ve TCMB'nin geleneksel olmayan para politikalarından elde edilen sonuçlar değerlendirilmiştir.

3.4.1. 2010-2020 Para Politikaları Uygulamaları

Küresel krizden sonra, gelişmiş ülkelerin geleneksel olmayan para politikaları sonucunda meydana gelen riskle birlikte, gelişmekte olan ekonomilere yönelen sermaye akımları makro finansal riskleri artırmıştır. Ayrıca küresel krizle birlikte finansal istikrarın ekonomiler için önemi de ön plana çıkmıştır. Merkez bankaları para politikalarını uygularken fiyat istikrarının yanında, finansal istikrarı da gözetim politikaları uygulamaya başlamıştır. TCMB'de bu doğrultuda, 2010 yılı sonlarından itibaren, yeni bir politika stratejisi planlanmış ve uygulamayı başlatmıştır. Bu stratejisi çerçevesinde, geleneksel politika araçlarının yanı sıra faiz koridoru, TL / YP likidite yönetimi ve zorunlu karşılık araçları, ROM gibi birbirini tamamlayıcı nitelikteki araçlar birlikte uygulanmıştır. Çalışmanın bu başlığı altında 2010-2020 döneminde para politikasındaki gelişmeler her yıla ait TCMB'nin Yıllık Raporlarından özetlenmiştir.

3.4.1.1. 2010 Yılı Para Politikası Gelişmeleri⁵

TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde, küresel krizin finans piyasaları üzerindeki etkisinin hafiflemesiyle, kriz dönemindeki likidite tedbirlerinin geri alınması ve para politikasının operasyonel çerçevesinin normalleştirilmesini kapsayan bir çıkış stratejisi açıklamıştır. Bu doğrultuda repo ihaleleri aracılığıyla piyasaya sunulan likidite kademeli bir şekilde azaltılmıştır.

Piyasada likidite koşullarının istenildiği gibi şekillenmesiyle birlikte 18 Mayıs 2010 tarihinde teknik faiz ayarlaması sürecinde ilk adım atılmıştır. Bu doğrultuda bir hafta vadeli repo ihale faiz oranlarının, politika faizi olarak ayarlanmasına karar verilerek oran %7 şeklinde belirlenmiştir. Buna ek olarak, 16 Eylül 2010'da teknik faiz ayarlaması sürecinde ikinci adım atılmıştır. Bu kapsamda, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranıyla, gecelik işlemler için ilan edilen borçlanma faiz oranı arasında bulunan fark 25 baz puan arttırılmıştır.

Döviz likiditesi çerçevesinde imkânların aşamalı ve kontrollü bir şekilde kriz öncesindeki seviyelere getirilmesi amacı doğrultusunda, YP zorunlu karşılık oranları yükseltilmiştir. Bu oranın yükseltilmesinde küresel piyasalardaki normalleşme göz önüne alınmış ve YP zorunlu karşılık oranı, Nisan, Temmuz ve Eylül ayları içerisinde yapılan düzenlemelerin sonucunda toplamda iki puan artırılarak %11 düzeyine ulaşmıştır.

Bunun yanında, kredi kanalını etkilemek amacıyla, zorunlu karşılık aracı efektif bir şekilde kullanmaya başlanmıştır. Bu çerçevede, piyasadaki likidite seviyesinin ve kredi arzının kontrol altında tutulması için zorunlu karşılık oranlarında yükseltmeye gidilerek, Eylül ve Kasım ayları içerisinde 0,50'şer baz puan artış yapılarak %6 seviyesine çıkarılmıştır. Bu düzenlemelerin yanı sıra, Eylül ayı içerisinde zorunlu karşılıklara dönük faiz ödemelerine son verilmiştir. Aralık ayında ise, TL zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilerek, önceden zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi / yurt dışı repo işlemleri sonucu elde edilen bazı fonlar zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır. Bunun yanında, zorunlu karşılığın vadesinde ve kapsamında değişiklikler yapılmıştır. Burada, bankacılık sistemindeki yükümlülüklerin

⁵ 2010 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2011b).

vadesinin uzatılarak yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi amaçlanmıştır.

Buradaki çıkış stratejisi çerçevesinde, aşamalı olarak teknik faiz ayarlaması süreci bitiminde temel fonlama aracı olarak bir hafta vadeli repo ihaleleri belirlenmiştir. Kısa vadeli diğer borç verme / borçlanma imkânlarında gecelik vade bulunmasından dolayı, benzer likidite yönetimi araçları arasında vade uyumunu sağlayabilmek amacıyla, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren, piyasa yapıcısı bankalara tanınan repo imkânlarının yalnızca gecelik vadede kullanılmasına karar verilmiştir. Ayrıca, üç ay vadeli repo ihalelerine olan gereksinimin azaldığı dikkate alınarak, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren, bahse konu ihalelere son verilmiştir.

2010 yılı ikinci yarısından itibaren kredi genişlemesi ile sermaye girişlerinde gözlemlenen artışın finansal istikrar açısından risk oluşturması nedeniyle, daha düşük bir politika faizi ve daha geniş bir faiz koridoru ile daha yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni politika bileşimi takip edilmeye başlanmıştır. Bu doğrultuda, TCMB'nin 2010 yılı Ekim, Kasım ve Aralık aylarında aldığı kararla gecelik piyasada uygulanan borçlanma faizi %5.75 seviyesinden %1.50 seviyesine düşürülmüş, borç verme faiz oranı da 0.25 puan artırılarak %9'a yükseltilmiştir.

3.4.1.2. 2011 Yılı Para Politikası Gelişmeleri⁶

2011 yılı ilk çeyreğinde, Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinde artış yaşanmasından dolayı, döviz alım ihaleleri uygulaması sürdürülmüştür. Bu dönemdeki döviz alım ihaleleri ile kısa vadeli sermaye akımlarının, TCMB rezervlerini güçlendirmesi amaçlanmıştır. Ancak, aynı yılın ikinci çeyreğine gelindiğinde, bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borçlarının sürdürülebilirliği konusunda endişelerin çoğalması, risk iştahını olumsuz yönde etkilemiş ve Türkiye'nin içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkeler sermaye akımları konusunda olumsuz etkilenmiştir. Bu gelişmeler göz önünde tutularak Mayıs ve Haziran döneminde yapılan düzenlemelerle, günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutarlarda azaltma yoluna gidilmiştir. 25 Temmuz 2011 tarihinden itibaren ise döviz alım ihalelerinde ara verilmesi kararlaştırılmıştır.

⁶ 2011 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2012a).

TCMB, döviz likiditesinin piyasaya ulaştırılması için Temmuz - Ağustos aylarında YP zorunlu karşılık oranlarında düşüş yapmıştır. Ağustos ayı içerisinde ise, bankaların borçlanma limitlerinde, efektif piyasaları döviz depo piyasasında alabilecekleri bir haftalık döviz depolarına yönelik uygulanan faiz oranlarında ölçülü oranda bir indirim gerçekleştirmiştir. Aralık ayında bankaların piyasada tanınan borçlanma limitleri kapsamında merkez bankasından alabilecekleri döviz depolarının vadesi bir haftadan bir aya çıkarılmıştır.

2010 Aralık - 2011 Ocak aylarında alınan kararlar sonucunda bir hafta vadeli repo faiz oranı %7'den, %6,25'e düşürülmüştür. Politika faizlerindeki indirime ilave olarak, gecelik borçlanma faizinde de düşüğe gidilerek, faiz koridoru genişletilmiştir.

2011 yılı ilk çeyreğinde yaşanan petrol ile diğer emtia fiyatlarındaki hızlı artış, enflasyon üzerinde yukarı yönlü riskleri arttırmıştır. 2011 yılı Ocak-Mart-Nisan aylarındaki kararlarla TL zorunlu karşılık oranları ağırlıklı ortalamasında güçlü bir şekilde artışa gidilmiştir. Ayrıca 2011 yılı Nisan ayı içerisinde YP karşılık oranlarında vadeye göre, 2010 yılında TL zorunlu karşılıklarında vade farklılaştırılmasına gidilmesi gibi uygulamalarla kısa vadeli yabancı para zorunlu karşılık oranları sınırlı oranda yükseltilmiştir.

İktisadi faaliyetlerdeki yavaşlama ile küresel ekonomide yaşanan belirsizlikler göz önüne alınarak Mayıs ve Temmuz döneminde, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında ve politika faizlerinde değişiklik yapılmamıştır. 2011 Ağustos ayı itibariyle küresel büyüme ve bir takım Avrupa ülkelerinde kamu borç stoklarında yaşanan sorunların artışı sebebiyle TCMB 4 Ağustos 2011 tarihinde olağanüstü bir toplantıya giderek, politika faiz oranlarında 50 baz puan indirim gerçekleştirmiştir.

Ağustos ayı itibariyle global risk iştahındaki bozulma, TL'de görülen aşırı miktardaki değer kaybı, bunun yanında yılın son çeyreğinde fiyatı yönetilen ve yönlendirilen ürünlerde oluşan ayarlamalar nedeniyle kısa vadede enflasyonda yükselişin tahminlerden daha yüksek olacağı öngörüsü TCMB'nin Ekim ayında borç verme faizlerinde faiz artışına gitmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda, TCMB Ekim ayı içerisinde TL zorunlu karşılık oranları düzeyinde düşüğe gitmiştir. Bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak amacıyla ve toplam fonlama maliyetlerinin öngörülebilmesine yardımcı olmak için Kasım ayı içerisinde repo ihalelerine dönük bir

düzenleme yapılarak, 27 Aralık 2011 tarihi itibarıyla her hafta cuma günü, geleneksel yöntemle bir ay vadeli repo ihalesi düzenlenmesi kararı alınmıştır.

Merkez bankası, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve orta vadedeki enflasyon risklerinin dengelenmesi amacıyla 2011 Ekim ayı içerisinde güçlü parasal sıkılaştırma uygulamasına gitmiştir. 29 Aralık 2011’de ilave parasal sıkılaştırma yöntemi temel olarak açık piyasa işlemleri aracılığı ile sağlanmıştır. Politika faizi üzerinden yapılan fonlama miktarı, geçici bir süreyle azaltılmış, normal günlerdeki sınırın da altına indirilmiştir. İhtiyaç halinde, bahse konu işlemleri desteklemek amacıyla etkili döviz satışları ile doğrudan müdahale yöntemi kullanılmıştır.

3.4.1.3. 2012 Yılı Para Politikası Gelişmeleri⁷

2012 yılı ilk çeyreğindeki global risk algılamalarında oluşan olumlu seyre ilişkin olarak, maliyet unsurları ile ilgili konularda yukarı yönlü risklerin devam ediyor olması, TCMB’yi temkinli bir para politikası uygulamaya itmiş, bu nedenle Şubat ayı içerisinde faiz koridoru üst sınırında 100 baz puan indirime gidilmiştir.

Petrol ve diğer maliyet unsurlarındaki artış nedeniyle, enflasyon beklentilerinin bozulmasını önlemek amacıyla 23 - 29 Mart 2012 tarihlerinde ek bir parasal sıkılaştırma politikasına başvurulmuştur. Bu süreçte piyasaya sağlanan likidite ağırlıklı ortalama faizi de artırılmıştır.

2012 yılının ikinci çeyreğinde TCMB, enflasyonda meydana gelen geçici artışlardan dolayı enflasyonun görünümünü korumak için ek parasal sıkılaştırma yönteminin daha güçlü uygulanabileceğini öngörmüştür. Bu çerçevede, 11-17 Nisan 2012, 4-11 Mayıs 2012 ve 21-25 Mayıs 2012 tarihlerinde ilave sıkılaştırma uygulamasına başvurulmuştur. 31 Mayıs - 4 Haziran tarihleri arasında da yine aynı amaçla ek parasal sıkılaştırma uygulanmıştır.

TCMB, TL yükümlülükleri için zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilme oranında, Mart ayında düzenlenen PPK toplantısı sonucu bir karar alarak, oranı %10’dan %20’ye çıkarmıştır. Haziran ayında düzenlenen PPK toplantısında %25 ve

⁷ 2012 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2013c).

Ağustos ayında yapılan toplantı ile %30'a çıkarılmıştır. Ayrıca finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla, döviz rezerv opsiyon oranı da %40'dan %45'e çıkılmıştır.

PPK, Eylül ayı itibariyle global finans sistemine yönelik risklerdeki azalmaları gözетerek, kredi piyasalarını desteklemek amacıyla faizlerde Eylül ayı içerisinde 150 baz puan düşüş yaparak %10 seviyesine, Ekim ayı içerisinde %9,5 seviyesine, Kasım ayında ise %9 seviyesine indirmiştir. Ayrıca, finansal istikrarın desteklenmesi için Aralık'ta politika faizlerinde 25 baz puanlık ölçülü bir indirime gidilerek, politika faizi %5,50 olarak belirlenmiştir.

Türkiye'ye dönük risk algılamalarında meydana gelen iyileşme ve ROM'un aktif bir şekilde uygulanması, ticari kredilerdeki ılımlı seyir, faiz koridoru üst sınırında ölçülü bir indirime gidilmesine imkân sağlamış, gecelik borç verme oranları 50 baz puan, politika faiz oranları 25 baz puan indirilmiştir.

Uluslararası likidite koşulları kapsamında oluşan olumlu seyir, döviz piyasalarında meydana gelen likidite hareketleri göz önünde bulundurularak 25 Aralık 2012 tarihinden itibaren döviz ve efektif piyasaları döviz depo piyasasında bankalara yönelik olarak tanınan borçlanma limitleri, ABD doları ve euro türünden TCMB'den alınabilecek döviz depolarının vadesi bir aylık süreden bir haftaya düşürülmüştür. Bahse konu piyasada ABD doları için %4,5, euro için %5,5 olarak belirlenen borç verme faiz oranları, hem ABD doları hem de euro için %10'a yükseltilmiştir.

3.4.1.4. 2013 Yılı Para Politikası Gelişmeleri⁸

2012 yılının sonunda başlayan sermaye girişindeki artışlar, kredilerdeki canlanmalar ve TL üzerindeki değерleme baskısı TCMB'nin makro-finance riskleri dikkate almasını gerektirmiştir. Bu ortamda, faiz oranlarının düşük seviyelerde tutulmasının makro-ihtiyati tedbirlere devam edilmesi konusunun yerinde olacağı düşünülmüştür. Bu kapsamda TCMB, 2013 yılının ilk çeyreğine gelindiğinde kısa vadeli faiz oranlarında düşüşe giderken, zorunlu karşılıklarda sıkılaştırma yönünde kararlara imza atmıştır.

⁸ 2013 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2014b).

2013 yılı başlarından itibaren güçlü bir seyir izleyen sermaye akımları karşısında Ocak ve Şubat ayları içerisinde gecelik borç verme/alma faiz oranları 25'er puan düşürülmüştür. Mart ayı içerisinde ROM'un otomatik dengeleyiciliği nedeniyle geniş faiz koridoruna yönelik duyulan gereksinimin hafiflemesi, gecelik borç verme faizlerinde 100 baz puan indirimine gidilmesine yardımcı olmuştur. Nisan ayı içerisinde finansal istikrara dönük riskleri dengelemek amacıyla politika faiz oranı, gecelik borç verme/borç alma faiz oranları 50'şer baz puan indirilmiştir.

Mayıs ayı içerisinde düzenlenen PPK ile politika faizi ve gecelik borç verme / borç alma faiz oranları, yılın ikinci çeyreğindeki güçlü sermaye akımlarındaki istikrar ve kredi büyümelerinin referans değer üzerinde seyretmesi nedeniyle 50'şer baz puan indirilmiştir.

Mayıs ayı sonu itibarıyla global para politikalarındaki belirsizliklerin artması nedeniyle GOÜ'lerden ve Türkiye'den sermaye çıkışlarının yaşanması, döviz kurlarında oynaklığa yol açmış, TCMB bunun üzerine kısa süreli ek parasal sıkılaştırma uygulamasına giderek izleyen dönem içerisinde parasal sıkılaştırmanın etkisini güçlendirmek amacıyla döviz satım ihaleleri başlatmıştır. Bu kapsamda Haziran ayı sonrasında piyasa, ihtiyacının altında fonlanarak toplamda dört gün ek parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir.

Temmuz ayı boyunca ek parasal sıkılaştırma politikasına devam edilmiştir. Fiyat istikrarının sağlanması, finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla faiz koridoru üst sınırı %6,5'ten %7,25'e yükseltilmiş, APİ kapsamında piyasa yapıcısı konumunda bulunan bankalara repo işlemleri vasıtasıyla tanınan borçlanma imkânı faizleri %6'dan %6,75'e çıkarılmıştır.

Ağustos ayı içerisinde ek parasal sıkılaştırma etkinliğinin artırılması için, gecelik borç verme faizleri %7,25'ten %7,75'e yükseltilmiştir. Bu dönemde etkili likidite yönetimiyle, para piyasalarındaki kısa vadeli faizlerin faiz koridoru üst sınırına yakın olarak gerçekleşmiştir. Ek sıkılaştırma uygulanan günlerde döviz satım ihaleleri düzenlenmemiş, ayrıca bankalara piyasa yapıcı imkânları kapsamında fonlama yapılmamıştır.

Yılın üçüncü çeyreğine gelindiğinde faiz belirsizliğinin azaltılması yönünde bir yol izlenerek ekonominin iktisadi temelli olmayan olumsuz döngüye sürüklenmesinin

önüne geçilmeye çalışılmıştır. Bu amaç doğrultusunda TCMB ek parasal sıkılaştırmada, toplam ve kalan gün sayılarını açıklamaya başlayarak ek parasal sıkılaştırma günlerinde döviz satım ihalesi düzenlenmesi kararı almıştır.

2013 yılı ikinci yarısında, döviz kurundaki oynaklıklarda yaşanan yükseliş nedeniyle oluşan enflasyon hedefindeki sapmalara engel olmak amacıyla TCMB temkinli duruşun daha da artırılmasına ve para piyasası faiz oranlarında oynaklığın hafifletilmesine yönelik karar almıştır. 19 Kasım 2013 tarihindeki PPK toplantısı sonucu, bir ay vadeli repo ihaleleri sonlandırılmıştır. Böylece bankalar arasındaki para piyasası gecelik faiz oranlarının %7,75'e yakın bir düzeyde oluşması sağlanmış ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin ise %6,75 ve üzerinde oluşmasının sağlanacağı açıklanarak faizler konusundaki öngörülebilirlik artırılmıştır.

Zorunlu karşılıkların yapısının sadeleştirilmesi doğrultusunda 25 Aralık 2013 günü Resmî Gazete'de yayımlanan “Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ” ile para politikası üzerindeki operasyonel süreçlerin etkilerini azaltan ve doğrudan etkisi olmayan küçük tutarlı birçok kalemde zorunlu karşılık yükümlülüğü muaf tutulmuştur.

3.4.1.5. 2014 Yılı Para Politikası Gelişmeleri⁹

2013 yılı sonu itibariyle küresel boyutta ve ülkede artan belirsizliklerin ortaya çıkardığı risk primi göstergeleri döviz kurunun ve finans piyasalarındaki dengelerin bozulmasına neden olmuştur.

TCMB'nin 28 Ocak 2014 tarihinde yaptığı ara PPK toplantısı sonucunda, iç / dış piyasalardaki risk algılamalarının olumsuz etkilendiği gelişmeler nedeniyle TL'de değer kaybı, risk priminde de kayda değer artışların olduğu gözlemlenmiştir. Bu gelişmelerin enflasyon ile makroekonomik istikrara yönelik olumsuz etkilerinin sınırlandırılması için, güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidilmesi kararlaştırılmıştır.

Bunun sonucunda bir hafta vadeli repo faiz oranları %4,5'ten %10'a çıkarılmıştır. Ayrıca, marjinal fonlama oranları %7,75'ten %12'ye, açık piyasa işlemleri kapsamında piyasa yapıcısı konumunda bulunan bankalara repo işlemleri aracılığı ile tanınan borçlanma imkânı faiz oranları %6,75'ten %11,5'e çıkarılmıştır. Borçlanma faiz

⁹ 2014 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2015a).

oranları ise %3,5'ten %8'e çıkarılmıştır. Bunun yanında GLP uygulaması kapsamındaki borçlanma faiz oranı %0 seviyesinde sabit tutulmuş, borç verme faiz oranları %10,25 seviyesinden %15'e çıkarılmıştır.

Son zamanlarda risk primlerinin azalması, küresel likidite koşullarında iyileşme gözlenmesi, enflasyon eğilimindeki düzelme ile döviz kurunun enflasyon üzerinde birikimli etkilerinde görülen azalma nedeniyle TCMB ölçülü oranda faiz indirimlerine gitmiştir. Bu karar doğrultusunda Nisan ayında geç likidite penceresi borç verme faiz oranı %15'ten %13,5'e düşürülmüştür. Takip eden süreçte Mayıs-Haziran-Temmuz aylarında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı sırasıyla; 50, 75 ve 50 baz puan olmuştur. Diğer yandan, Temmuz ayında TCMB borçlanma faiz oranında 50 baz puan indirime gidilmiştir. Ağustos ayı içerisinde kısa vadeli faiz oranlarında mevcut durumun daha simetrik bir faiz koridorunda seyretmesi için marjinal fonlama oranı %12'den %11,25'e, açık piyasa işlemleri kapsamında piyasa yapıcısı bankalara, repo işlemleri aracılığı ile tanınan borçlanma imkânı faiz oranında %11,5'ten %10,75'e düşürülmüştür. 2014'den itibaren, bankaların bir hafta vadeli TCMB'den son borçlanma imkanı faizleri ABD doları için %10'dan %7,5'e euro için %10'dan %6,5'e düşürülmüştür.

TCMB zorunlu karşılıkları para politikası aracı ve makro ihtiyati bir araç olarak kullanmaya devam etmiş, 2014 yılı sonunda TL ve YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranlarını %11 ve %11,7 olarak ayarlanmıştır.

TCMB'nin 21 Ekim 2014 günü yaptığı duyuru ile dengeli büyüme ve yurt içi tasarrufları güçlendirmek amacıyla çekirdek yükümlülöklere ilave bir destek sağlanacağı ifade edilmiş, finansal kuruluşların zorunlu karşılık tutarlarının TL olarak tutulan kısımlarına ödenmeye başlanacak faizlerin bu kapsamda bir teşvik unsuru olarak kullanılacağı belirtilmiştir.

Bu karar doğrultusunda, TL zorunlu karşılıklara faiz ödemelerine 2014 Kasım döneminden itibaren başlanmıştır. Diğer yandan bu düzenleme aracılığı ile bankaların TL zorunlu karşılık tutma maliyetlerinin TCMB para politikası faizine olan hassasiyetlerinin azaltılması, dolayısıyla da ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin sağlamaştırılması hedeflenmiştir.

TCMB 2014 yılı sonunda, finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla, finansal şirketlerin ve bankaların YP cinsinden yükümlülüklerine ait zorunlu karşılık oranlarının çekirdek dışı yükümlülüklerinde vadelerinin uzamasını destekleyici doğrultuda değişiklik kararı almıştır. Ayrıca, YP zorunlu karşılık oranları %12,8 düzeyine yükseltilmiştir.

3.4.1.6. 2015 Yılı Para Politikası Gelişmeleri¹⁰

TCMB Ocak ayında yaptığı PPK toplantısında para politikasındaki sıkı duruş ve alınan makro ihtiyati tedbirler sayesinde çekirdek enflasyonda yaşanan olumlu gelişmeleri göz önünde bulundurarak ölçülü bir faiz indirimi yapılması kararı almıştır. Ancak, aynı zamanda likidite politikasının sıkı bir şekilde devam ettirilmesi koşuluyla temkinli bir duruş sergilemeyi sürdürmüştür. Bu açıklamalar doğrultusunda, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı Ocak ayı içerisinde %8,25'ten %7,75'e indirilmiştir. Şubat ayında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranında yine indirim yapılarak % 7,5'e indirilmiştir. Bunun yanı sıra Şubat ayı içerisinde gecelik borç alma-verme koridoru, 50 baz puan indirilerek sırasıyla %7,5'ten %7,25'e ve %12,75'ten %12,25'e düşürülmüştür. Aynı zamanda, marjinal fonlama oranı %11,25'ten %10,75'e düşürülmüş ve açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri aracılığıyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı %10,75'ten %10,25 düzeyine indirilmiştir.

TCMB, 2015 yılı ilk yarısında döviz kuru oynaklığında yaşanan artış nedeniyle döviz likiditesine yönelik birtakım önlemler almıştır. 27 Şubat 2015 tarihi itibarıyla döviz satım ihalesi tutarları daha elastik bir biçimde ayarlanmaya çalışılmıştır. Ayrıca, 10 Mart 2015'de bankacılık yapısının geçici döviz likiditesi gereksinimin giderilmesi ve TL türünde aracılık maliyetlerinin hafifletilmesi için ROK'da teknik ayarlamalara gidilmiştir. Yine bu amaçlara ilişkin olarak, TCMB tarafından Nisan ayı içerisinde gerçekleştirilen PPK'de 8 Mayıs 2015 tarihinde uygulanmak üzere, TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenen faizlerde 50 baz puan artırım yapılması kararlaştırılmıştır. 29 Ağustos 2015'de gerçekleştirilen basın açıklaması ile bu doğrultuda kararların

¹⁰ 2015 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2016a).

alınmasında devamlılık sağlanacağı belirtilmiştir. Bu çerçevede, zorunlu karşılıklara ödenen faizlere Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 50 baz puan artırımı yapılmıştır.

Makro finansal riskleri kısıtlamak ve öngörülü borçlanmaya destek sağlamak amacıyla, dış borçlanma sürelerinin uzamasını özendirici biçimde bankaların ve finansman kuruluşlarının YP türünden çekirdek dışı kısa vadeli yükümlülüklerde yürütülen zorunlu karşılıklar yükseltilmiştir. Bu duruma ilave olarak, küresel faiz oranlarında yaşanan gelişmelere paralel olarak, 10 Mart-24 Nisan 2015’de bankaların TCMB’den alabilecekleri bir hafta vadeli döviz depolarının faizleri düşürülmüştür. 9 Haziran - 27 Temmuz 2015 dönemlerinde ise aynı uygulamaya devam edilmiş ve bu oranlarda aşağı doğru değişiklik yapılmıştır.

Uzun bir aradan sonra, gelişmiş ülke para politikalarının 2015 senesinde normalleşme adımlarının atılacağı yönündeki temennisi gelişmekte olan ekonomilere yönelik belirsizliklerin artmasına neden olmuştur. Bu durumun finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini engellemek için TCMB, Ağustos ayında gerçekleşen PPK toplantısında alınacak politika tedbirlerine dair bir yol haritası açıklamıştır. Bu yol haritasında, faiz koridorunun daraltılacağı ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirileceği duyurulmuştur. Ayrıca faiz ve TL likiditesi politikalarına ilişkin olarak, sadeleşme yapılarak piyasa yapıcı bankalara sunulan borçlanma imkânı faiz oranının uygulanmayacağı ve teminat şartlarının daha sade bir yapıya kavuşturulacağı açıklanmıştır. Diğer yandan, küresel para politikalarının normal yapıya dönmesinden önce ve normalleşeceği esnada döviz likiditesi politikasında esnekliği güçlendirici önlemlerin alınacağı ve finansal istikrara destek sağlamak amacıyla, çekirdek yükümlülükler ve uzun vadeli borçlanmayı özendirici nitelikte ek adımlar atılacağı belirtilmiştir. Bu doğrultuda TCMB, 29 Ağustos 2015 tarihi itibarıyla belirlenecek yeni YP çekirdek dışı yükümlülüklerde zorunlu karşılık oranlarını üç yıldan daha uzun dönemi özendirecek biçimde değişiklik yapmıştır.

TCMB 2015 yılı gerçekleştirilen son PPK toplantısında, küresel para politikalarında normalleşme sürecinin başlamasıyla beraber oynaklıklarda görülen düşüşün sürekli olması durumunda 2016 yılı içerisinde gerçekleştirilen ilk PPK’da para politikasında sadeleşme adımlarının atılacağını belirtmiştir.

3.4.1.7. 2016 Yılı Para Politikası Gelişmeleri¹¹

Küresel büyümeye ilişkin riskler ve gelişmiş ülkelerdeki siyasal belirsizliklerden dolayı, 2016 yılında küresel finans piyasalarında görülen oynaklıklar sürmüştür. 2016 yılının ilk başlarında piyasalara Çin ekonomisi yön verirken, yılın ikinci yarısında piyasalar üzerinde, ABD’de gerçekleşecek seçimlere yönelik beklentiler etkili olmuştur.

TCMB 2016 yılında, TL likidite yönetimi çerçevesinde farklı kararlara imza atmıştır. Likidite politikasında öngörülebilir olma durumunu güçlendirmek ve bankaların likidite yönetimlerini daha etkili bir şekilde uygulamalarını sağlamak için, 3 Haziran 2016 tarihi itibarıyla, miktar ihalesi yoluyla gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo fonlamasına yönelik günlük ihale tutarının ayarlanmasında, toplam haftalık vadeli fonlama stoğunun haftanın günlerine dengeli bir şekilde paylaşılması amaçlanmıştır.

TCMB, 29 Haziran 2016’da TL likidite yönetiminin etkili bir şekilde uygulanmasına destek sağlamak için kesin alım ihalelerinin senenin bitimine değin devam etmesi yönünde karar vermiştir. Ayrıca, finansal istikrarın desteklenmesi için TL yükümlülöklere uygulanan zorunlu karşılıklarda bütün vadeler için toplamda 100 baz puan indirim yapılmıştır. Bunun yanı sıra, YP türünden tesis edilen yükümlölöklere uygulanan zorunlu karşılıklarda 50 baz puan indirim gerçekleştirilmiştir. 2016 yılının sonu itibarıyla TL ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı %10,1 ve YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı %13 düzeyinde gerçekleşmiştir.

2016 yılı Haziran ayı itibarıyla, bankacılık sektörünün borçluluk seviyesini kısıtlayarak şoklar karşısında dayanıklı olma özelliğini güçlendirmeyi hedefleyen kaldıraca dayalı zorunlu karşılık düzenlemesi kapsamında sektörün kaldıraç oranı %7,7 düzeylerinde gerçekleşmiştir.

2016 yılı ilk çeyreğinde küresel piyasalarda yaşanan oynaklıkların belirli oranda azalmasının yanında politika araçlarının yoğun bir şekilde uygulanması, takip edilen güçlü likidite politikası ve temkinli makro ihtiyati politika doğrultusunda geniş faiz koridoruna duyulan ihtiyaç azalmıştır. Yılın Mart ve Eylül ayları arasında geçen zamanda enflasyonist baskılarda görülen hafifleme, finansal koşullardaki katılık ve küresel finansal piyasaların daha ılımlı seyretmesi, TCMB’nin faiz koridoru

¹¹ 2016 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2017a).

politikasında sadeleşmeye gitmesine imkân tanımıştır. Bu çerçevede, faiz koridorunun üst bandı 2016 Mart ve Eylül döneminde toplamda 250 baz puan düşürülmüştür. Gecelik borç verme faizleri, Mart ayındaki %10,75 düzeyinden Eylül ayında %8,25 düzeyine düşürülmüştür. Yine mevcut dönemde, gecelik borç alma faizi ve haftalık repo faizinde değişiklik yapılmayarak sırasıyla %7,25 ve %7,50 seviyesinde sabit bırakılmıştır.

Küresel ekonomi politikalarına dair belirsizliklerin devam etmesi ve ABD'nin politika faizi beklentilerini yükseltmesi gelişmekte olan ekonomilerde görüldüğü gibi Türkiye ekonomisinde de finansal piyasalar ve döviz kurunda da oynaklığa yol açmıştır. TCMB, bu olayların ekonomi üzerinde olumsuz etkilerini kısıtlamak için, Kasım ayı içerisinde parasal daraltma politikası uygulamıştır. Bu kapsamda, haftalık repo faizi 50 baz puan, TCMB gecelik borç verme faizi ise 25 baz puan yükseltilmiştir. Diğer yandan TCMB, Aralık ayında faizlerde bir değişiklik yapmamış ve Aralık ayından itibaren, haftalık repo faizi % 8, TCMB borç alma faizi %7,25 ve borç verme faizi oranını da %8,50 düzeylerinde olmuştur.

TCMB, teminat şartlarının sadeleştirilmesine ilişkin olarak 2015 yılında başladığı çalışmalarına 2016 senesinde de devam etmiştir. TL işlemler karşılığında teminata konu olan kıymetlerin fazla bulundurma ve iskonto oranlarının tekrardan düzenlenmesi yoluyla bankacılık sektörü serbest DİBS stoğuna destek sağlanmıştır. Teminat döviz depo politikasına yönelik olarak banka kapsamında limitlerde değişiklik yapılmış ayrıca değişik zamanlarda gerçekleştirilen ayarlamalarla vade çeşitlendirmesine gidilmiş ve miktarı artırılmıştır.

26 Aralık 2016'da teminat döviz depo alım faizleri ABD dolarında uygulanmak üzere %0,65'ten %0,75'e çıkartılmış, euro içinde bu oran %0,03'ten % 0'a indirilmiştir. Ayrıca, aynı zamanda TCMB bünyesinde ABD doları türünden tesis edilen zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplarda kullanılacak faiz oranı da ABD doları için yıllık bazda %0,49'dan %0,75 düzeyine yükseltilmiştir.

3.4.1.8. 2017 Yılı Para Politikası Gelişmeleri¹²

2017 yılı ilk çeyreğinde para politikası kararları üzerinde, Ocak ayı içerisinde dövizlerde ortaya çıkan oynaklık ve bunun da enflasyon görünümündeki olumsuz etki belirleyici rol oynamıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda TCMB, enflasyon görünümünde gerçekleşen bozulmayı kısıtlamak için Ocak ayı PPK toplantısında katı bir parasal sıkılaştırma uygulamaya karar vermiştir. Bu karara göre, TCMB gecelik borç verme faizi %8,5'ten %9,25'e, geç likidite penceresi (GLP) içerisindeki borç verme faizini ise %10'dan %11'e çıkartılmıştır.

TCMB, döviz kurundan görülen oynaklıkların finansal istikrar ve fiyat istikrarı üzerinde oluşturacağı olumsuzlukları önlemek amacıyla birtakım likidite tedbirleri almıştır. Alınan bu tedbirlere göre, 12 Ocak 2017 tarihiyle birlikte bir hafta vadeli miktar yöntemiyle repo ihalesi gerçekleştirilmemiştir. Ayrıca, TCMB bünyesi dâhilinde faaliyet gösteren bankalararası para piyasasında (BPP), Temmuz 2016 tarihiyle birlikte sınırsız bir şekilde uygulanan bankaların borç alabilme limitleri (BAL) alınan kararlarla düşürülmüş ve söz konusu bu limitler 22 Kasım 2017 tarihi itibarıyla geçerli olmak üzere sıfırlanmıştır. Bunlara ek olarak, BİST bünyesinde Bankalararası Repo/Ters Repo Pazarında TCMB'nin yaptığı fonlama miktarı 16 Ocak 2017 tarihinden itibaren ihtiyaç duyulan günlerde sınırlandırılmaya başlanmıştır. 10 Mart 2017 tarihi itibarıyla BİST fonlaması bazı zamanlarda yapılmamış ve 3 Mayıs 2017 döneminden sonraki süreçte mevzu bahis olan kanaldan fonlama yapılmamış bunun yerine sistemin ihtiyaç duyduğu fonlama GLP'den sağlanmıştır.

TCMB, döviz likiditesi yönetiminde uyum oluşturacak kararlar almıştır. Alınan kararlara göre, YP zorunlu karşılık oranlarını düşürmüş, TL Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasasını açmış ve reeskont kredilerinin belirli süreliğine TL şeklinde geri ödenmesine imkân tanınmıştır.

Ekonomik hayatta yaşanan ölçülü eğilime rağmen TL birikimli değer kaybına bağlı olarak gerçekleşen maliyet baskıları, enflasyonda belirli nitelikte artışa neden olmuştur. Ayrıca, özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında ortaya çıkan baz etkisinden dolayı, kısa vadede enflasyondaki artışın süreceği tahmin edilmiştir. Bu yaşananlar

¹² 2017 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2018b).

doğrultusunda TCMB Mart ayında gerçekleştirdiği PPK toplantısında, GLP borç verme faiz oranını %11'den %11,75'e çıkartmıştır.

TCMB 2017 yılı ilk çeyreğinde aldığı kararlarla, finansal koşullarda ilave bir sıkılaştırma yapmadan döviz kurunun neden olduğu maliyet yönlü enflasyonist baskıları hafifletmeyi amaçlamıştır. Sonuç olarak bu kararlar sayesinde yılın ilk yarısında döviz kuru oynaklığı, enflasyon telafisi ve risk getirisi gibi finansal argümanlarda düzelmeler yaşanmıştır.

TCMB, TL'deki değer kaybının rötarlı yansımaları ve ithalat fiyatlarında görülen artışın yanı sıra gıda fiyatlarında ortaya çıkan yükselişin de yansımasıyla artan enflasyonun fiyatlama davranışlarına yönelik tehlike olduğu yönünde değerlendirme yapmıştır. Bundan dolayı, Nisan ayında yapılan PPK toplantısında parasal sıkılaştırmanın daha da artırılması yönünde karar almıştır. Alınan bu karar doğrultusunda, GLP borç verme faiz oranı %11,75'ten %12,25 seviyesine çıkartılmıştır. Ayrıca TCMB, sıkı para politikası uygulamasına Haziran ve Temmuz aylarında da devam etmiştir. Diğer yandan, Eylül ve Ekim ayları içerisinde gerçekleştirdiği iletişim ile para politikasının temkin seviyesini aşamalı bir şekilde güçlendirmiştir.

ROM'un kendinden dengeleyici niteliğinin daha da artırılması ve piyasalar tarafından ihtiyaç duyulan döviz likiditesinin sağlanması için ROK'da değişikliğe gidilmiştir. Bu çerçevede, döviz imkân oranının üst sınırı %60'tan %55'e indirilmiş ve tüm dilim aralıkları da 5'er puan düşürülmüştür. Ayrıca, Kasım ayı içerisinde döviz kuru piyasasında ortaya çıkan oynaklıkların ve ekonomik temellere yabancılaştıran fiyat oluşumlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik oluşturabileceği negatif yansımaları ortadan kaldırmak için bazı likidite önlemleri de takip edilmiştir. Bu kapsamda, BPP'de bankaların gecelik borç alma faiz oranı sıfıra indirilmiş ve böylelikle 22 Kasım itibarıyla TCMB fonlamasının hepsi GLP aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, TCMB'nin ağırlıklı ortalama fon sağlama faizi de GLP borç verme faizi olan %12,25 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu oran, Aralık ayında gerçekleştirilen PPK toplantısında %12,25'ten %12,75 düzeyine çıkartılmıştır.

TCMB 2017 yılında da para politikası araçları içerisinde olan zorunlu karşılıklar aracını kullanmaya devam etmiş ve yıl sonu itibarıyla TL ve YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla %10 ve %12,5 seviyesinde olmuştur.

2017 yılında genel itibarıyla sıkı bir para politikası uygulanmış ve yıl genelinde para politikası üzerinde döviz kurunda yaşanan oynaklıklar ve enflasyon görünümünde ve beklentilerinde yaşanan gelişmeler etkili olmuştur.

3.4.1.9. 2018 Yılı Para Politikası Gelişmeleri¹³

2018 yılı ekonomi için farklı boyutta şokların yaşandığı bir dönem olmuştur. TL'nin değer kaybetmesi, fiyatlama davranışında yaşanan sıkıntılar ve enflasyon görünümüne yönelik risklere karşı katı parasal sıkılaştırma uygulanmıştır. Ayrıca, parasal aktarım kanallarının etkinliğini güçlendirmek için hem para politikası operasyonel kapsamında sadeleştirme süreci tamamlanmış hem de döviz kuru oynaklığı ve zararlı fiyat oluşumlarına karşı piyasaların etkili bir şekilde çalışmasına ve aktarım kanallarını desteklemeye yönelik kararlar alınmıştır.

2018 yılı ilk çeyreğinde TCMB, para politikasındaki sıkı duruşu istikrarlı bir şekilde sürdürmüştür. Yılın ikinci çeyreğinde de parasal sıkılaştırmaya devam etmiştir. TCMB 28 Mayıs 2018 tarihinde, para politikasının öngörülebilirliğini sağlamak ve parasal aktarım kanallarının güçlendirilmesi için yaptığı açıklama ile para politikasının operasyonel çerçevesini sadeleştirme sürecini gerçekleştirmiş ve TCMB'nin politika faizi olarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı kabul edilmiştir. Ayrıca gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları bir hafta vadeli repo ihale faizi çerçevesinde gerçekleşmiştir. TCMB, Haziran ayı içerisinde düzenlenen PPK'de alınan kararlar, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %16,5'ten %17,75'e yükselterek parasal sıkılaştırmayı güçlendirmeyi amaçlamıştır.

2018 Mayıs ayında %55'ten %45'e düşürülen ROM Ağustos ayında %40'a düşürülmüştür. Diğer taraftan, bankaların teminat yönetimlerine esnek yapı kazandırmak için, bir hafta vadeli repo ihalelerinde kazanan tekliflerin belirli kısmının ya da hepsinin, bankalar tarafından istenilmesi durumunda repo işlemi yerine aynı faiz oranı ve vade ile BPP'de depo işlemi olarak gerçekleştirilmesine olanak sağlanmıştır.

TCMB, Ağustos ayı başında finansal piyasalarda ortaya çıkan aşırı oynaklık nedeniyle TL'nin aşırı bir şekilde değer kaybetmesine karşın, piyasaların etkin bir şekilde işleyişini devam ettirmek için TL ve döviz likidite yönetimlerine yardımcı olan

¹³ 2018 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2019).

finansal istikrara ilişkin bir takım tedbirler uygulamaya koymuştur. ROM dâhilinde döviz imkânı üst sınır düşürülmüş, TL ve YP zorunlu karşılıklar indirilerek piyasalara likidite sunulmuş, bankaların teminat şartlarına esneklik sağlanmıştır. Ayrıca bu durum nedeniyle maliyet yönlü baskılar ve bunun ikincil etkileri enflasyon görünümü üzerinde negatif bir rol oynamıştır. TCMB bu çerçevede, fiyat istikrarına destek sağlamak için Eylül ayı içerisinde sıkı parasal daralma politikası uygulamış ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %24 seviyesine çıkartılmıştır. Alınan önlemler ve Eylül ayında düzenlenen PPK toplantısında alınan kararlar katı parasal sıkılaştırma sonucunda risk primi ve enflasyon telafisindeki azalmanın etkisi ile birlikte TL'nin ima edilen oynaklığı Eylül ve Ekim ayları içerisinde azalmıştır.

2018 yılı boyunca ihale yöntemiyle ya da doğrudan döviz alım/satımı gerçekleştirilmemiştir. Zorunlu karşılıklar yıl boyunca yapılan düzenlemeler ve değişiklikler sonucu, yıl sonunda TL ve YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılıklar sırasıyla %7,4 ve %11,3 seviyesinde olmuştur.

3.4.1.10. 2019 Yılı Para Politikası Gelişmeleri¹⁴

2018 yılında uygulanan sıkı para politikası sayesinde yılın dördüncü çeyreğinde döviz kuru istikrarının sağlanması ve enflasyon beklentilerinin zayıflamaya başlamasıyla birlikte enflasyon hareketlerinde açık bir şekilde düzelme gerçekleşmiştir.

TCMB, 2019 yılı para politikasını belirlerken enflasyonun temel eğilimlerini göz önüne almıştır. Yılın ilk altı ayında TCMB, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %24 seviyesinde sabit bırakırken likidite yönetimine yönelik bazı kararlar almıştır. Sıkı para politikası ile güçlü politika eşgüdümü sonucunda birikimli döviz kuru yansımalarının hafifletilmesi ve iç talebin biraz daha dengeli bir seyir sergilemesi, enflasyon hareketlerinde açık bir düzelme yaşanmasına yol açmıştır. Enflasyon görünümündeki düzelmeye ilişkin olarak yılın ikinci yarısındaki faiz indirimleri sonucunda politika faizi %12 düzeyine düşmüştür.

TCMB, 2019 yılında zorunlu karşılıklarla ilgili bir takım düzenlemeler yapmıştır. Bu düzenlemeler kapsamında Ocak ayı içerisinde resmi kuruluşlar mevduatı/katılım fonu zorunlu karşılığa bağlı yükümlülüklerin dışında bırakılmış ve Zorunlu Karşılıklar

¹⁴ 2019 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB,2020a).

Hakkında Tebliğ'in Geçici 6'ncı madde içindeki yükümlülüklerde açık bir şekilde görülen azalış göz önünde bulundurularak ilgili madde uygulamadan çıkarılmıştır. Şubat ayı içerisinde ise, TL olarak tesis edilen zorunlu karşılık oranları bir yıla kadar vadeli mevduat/katılım fonu ile üç yıla kadar (üç yıl dahil) vadeli diğer yükümlülüklerde 100 baz puan, diğer vade gruplarında 50 baz puan düşürülmüş ve piyasaya TL ve döviz likiditesi aktarılmıştır. Nisan ayında ise zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin içeriği genişletilmiştir. Mayıs ayında yapılan düzenlemeler ile TL olarak tesis edilen zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi oranı %40'tan %30'a düşürülmüş ve YP zorunlu karşılık oranları bütün vadelerde 100 baz puan yükseltilmiştir. Bunun yanı sıra Mayıs sonunda, YP mevduat/katılım fonlarında geçerli zorunlu karşılıklar bütün vadelerde 200 baz puan artırılarak piyasadan TL ve döviz likiditesi çekilmiştir.

TCMB, Ağustos ayı içerisinde TL zorunlu karşılıkları ve TL zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranın, bankaların dövizde duyarlı kredileri ile bankalar tarafında kullanılan krediler dışında TL türü belirli özellikte ve yakın takipteki nakdi kredileri toplamının yıllık büyüme oranlarıyla ilişkilendirmiştir. Diğer yandan, TL türünden tutulan zorunlu karşılıklar oranlarına uygulanan faizler, kredi büyümesi referans ölçütleri içerisinde olan bankalar için %15, diğer bankalar için ise %5 oranında belirlenmiştir. Uygulanan bu yeni yöntemle kredi büyüme oranları her zorunlu karşılık periyodunda tekrar hesap yapılarak, büyüme oranları referans ölçütler içerisinde bulunan bankalar izleyen 3 ay süresince ilgili zorunlu karşılıklar ve faiz oranlarına bağlı kılınmıştır. Ayrıca, Ekim ayı içerisinde TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenecek faiz/nema oranı 500 baz puan indirilerek kredi büyümesi referans ölçüler içerisinde olan bankalara %10, diğer bankalar için de %0 olarak düzenlenmiştir. Diğer taraftan, Eylül ayında YP zorunlu karşılıkları 100 baz puan yükseltilerek piyasadan YP likiditesi çekilmiştir. Aralık ayında ise, YP zorunlu karşılıklar 200 baz puan yükseltilmiş ve kredi büyümesi şartlarını sağlayan bankaların bu yükselişten etkilenmesini önlemek için bu oranlar söz konusu bankalar için 200 baz puan daha az olarak düzenlenmiştir.

2019 yılı boyunca zorunlu karşılıklarda yapılan düzenlemeler sonucunda; yıl sonuyla birlikte TL ve YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılıklar sırasıyla %3,6 ve %16,0 seviyesinde olmuştur.

2019 yılı içerisinde API fonlamasının önemli bir kısmı bir hafta vadeli repo ihaleleri tarafından karşılanmasına rağmen finansal piyasalarda ortaya çıkan durumlar göz önünde bulundurularak yıl içerisinde iki kez haftalık repo ihaleleri yapılmamıştır. Bu süre içerisinde TCMB'nin piyasaya fon sağlamasının hepsi gecelik borç verme faiz oranı tarafından gerçekleştirilmiş ve BİST gecelik repo faizlerini TCMB üst koridoruna yakınlaştırmıştır. Piyasa yapıcı bankalara 17 Haziran 2019 tarihi itibarıyla API dahilinde politika faiz oranının 100 baz puan aşağısında bulunan faiz oranı ile likidite imkânı kullandırılması uygulamasına başlanmıştır. Bu şekilde sunulan likiditenin, yapının fonlama gereksinimi içerisindeki hissesi ise kısıtlı olmuştur.

2019 yılı genelinde uygulanan para politikalarının ekonomi üzerinde olumlu yansımaları görülmüştür. Buna göre, enflasyon oranında hızlı bir düşüş yaşanmış, cari işlemler dengesinde büyük ölçüde bir iyileşme sağlanmıştır.

3.4.1.11. 2020 Yılı Para Politikası Gelişmeleri¹⁵

2019 yılı Aralık ayı içerisinde Çin'de ortaya çıkan ve 2020 yılı ilk çeyreğinde hızla tüm dünyaya yayılan koronavirüs salgını para politikasının belirlenmesinde önemli bir rol oynamıştır. Bu salgının küresel ekonomi üzerindeki yansımaları kendini şu şekilde göstermiştir: Küresel büyüme açık bir biçimde gerilemiş, risk iştahının zayıflamasına, uluslararası piyasalarda oynaklığın artmasına ve finansal şartların sıkılaşmasına yol açmıştır.

TCMB 2019 yılının Temmuz ayında başladığı faiz oranlarının düşürülmesi sürecine, enflasyondaki seyrin yıl sonu tahminleriyle uyumlu olduğu değerlendirilerek 2020 yılı Ocak ve Şubat aylarında da devam etmiştir. Söz konusu aylarda politika faiz oranında toplamda 125 baz puanlık düşüş gerçekleşmiştir. Küresel salgının ilk dönemlerinde küresel çapta yaşanan gelişmeler dahilinde TL'de görülen değer kaybının aksine özellikle petrol ve uluslararası emtia fiyatlarındaki sert düşüş enflasyon üzerine olumlu yansıdığı ve bu doğrultuda TCMB, yıl sonu enflasyon öngörüsü üzerinde aşağı yönlü tehlikelerin çoğaldığı değerlendirilerek Mart ve Nisan aylarında politika faiz oranında toplamda 200 baz puanlık bir indirim yapmıştır. Ayrıca bu dönemde salgının ekonomideki negatif yansımalarını kısıtlamak

¹⁵ 2020 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan yıllık rapordan özetlenmiştir (TCMB, 2021c).

amacıyla finansal piyasaların, kredi kanalının ve firmaların nakit dolaşımının sağlam bir şekilde devam ettirilmesi için TCMB, detaylı önlem paketleri hazırlamıştır. Salgın sürecine has olarak uygulanan politikalar TCMB'nin likidite yönetimi stratejisi üzerinde etkili olmuş ve bu süreçte üç ay vadeli hedefli likidite imkânları çerçevesinde az maliyetli fonlama gerçekleştirilmiştir.

TCMB, Ocak ayı içerisinde parasal aktarım mekanizmasının daha güçlü hale getirilmesi amacıyla finansal istikrarın gerçekleştirilmesi ve altın cinsinden tasarrufların ekonomide atıl bir şekilde kullanılmasını sağlamak için, ROM dâhilinde TL zorunlu karşılıkların standart altın türünden tutulabilmesi oranı %30'dan %20'ye düşürülmüştür. Bunun yanı sıra, TL zorunlu karşılıkların yurt içi yerleşiklerden elde edilen işlenmiş ya da hurda altın kaynaklı standart altın türünden tutulabilmesi imkânı azami oranı ise %10'dan %15 düzeyine çıkartılmıştır.

Mart ayında salgının ekonomideki olumsuz yansımalarını azaltmak için alınan önlemler doğrultusunda, reel kredi büyüme şartlarını oluşturan bankalar için YP zorunlu karşılıkların bütün vade dilimleri ve yükümlülüklerinde 500 baz puanlık bir indirim gerçekleştirilmiştir. Bunun yanı yine Mart ayı içerisinde, TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenecek faiz/nema oranı 200 baz puan indirilerek reel kredi büyüme şartlarını oluşturan bankalar için %8 olarak ayarlanmış ve diğerleri içinde %0 oranında sabit bırakılmıştır.

TCMB, enflasyonda kısa dönemde bir değer artışı yaşanabileceğini fakat toplam talep şartlarının enflasyon üzerinde sınırlayıcı ağırlığının arttığını belirterek Mayıs ayında politika faiz oranında 50 baz puanlık düşüş gerçekleştirmiştir. Takip eden ayda ise, toplam talep şartlarının kısıtlayıcı etkisine yönelik, salgınla alakalı olarak birim maliyetlerde ortaya çıkan artışların etkileriyle çekirdek enflasyon göstergelerinin yöneliminde bir miktar artış gözlendiği değerlendirilmesinde bulunarak politika faizini sabit tutmuştur.

TCMB, Temmuz ayı başlarında TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenecek faiz/nema oranını 100 baz puan indirerek reel kredi büyüme şartlarını oluşturan bankalar için %7 düzeyinde ayarlamış ve diğer bankalar için %0 düzeyinde sabit bırakmıştır. Ayrıca, Temmuz ayı ortasında normale dönme sürecinin bir parçası olarak,

finansal istikrara destek sağlaması için YP zorunlu karşılık oranları bankaların hepsi için tüm yükümlölük türlerinde ve vadelerinde 300 baz puan yükseltilmiştir.

Ağustos ayı başlangıcından itibaren TCMB, enflasyon beklentilerini denetim altında tutmak ve enflasyonun görünümüne ilişkin riskleri sınırlandırmak amacıyla salgın sürecine has politikalarda uyumlu sıkılaşıma adımları atmış ve haftalık repo ihalelerine belirli bir süreliğine ara vererek fon sağlama ihtiyacını gecelik vadede gerçekleştirmeye koyulmuştur. Ayrıca normalleşme süreci dahilinde reel kredi büyüme şartlarını sağlayan bankaların YP zorunlu karşılıklarının, bütün vade dilimlerinde uygulanmak üzere, kıymetli maden depo hesapları için 700 baz puan, diğer tüm YP için ise 200 puan yükseltilmesi kararı alınmıştır.

TCMB, Eylül ayında dezenflasyon sürecini tekrardan oluşturmak ve fiyat istikrarına katkı sağlamak için politika faiz oranının 200 baz puan artırılması yönünde karar almıştır. Bunun yanı sıra, Ekim ayı içerisinde politika faiz oranını sabit tutmakla beraber enflasyon görünümünde açık bir biçimde düzelme görülene kadar para ve likidite politikalarında takip edilen sıkı duruşun devam etmesine yönelik karar almıştır. Para politikası operasyonel çerçevesinde değişimler gerçekleştirerek GLP’de kullanılacak TCMB borç verme faiz oranı ile gecelik borç verme faiz oranı arasında bulunan farkı 300 baz puan olarak düzenlemiştir. Ayrıca TCMB Ekim ayında, TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenecek faiz/nema oranı 200 baz puan yükselterek reel kredi büyüme şartlarını oluşturan bankalar için %9, diğer bankalar için ise %2 oranında ayarlamıştır.

TCMB, 2020 yılı Kasım ayı sonlarına doğru fiyat istikrarı ana hedefi çerçevesinde parasal aktarım mekanizmasının etkin çalışmasını artırmak için zorunlu karşılıkların yapısında sadeleşme yapılması kararı almıştır. Bu çerçevede reel kredi büyümesine göre farklılık arz eden zorunlu karşılıklar ve faiz/nema oranlarının uygulamadan kaldırılması, zorunlu karşılıkların bütün bankalar için aynı oranlardan uygulanması ve TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenen faiz/nema oranının bütün bankalara yönelik %12 olarak uygulanması kabul edilmiştir.

Zorunlu karşılıklarda yapılan söz konusu düzenlemelerden sonra 25 Aralık 2020 tarihinden itibaren TL ve YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılıklar sırasıyla %5,8 ve %17,2 düzeyinde gerçekleşmiştir.

2020 yılı içinde finansal istikrarı kırılgan hâle getiren birçok olay yaşanmıştır. Bu olaylardan bazıları şunlardır: Koronavirüs salgının gelişimi, aşı konusunda ortaya çıkan gelişmeler ve salgına ilişkin önlemlerin ne zaman kaldırılacağına yönelik belirsizliklerle birlikte politikaların hareket alanı ve kapasitesi, ekonomik yaşamda görülen zayıflıklar ve bankacılık kesimi kârlılık görünümü, yüksek borçluluk düzeyleri ve bir anda oluşan likidite şokları. Bu gelişmelerle birlikte küresel finansal kriz sonrası uygulamaya konulan detaylı uluslararası reformlar, bankacılık yapısının güçlendirilmesi, merkez bankaları ve mali otoritelerin uyguladığı hızlı ve daha önce örneğine rastlanmamış ölçüdeki önlemler, salgının ve salgına ilişkin olarak sosyal izolasyon önlemlerinin finansal kesim üzerinde ortaya çıkarabileceği baskıyı kısıtlamıştır.

3.5. Geleneksel Olmayan Para Politikasının Türkiye Ekonomisi Üzerinde Makroekonomik Etkileri

Türkiye ekonomisi 2001 krizinden sonra istikrarlı bir şekilde uygulanan makroekonomik politikaların ve mikro reformlarında etkisi ile 2002 yılının ilk çeyreğinden itibaren sürekli bir büyüme eğilimi sergilemiştir. Küresel krizin etkilerinin görülmeye başlanmasıyla birlikte 2008 yılının son çeyreğinde ekonomik daralma meydana gelmiştir. 2003-2007 döneminde yıllık ortalama %6,9 oranında ekonomik büyüme yaşanmıştır. Küresel finansal krizin derin etkilerinin hissedildiği 2009 yılında büyüme hızında önemli oranda bir yavaşlama ve düşüş gerçekleşmiştir. 2009 yılında büyüme oranı -%4,8 olarak gerçekleşmiş ve küresel kriz büyüme performansını önemli oranda bozmuştur (Gögebakan, 2014:107-108).

Küresel krizin, özellikle 2008 yılının sonlarından itibaren Türkiye'nin dış ticareti üzerindeki etkisi belirginleşmiş ve 2009 yılında mal ve hizmet ihracat ve ithalatında büyük oranda azalma görülmüştür. Bu gelişmelerin yanı sıra ulusal gelirden görülen azalma ve emtia fiyatlarındaki düşüşten dolayı 2009 yılı cari açığı, 2008 yılına kıyasla azalmıştır. Cari açıda görülen büyük ölçekli azalma dış ticaret açığındaki daralmadan kaynaklanmıştır (TOBB, 2010:106). Küresel krizden dolayı 2009 yılında cari açıda geçici bir düzelme gerçekleşmiş ve ekonominin toparlanmaya başlamasıyla beraber cari işlemler açığı tekrardan önemli bir risk unsuru olmaya başlamıştır (TOBB, 2011:141).

Türkiye 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçmiştir. 2006-2008 döneminde hedeflenen enflasyon oranları sırasıyla %5, %4 ve %4 olarak

belirlenmiştir. Bu dönemde gerçekleşen enflasyon, hedef enflasyonun üzerinde seyretmiştir¹⁶. Enflasyon oranlarının bu kadar yüksek olmasında para politikası dışındaki faktörler etkili olmuştur. Özellikle, ABD’de başlayan krizin küresel çaplı bir krize dönüşmesi bunda önemli rol oynamıştır.

Türkiye ekonomisinde 2001 krizinden sonra yapılan geniş kapsamlı reformlar sayesinde, kredi mekanizmasının işleyişi daha etkin ve sağlıklı bir duruma gelmiştir. Bu dönemde, bankacılık sistemi ve bireylerin beklentilerinde yaşanan olumlu değişimlerle birlikte finansal sözleşmelerde vade uzamaları ve sözleşmeye konu olan tutarlarda artış söz konusu olmuştur. Ekonomik faaliyette ve finansal sistemde görülen istikrar, mali disiplin (bu durumun bir sonucu olarak kamunun borçluluk oranlarında görülen iyileşme), enflasyon hedeflemesi doğrultusunda icra edilen para politikası ve Türkiye’deki finansal sektörün küresel finansal sisteme entegrasyonu gibi faktörler de finansal derinleşme sürecine katkı sağlamıştır. Bütün bu gelişmelerin yansımasıyla beraber 2003 yılı ikinci çeyreğiyle birlikte kredi miktarında artış eğilimi yaşanmıştır. Ancak küresel krizin etkisiyle 2008 yılında bu eğilim gücünü yitirmiş ve yılın sonunda ters yönde seyretmiştir. Uluslararası finans piyasalarında yaşanan sorunlar ve yurt içi iktisadi faaliyette görülen sınırlı yavaşlamanın neticesinde kredi hacmi artışında, 2007 yılının ikinci yarısında zayıflama eğilimi gözlenmiştir. 2008 yılında, küresel kredi piyasalarına ve iktisadi faaliyete yönelik olumsuzlukların artarak devam etmesi ve küresel krize dönüşmesi neticesinde kredi hacmindeki artış eğilimi öncelik olarak yavaşlamıştır. Aynı yılın son çeyreğinde kredi hacminde uzun bir aradan sonra ilk defa daralma görülmüştür (TCMB, 2009b:42).

TCMB, küresel krizin ekonomide oluşturduğu tahribatı gidermek için 2010 yılının sonlarından itibaren para politikası çerçevesinde yeniliklere gitmiştir. Küresel krizin ön planda olduğu yeni para politikası oluşturulurken fiyat istikrarı amacının gözetilmesine devam edilmiş ve bunun yanı sıra finansal istikrarda TCMB’nin temel hedefleri arasında gözetilmeye başlanmıştır. TCMB bu kapsamda 2010 yılından sonra para politikasında fiyat istikrarıyla finansal istikrarı aynı anda gerçekleştirmek için para politikasında yeni birleşimler uygulamaya başlamıştır. Bu kapsamda, kredi büyümesinin makul seviyelerde sürdürülmesi ve sermaye hareketlerinde ortaya çıkan oynaklığın

¹⁶ 2006-2008 döneminde gerçekleşen enflasyon oranları önceki sayfalarda verildiği için burada tekrar ifade edilmemiştir.

negatif etkilerinin azaltılması hedeflenmiştir (Vural, 2013:81). Bu başlık altında küresel kriz sonrasında TCMB'nin uygulamış olduğu politikaların enflasyon, kredi büyümesi, ekonomik büyüme ve cari işlemler dengesi üzerindeki yansımaları ele alınmıştır.

3.5.1. Enflasyon Üzerindeki Yansımaları

TCMB küresel kriz sonrası dönemde de açık enflasyon hedeflemesi izlemeye devam etmiştir. Merkez bankası enflasyon hedeflerini hükümet ile gerçekleştirdiği görüşmeler doğrultusunda belirlemektedir. TCMB enflasyon hedefinden sapması halinde enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında şeffaflık ve hesap verme prensiplerinin yürütülebilmesi amacıyla kamuoyu tarafından izlenebilir ve somut bir kriter ortaya koyabilmek için, hedeflenen enflasyon oranına ± 2 belirsizlik aralığı ilan etmektedir. Enflasyon oranı bu aralığın dışında gerçekleşirse merkez bankasının hesap verme yükümlüğü doğmaktadır. Enflasyon hedefleri yıl sonunda geçerli olduğu için, yıl sonunda enflasyonun hedeften açık bir şekilde uzaklaşması halinde merkez bankası hükûmete detaylı bir şekilde açık mektup yazar. Diğer taraftan hesap verme sorumluluğunu pekiştirebilmek amacıyla enflasyon oranının hedeften uzaklaşmasının nedenleri ve hedefin gerçekleşmesi için uygulanan ve alınması gereken önlemler enflasyon raporu yoluyla kamuoyu ile paylaşılmaktadır (TCMB, 2009a:10-11).

TCMB, 2009 yılı için enflasyon hedefini %7,5 olarak belirlemiştir. Yıl sonu enflasyonu ise belirlenen hedefin altında ve 2008 yılına kıyasla yaklaşık olarak 3,5 puan azalarak %6,53 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon oranının hedefin altında gerçekleşmesinde 2008 yılı son çeyreği itibariyle Türkiye'yi de etkisi altına alan küresel krizin ekonomik faaliyetlerde neden olduğu yavaşlama ve düşen uluslararası fiyatların ülke içi fiyatlar üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak etkili olması belirleyici rol oynamıştır. 2009 yılı genelindeki enflasyon gelişmeleri alt kalemleri ile incelendiği zaman kamu vergi düzenlemelerinin enflasyon üzerinde etkili olduğu alkol ve tütün ürünleri dışındaki diğer tüm temel gruplarında yıllık enflasyon gerilemiş, bu dönemde özellikle hizmet ve enerji yıllık enflasyonlarındaki düşüşler dikkat çekmektedir (TCMB, 2010a:30-31).

2010 yılında enflasyon hedefi %6,5 iken yıl sonu enflasyon oranı %6,4 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılı geneli itibariyle enflasyonun dalgalı seyir izlemesinde genel olarak işlenmemiş gıda fiyatlarında yaşanan gelişmeler ve 2009 yılında gerçekleşen

vergi düzenlemelerinden kaynaklanan baz etkileri belirleyici bir rol oynamıştır. 2010'nun son çeyreğinde ise TÜFE enflasyonu işlenmemiş gıda fiyatlarındaki aşağı yönlü düzeltmenin etkisi ile gerilemiştir. 2010 yılında gerçekleşen enflasyon oranı da hedeflenen enflasyon oranına yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir (TCMB, 2011b:32-33).

TCMB hükümet ile sağladığı mutabakat sonrası 2011 yılı enflasyon hedefini %5,5 olarak belirlemiştir. 2011 yılının sonunda yıllık TÜFE bir önceki yıl ile kıyaslandığında 4 puanlık artış göstererek %10,45 oranında gerçekleşmiştir. Enflasyon oranının yükselmesinde yıl içerisinde TL'nin belirgin bir şekilde değer kaybetmesi etkili olmuştur. Enflasyonun artış göstermesinde etkili olan bir diğer neden ise, toplam talep koşullarının enflasyonun düşmesindeki etkisinin önemli ölçüde azalması ve gıda fiyatlarının yıllık artış oranının son üç yıl ile kıyaslandığında daha yüksek düzeyde gerçekleşmesidir. Ayrıca, 2011 yılının son çeyreğinde enerji fiyat düzenlemeleri ve ÖTV oranlarındaki artış sonucunda yönetilen ve yönlendirilen fiyatlarda yaşanan artışın da etkisiyle (toplam 1,6 puan) yıllık TÜFE %5,5 olan enflasyon hedefinin belirgin bir biçimde üzerinde gerçekleşmesinde etkili olmuştur (TCMB, 2012a:34).

TCMB, 2011 yılından sonra da fiyat istikrarı ve finansal istikrara odaklanmaya devam etmiştir. TCMB'nin 2011 yılı içinde makro finansal riskleri sınırlamak için uyguladığı politikalar meyvesini vermiş ve ekonomide dengeleme süreci takip edilmeye başlamıştır. Bunun yanı sıra 2011 yılı Ağustos ayı itibarıyla küresel risk iştahında zayıflamanın ortaya çıkması neticesinde TL'de önemli derecede değer düşüşü yaşanmıştır. Buna ilave olarak 2011 yılının son çeyreğinde yönetilen ve yönlendirilen fiyatlardaki düzenlemeler enflasyon hedefinin aşılmasında ve yüksek seyretmesinde etkili rol oynamıştır. TCMB enflasyon beklentilerini gözetim altında tutmak ve orta vadeli enflasyon risklerini dengeli duruma getirmek için Ekim 2011'de sıkı bir parasal sıkılaştırma politikası uygulamaya başlamıştır (TCMB, 2011a:8). Merkez bankasının uygulamış olduğu bu parasal sıkılaştırma politikası ve etkin iletişim politikası neticesinde 2012 yılı sonunda TÜFE enflasyonu, 2011 yılına kıyasla 4,3 puan düşerek %6,16 düzeyinde olmuş ve böylece son kırk dört yılın en düşük yıl sonu tüketici enflasyonu gerçekleşmiştir. TCMB'nin 2010 ve 2011 yıllarında uyguladığı para ve kredi politikaları ekonominin dengelenmesinde büyük bir katkı sağlayarak finansal ve makroekonomik riskleri azaltmıştır. TCMB'nin uyguladığı yeni politika çerçevesi 2011 yılında şekillenirken, 2012 yılı ise uygulanan politikaların meyvelerinin elde edildiği

dönemdir. Bu dönemde dengeleme süreci belirginleşmiş ve enflasyonda istikrarlı bir düşüş gerçekleşmiştir. Ayrıca tüm bunlar olurken ekonomik faaliyet de büyümeyi sürdürmüştür (TCMB, 2013c:36; TCMB, 2012c:9).

2013 yılında yıl sonu TÜFE enflasyonu %7,40 olarak gerçekleşmiştir. Talebin dengelenmesi için alınan tedbirler sonucunda iç talebin düşmesi ve dış piyasalarda belirsizliklerin azalması sonucunda ise kurların da istikrarlı yatay seyir izlemesiyle beraber 2012 yılı gerçekleşen enflasyon, yıl sonu hedefine yakın bir oranda gerçekleşmiştir. Bu durum 2013 yılı ilk çeyreğinde de sürmüş ve vergi artışları enflasyonda kısmi bir artışa sebep olsa da aynı yılın Nisan ayında enflasyon tekrar %6,1'e düşmüştür. Fakat 22 Mayıs 2013'te FED'in yaptığı açıklamalardan sonra kurlarda artışlar yaşanmış ve kur geçişkenliği sonucunda enflasyon aynı yılın Temmuz ayında %8,3 ile yılın en yüksek seviyesinde gerçekleşmiştir. Daha sonraki aylarda enflasyon düşme eğilimi göstermiş ve gıda ile ulaştırma kalemlerinden gelen yüksek katkının enflasyonun düşme eğilimini kısıtlamasıyla beraber yıl sonu enflasyonu hedef enflasyonun üstünde olmuştur (TÜSİAD, 2013:22).

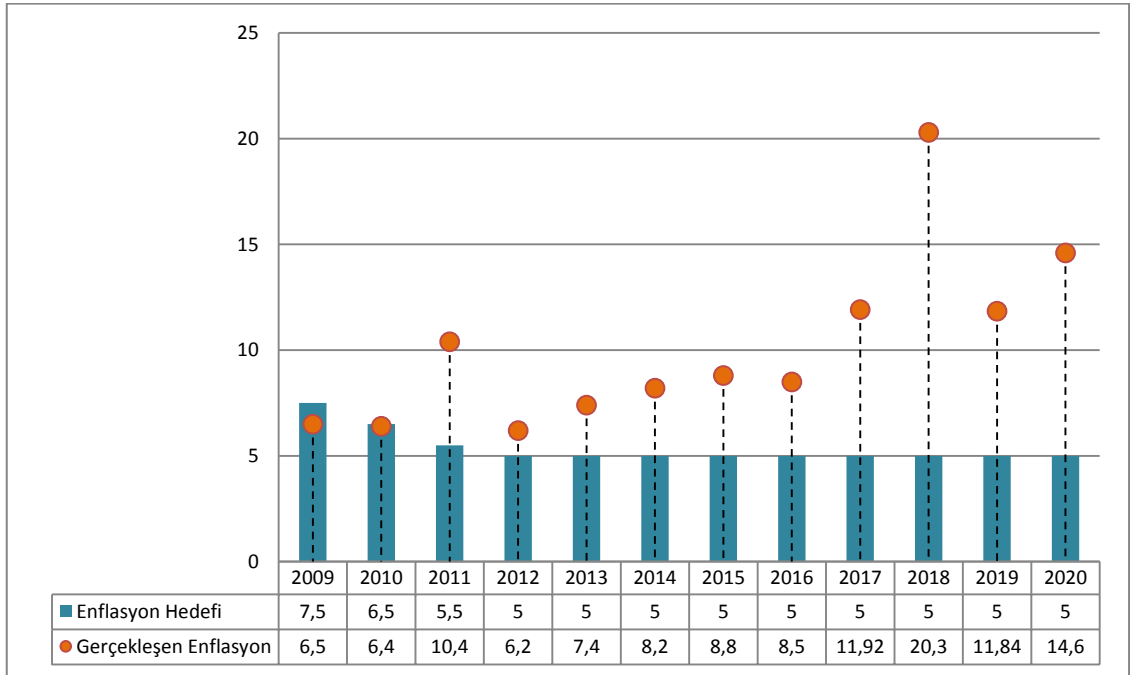
FED'in 2013 yılında yaptığı açıklamaya ek olarak 2013 yılının sonunda ve 2014 yılı Nisan ayına kadar Türkiye'de devam eden siyasi dalgalanmaların da katkısıyla beraber Türkiye'nin risk primi göstergelerinde belirgin bir artış ortaya çıkmış ve söz konusu dönemde TL önemli ölçüde değer kaybetmiştir. TCMB artan belirsizliklere karşı, 21 Ocak 2014 tarihli PPK toplantısında ek parasal sıkılaştırma uygulamasına ihtiyaç duyulan günlerde, bankalararası piyasadaki faizleri %7,75'ten %9'a çıkarılmasına karar verilmiştir. Ancak alınan bu önlem TL'nin sert düşüş yaşamasını engellemede yetersiz kalmıştır (TÜSİAD, 2014:16). TL'de yaşanan değer kaybının etkileriyle birlikte 2014 yılı enflasyonu, yılın ilk yarısında yükseliş eğilimi içinde olmasına karşın yılın ikinci yarısında azalış eğilimi yaşamış ve yıl sonunda %8,17 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan 2014 yılında gerçekleşen enflasyonun hedef belirsizliğinin üzerinde olmasında döviz kuru geçişkenliğinin yanı sıra kuraklık ve kötü hava şartlarından dolayı oluşan negatif arz şoku neticesinde gıda fiyatlarında gerçekleşen sert artışın da katkısı vardır. 2014 yılının son aylarında uluslararası petrol fiyatlarındaki sert düşüşün enerji fiyatlarını pozitif şekilde etkilemesi enflasyondaki düşüşün hızlanmasına yol açmıştır (TCMB, 2015a:33).

2015 yılı enflasyon oranı enflasyon hedefi ve belirsizlik aralığının üzerinde, 2014 yılına kıyasla %0,64 puan artarak %8,81 oranında gerçekleşmiştir. TL'nin belirgin bir şekilde değer kaybetmesiyle gıda fiyatlarının seyri, TÜFE'nin enflasyon hedefi ve belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleşmesinde etkili olmuştur. Ayrıca, döviz kurunun artış göstermesi de enflasyonun artmasına katkı sağlamıştır (TCMB, 2016a:33). 2016 yılında gerçekleşen enflasyon oranı 2015 yılına göre %0,28 puan düşerek %8,53 olarak gerçekleşmiştir. TÜFE'nin enflasyon hedefi ve belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleşmesinde, TL'nin değer kaybetmesi temel rol oynamakla birlikte asgari ücret ayarlaması ve vergi ayarlamaları belirleyici rol oynamıştır (TCMB, 2017a:36). 2017 yılında TÜFE'nin enflasyon hedefi ve belirsizlik aralığının üstünde %11,92 oranında gerçekleşmesinde, TL'de devam eden değer kayıpları temel rol oynamak üzere ithalat fiyatları, işlenmemiş gıda maliyetleri ve ekonomik faaliyetlerin güçlü seyretmesi etkili olmuştur (TCMB, 2018b:20).

2018 yılında enflasyon oranı %20,30 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran Türkiye'nin açık enflasyon rejimine geçtiği 2006 yılından itibaren gerçekleşen en yüksek enflasyon oranıdır. 2018 yılının enflasyon oranının, enflasyon hedefinden ve belirsizlik aralığından bu kadar çok uzaklaşmasında TL'nin aşırı bir şekilde değer kaybetmesi dolayısıyla fiyatlama davranışlarında izlenen bozulma temel rol oynamıştır. Ayrıca, yıl içerisinde döviz kuru geçişkenliği fazla ve görece olarak yüksek olan ana mallar enflasyonun bu kadar yüksek gerçekleşmesinde etkili olan bir diğer nedendir (TCMB, 2019:20). 2019 yılı enflasyonu önceki yıla kıyasla yaklaşık %8,46 oranında düşüş göstererek %11,84 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019'da döviz kurunda yaşanan değer kaybının birikimli etkilerinin hafiflemesi enflasyonu düşürücü yönde en önemli katkı sağlarken, ılımlı seyir izleyen talep şartları ve ithalat fiyatları da enflasyonda ortaya çıkan düşüşe destek vermiştir. Öte yandan reel birim ve iş gücü maliyetleri ile vergi ve yönetilen fiyat düzenlemeleri söz konusu yılda enflasyonun yukarı yönlü hareket etmesini sağlamıştır (TCMB, 2020a:20).

2020 yılında enflasyonun artışı üzerinde TL'de görülen değer kaybı belirli bir rol oynamıştır. Öte yandan, işlenmemiş gıda fiyatları ve reel birim iş gücü maliyetleri de enflasyonun artmasına etki etmiştir. Ayrıca, talep koşulları yılın ilk yarısında salgın nedeniyle enflasyon üzerinde sınırlayıcı yönde etkisi olmuştur. Söz konusu dezenflasyonist etkinin aynı yılın ikinci yarısında normalleşme ve güçlü kredi hızına

bağlı olarak sınırlı kaldığı yönünde değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda, 2020 yılı içerisinde sektörel bazda ortaya çıkan talepte görülen farklılaşma enflasyon dinamikleri üzerinde de etkili olmuştur. 2020 yılında ABD doları cinsinden ithalat fiyatları çalkantılı seyretmiş ve yıl kapsamında ele alındığında ithalat fiyatlarının enflasyona etkisi sıfıra yaklaşan bir düzeyde olmuştur. Yılın ikinci yarısında, enflasyon beklentileri yükselmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda, 2020 yılı genelinde TÜFE enflasyonu %12 seviyelerinde seyretmiş ve yılın son çeyreğinde ise hızlanarak yıl sonu itibarıyla %14,60 düzeyinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2021c:21).



Kaynak: Grafik TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir¹⁷.

Grafik 3.1. 2009-2020 Yıllarında Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşen Enflasyon

TCMB, 2012-2020 döneminde 2020’de dâhil yıl sonu enflasyon hedeflerini hükümet ile gerçekleştirdiği mutabakata uygun olarak %5 olarak belirlemiştir. Grafik 3.1 incelendiğinde 2009 ve 2010 yıllarında yıl sonu TÜFE, enflasyon hedefinin altında gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, yıl sonu tüketici enflasyonu özellikle 2013-2018 döneminde sürekli bir artış göstermiştir. 2019 yılında yaklaşık olarak %8,46’lık bir düşüş gerçekleşmiş olsa da 2020 yılında tekrar yükselmiştir.

¹⁷ Bu veriler 31.01.2021 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri> bağlantısından alınmıştır.

Türkiye ekonomisi gerek enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde gerekse 2010 yılı sonrasında uygulamaya koyduğu yeni para politikası doğrultusunda ve maliye politikasının da etkisiyle enflasyon oranını tek haneli rakamlara düşürebilmiştir. Ancak enflasyon oranının hâlâ hedeflerin üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak için diğer bir ifadeyle fiyat istikrarını gerçekleştirmek için alınması gereken uzun bir mesafenin var olduğunu göstermektedir.

3.5.2. Kredi Hacmi Üzerindeki Etkileri

Küresel finansal krizle birlikte artan belirsizlik kredi piyasasına da olumsuz yansımıştır. Böyle bir ortamda 2009 yılı, kredi arz edenlerin daha temkinli davrandığı kredi talep edenlerinse ekonomik hayatta yaşanan gerilemeye paralel olarak yatırım kaynaklı kredi talebinde azalmanın yaşandığı bir yıl olmuştur. Ayrıca firmaların borçlarını yeniden yapılandırmak istemeleri talebin artış göstermesinde en önemli faktör olmuştur. TCMB'nin kriz boyunca finansal istikrarın korunması ve kredi piyasalarının işlevselliğinin devam etmesi için almış olduğu tedbirler kredi piyasalarını pozitif yönde etkilemiştir. Politika faizlerinde uygulanan hızlı indirimler kredi faizlerini etkilemiş, bu da finansal sıkılığın etkilerini sınırlamıştır. Risk algılarında iyileşmenin gözlenmesiyle birlikte kredi piyasasında 2009 yılının ikinci yarısına doğru pozitif gelişmeler görülmeye başlanmıştır. Ayrıca aynı yılın üçüncü çeyreğinde faizlerde yaşanan belirgin düşüşten sonra son çeyrekte kredi hacminde artış eğilimi yaşanmaya başlamıştır (TCMB, 2010a:37-38).

2010 yılında yurt içi kredi hacmi, 2009 yılına oranla daha yüksek oranda artmıştır. Küresel krizin etkilerinin azalmaya başlamasıyla beraber kredi kullanan sektörlerde hızlı bir artış başlamış ve kredi vadeleri uzatılmıştır. Krizden çıkış zamanında ekonomik hayatta yaşanan hızlı toparlanma, gelişmiş ülke merkez bankalarının genişletici para politikası uygulamalarıyla birlikte artan küresel likiditeyle birlikte makroekonomiye yönelik olumlu görünüşün faiz oranlarını düşük ve öngörül nitelikte kılması kredi kullanımının yeniden canlanmasını etkilemiştir. Ancak küresel likiditenin artmasıyla birlikte hızlı kredi genişlemesinin negatif yansımalarını kısıtlamak için 2010 yılında tedbirler alınıp uygulanmaya başlanmıştır (TCMB, 2011b:39-40).

2011 yılında önceki yılın ortalarından sonra hızla artan krediler, önemli ölçüde cari açık ve finansal istikrara yönelik endişeler sebebiyle titizlikle izlenmiştir. TCMB,

kredilerde yüksek düzeyde olan büyümeyi yavaşlatmak için 2010 yılı sonuyla birlikte zorunlu karşılık oranlarını ciddi derecede yükseltmiştir. BDDK ise kredi büyümesinin bankacılık departmanı bilânçosunda ortaya çıkabilecek riskleri baz alarak bir takım düzenlemelerde değişikliğe gitmiştir. Otoriteler tarafından alınan önlemler ve diğer faktörler sonucunda kredi büyüme hızı 2011 yılı boyunca %25'lere varan bir düzeyde gerçekleşmiştir (TCMB, 2012a:43). 2012 yılında kredi artışının hızlanmasını kontrol altına almak için TCMB ve ilgili karar birimlerinin iş birliği içinde likidite politikası, zorunlu karşılık oranları, aktif risk algıları, genel karşılıklar ve kredi/değer oranı gibi politika araçları yoğun bir şekilde uygulanmıştır. Alınan bu önlemler neticesinde kur etkisinden arındırılmış kredi büyüme hızı 2012 yılı Ekim ayında %15 düzeyine inmiştir. Aynı yılın son üç ayında ise, ekonomik hayattaki düzelmenin ve destek sağlayıcı likidite şartlarının katkısıyla büyüme eğiliminde olan kredi büyüme hızı yıl sonunda %18,4 olmuştur (TCMB, 2013c:33). 2012 yılında kredi büyüme hızı yavaşlamıştır.

TCMB'nin uyguladığı destek sağlayıcı likidite politikası, düşük düzeyde devam eden kredi faizleri ve yurt içi talepte gerçekleşen ölçülü yükseliş sebebiyle 2012 yılının Kasım ayıyla birlikte yükselme eğilimi gösteren finansal olmayan sektöre kullandırılan kredilerin büyüme hızı ve bu artış eğilimi 2013 yılının Ekim ayına değin sürmüştür. 2013 yılının yarısına kadar gerek tüketici gerekse de ticari kredilerin yardımıyla yukarı yönde seyreden yıllıklandırılmış toplam kredi büyüme oranı merkez bankasının uyguladığı likidite daraltılması ve küresel düzeyde yaşanan gelişmeler doğrultusunda kredi maliyetlerinin artması ile birlikte düşme eğilimi göstermiştir. Tüm bu gelişmeler ile birlikte 27 Aralık 2013 tarihinde, toplam kredilerin yıllık büyüme oranı %25,0 düzeyinde oluşmuştur (TCMB, 2014b:32). 2013 yılı kredi büyüme hızında artış yaşanmıştır. 2014 yılında, Merkez bankasının takip ettiği sıkı para politikası ve BDDK'nin 2014 yılının başlarında yürürlüğe koyduğu uygulamalar neticesinde finansal olmayan sektöre kullandırılan kredilerin yıllık büyüme oranında yıl içerisinde önemli derecede düşüş gerçekleşmiştir. Gerçekleşen bu düşüş BDDK uygulamalarının çerçevesi itibariyle tüketici kredilerinde daha çok düşüşe neden olmuştur. 2014 yılının ortasında tüketici kredilerinde gözlenen toparlanmaya bağlı olarak yıllıklandırılmış toplam kredi büyüme oranında cüzi bir yükselme gerçekleşmiştir. Tüm bu gelişmeler doğrultusunda 26 Aralık 2014 tarihinde toplam kredilerin yıllık büyüme oranı %15,7

düzeyinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2015a:32). 2014 yılı kredi büyüme hızında yavaşlama yaşanmıştır.

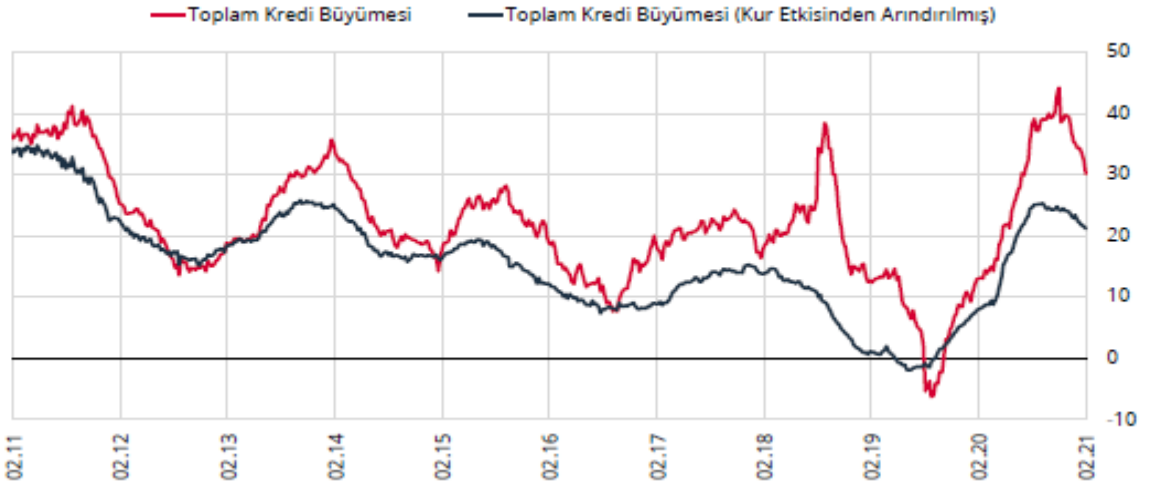
2015 yılında, TCMB'nin izlediği katı para politikası ve BDDK'nin konut dışında bireysel krediler için uyguladığı makro ihtiyati uygulamalarında katkısıyla finansal olmayan sektöre verilen kredilerin yıllık büyüme oranı kur yansımalarından arındırılmış şekilde hesaplandığı zaman önceki yıllara kıyasla düşerek %13,6 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2016b:4). Tüketici kredilerindeki yaşanan düşüşün daha fazla olmasında, özellikle de BDDK'nin uygulamaya koyduğu politikalar ve yılın büyük bir kapsamında tüketici güvenin zayıf düzeyde devam etmesi etkili olmuştur. Tüm bu yaşananlar doğrultusunda toplam kredilerin yıllık büyüme oranı makul bir düzeyde seyretmiştir (TCMB, 2016a:32).

2016 yılının son çeyreğinde finansal olmayan sektöre kullanılan kredilerin yıllık büyüme oranında yaşanan ılımlı artış üzerinde finansal sistemi destekleyici makro ihtiyati politikalar, merkez bankasının likidite önlemlerinin gecikmeli yansımaları ve kamu teşvikleri etkili olmuştur (TCMB, 2017b:3). Önceki senelerde BDDK'nin uygulamaya koyduğu politikalar ve tüketici güveninin zayıf seviyede devam eden görünümüne paralel olarak ölçülü bir şekilde devam eden tüketici kredileri büyümesi, 2016 yılının son zamanlarında parasal şartların daha fazla destek sağlayıcı durumda olması ve tüketici kredilerini desteklenmesine ilişkin makro ihtiyati tedbirlerin de yansısıyla güçlenme eğilimi göstermiştir (TCMB, 2017a:35). 2017 yılında hem bireysel hem de firma düzeyinde kredilerde artış meydana gelmiştir. 2017 yılında bireysel krediler, makro ihtiyati politika değişiklikleri ve çeşitli kamu teşvikleri sayesinde büyümesini sürdürmüştür. Ayrıca TL firma kredileri ise, KOSGEB'in faizsiz kredi desteği, TOBB'in çok az faizli Nefes Kredisi ve Hazine tarafından desteklenen KGF kefaleti gibi teşvikler sayesinde yılın ilk altı ayında hızlanarak büyümüştür. Diğer yandan, yılın ikinci altı ayında ise KGF kefalet limit üst noktasına yaklaşılması ve baz yansımaları ile hız yitirmesine karşın büyümeyi sürdürmüştür. Bu dönemde kredi büyümesinin güçlenmesi genel olarak çekirdek yükümlülüklerle fonlanmış, bu durumun finansal istikrara yönelik katkısı pozitif olmuştur (TCMB, 2018b:27).

2018 yılının büyük bölümünde kredi büyüme hızı gerilemiştir. Bir önceki yılda destek sağlayıcı makro ihtiyati politikalar ile kamu maliyesi önlemleri ve teşviklerin

etkisi ile kredi büyüme hızında gerçekleşen hızlanmanın yarattığı baz etkisinin yanı sıra arz ve talep kaynaklı hareketler, kredilerin yıllık büyüme hızının gerilemesinde rol oynamıştır. Ayrıca, hem yurt içi hem de yurt dışı fonlama masraflarının yükselmesiyle beraber bankaların kredi koşullarının zorlaştırılması kredi arzında ön planda bulunan yansımalar olarak değerlendirilmiştir. Ekonomik yaşamda meydana gelen yavaşlama, yatırım talebinin zayıf olması ve kredi faizlerinde yaşanan artış kredi talebinin azalmasında belirleyici faktörlerdir (TCMB, 2019:19).

2018 yılının Ağustos ayında yaşanan kur şoku ve onu takip eden ekonomik daralma beklenmedik şekilde büyük bir işsizlik, %50 kur artışı ve %25'e varan yüksek seviyeli enflasyona yol açmıştır. Ekonominin tekrar nasıl dengeye geleceği, enflasyon seviyesinin nasıl aşağı çekileceği ve büyümenin tekrardan hızlı bir şekilde nasıl artacağı en büyük tartışma konuları arasında yer almıştır. Faizlerde artış gözlemlenmiş ve reel kesimin finansmana ulaşımı oldukça sınırlanmıştır. Ayrıca, genel seçimden sonra 2019 yılının ilk çeyreğinde bir de yerel seçimin olması siyasi belirsizliği artırmıştır. Bunun yanı sıra dış ilişkilerde yaşanan gelişmelerle 2018 yılını tamamlanırken, 2019 yılı önemli nitelikte belirsizlikler eşliğinde başlamıştır. 2019 yılı başından başlayarak kamu bankaları reel sektöre önemli oranda kredi vermeye başlamıştır. Beş ay gibi kısa bir zaman aralığında, uygulanan paketler ve avantajlı faizlerle piyasaya neredeyse 178 milyar TL kredi kullandırılmıştır. Sağlanan bu kredilerin çoğunluğu ticari kredilerden oluşmuş ve finansmana ulaşmakta zorluk yaşayan firmalar için bir can suyu görevi görmüştür (TÜSİAD, 2020:11). 2019 yılının ikinci altı ayından başlayarak bankaların yurt içi ve yurt dışı fon sağlama maliyetlerinde görülen azalışın ve ekonomik aktivitelerdeki düzelmenin hızlanması da yılın son üç ayında izlenen kredi büyümelerindeki artışın temel nedenleri olarak ön planda yer almaktadır (TCMB, 2020a:19).



Kaynak: TCMB, 2021a:59.

Grafik 3.2. Toplam Krediler (Yıllık Büyüme, %)

Grafik 3.2. incelendiğinde TCMB'nin küresel kriz sonrasında uygulamaya koyduğu politikaların krediler açısından istenilen sonuçların elde edilmesinde etkili olduğu görülmektedir. 2018 yılında yaşanan ekonomik daralma, kur şoku ve yatırım talebinde ortaya çıkan yavaşlama kredi büyüme hızını önemli ölçüde düşürmüştür. 2019 yılında piyasayı canlandırmak için uygulanan politikaların etkili olduğu görülmektedir. Ancak 2020 yılında salgının ekonomi üzerindeki negatif etkilerini sınırlamak için TCMB'nin parasal tedbirlerinin yanı sıra, diğer ilgili kurumlar tarafından da bir dizi makro ihtiyati önlemler alınmıştır. Alınan tedbirlerin etkisiyle kredi büyüme hızı ivme kazanmıştır. TCMB alınan tedbirler sayesinde ekonomideki iyileşmeye ve bu iyileşmenin makroekonomik dengelere de yansımalarını göz önünde bulundurarak, salgın dönemine özgü olarak uygulanan destekleyici politikaları kademeli şekilde azaltmaya başlamış ve likidite yönetimi çerçevesinde sıkılaştırıcı uygulamalar takip etmiştir. TCMB bu doğrultuda, hedefli ek likidite imkânlarını kademeli bir şekilde azaltmaya başlamıştır (TCMB, 2020c:2). 2020 yılının son çeyreğinden itibaren salgın döneminde uygulanan destekleyici önlemler tamamen geri çekilmiştir. Diğer yandan merkez bankası sıkı para politikası takip etmeye başlamıştır. Tüm bunların etkisiyle kredi büyümesi önemli ölçüde yavaşlamıştır (TCMB, 2021b:17). İlerleyen dönemlerde kredilerdeki artışın makul oranlarda devam edeceği öngörülmektedir.

3.5.3. Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri

Türkiye ekonomisi, 2001 yılında ortaya çıkan krizden sonra %5,7'lik bir küçülme yaşamıştır. Bu küçülmeden sonra uygulanmaya başlanan iktisadi program ve sistemsel reformların etkisi ile birlikte 2008 yılına değin sürekli güçlü büyüme oranları yakalamıştır. 2002 yılında %6,2, 2003 yılında %5,3, 2004 yılında %9,4, 2005 yılında %8,4, 2006 yılında %6,9 ve 2007 yılında ise %4,7 büyüme performansı sergilemiştir. Ancak 2008 yılında gelişmiş ekonomilerin finansal piyasalarında başlayan ve gelişmekte olan ekonomilere hızla yayılan küresel finansal dengesizlik aynı yılın ikinci yarısıyla birlikte küresel çapta ekonomik bir krize yol açmıştır. Türkiye ekonomisi, 2002 yılının ilk döneminde başlayarak yirmi yedi dönem devam eden büyüme süreci 2008 yılının sonu döneminde son bulmuş ve bu dönemde ekonomi %7 oranında küçülmüştür. Ekonomide küresel krizin etkilerinin görülmeye başlamasıyla birlikte 2008 yılı yıllık büyüme hızı yavaşlayarak %0,7 olarak gerçekleşmiştir (TOBB, 2010:17).

Küresel krizin ekonomi üzerindeki derin etkileri 2009 yılında kendini göstermiştir. Krizin derinleşmesiyle birlikte talep koşullarında daralma ortaya çıkmıştır. Türkiye ekonomisi krizin derin etkileriyle birlikte 2009 yılında %-4,7 oranında küçülmüştür (TCMB, 2010c:15). Büyüme hızı açısından ana sektörler göre sadece tarım alanında artış olmuştur. Mevsim koşullarının iyi olmasından dolayı 2009 yılında tarım kesimi %3,6'lık bir büyüme göstermiştir. Fakat tarım sektörü milli gelir içinde düşük bir paya sahip olduğu için milli gelire fazla bir katkısı söz konusu olmamıştır. Tarım sektörünün aksine sanayi ve hizmet sektörünün milli gelir içindeki payı fazladır. Sanayi sektörün büyüme hızı 2009 yılında önemli ölçüde düşüş göstermiş ve bu düşüşe inşaat sektöründeki büyük oranlı küçülmenin de eklenmesiyle GSYH'de önemli bir şekilde daralma meydana gelmiştir (TOBB, 2010:17).

Küresel ölçekte iktisadi faaliyetlerde yaşanan gelişmeler Türkiye ekonomisi üzerinde belirleyici olmuş ve küresel krizin etkilerinin hafiflemeye başlamasıyla birlikte ekonomik hayattaki toparlanma belirginleşmiştir. Yıllıklandırılmış GSYH'de 2010 yılı ilk çeyreğinden itibaren olumlu büyüme görülmeye başlanmıştır. GSYH harcama kalemleri yönünden ele alındığında krize yönelik yürütülen mali ve parasal önlemler neticesinde belirsizlikler azalmış, tüketici güveninde artış yaşanmış ve kredi şartlarında

iyileşme görölmüş ve bunlarda tüketim ve yatırım kararları üzerinde olumlu katkı sağlamıştır. Bu süreçte büyüme, nihai yurt içi talep esaslı gerçekleşmiştir. Ayrıca dış talepte görülen zayıflama ve ithal mal talebinde ortaya çıkan hızlı toparlanma sonucu net ihracatın büyüme üzerinde negatif katkısı olmuştur (TCMB, 2011b:27). 2010 yılında sabit fiyatlarla GSYH alt kalemler yönünden ele alındığında bütün sektörlerde pozitif yönlü bir büyüme yaşanmıştır. Büyüme en çok %17,1’le inşaat sektöründe gerçekleşmiştir. Önceki yılda daralan inşaat sektörü 2010 yılını yüksek büyümeyle tamamlamıştır. Tarım sektörü, mevsim koşullarının kötü geçmesinden dolayı ana sektörler içerisinde en az büyümüş ve 2010 yılını %1,6 oranında bir büyüme ile tamamlamıştır. Sanayi sektöründe yüzde 12,9, hizmetler sektöründe ise %7,7 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisi tüm bu gelişmeler neticesinde 2010 yılında %8,9 oranında büyüme sergileyerek Avrupa’nın en hızlı büyüyen ekonomisi olmayı başarmıştır (TOBB, 2011:30).

Küresel krizin, küresel çapta etkileri hafif olsa bile 2011 yılında da devam etmiştir. Küresel ekonominin 2010 yılından itibaren toparlanma eğilimi göstermesi 2011 yılı içerisinde yavaşlayarak da olsa bile devam etmiştir. Diğer taraftan 2010 yılında gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler içerisinde büyüme oranlarında açık şekilde farklılaşma gözlemlenmiş ve bu ayrım 2011 yılında da sürmüştür. Bu durum söz konusu ülkelerin para politikalarında da kendini göstermiştir (TCMB, 2012a:27). Türkiye ekonomisi 2011 yılının ilk çeyreğinden itibaren GSYH’de %11,9’luk bir artış göstermiştir. Bu artışla dünya ekonomileri içerisinde en çabuk büyüyen ve aynı zamanda çift rakamlı büyüme gösteren tek ekonomi olarak yer almıştır. Diğer yandan 2011 yılının diğer çeyreklerinde büyüme hızında azalma görülse de yine büyümeye devam etmiştir. 2011 yılının son üç çeyreğinde sırasıyla %9,1, %8,4 ve %5,2 oranında büyüme gerçekleşmiştir (TOBB, 2012:136). 2011 yılı GSYİH büyümesinde genel olarak nihai yurt içi talebin belirleyici rol oynamasıyla birlikte özellikle son iki çeyrekte nihai yurt içi talebin büyümeye katkısı belirli düzeyde azalmıştır. Net ihracat ise olumlu katkı sağlamış ve yılın son çeyreğinde net dış talep büyümeye en fazla katkıyı sağlayan harcama bileşeni olmuştur (TCMB, 2012b:11).

Türkiye ekonomisi tüm bunların doğrultusunda yıllık olarak 2011 yılında %8,5 oranında büyüyerek Avrupa ülkeleri içinde büyüme oranı açısından ilk, G-20 ülkeleri içinde ise üçüncü sırada olmuştur (TOBB, 2012:136).

2012 yılında ekonomi önceki yıla kıyasla küçülerek %2,2 oranında büyümüştür. 2012 yılı büyümesi çeyrek bazda ele aldığı zaman, GSYH’de sabit fiyatlarla yılın dört çeyreğinde sırasıyla %3,3, %2,9, %1,16 ve son çeyrekte ise %1,4 oranında büyüme yaşanmıştır. Ekonominin küçülmesinde, küresel ekonomide yaşanan olumsuzluklar, AB’de krizin yoğunlaşması, bölgede artış gösteren jeopolitik gerginlikler ve petrol fiyatlarının artması Türkiye ekonomisi üzerine de yansiyarak beklentilerin bozulmasına yol açmıştır. İç talepte önemli ölçüde daralma olmuş, özel tüketim ve bilhassa yatırım harcamalarında seri bir düşüş gerçekleşmiştir (TOBB, 2013:52).

2011 yılının sonlarına doğru ekonomik büyümede görülen yavaşlama eğilimi gittikçe belirginleşmiş ve 2012 yılında düşük bir büyüme gerçekleşmiştir. 2013 yılında da ekonomide görülen yavaşlama devam etmiştir. 2013 yılında çeyrek dönemlerde %2,9, %4,5, %4,3 ve %4,4’lük bir büyüme ortaya çıkmıştır. 2013 yılında yıllık %4,0 büyüme ortaya çıkmıştır (TASAV, 2014:11). Türkiye ekonomisi 2013 yılında bir önceki yıla göre toparlanma eğilimi göstermiştir. 2013 yılında ekonominin büyümesine küresel ekonomide yaşanan durgunluk sonucunda azalan dış talep ve siyasi belirsizliğin artmasıyla beraber özel sektör yatırım harcamalarının ertelenmesi negatif katkı sağlarken, iç talepte yaşanan toparlanmayla kamu harcamalarının artması ve stok değişimleri pozitif yönde katkı sağlamıştır (TOBB, 2014:25).

2014 yılında Türkiye ekonomisi tekrar durgunluk sürecine girmiş ve ekonominin büyüme hızı %2,9 oranında gerçekleşmiştir.

Ekonominin düşük seviyede büyümesinde, olumsuz hava koşullarından dolayı tarım katma değerinin yıllık bazda daralması, hem iç talebin ılımlı seyretmesi hem de ihracat artışının yavaşlaması rol oynamıştır. Diğer yandan Avrupa ekonomisinde görülen yavaşlama eğilimi ve çevre ülkelerde yaşanan jeopolitik gelişmeler ihracat artışını sınırlamasına rağmen ithalattaki gerilemenin de katkısıyla yıllık büyümede net ihracatın katkısı en fazla olmuştur (TCMB, 2015b:41). Tüm bu olumsuz gelişmelere rağmen büyüme büyük ölçekte dış talep sayesinde gerçekleşmiştir. İç talebi kısıtlamaya yönelik 2013 yılının Ekim ayında ve 2014 yılının ise Şubat ayında yürürlüğe konulan makro ihtiyati tedbirlerin yanı sıra TCMB’nin Ocak ayı sonunda faiz oranlarını arttırması özellikle tüketim talebini sınırlandırmış ve iç talepteki artış ise sınırlı seviyede gerçekleşmiştir (TOBB, 2015:29).

2015 yılında küresel ekonomideki belirsizlikler ve talep eksikliği devam ederken jeopolitik gerginlikler, terör olaylarının artması, Suriye’de devam eden iç savaş yüzünden Türkiye’ye mülteci akınlarının artması ve önemli bir ticaret ortağı olan Rusya’nın Suriye’deki iç savaşta aktif rol oynaması Türkiye ekonomisi üzerinde etkili olmuştur (TÜSİAD, 2016:8). Türkiye ekonomisi bütün bu olumsuz gelişmelere rağmen 2015 yılında özel tüketimin oluşturduğu itici güçle birçok dünya ülkesinin üzerinde büyüme gerçekleştirmiştir. Ayrıca, 2015 yılında otomotiv, beyaz eşya ve konut talebindeki artışlar büyüme üzerinde olumlu katkı sağlarken net dış talebin etkisi olumsuz olmuştur. Türkiye ekonomisi yılın ilk çeyreğinde %2,5, ikinci çeyrek de %3,7, üçüncü çeyrek de %3,9 ve son çeyrekte ise %5,7 oranında büyüme göstererek yirmi beş çeyrek boyunca büyümesini sürdürmüştür. Ekonominin yıllık büyüme hızı, bir önceki yıla kıyasla artış göstererek %4,0 oranında gerçekleşmiştir (TOBB, 2016:32-33).

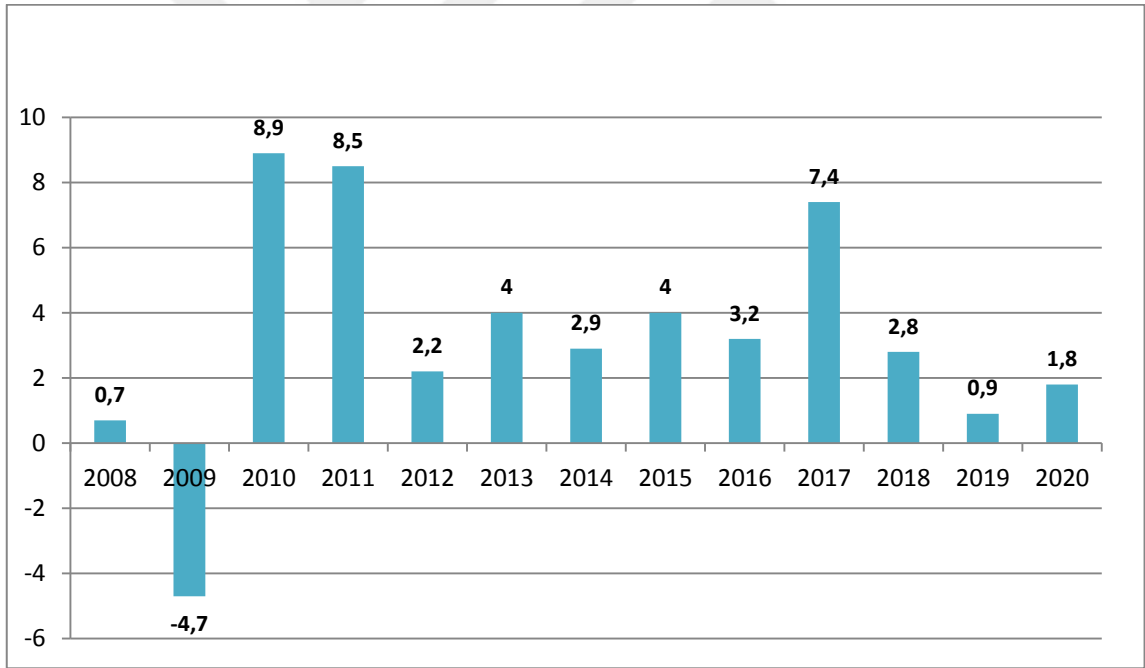
2016 yılında, jeopolitik gerginlikler, terör olaylarının artması ve Rusya ile yaşanan problemler mal ihracatı ve turizm üzerinde negatif etki oluşturmuştur. Bunların yanında 2016 yılının Temmuz ayı içinde gerçekleşen başarısız darbe girişimi sonrası tüketici ve yatırımcı güveninin zayıflamasıyla ekonomik faaliyetlerde yavaşlama belirgin bir hal almıştır. Aynı yılın son üç ayında gelişmiş ülkelerin para politikasına yönelik belirsizliğin artmasının da etkisiyle finansal piyasalarda oynaklık artış göstermiştir. 2016 yılının son çeyreğinde, kamu harcamalarının büyümeye sağladığı güçlü desteğe ilave olarak alınan tedbirlerin de etkisiyle hızlı bir toparlanma gözlemlenmiş olsa bile, yılın genelinde önceki yıllara göre büyüme oranı zayıf devam etmiştir (TCMB, 2017a:37). 2016 yılında yıllık büyüme hızı %3,2’lik bir oranda gerçekleşerek tarihsel ortalamanın altında kalmıştır. Büyümeyi tekrar hızlandırmak ve ekonomik hayatı canlandırmak için birtakım önlemler alınmış ve uygulanmaya başlanmıştır. Bunlar, özel kesim işbirliği ile finansmana ulaşımı daha rahat hâle getirilmesi girişimleri çerçevesinde TOBB Nefes Kredisi, KOSGEB ve KGF ile verilen krediler, vergi indirimleri, istihdam ve üretime ilişkin teşviklerdir. İç talebi desteklemek için alınan bu tedbirler sayesinde büyümede nihai yurt içi talep sürükleyici güç olarak başı çekmiştir. Ayrıca bu tedbirler sayesinde, 2016 yılının sonlarından itibaren ekonomi tekrar büyüme sürecine girmiş ve bu süreç 2017 yılı boyunca aksamadan sürmüştür. Tüm bu gelişmeler doğrultusunda 2017 yılında yıllık büyüme hızı %7,4 olmuştur (TCMB, 2018a:11; TOBB, 2018:23).

2017 yılında gerçekleşen hızlı büyüme ve kredi genişlemesinin ekonomik kırılganlıkları artırması, dış borç ve enflasyonun yükselmesi 2018 yılı için risk unsuru olmuştur. Türkiye ekonomisi, 2018 yılına hızlı başlayarak ilk çeyrekte yüzde 7,3 büyümüştür. Fakat küresel sermayenin gelişmekte olan ülkelere çıkmaya başlamasının yanı sıra Türkiye özelinde yaşanan bazı siyasi belirsizlikler ekonomiyi önemli ölçüde finansal şokla karşı karşıya bırakmıştır. Bu şokun etkisiyle, reel ekonomi küçülmeye başlamıştır (TÜSİAD, 2019:9). Böylece, 2018 yılı büyüme hızı önceki yıla kıyasla yavaşlamış ve %2,8 olarak gerçekleşmiştir. Büyümeyi yurt içi talepteki düşüş kısıtlarken, net ihracat itici gücü oluşturmuştur. 2019 yılında uygulanan ekonomik politikalar ve alınan tedbirler sonucunda yılın ilk çeyreğinden itibaren ekonomi toparlanmaya başlamıştır. 2019 yılının ilk yarısında toparlanma yurt içi talep ve net ihracat sayesinde olmuştur. Ülke içi talebin artmasında kamu sektörünün destek verici tavrı, dayanıklı tüketim mallarına ilişkin vergi indirimleri, 2019 yılı ilk çeyreğinde yaşanan kredi büyümesi ve tüketim harcamaları önemli rol oynamıştır. Risk priminin yüksek olması ve finansal koşullardaki darlığında etkisi ile yatırım harcamaları zayıf devam etmiştir (TCMB, 2020a:21). 2019 yılı ilk yarısında, büyümeye net ihracat açık bir şekilde katkı sağlarken, üçüncü ve dördüncü çeyreklerde ithalattaki artışın yıllık büyümede azaltıcı katkısı olmuş ve büyümenin itici gücü finansal koşullarda yaşanan iyileşme ve kredilerdeki artışın katkısı ile yurt içi artan talep olmuştur (TCMB, 2020b:29).

2018'in ikinci yarısında spekülasyon kur ataklarıyla görülmeye başlayan ekonomideki durgunluk 2019 yılının ilk altı ayı boyunca da devam etmiş, aynı yılın ikinci altı ayında ise döviz kurundaki oynaklığın azalması ve enflasyondaki düşüş sonucunda faiz oranları indirilmeye ve toparlanma süreci netleşmeye başlamıştır. Türkiye ekonomisi tüm bu gelişmeler doğrultusunda 2019 yılında % 0,9 oranında büyüme gerçekleştirmiştir (www.sbb.gov.tr erişim tarihi: 13.02.2021).

Ekonomik hayatta yaşanan seyir 2020 yılı Ocak-Şubat süresince de devam etmiştir. 2020 yılı Mart ayının ikinci yarısıyla beraber Türkiye'de görülmeye başlayan koronavirüs salgınıyla bağlantılı olarak yaşanan olaylar iktisadi yaşamı turizm, dış ticaret ve iç talep yollarıyla sınırlamaya başlamıştır. Salgının ekonomik faaliyetlere etkisi Mart ayı içerisinde yavaş yavaş kendini gösterirken artan önlemlerle birlikte Nisan ayı içerisinde netleşmiş ve bütün sektörlerin hepsine yansımıştır. Ekonomik

hayatta kademeli normalleşme adımlarının atılmasıyla beraber Mayıs ayı içerisinde toparlanma görülmeye başlanmış; alınan parasal ve mali önlemler, ekonominin üretim potansiyeline destek olarak ekonomik yaşamın normalleşmesine katkı sağlamıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde ekonomik yaşamdaki normale dönme süreci ve parasal genişlemeyle birlikte artan kredi ivmesinin desteği sayesinde iç talepten kaynaklı olarak V tipi net bir toparlanma sergilemiş ve koronavirüs salgını öncesindeki düzeyine yeniden kavuşmuştur. Bu dönemde yaşanan toparlanma geniş bir yelpazede sektörel yayılım kaydetmiş, fakat salgın sonucunda olumsuz etkilenen hizmet sektörlerinde yaşanan iyileşme daha sınırlı olmuştur. Yılın son çeyreğinde elde edilen veriler, ekonomik hayattaki yükselişin güçlü kredi ivmesinin birikimli yansımaları ve ihracatta yaşanan pozitif seyirle alakalı olarak hızını azaltarak sürdüğünü göstermektedir. Bütün bu gelişmeler doğrultusunda 2020 ekonomisinde, bir önceki yıla kıyasla artış göstererek, %1,8 oranında büyüme gerçekleşmiştir (TCMB, 2021c:23).



Kaynak: Bu grafik TCMB ve TOBB'un açıkladığı veriler doğrultusunda yazar tarafından derlenerek oluşturulmuştur.

Grafik 3.3. Türkiye Ekonomisinin 2008-2020 Yıllarında Ekonomik Büyüme Hızı

Özetle küresel kriz öncesinde sürekli bir büyüme seyri içerisinde olan ekonomi krizin etkilerinin hissedilmeye başlamasıyla birlikte daralma eğilimi göstermiştir. Özellikle 2009 yılında krizin derin etkilerinin görülmesiyle birlikte önemli ölçüde

küçülmüştür. Krizin etkilerini hafifletmek için uygulanan politikaların desteği ile büyüme performansı Grafik 3.3’de görüldüğü üzere daha sağlıklı bir görünüme kavuşmuştur. Ancak 2018 yılında ekonomide görülen yavaşlamanın etkisiyle ekonomi küçülmüş ve bu küçülme 2019 yılında da devam etmiştir. 2020 yılında kredi büyümesinin ivmelenmesiyle ekonomik faaliyet toparlanmaya başlamış ve bu toparlanma yılın üçüncü çeyreğinde belirginleşmiştir. GSYİH yılın üçüncü çeyreğinde yıllık bazda %6,7 çeyreklik bazda ise %15,6 oranında artış göstererek salgın öncesindeki seviyesini de aşmıştır (TCMB, 2021b:19). İlerleyen dönemlerde ekonomideki toparlanmanın devam edeceği öngörülmektedir.

3.5.4. Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkisi

Küresel krizin, 2008 yılının dördüncü çeyreğinde derinleşmeye başlamasıyla birlikte dış ticarete yönelik kırımlar görülmeye başlanmıştır. 2001 yılından sonra istikrarlı bir artış eğilimi gösteren toplam mal ihracatı ve ithalatında 2008 yılının dördüncü çeyreğinde sert bir yavaşlama görülmüştür. Küresel krizle birlikte belirsizliklerin artması tüketicilerin harcama kararları üzerinde etkili olmuştur. Sonuçta, iç ve dış talep daralmış ve dış ticaret hacmi düşmüştür (TCMB, 2009b:39). 2008 yılı cari işlemler açığı bir önceki yıla kıyasla %8,9 artışla 38,219 milyon dolardan, 41,623 milyon dolara çıkmıştır. Küresel krizin kendini belirgin bir şekilde göstermeye başladığı 2008’in Ekim ayına kadar ihracatta yaşanan olumlu gelişme ve turizm gelirlerindeki düzelme dahi cari işlemler açığının finansmanında yetersiz olmuştur (TOBB, 2009:136). 2008 yılı cari açığın en önemli finansman kaynağı uzun vadeli sermaye girişleri olmuş ve bu girişlerin büyük bir kısmını özel sektörün yurt dışından sağladığı krediler oluşturmuştur (TCMB, 2009c:17).

Küresel krizin etkisiyle 2009 yılında mal ve hizmet ihracat ve ithalatı büyük oranda azalmıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda milli gelirde görülen küçülme ve emtia fiyatlarında yaşanan düşüşler sonucu 2009 yılı cari işlemler açığı, önceki yıla kıyasla %67 azalış sergileyerek 13,853 milyon dolara düşmüştür. Cari açığın azalmasında, dış ticaret açığındaki daralma önemli rol oynamıştır. Küresel krizin etkisiyle, Türkiye’nin önemli ticaret ortağı konumunda bulunan AB ülke ekonomilerinin büyüme kompozisyonunda ortaya çıkan hasar ve eksik talep koşulları Türkiye ekonomisi cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz etkileri olmuştur. Bunun sonucunda, ithalat

talebindeki düşüş ihracat talebinden daha fazla olmuş ve dış ticaret açığının azalmasına yol açmıştır (TOBB, 2010:106).

2010 yılında küresel ekonomide gözlenen göreceli toparlanmayla beraber iç ve dış talepte artış eğilimi gözlenmiştir. Fakat talepte ortaya çıkan artışın büyük çoğunluğu iç talepte görülmüş ve Türkiye'nin ihracatında en fazla pazar ortağı olan Avrupa ekonomilerinde borç krizi nedeniyle düşük büyüme, ihracat rakamlarının ithalat rakamlarından düşük olmasına neden olmuştur. Türkiye'de üretimin geniş ölçüde ithalata bağlı olması nedeniyle ekonomik büyümeye paralel olarak ithalatta artış yaşanmış ve 2009 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren artan cari açık artışı 2010 yılı son çeyreğinde de devam etmiştir. Bu gelişmelerin yanı sıra milli gelirden ve emtia fiyatlarında görülen artışın da katkısıyla 2010 yılı cari açığı bir önceki yıla kıyasla %247,1 gibi yüksek bir oranda artış göstererek 48,561 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir (TOBB, 2011:115). Ekonomik büyümenin talep kompozisyonundaki ayrışmanın belirgin olması, dış ticaret açığını artırmasıyla cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz bir etki oluşturmuştur. 2008 yılının Haziran ayında cari işlemler açığı milli gelirin %6,3'ü olarak gerçekleşmiş, 2009 yılının sonunda küresel kriz ve ekonomik küçülmenin etkisiyle birlikte milli gelirin %2,3'üne kadar düşüş göstermiştir (TCMB, 2010d:13). 2010 yılının sonunda cari işlemler açığının milli gelire oranı %6,6 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2011c:11).

Küresel krizden sonra toparlanmaya başlayan Türkiye ekonomisi canlı bir seyir izlemiştir. Ancak, ekonominin toparlanma sürecinde iç ve dış talep arasında farklılıklar görülmüştür. Bu kapsamda, 2011'de iç talepte yaşanan kuvvetli toparlanmaya paralel olarak ithalatta hızlı bir artış gözlenmiştir. Buna karşın dış talebe bağlı olan ihracatta daha ılımlı bir toparlanma görülmüştür. 2011 yılının ikinci yarısında iç ve dış talebi dengelemek için yürütülen politika önlemlerinin etkisi ile ithalatta gerçekleşen belirli bir yavaşlamaya karşı dış ticaret açığında artış sürmüştür (TCMB, 2012a:39). 2011 yılında cari işlemler açığı, 2010 yılındaki yüksek artış hızı gerilemekle birlikte devam etmiştir. Ayrıca dış ticaret dengesinde görülen bozulma cari açık artışını desteklemeyi sürdürmüştür. 2011 yılında cari işlemler dengesi 77,2 milyar dolar açık vermiştir (TOBB, 2012:361).

2011 yılında cari açığın artmasıyla birlikte, TCMB aynı yılın dördüncü çeyreği itibariyle cari dengede ortaya çıkan bozulmayı kontrol altında tutmak için kredi hacminde yaşanan artışı azaltmak ve döviz kurunu dengelemek amacıyla uygulamalar yürütmüştür. Bunun sonucunda döviz kuru yükselirken ekonomide yavaşlama ve iç talepte gerileme görülmeye başlamış ve bu doğrultuda dış ticaret açığı ve cari işlemler açığı olumlu seyir izlemeye başlamıştır. Ekonomik etkinliklerdeki azalmayla birlikte ithalat talebinin azalması, cari açığın aşağı yönlü eğilimin sürdürmesine destek vermiştir. Ekonominin beklenenden daha çok yavaşlaması buna bağlı olarak da hammadde ve ara malı ithalatının azalması cari açıkta daralmaya neden olmuştur. 2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren cari işlemler dengesinde görülen iyileşme 2012 yılında da sürmüştür. 2012 yılında cari işlemler hesabı, 2011 yılına kıyasla %36,7 oranında azalarak 48,867 milyon dolar açık vermiştir. 2012 yılında cari işlemler açığında yaşanan bu olumlu eğilime yine önemli oranda dış ticaret açığındaki azalmanın yanı sıra hizmetler dengesinden kaynaklanan net gelirin artması ve gelir dengesinden kaynaklanan net giderlerin azalması katkı sağlamıştır (TOBB, 2013:164).

2013 yılında ihracatta gerçekleşen küçülmeyle ekonomik aktivitelerde yaşanan canlanma ve iç talepteki artışla birlikte tarihsel ortalamaların üzerinde gerçekleşen altın ithalatının etkisiyle toplam ithalatla yaşanan artışın cari açık üzerinde negatif etkisi olmuştur. Cari işlemler dengesinde 2012 yılında yaşanan iyileşme 2013 yılında yeniden bozulmuş, 2012 yılına göre %33,9 oranında artışla 64,940 milyon dolar cari açık verilmiştir (TOBB, 2014:143).

2011 yılı içerisinde başlayan iç ve dış talep dengelenmesi çalışmaları sayesinde cari işlemler dengesi üzerinde önemli iyileşme yaşanmaya başlamıştır. 2013 yılında cari açığın artmasında net altın ithalatındaki artış etkili olsa da altın hariç cari açıkta aşamalı bir şekilde iyileşme seyri sürmüştür. 2014 yılında, hem net altın ithalatının tarihsel ortalamalarına yakınsaması hem de nihai yurt içi talebin artış hızında yaşanan yavaşlama altın dâhil ve altın hariç cari açıkta yaşanan düzelme yöneliminin devam etmesinde ana rol oynamıştır (TCMB, 2015a:34). Ayrıca, dış ticaret açığında küçülme, net hizmet gelirlerinde artış ve birincil gelir açığında gerileme de 2014 yılı cari işlemler dengesi üzerinde etkili olmuştur. Bu açıklamalar çerçevesinde 2014 yılı cari açığında dalgalı bir seyir yaşanmasının yanı sıra, 2013 yılına kıyasla önemli bir iyileşme

kaydetmiştir. 2014 yılı cari işlemler açığı, önceki yıla kıyasla %29,1 oranında azalarak 45,846 milyon dolar açık vermiştir (TOBB, 2015:142).

2014 yılından itibaren cari işlemler dengesinde ortaya çıkan düzelme eğilimi, 2015 yılı içerisinde de aşamalı bir şekilde sürmüştür. Küresel ekonomik faaliyetlerdeki yetersiz seyir ve jeopolitik gelişmelerde yaşanan olumsuzluk ihracattaki büyümeyi sınırlandırmasının yanı sıra yurt içi talepte görülen ılımlı havanın ithalatı artırması yılın ilk yarısında bu eğilimi olumsuz etkilemiştir. Fakat yılın ikinci yarısında, hem önemli ticaret ortağı olan AB ekonomilerinin taleplerinde görülen göreceli artışın ihracata destek olması hem de ithalatın gerileme eğilimi göstermeye başlaması yeniden dengelenme sürecine katkı sağlamıştır. Sonuç olarak cari işlemlerde ortaya çıkan iyileşme süresinde daha belirginleşmiştir. Enerji fiyatlarında yaşanan düşüş, dış ticaret hadlerinde yaşanan pozitif gelişmeler ve tüketici kredilerinde görülen azalış da bu sürece destek olan önemli gelişmelerdir (TCMB, 2016a:35). Tüm bu açıklamalar çerçevesinde 2015 yılı cari işlemler açığı bir önceki yıla kıyasla yüzde 26,1 azalış göstererek 32,192 milyon dolar açık vermiştir. 2015 yılı cari açığı son altı yılın en düşük seviyesini görmüştür (TOBB, 2016:148).

2016 yılının ilk üç çeyreğinde cari işlemler dengesindeki iyileşme eğilimi sürmüştür. Bu iyileşmeye enerji fiyatlarındaki düşüş olumlu katkı sağlarken, jeopolitik çevrede yaşanan gelişmelerin etkisi ile ihracatın azalması ve turizm gelirlerinin de düşüşe yol açması olumsuz katkı sağlamıştır. Diğer taraftan, AB ekonomilerinde talep koşullarının ılımlı olması ve yurt içi talep koşullarının zayıf seyri sayesinde ithalatın azalması cari dengenin bozulma eğilimini kısıtlamıştır. Dış ticaret hadlerinde gözlenen pozitif gelişmeler ve tüketici kredilerinin ölçülü devam etmesi bu süreci destekleyen önemli gelişmelerdir (TCMB, 2017a:38). 2016 yılı cari açığı, önceki yıla kıyasla %1,5 artış göstererek 32,602 milyon dolar açık vermiştir (TOBB, 2017:150).

2016 yılının ikinci çeyreğinden sonra cari işlemler açığında görülen yükselişin ana belirleyicisi olarak altın ithalatı rol oynamıştır. Altın hariç cari işlemler dengesinde 2011 yılı sonu itibariyle görülen düzelme yönelimi 2017 yılı üçüncü çeyreğine kadar sürmüştür. Sektör bazında ele alındığında ise, motorlu taşıtlar ve demir-çelik piyasasının güdümünde altın hariç ihracatta görülen kuvvetli bir artış meyili cari açıktaki iyileşme sürecine büyük bir katkı sağlamıştır. Avrupa Birliği ekonomilerinde

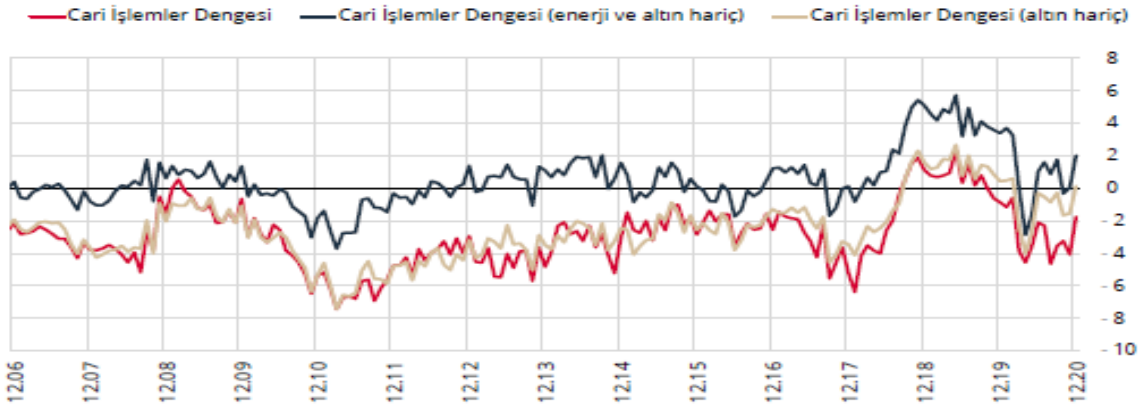
görülen olumlu talep koşulları bahsedilen sektörlerdeki güçlü ihracat artışına destek olmuştur. Ayrıca altın hariç cari dengeye, turizm gelirlerindeki güçlü toparlanma olumlu katkı sağlarken enerji fiyatlarındaki yükseliş ise olumsuz katkı sağlamıştır. Bunun yanı sıra dış ticaret hadlerinde yaşanan düşüşün de cari dengeye olumsuz bir katkısı olmuştur (TCMB, 2018b:21). 2017 yılındaki cari açık, 2016 yılına kıyasla %42,1 artarak 47,100 milyon dolar olmuştur (TOBB, 2018:130).

2018 yılı cari işlemler dengesinde, 2017 yılına kıyasla önemli seviyede iyileşme görülmüştür. Cari açığın azalmasında, dış ticarete yılın ikinci yarısından itibaren başlayan dengeleme sürecinin önemli bir etkisi olmuştur. Bunun yanı sıra cari açığın azalmasında, altın ithalatının tarihsel ortalama değerlerine dönmesi, turizm gelirlerindeki artış eğiliminin devam etmesi ve taşımacılık gelirleri katkı sağlamıştır. Ayrıca, 2018 yılı genelinde reel efektif döviz kurunda yaşanan düşüş 2017 yılına göre ortalama %14,4 oranında gerçekleşmiş, iç talebin zayıflaması ve kredilerin yanı sıra döviz kurunda gerçekleşen değer düşüşü de ithalattaki düşüşe destek olarak cari açıktaki dengelemeye önemli bir katkısı olmuştur. Ancak, 2018 yılının son zamanlarında petrol fiyatlarındaki düşüşe karşın, yılın geneli itibarıyla enerji fiyatlarında 2017 yılına göre gerçekleşen artış cari dengeyi olumsuz etkilemiştir (TCMB, 2019:21-22). Tüm bu gelişmeler doğrultusunda 2018 yılı cari açığı, 2017 yılına kıyasla azalarak 27,6 milyar dolara gerilemiştir (TÜSİAD, 2019:16).

2019 yılında da cari işlemler dengesindeki iyileşme eğilimi devam etmiştir. Bir önceki yılın ikinci yarısından itibaren başlayan dengeleme çalışmalarıyla birlikte cari dengede yaşanan hızlı gerileme eğilimi 2019 yılının genelinde de sürmüştür. 2002 yılından beri yıllıklandırılmış cari denge, ilk defa 2019 yılı Haziran ayında fazla vermiştir. Ekim ayı itibarıyla pozitif bölgede kalmaya devam etmiştir. Cari dengede görülen bu olumlu gelişme, dış finansmana duyulan gereksinimi azaltmıştır. Ayrıca reel kesimin dış borç azaltma sürecini hızlandırmıştır. Türkiye'nin geniş yelpazede pazar paydaşı konumunda olan AB ülkelerinde iktisadi faaliyetlerdeki zayıflama ve çeşitli kota uygulamalarından dolayı ihracat artış hızında yavaşlama görülmüştür. Ancak, artan rekabet gücü, firmaların ihracata yönelimiyle mal ve piyasa çeşitliliği değişkenliği ihracatta meydana gelen kayıplarının büyük ölçüde karşılanmasına olanak vermiş ve ihracat artış hızındaki yavaşlamayı sınırlamıştır (TCMB, 2020a:21). 2019 yılında, 1,67

milyar dolar cari fazla gerçekleşmiştir (www.ziraatbank.com.tr erişim tarihi: 03.03.2021).

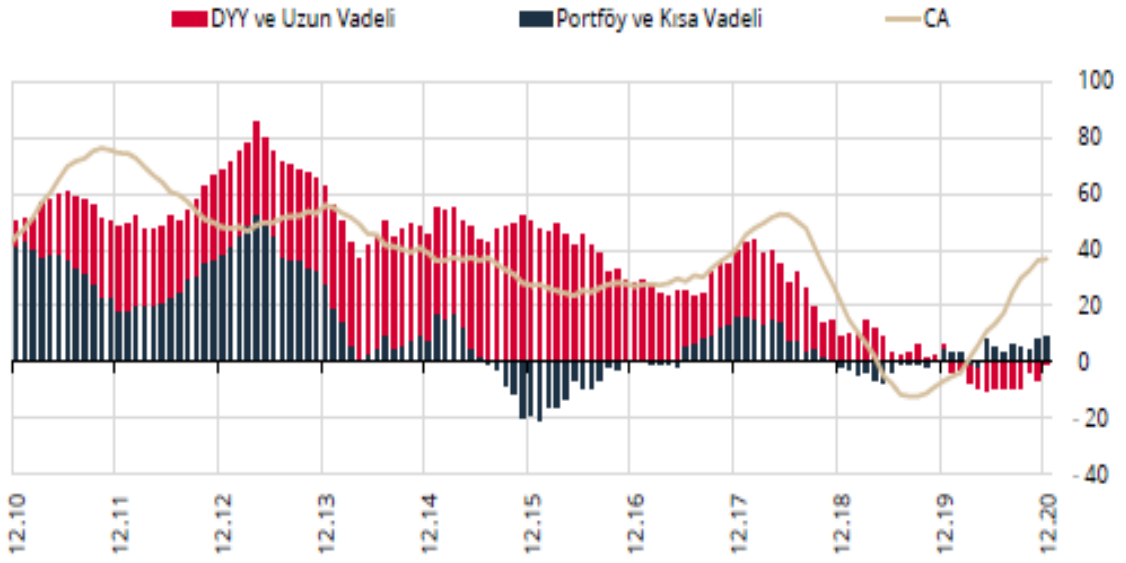
2020 yılının Aralık içerisinde bir önceki yılın aynı ayına göre cari açıkta kıyas yapıldığında 3,2 milyar dolar açık vermiştir. Böylece, 2019 yılında fazla veren cari denge, 2020 yılında 36,7 milyar dolar açık vermiştir. Cari dengenin açık vermesinde, 25,2 milyar dolara varan altın ithalatı ve salgına bağlı olarak zayıf seyreden turizm gelirleri önemli rol oynamıştır (İşbank, 2021:1).



Kaynak: TCMB, 2021a:42.

Grafik 3.4. Cari İşlemler Dengesi (Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyar ABD Doları)

Grafik 3.4'te cari açığın, uygulanan yeni para politikası stratejileri sonucunda kontrol altına alındığı ve 2010 yılından itibaren iyileşme eğilimi gösterdiği görülmektedir. Ayrıca, Türkiye ekonomisi yakın tarihinde cari açığı ilk defa kriz görmeden kontrol altına almıştır. Cari açıkla ilgili ana endişe kaynaklarından biri cari açığın finansmanının büyük ölçüde kısa vadeli sermaye akımlarıyla sağlanıyor olmasıdır (Manzak ,2016:252).



Kaynak: TCMB, 2021a:49.

Grafik 3.5. Cari Açığın Finansmanı (12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)

Grafik 3.5'e göre cari açığın 2010 yılında tamamına yakını kısa vadeli sermaye girişleri ve portföy hareketleri ile sağlanmıştır. 2011 yılından itibaren çok büyük bir kesimi uzun vadeli borçlanma ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıyla finanse edilmiştir. Cari açık, kredi büyüme hızındaki yavaşlama seyriyle birlikte ele alındığında TCMB tarafından uygulanan politikaların makro finansal istikrar açısından etkili olduğunu söylemek mümkündür.

SONUÇ

Ekonomiler tam istihdamın sağlanması, fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi, ekonomik büyümenin dengeli ve sürekli bir şekilde sürdürülmesi, ödemeler dengesinin açık vermemesi gibi hedeflere ulaşmak için ekonominin içinde bulunduğu şartlara göre birbirinden farklı politikalar takip ederler. Bu çerçevede takip edilen politikalardan biri de para politikasıdır. Para politikasının uygulanmasında ve takip edilmesinde merkez bankaları sorumludur. Merkez bankaları para politikası ile piyasada bulunan likiditenin tabanını ekonomik koşullara göre daraltıp genişletebilmektedir. Bunun yanı sıra merkez bankalarının en önemli amacı fiyat istikrarını sağlamaktır ve fiyat istikrarı gerçekleştiği sürece finansal istikrarın da gerçekleşeceği varsayılmaktadır. Ancak yakın dönemde yaşanan 2008 küresel kriziyle birlikte bu varsayım geçerliliğini yitirmiştir. Bu bağlamda 2008 küresel kriziyle birlikte merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrarı da gerçekleştirmek olmuştur. Özetle, küresel krizle birlikte merkez bankacılığı anlayışında değişimler de yaşanmıştır.

2008 yılında gerçekleşen küresel kriz gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde tahribata yol açmıştır. Küresel kriz gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomileri farklı biçimlerde etkilemiş ve gelişmiş ülkeler üzerinde derin etkiler oluşturmuştur. Gelişmiş ülkelerde yaşanan gelişmeler, gelişmekte olan ülke ekonomilerini de etkilemiştir. Gelişmiş ekonomilerin uyguladığı parasal genişleme politikaları sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye ve küresel finans sistemin yapısında devam eden kırılganlıklar, sermaye hareketlerinde önemli ölçüde oynaklıklara yol açmıştır. Bu da finansal istikrar için tehlikelere neden olmuştur. Bu durum karşısında birçok merkez bankası bozulan istikrarı yeniden sağlamak için olağan dönemlerde kullandıkları para politikalarının dışına çıkıp yeni para politikası araçları tasarlayarak kullanmaya başlamıştır. Oluşturulan yeni para politika araçları literatürde geleneksel olmayan para politikası araçları olarak tanımlanmaktadır.

Kriz öncesi dönemde para otoritelerinin esas hedefi fiyat istikrarını gerçekleştirmektir. Küresel kriz, fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığını ortaya çıkarmıştır. Böylece merkez bankalarının en temel hedefi fiyat istikrarının yanında

finansal istikrarı da gerçekleştirmek olmuştur. Merkez bankaları oluşturdıkları yeni para politikasının çerçevesini bu amaç doğrultusunda belirlemişlerdir.

TCMB küresel krize karşı seri bir şekilde müdahalede bulunmuş ve yeni para politikası araçları tasarlamıştır. Öncelik olarak finansal risklerin artış gösterdiği dönemde seri bir şekilde ve yüksek oranlarda politika faizini düşürmüştür. Böylece ülkeye girecek olan kısa vadeli yabancı sermayeye karşı tedbirler alınmıştır. Diğer yandan yeni para politika araçlarını finansal istikrarı da sağlayacak biçimde geliştirmiştir. TCMB'nin yeni politika araçları olarak zorunlu karşılıklar oranı, ROM, faiz koridoru, likidite yönetimi ve istisnai gün uygulaması araçlarını birbirini tamamlayıcı şekilde kullanmıştır. TCMB tarafından özgün olarak geliştirilen ROM diğer ülkeler için örnek teşkil etmektedir.

TCMB, küresel kriz sonrası süreçte uygulamaya koyduğu yeni para politikası araçları ile fiyat istikrarını gerçekleştirmeyi amaçlamıştır. Türkiye ekonomisi gerek enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde gerekse 2010 yılı sonrasında uygulamaya koyduğu yeni para politikası doğrultusunda ve maliye politikasının da etkisiyle enflasyon oranını tek haneli rakamlara düşürebilmiştir. Ancak enflasyon oranının hâlâ hedeflerin üzerinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu doğrultuda hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak için diğer bir ifadeyle fiyat istikrarını gerçekleştirmek için henüz uzun bir mesafenin var olduğunu söylemek mümkündür.

2010 yılı sonundan itibaren uygulanmaya başlanan yeni para politikası araçları ile ulaşılmak istenen amaçlardan biri de finansal riskleri sınırlamak için kredilerin makul bir seviyede büyümesini gerçekleştirmektir. Uygulanan bu politikalar sonucu krediler açısından istenen sonuçların büyük ölçüde elde edildiği görülmektedir. Başka bir deyişle oluşturulan yeni politikalar sayesinde kredi büyümesi büyük ölçüde kontrol altına alınmıştır.

Küresel krizle birlikte birçok ekonomide olduğu gibi Türkiye ekonomisinin de büyüme yapısında bozulmalar ortaya çıkmıştır. TCMB tarafından uygulanmaya başlanan yeni politika çerçevesinde ekonomik büyümenin yeniden tesis edilmesi amaçlanmıştır. 2010-2020 dönemi Türkiye'nin ekonomik büyümesi incelendiğinde büyüme performansında olumlu gelişmeler görülmektedir. Büyüme oranlarında dönem

dönem düşüşler olsa bile ekonomi sürekli büyüme kaydetmiştir. Uygulanan yeni politikaların ekonomik büyüme üzerinde başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

TCMB yeni politika çerçevesinde amaçlarından biri de ithalat ve ihracat ayrışmasına bağlı olarak gerçekleşen cari açığın iyileşmesini sağlamaktır. TCMB, 2010 yılı sonlarından itibaren uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçları ile hem cari işlemler dengesini hem de cari açığın finansmanını kontrol altına almaya çalışmıştır. 2010-2020 döneminde cari işlemler açığı ve finansmanı incelendiğinde cari açık ve finansmanında iyileşmeler olduğu görülmektedir. Türkiye ekonomisi yakın geçmişinde ilk defa kriz görmeden cari işlemler açığını kontrol altına almıştır. TCMB'nin yeni politika araçları sayesinde cari açık üzerinde başarılı sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Ancak, Türkiye ekonomisi ithalata bağlı olduğu için cari açık her zaman önemli bir problem olarak karşımızda durmaktadır. Türkiye'nin cari açık sorunu çözülebilmesi için ithalata olan bağılılığı azaltılmalıdır.

Çalışma kapsamında Türkiye'de uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarının makroekonomik etkileri gözleme dayalı olarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda, TCMB tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarının kredi büyüme oranlarının makul seviyelerde olmasında, cari açığın daha fazla büyümesinin engellenmesinde ve ekonomik büyümenin sürdürülmesinde önemli bir başarı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak fiyat istikrarının sağlanmasında yetersiz olduğu görülmüştür. Ayrıca, TCMB tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla bazı dönemlerde başarılı sonuçlar alındığı görülsse bile finansal istikrar ve fiyat istikrarı için istenilen sonuçların henüz elde edilemediğini vurgulamak gerekir. Çalışmada 2008 küresel krizi sonrası TCMB tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçları ile elde edilen sonuçlar gösterilmeye çalışılmıştır. Bu çalışmanın sürekli değişim gösteren ekonomik koşullarda para politikasının etkinliğinin incelenmesi noktasında yapılacak yeni çalışmalar için bir yol haritası oluşturması temenni edilmektedir.

KAYNAKÇA

- Alantar, D. (2008). “Küresel Finansal Kriz: Nedenler ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, *Maliye Finans Yazıları*, (81), ss. 1-10.
- Alper, K. ve Tiriyaki S. T. (2011). *Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri*, TCMB Ekonomi Notları, 11/08 ss. 1-10.
- Alper, K., Kara, H., ve Yörükoğlu, M. (2012). *Rezerv Opsiyon Mekanizması*. TCMB Ekonomi Notları, No:12/28.
- Anbar, A. (2009). “Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(27) , ss. 99-125.
- Akçay, M. A., (1997), *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*, (Uzmanlık Tezi), DPT, Ankara.
- Akçay, B. (2012). 21. Yüzyılın İlk Finansal Krizi, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Akdiş, M. (2006). Para Teorisi ve Politikası, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Akgüç, Ö. (2009). “Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , (42), ss. 6-11.
- Akkan, N. A. (2003). “Finansal Krizlerin Anatomisi”, *Öneri Dergisi*, 5 (19) , ss. 155-168
- Aktan, C. (2010). “Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(1), ss. 168-182.
- Akyazı, H. ve Ekinci, A. (2009). “Türkiye’de 2000 Sonrası Uygulanan Para Politikası Stratejilerinin Makroekonomik Performanslarının Değerlendirilmesi”, *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 23(1), ss. 345- 362.
- Apak, S. ve Aytaç, A. (2009). Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Arabacı, H. (2017). “Küresel Kriz Sonrası Türkiye’de Uygulanan Ekonomi Politikaları”, *Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi*, 6 (4), ss. 1-10.

- Arıcan, E. ve Okay, G. (2014). “Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği”, *Journal of Economic Policy Researches*, 1(1), ss. 1-50.
- Aslan, M. H. (2009). Para Teorisi ve Politikası, Alfa Aktüel, Bursa.
- Atgür, M. ve Altay, N. O. (2018). “Yeni Para Politikası Arayışları Bağlamında Parasal Aktarım Mekanizması Faiz Kanalının İşleyişi: Türkiye ve Endonezya Ülke Örnekleri”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 14(3), ss. 601-624.
- Atılğan, M. H. (2016). “Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar”, *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), ss. 249-268.
- Balmumcu, Ö. ve Süslü, B. (2017). “Para Politikası Açısından Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Deneyimleri”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 54(626), ss.9-32.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). *Finansal İstikrar ve Para Politikası*, TCMB Çalışma Tebliği, No: 11/08, ss. 1-18.
- Bilir, B. (2006). *Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı Para ve Banka Programı, İzmir.
- Bocutoğlu, E. ve Ekinci, A. (2009). “Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası”, *Maliye Dergisi*, (156), ss. 66-82.
- Büyükakın, T. ve Erarslan, C. (2004). “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (2), ss.18-37.
- Cambazoğlu, B. ve Karaalp, H. (2012). “Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği”, *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2), ss. 53-66.
- Cengiz, V. (2009). “Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular” *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (33), ss. 225-247.

- Ceylan, E. (2010). *Para Politikası Amaçları, Araçları, Türkiye’de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası Uygulamaları ve 2000 Yılı Sonrası Türk Dış Ticaretindeki Gelişmeler*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, İktisat Ana Bilim Dalı Uluslararası Ticaret ve Para Yönetimi Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Coşkun, N. (2001). “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Bankacılık Krizleri” *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, (2), ss. 39-50.
- Çelik, M. (2008). *Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Örneği*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, İstanbul.
- Çiçek, M. (2011). “Paranın Miktar Teorisi Ve Türkiye’de Geçerliliği”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(3), ss. 87-115.
- Delice, G. (2003). “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (20), ss. 57-81.
- Demir, F., Karabıyık, A., Ermişoğlu, E. ve Küçük, A. (2008). ABD ve Mortgage Krizi, BDDK, Çalışma Tebliği, Ankara.
- Demir, Ü. (2014). *Türkiye’de Uygulanan Faiz Politikalarının Borsa 100 Endeksi Üzerindeki Etkileri*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Atatürk Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Erzurum (Türkiye).
- Demirhan, İ. (2007). *Türkiye’de Para Politikası Uygulaması ve Enflasyon Hedeflemesi*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Demirhan, B. (2014). *Para Politikasının Finansal İstikrara Etkisi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Afyonkarahisar.
- Durmuş, H. (2018). “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi: Örtük Enflasyon ve Açık Enflasyon Dönemleri Üzerine Bir Değerlendirme”, *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (11), ss. 181-201.
- Eğilmez, M. (2016). Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi, Remzi Kitapevi, İstanbul.

- Emirkadı, Ö. (2018). “Türkiye Ekonomisinde Küresel Kriz Sonrası Finansal İstikrarın Yeniden Tesisi ve Makro İhtiyati Politikalar”, *Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 2(3), ss. 170 - 187.
- Engin, M. B. (2011). “Bir Para Politikası Aracı Olarak Enflasyon Hedeflemesi”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, (2), ss. 45-53.
- Erarslan, C. ve Bayraktar, Y. (2012). “Konut Balonlarının Oluşumunda FED’in Rolü ve Küresel Krizden Çıkarılacak Bazı Dersler”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 65(2), ss. 38-59.
- Erdoğan, S. (2005). “Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(1), ss. 34-54.
- Erdönmez, P. A. (2009). “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, *Bankacılık Dergisi*, (68), ss. 85-101.
- Eroğlu, N., Söylemez, A.O. ve Alıç, C. (2016). “Türkiye’de Zorunlu Karşılıklar ve Tüketici Kredileri: Ekonometrik Bir Model Denemesi”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 38(2), ss. 63-86.
- Eroğlu, İ. ve Karanfil, N. (2016). “Türkiye’de Bir Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi: Dünü, Bugünü ve Geleceği”, *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, ss. 492-505.
- Karanfil, N. ve Eroğlu, İ. (2019). “2008 Küresel Kriz Sonrası Uygulanan Para Politikası ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi”, *Politik Ekonomik Kuram*, 3(2), ss. 214-232.
- Göçer, İ. (2011). “Türkiye Ödemeler Bilançosu Dengesinin Sürdürülebilirliği: Sınır Testi Yaklaşımı”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (29), ss. 263- 278.
- Gögebakan, R. (2014). *Finansal Krizlerin Ekonomik Etkileri: Türkiye ve Yunanistan Örneği*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalı, İstanbul (Türkiye).

- Güloğlu, B., ve Altunoğlu, E. (2002). “Finansal Serbestleşme Politikaları ve finansal krizleri: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizler”, *I.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, (27), ss. 107-134.
- Gürel, S. ve Yalçın, E. (2020). “Küresel Kriz Sonrası Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği” *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, 15 (59), ss. 444-460.
- Hatıplı, M. (2011). “Türkiye Ekonomisine Etkileriyle Küresel Finansal Kriz”, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(2), ss. 191-214.
- İçellioğlu, C. (2017). “Finansal İstikrar ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Para Politikası Stratejisi”, *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(20), ss. 20-38.
- İlhan, A. ve Özdemir, M. (2019). “Türkiye’de Yeni Politika Bileşimin Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı Üzerine Etkilerine İlişkin Bir Değerlendirme”, *Business and Economics Research Journal*, (10), pp. 789-806.
- İşbank, (2021). Ödemeler Dengesi Aralık 2020.
- İşık, N. ve Tünel, T. (2011). “Türev Ürünlerin 2008 Finansal Krizindeki Rolü”, *Avrasya Etütleri*, 39 (1), ss. 7-48.
- Kansu, A. (2011). Konut Balonundan Finansal Krize ABD Mortgage Krizi, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Kara, A. H. ve Orak, M. (2008). Enflasyon Hedeflemesi, TCMB, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Kara, H. (2012). *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*, TCMB Çalışma Tebliği, No:12/17, TCMB Yayını, Ankara.
- Karaçor, Z. ve Alptekin, V. (2006). “Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Edilmesi Yoluyla Değerlendirilmesi Türkiye Örneği”, *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2), ss. 237-256.
- Karaş, Z. (2017). “2008 Küresel Krizi Sırasında Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları”, *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(48), ss. 630-639.

- Kasapoğlu, Ö. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye için Uygulama*, TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara.
- Kaya, M. (2012). “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Genel Bir Bakış: 2002-2011 Türkiye Deneyimi”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* , (33), ss. 129-138.
- Kaya, Z. ve Tokucu, E. (2014). “Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü”, *International Conference On Eurasian Economies*, ss. 1-11.
- Kaya, R. (2018). *Finansal Krizler Sonrası Uygulanan Ekonomi Politikalarının Makro Ekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi: 2008 Küresel Finansal Krizi ve Türkiye Örneği*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Sakarya Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Sakarya.
- Kaykaç, O. (2013). *Türkiye’de Ekonomik Krizlerde Para Politikası Uygulamaları*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Bilecik Şeyh Edabali Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Bilecik.
- Keskin, N. (2018). “Küresel Kriz Sonrası Türkiye’de Yeni Para Politikası Yaklaşımının Benimsenmesinde Sermaye Akımlarının Rolü ve Sermaye Kontrollerine İlişkin Bir Değerlendirme”, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 16(31), ss. 161-195.
- Kırcı, H. (2016). “2008 Küresel Krizin Kökeninde Yatan Hatalar ve Dodd-Frank Kanunu Düzenlemeleri”, *Yöneyim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F.*, 23(2), ss. 467-484.
- Kibritçioğlu, A. (2001). “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969- 2001”, *Yeni Türkiye*, (41), ss. 174-183.
- Koçyiğit, A. ve Doğan, Ç. (2006). *Fiyat İstikrarı Sorunsalı Merkez Bankası Eksenli Çözüm Stratejileri*, Nobel Yayın, Ankara.
- Kurum, M. ve Oktar, S. (2019). “Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 41(1) , ss. 223-246.

- Kutlu, H. ve Demirci, N. (2011). “Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (52), ss. 121-136.
- Manzak, G. (2016). *2007-2009 Küresel Finans Krizinin İncelenmesi ve Kriz Sonrası Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Uygulamaları*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon (Türkiye).
- Marshall, D. (1998). “Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure”, *Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago*, pp.13-28.
- Montoro, C. and Moreno, R. (2011). “The Use Of Reserve Requirements As A Policy Instrument In Latin America”, *BIS Quarterly Review*.
- Montoro, C. (2011). *Assessing The Role Of Reserve Requirements Under Financial Frictions, Bank For International Settlements*.
- Oksay, C. (2017). “Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği”, *Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Teknik Araştırmalar Dergisi*, (14), ss. 6-28.
- Onaran, Z. A. (1995). *Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Onur, S. (2005). “Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 1 (1) , ss. 127-152 .
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan S. (2002). *Para politikası*, Avcılar Ofset, İstanbul.
- Öge Güney, P. (2006). “İstikrar Politikaları, Hedefleme Stratejileri ve Türkiye Örneği”, *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(1), ss. 21-44.
- Öner, S. (2018). “2008 Küresel Krizi Sonrası Dönem TCMB Para Politikası Uygulamaları”, *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi (ASEAD)*, 5(12), ss. 409-416.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası, Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), TCMB Ankara.

- Örnek, İ. (2009). “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi”, *Maliye Dergisi*, (156), ss. 104-125.
- Özatay, F. (2009). *Finansal Krizler ve Türkiye*, Doğan Kitap, İstanbul
- Özbilen, Ş. (2016). *Para'nın Kitabı*, Gazi Kitapevi, Ankara.
- Özçuban, A. (2011). *Türkiye’de Finansal Krizler ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması: 1994 Ve 2001 Krizlerinin Karşılaştırılması*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi, Konya.
- Özdemir, K. A. (2009). “Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler”, *Central Bank Review*, ss. 23-48.
- Özkan, A. (2005). “Ekonomik Kriz ve Muhasebe Uygulamaları Bazı Yansımaları”, *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), ss. 165-180.
- Öztürk, S. ve Gövdere, B. (2010). “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(1), ss. 377-397.
- Öztürk, N. (2016). *Para Banka Kredi*, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Quispe- Agnoli, M. (2001). “Monetary Policy Alternatives for Latin America”, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Third Quarter, 1-11.
- Parasız, M. İ. (1996). *Para Politikası*, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa.
- Perera, R. A. A. (2010). “Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies”, *Central Bank of Sri Lanka International Research Conference*, pp. 1-68.
- Polat, M. A. (2018). “Küresel Finans Krizinin Nedenleri” *Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), ss. 177-195.
- Samur, C. (2008). *Finansal Krizler ve Kriz Yönetme Politikaları: 1980 Sonrası Türkiye Örneği*, (Doktora Tezi), Uludağ Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Bursa.
- Sarpkaya, S. S. (2009). *Finansal Krizler ve Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı, Ankara (Türkiye).

- Sevim, C. (2012). *Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği*, (Gözden Geçirilmiş Doktora Tezi), BDDK, Ankara.
- Serdengeçti, S. (2002). “Fiyat İstikrarı Konuşması”, SBF Konferansı, Ankara.
- Serel, A. ve Özkurt, İ. C. (2014). “Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, (22), ss. 56-71.
- Smaghi, L. B. (2009). Conventional and Unconventional Monetary Policy, BIS Review.
- Şeker, H. ve Demirel, B. (2019). “2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme”, *Politik Ekonomik Kuram*, 3(1), ss. 1-18.
- Şentürk, M., Kayhan, S. ve Bayat T. (2016). “Küresel Finans Krizi Sonrasında Merkez Bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası”, *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(3), ss. 147-160.
- Şimşek, T. (2012). *Finansal Krizlerin Öngörüsünde Uluslararası Rezervlerin Kısa Dönem Dış Borçlara Oranının Etkisi*, Çukurova Üniversitesi, Ekonometri Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Adana.
- Tabb, William K. (2008). ABD Kapitalizminin Finansal Krizi, Der. Hakan Tanıttıran, Neoliberalizm ve Kriz, Kalkedon Yayınları, İstanbul.
- Takım, A. (2011). “Türkiye’de Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarına Etkisi: Enflasyon Hedeflemesi Örneği”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), ss. 15–35.
- Talashı, İ. A. (2012). *Türkiye’de bankacılık sistemi zorunlu karşılık yönetimi*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Taner, E. (2008). *Globalleşen Dünyada Merkez Bankalarının Fazla Likidite Yöntemi ve Türkiye Örneği*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), TCMB, Ankara.
- TASAV. (2014). Dünya Ekonomik Görünümü ve Türkiye Ekonomisinin 2013 Değerlendirme Yılı Performansı.
- TCMB. (2008a). 2009 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB. (2009a). 2010 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB. (2009b). Yıllık Rapor 2008.

TCMB. (2009c). Finansal İstikrar Raporu, Mayıs, sayı:8.

TCMB. (2010a). Yıllık Rapor 2009.

TCMB. (2010b). 2011 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB. (2010c). Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010 SAYI:10.

TCMB. (2010d). Finansal İstikrar Raporu – Aralık, sayı:11.

TCMB. (2010e). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu- Aralık, sayı:2010-68.

TCMB. (2011a). 2012 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB. (2011b). Yıllık Rapor 2010.

TCMB. (2011c). Finansal İstikrar Raporu, Mayıs, sayı:12.

TCMB. (2011d). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu-Nisan, sayı:2011-21.

TCMB. (2012a). Yıllık Rapor 2011.

TCMB. (2012b). Finansal İstikrar Raporu Mayıs-2012.

TCMB. (2012c). 2013 Yılı Para ve Kur Politikası.

TCMB. (2012d). TCMB Bülten sayı 26.

TCMB. (2013a). TCMB Bülten sayı 29.

TCMB. (2013b). Finansal İstikrar Raporu, Sayı: 16.

TCMB. (2013c). Yıllık Rapor 2012.

TCMB. (2013d). Parasal Aktarım Mekanizması.

TCMB. (2014a). TCMB Bülten sayı 35.

TCMB. (2014b). Yıllık Rapor 2013.

TCMB. (2015a). Yıllık Rapor 2014.

TCMB. (2015b). Enflasyon Raporu 2015-1.

TCMB. (2015c). TCMB Bülten sayı 40.

TCMB. (2016a). Yıllık Rapor 2015.

TCMB. (2016b). Enflasyon Raporu 2016-1.

- TCMB. (2017a). Yıllık Rapor 2016.
- TCMB. (2017b). Enflasyon Raporu 2017-1.
- TCMB. (2018a). Finansal İstikrar Raporu, sayı 26.
- TCMB. (2018b). Yıllık Faaliyet Raporu 2017.
- TCMB. (2019). Yıllık Faaliyet Raporu, 2018.
- TCMB. (2020a). Yıllık Faaliyet Raporu, 2019.
- TCMB. (2020b). Finansal İstikrar Raporu Mayıs sayı:30.
- TCMB. (2020c). Enflasyon Raporu, IV. (28 Ekim).
- TCMB. (2021a). Temel Ekonomik Gelişmeler, 12 Şubat.
- TCMB. (2021b). Enflasyon Raporu, I. (28 Ocak).
- TCMB. (2021c). Yıllık Faaliyet Raporu 2020.
- TOBB. (2009). Ekonomik Rapor 2008.
- TOBB. (2010). Ekonomik Rapor 2009.
- TOBB. (2011). Ekonomik Rapor 2010.
- TOBB. (2012). Ekonomik Rapor 2011.
- TOBB. (2013). Ekonomik Rapor 2012.
- TOBB. (2014). Ekonomik Rapor 2013.
- TOBB. (2015). Ekonomik Rapor 2014.
- TOBB. (2016). Ekonomik Rapor 2015.
- TOBB. (2017). Ekonomik Rapor 2016.
- TOBB. (2018). Ekonomik Rapor 2017.
- Tufaner, M. B., Uslu, K. ve Sözen, İ. (2016). “Faiz Koridoru Uygulamasının Merkez Bankası Politikalarına Etkisi”, *International Conference On Eurasian Economies, Session 3d: Finans III*.

- Tunalı, H. ve Yalçınkaya, Y. (2016). “Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon İle Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 66(2), ss. 61-112.
- Turgut, A. (2006). “Türleri Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler”, *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, 20(4-5), ss. 35-46.
- TÜSİAD. (2013). Türkiye Ekonomisi 2014.
- TÜSİAD. (2014). 2015 yılına girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi.
- TÜSİAD. (2016). 2016 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi.
- TÜSİAD. (2019). 2019 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi.
- TÜSİAD. (2020). 2020 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi.
- Ural, M. (2003). “Finansal Krizler ve Türkiye”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18 (1), ss. 11-28.
- Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye:2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, ss. 1- 40.
- Uysal, M. (2019). Küresel Kriz Sonrası Değişen Merkez Bankacılığı ve TCMB Para Politikası, www.iktisatvetoplum.com, (109).
- Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Yaman, Ö. (2010). *Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kadir Has Üniversitesi, Finans ve Bankacılık Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Yay, T., Yay, G. G. ve Yılmaz, E. (2001). Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 47, İstanbul.
- Yay, G. G. (2006). “Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi”, *İktisat Dergisi*, (470-471), ss. 3-17.
- Yay, G. G. (2012). Para ve Finans Teori-Politika, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. İstanbul.

- Yazgan, E. (2015). *Para Politikası: Bir Örnek Olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Tepki Fonksiyonunun Tahmini*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Ankara.
- Yiğit, N. (2009). *Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi*, Mesleki Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Yiğitbaş, Ş. B. (2009). “Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme”, *Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 16(1), ss. 207-225.
- Yurdabak, K. ve Oktar, S. (2015). “2008 Küresel Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları” *Akademik Hassasiyetler*, 2 (4), ss. 83-113.
- Yücememiş, B. T, Alkan, U. ve Dağıdır, C. (2015). “Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi”, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(13), ss. 449-478.
- <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+İlgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/> (erişim tarihi 27.11.2020).
- <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/> (erişim tarihi: 15.04.2020)
- <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/10/Yillik-Ekonomik-Rapor-.pdf>. (Erişim tarihi:13.02.2021.)
- <https://www.ziraatbank.com.tr/tr/makroekonomik-analizler/turkiye-ekonomisi/aralik-2020-ayi-cari-islemler-dengesi-yili-yep-tahmininin-uzerinde-bir-fazla-ile-kapattik#:~:text=%C2%B7Cari%20i%C5%9Flemler%20dengesi%2FGSYH%20oran%C4%B1,cari%20a%C3%A7%C4%B1k%20ile%20sonland%C4%B1rma+y%C4%B1%20beklemekteyiz.> (Erişim Tarihi:03.03.2021.)
- http://www.mfa.gov.tr/abd-ekonomisi-ve-_mortgage_-krizi-nereye-gidiyor_.tr.mfa (Erişim Tarihi: 29.03.2020/ 22.30).

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Doviz+Efektif> (Erişim Tarihi: 16.04.2020/ 16:07).

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri> (Erişim Tarihi: 17.04.2020/ 21:34).

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/> (erişim tarihi: 13.03.2020)

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri> (erişim tarihi: 31.01.2021)

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinde/Sikca+Sorulan+Sorular/Para+Politikasi+ve+Enflasyon+Hedeflemesi/#:~:text=Merkez%20bankalar%C4%B1n%C4%B1n%20resmi%20faiz%20oranlar%C4%B1,oranlar%C4%B1%20%C3%BCzerinde%20kontrol%20yetene%C4%9Fi%20vard%C4%B1r.&text=Bu%20nedenle%20bu%20faiz%20oran%C4%B1na,repo%20i%C5%9Flemlerinde%20uygulanan%20faiz%20oran%C4%B1d%C4%B1r> (Erişim Tarihi: 11.08.2021/ 15.00)

<https://www.alnusyatirim.com/aciga-satis-islemleri> (Erişim Tarihi: 11.08.2021/ 14.00)