

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI**

**GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI
ARAÇLARI VE TÜRKİYE**

Hasan TEBER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA / 2018

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI**

**GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI
ARAÇLARI VE TÜRKİYE**

Hasan TEBER

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Mustafa ILDIRAR
Jüri Üyesi: Dr. Öğr. Üyesi Ersin KIRAL
Jüri Üyesi: Dr. Öğr. Üyesi Ali Eren ALPER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA / 2018

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne;

Bu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Ana Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Dr. Öğr. Üyesi Mustafa ILDIRAR
(Danışman)

Üye: Dr. Öğr. Üyesi Ersin KIRAL

Üye: Dr. Öğr. Üyesi Ali Eren ALPER

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.
.../.../2018

Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU
Enstitü Müdürü

NOT: Bu tezde kullanılan ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ETİK BEYANI

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde ve ortaya çıkan sonuçlarda herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim. 18 /07 / 2018

Hasan TEBER

ÖZET

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE TÜRKİYE

Hasan TEBER

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Ana Bilim Dalı
Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Mustafa ILDIRAR
Haziran 2018, 107 sayfa

Kuruldukları günden itibaren büyük bir önem atfedilen Merkez Bankaları, 2008 yılında yaşanan küresel iktisadi kriz ile ayrı bir boyutta gündeme gelmişlerdir. Özellikle Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa’da hızlı bir şekilde gelişen ve derinleşen finansal piyasalardaki işlemler krizin başlıca nedeni olarak gösterilmiştir. Finansal işlemlerin karmaşıklığı, sistematik risklerin engellenememesi ve gerçek boyutunun ortaya konulamaması uygulanan para politikaların etkisiz olmasına neden olmuştur. Bu bağlamda, başta FED olmak üzere gelişmiş ülke Merkez Bankaları geleneksel para politikaları yerine, geleneksel olmayan para politikalarına yönelmeye başlamışlardır. Miktersal genişleme, kredi genişlemesi ve negatif faiz uygulamaları gibi daha önce görülmeyen araçlar uygulanmaya başlamışlardır. Ancak söz konusu araçlar gelişmekte olan ülkeler açısından birtakım problemlerin ortaya çıkmasını tetiklemiştir. Bu yeni süreçte, gelişmekte olan ülkelere yönelik artan sermaye akımı ve volatilité, gelişmekte olan ülkelerinde para politika strateji ve araçlarını değiştirmesine neden olmuştur.

Bu bağlamda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılının sonlarından itibaren, ortaya çıkan makro finansal risklerin etkisini sınırlamak amacıyla, öncelikli hedefi olan fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da kapsayacak şekilde yeni bir para politikası stratejisi uygulamaya başlamıştır. Tek hedef tek amaç yerine, çoklu hedef çoklu amaç prensibi ile hareket eden TCMB kendi bünyesinde faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni araçlar türetilerek söz konusu hedeflerin gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Özellikle, finansal oynaklığa vakitli tepki verebilmek amacıyla uygulanan faiz koridoru uygulaması, piyasa faizlerinin TCMB fonlama faizinden ve ilan edilen resmi faizlerden sapması tercih edilmiştir. Bu çalışmada, Merkez

Bankaları tarafından ilan edilen resmi faizler ile bankaların fiiliyatta maruz kaldıkları fiili faizler arasındaki ilişki zaman serisi yöntemi ile ele alınacaktır. Bu bağlamda, faiz koridorunun üst ve alt koridor faizinin, kredi (bireysel- ticari) ve mevduat faizi üzerinde olası etkileri incelenecektir. Bulgularımıza göre, faiz koridorunun alt ve üst bandının mevduat faizleri üzerinde bir etkisi olduğu ve mevduat fiyatlamasında bir rol üstlendiği gözlenmektedir.

Anahtar kelimeler: 2008 finansal kriz; geleneksel olmayan para politikası araçları; faiz koridoru; Türkiye.



ABSTRACT**UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY TOOLS AND TURKEY****Hasan TEBER****Master Thesis, Department of Economics****Supervisor: Asis. Prof.Dr. Mustafa ILDIRAR****June 2018, 107 pages**

Central Banks that have been of great importance since the day they were founded have come to the fame in a separate with the global economic crisis of 2008. Particularly in United States and Europe, the transactions in the rapidly developing and deeping financial markets have been shown to be the main cause of the crisis. The complexity of financial transaction to inability to prevent systematic risks and the fact that the real dimension cannot be established has caused the applied the monetary policies to be ineffective. In this context, the Central Banks of the developed countries, especially FED, have started to move towards unconventional monetary policies instead of conventional monetary policies. Tools not previosuly seen, such as quantitative easing, credit easing and negative interest, have begun to be implemented. Yet, these tools have triggered some problems in terms of developing countries. In this process, increased capital flows and volatility to developing countries have led to changes in monetary policy strategies and tools in developing countries.

In this context, Central Banks of Turkish Republic has begun to practice a new monetary policy strategy including price stability which is the primary target, as well as financial stability, in order to limit the effect of the resulting macro financial risks since the later 2010. Central Bank of Turkish Repulic moving with the principle of multi-purpose multi-goals aims at achieving the given objectives by deriving new tools such as interest rate coridor and reserve option mechanism in itw own structure. In particular, the application of the interest rate coridor to provide timely response to financial volatility will be dealt with time series method by forecasting relationship between market rates of Central Banks of Turkish Republic and actual rates on which banksa are actually exposed. Within this context, the probable effects of the upper and lower interest corridor on credit

(individual-commercial) and deposit rates will be examined. According to findings, it is observed that the lower and upper band of interest corridor has an effect on deposit interest and plays a role in deposit pricing.

Keywords: 2008 financial crisis, unconventional monetary policy tools, interest rate corridor, Turkey



ÖNSÖZ

Öncelikle tez çalışmam süresince hiçbir zaman emeğini ve desteğini benden esirgemeyen tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Mustafa ILDIRAR'a teşekkürlerimi sunarım.

Tüm eğitim ve öğrenim hayatım boyunca benden maddi ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen, hayattaki en değerli varlıklarım olan aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Benim her türlü sıkıntılı anımda yer alan ve destekleyen ve bu süreçte benden yardımlarını esirgemeyen Değerli Vakıfbank Teftiş Kurulu Üyelerine ve çalışma arkadaşlarıma çok teşekkür ederim.

Hasan TEBER
Adana / 2018

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	vi
ÖNSÖZ	viii
KISALTMALAR	xii
TABLolar LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiv

BÖLÜM I

GİRİŞ

1

BÖLÜM II

GELENEKSEL PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

2.1. Para Politikasının Tanımı ve Önemi	3
2.2. Para Politikasının Amaçları	6
2.3. Para Politikasının Teorik Çerçevesi.....	8
2.3.1. Klasik Görüşe Göre Para Politikası	9
2.3.2. Keynesgil Görüşe Göre Para Politikası	9
2.3.3. Monetarist Görüşe Göre Para Politikası	10
2.3.4. Yeni Klasik Görüşe Göre Para Politikası	11
2.3.5. Yeni Keynesyen Görüşe Göre Para Politikası	12
2.3.6. Post Keynesyen Görüşe Göre Para Politikası	12
2.4. Geleneksel Para Politikası Araçları	13
2.4.1. Doğrudan Para Politikası Araçları	14
2.4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	15
2.4.1.2. Reeskont Oranı	18
2.4.1.3. Disponibilite Oranı	19
2.4.2. Doğrudan Para Politikası Araçları	21
2.4.2.1. Faiz Oranı Kontrolleri	21
2.4.2.2. Kredi Tavanı	21
2.4.2.3. Diğer Doğrudan Para Politikası Araçları	22
2.4.2.3.1. Merkez Bankasının Moral Takviyesi ve Doğrudan İşlemi	22
2.4.2.3.2. Tüketici Kredilerinin Kontrolü	23

2.4.2.3.3. Farklılaştırılmış Reeskont Oranı	23
2.4.2.3.4. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü.....	23

BÖLÜM III

PARA POLİTİKASININDA YENİ ARAYIŞLAR

3.1. 2008 Ekonomik Kriz ve Nedenleri	25
3.2. Finansal İstikrar Kavramı	28
3.2.1. Finansal İstikrar Hedefi Sonrası Türkiye.....	31
3.3. Makro İhtiyatı Politikalar.....	34
3.4. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları.....	37
3.4.1. Miktersal Genişleme	39
3.4.2. Kredi Genişlemesi	40
3.4.3. Faiz Taahhüdü Politikası	41
3.4.4. Zorunlu Karşılıklar Politikası	42
3.4.5. Faiz Koridoru.....	45
3.5. Bazı Gelişmiş Ülkelerde Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları.....	47
3.5.1. Amerika Birleşik Devletler Uygulamaları.....	47
3.5.2. Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank) Uygulamaları	49
3.5.3. Japonya Devletinin Uygulamaları	51

BÖLÜM IV

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE TÜRKİYE

4.1. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Türkiye'ye Yansıması.....	53
4.2. Türkiye'de Uygulanan Para Politikası Araçları.....	55
4.2.1. Faiz Koridoru.....	55
4.2.2. Zorunlu Karşılıklar	58
4.2.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması	60
4.2.4. Likidite Yönetimi.....	63
4.2.5. İstisnai Gün Uygulaması.....	64
4.2.6. Kaldıraç Uygulaması	65
4.3. Uygulanan Politika Araçlarının Ülke Ekonomisine Yansıması	66
4.3.1. 1923-1960 Dönemi	67
4.3.2. 1950-1980 Dönemi	68
4.3.3. 1980-1999 Dönemi	69

4.3.4. 1999-2010 Dönemi	70
4.3.5. 2010 ve Sonrası Yeni Para Politikası Yaklaşımı Dönemi	75

BÖLÜM V

FAİZ KORİDORU VE BANKA KREDİ ORANLARI İLİŞKİSİ: AMPİRİK UYGULAMA

5.1. Araştırmanın Yöntemi	77
5.2. Veri Seti	78
5.2.1. Faiz Koridorunun Üst ve Alt Sınırı	78
5.2.2. Kredi (Bireysel ve Ticari) ve Mevduat Faizleri.....	81
5.3. Araştırmada Kullanılan Değişkenler	82
5.4. Araştırma Modelleri.....	86
5.5. Kısıtlılıklar	87
5.6. Veri Analizi.....	87
5.7. Bulgular	88
5.7.1. ADF Birim Kök Sınamaları	88
5.8. Model Tahminleri	90
5.8.1. Model tahmini.....	90
5.8.2. Model tahmini.....	93
5.8.3. Model tahmini.....	94

BÖLÜM VI

SONUÇ

97

KAYNAKÇA.....	100
ÖZGEÇMİŞ	107

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIG	: Amerikan Uluslararası Grup
AOFM	: Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
API	: Açık Piyasa İşlemleri
BoJ	: Japonya Merkez Bankası
CDO	: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüğü
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
FED	: Amerika Merkez Bankası
GSYİH	: Gayri Safıla Yurt İçi Hasıla
MBS	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
IMF	: Uluslararası Para Fonu
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
QE	: Miktersal Genişleme
YP	: Yabancı Para
ZK	: Zorunlu Karşılıklar

TABLOLAR LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. Dolaylı ve Dolaysız Para Politikası Araçları	14
Tablo 2. Açık Piyasa İşlemleri ve Piyasaya Olası Sonuçları	16
Tablo 3. Geleneksel Para Politikası Araçları ve Ülke Uygulamaları	38
Tablo 4. Amerika Birleşik Devletlerinin 2008 Krizinden Sonra Büyüme, İşsizlik ve Enflasyon Verileri.....	49
Tablo 5. 2008 Kriz Öncesi ve Sonrası TCMB Para Politikası Yaklaşımları	54
Tablo 6. TCMB Tarafından Yıllar İçinde Uygulanan Para Politikaları	70
Tablo 7. Araştırmada Kullanılan Değişkenler	82
Tablo 8. Veri Seti	84
Tablo 9. Araştırma Değişkenlerine Ait Betimsel İstatistikler	85
Tablo 10. ADF Birim Kök Sınamaları (Durağanlık Sınamaları).....	88
Tablo 11. Phillips Perron Birim Kök Test Sonuçları	88
Tablo 12. Birinci Model Tahmin İstatistikleri	90
Tablo 13. İkinci Model Tahmin İstatistikleri	93
Tablo 14. Üçüncü Model Tahmin İstatistikleri	94
Tablo 15. Üçüncü Model 2.Tahmin İstatistikleri	96

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1. Politika Faiz Oranı- TCMB Gecelik Borçlanma	32
Şekil 2. Faiz Koridoru	32
Şekil 3. Yurtiçi Kredi Hacmi	33
Şekil 4. TCMB Faiz Koridoru Uygulamasının Operasyonel Yapısı	56
Şekil 5. Döviz Cinsinden Tesis Edilen Zorunlu Karşılıkların Dilim ve Katsayıları*	62
Şekil 6. Türkiye'nin 2002-2005 Yılları Arası Hedef ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları*	71
Şekil 7. Türkiye'nin 2006-2009 Yılları Arası Hedef ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları Kaynak: TCMB	73
Şekil 8. Türkiye'nin 2005-2009 yılları arası GSYİH Büyüme oranları Kaynak: TÜİK	74
Şekil 9. Merkez Bankası Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (06/2014-06/2017 Dönemi Arası)	79
Şekil 10. Faiz Koridorunun Üst ve Alt Sınırı (Haziran 2014- Haziran 2017).....	80
Şekil 11. Değişkenlerin zaman seyir grafikleri	86

BÖLÜM I

GİRİŞ

Para politikaları; ekonomide büyüme, istihdamda artış, fiyat istikrarı ve ödemeler dengesinin sağlanması gibi pek çok konudaki hedeflere ulaşılabilmesi amacıyla paranın maliyetini etkilemek üzerine kurulu politikaların geneline verilen addır (Darıcı, 2012 s.15). Para politikalarının yürütülmesi ülkelerde bu iş için görevlendirilmiş kuruluşlarla gerçekleştirilmektedir. Türkiye’de para politikası stratejisi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından belirlenmektedir. Merkez Bankası, ülkenin para politikasını belirlerken hangi politika araçlarının, hangi yöntemlerin kullanılacağı konusunda da kararlar vermektedir. Verilen bu kararlar hedef strateji çerçevesinde belirlenmektedir. Söz konusu hedef stratejisi belirlenirken ekonominin geçmiş dönem dinamikleri ve mevcut durumu iyi analiz edilmelidir. (Delice, 2015, s.23). Nitekim Merkez Bankası tarafından belirlenmiş sabit bir politikadan ziyade değişen şartlara göre yeni para politikaları kullanımına geçilmesi söz konusudur. Ülkemiz için de bu durum farklı dönemlerde değişen para politikaları kullanımı olarak kendini göstermiştir (Günel, 2012, s.73).

Merkez Bankalarının uygulanan bu politikaların reel piyasada birçok yönden karşılığı bulunmaktadır. Nitekim bu politikalardan en çok etkilenen sektörlerin başında yer alan finans sektörü de lokal politikalarını bu genel politika çerçevesinde yürütmektedir. Bu çalışmada Türkiye’deki finans sektörünün (bankalar) Merkez Bankasınca belirlenen para politikalarından etkilenme durumu ve düzeyi araştırılmaktadır. Çalışmanın ampirik bölümünde dikkate alınan yıllar itibariyle Türkiye’nin 2010 yılından itibaren uygulamaya aldığı yeni para politikasının güncel etkileri sunulmuştur. Ancak daha önceki yıllarda Türkiye’de uygulanan para politikaları ve finansal etkilerine de çalışma kapsamında değinilmiştir.

Türkiye’de 2010 yılından itibaren uygulanmakta olan bahse konu yeni para politikalarının en önemli özelliği fiili ve resmi faiz ayırımına gidilmesi olmuştur. Bu sebeple yapılan bu çalışmada cevabı aranan sorulardan birisi de “Merkez Bankasınca belirlenen fiili faizler mi yoksa piyasadaki resmi faizler mi finans piyasasındaki faaliyetler üzerinde daha fazla etkilidir?” şeklindedir. Çalışma kapsamında temel araştırma sorusu ise, “Merkez Bankasınca belirlenen para politikalarının (özelde faiz oranlarının) bankalarca belirlenen krediler üzerinde etkili midir? Etki yönü ve düzeyi

nedir?” şeklindedir. Bu araştırma sorularından yola çıkılarak yapılan çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde para politikası konusunda genel bilgilere yer verilmiş olup ağırlıkla geleneksel para politikaları ve geleneksel para politikası araçları üzerinde durulmuştur. Bu kapsamdaki sınıflandırmalardan olan doğrudan ve dolaylı para politikalarının araçları ve yöntemleri üzerinde de durulmuştur.

İkinci bölümde para politikasında geleneksel yaklaşımdan, yeni para politikası yaklaşımlarına geçiş ele alınmaktadır. Ayrıca modern para politikası yaklaşımında kullanılan araçlar ve özellikleri ele alınmıştır. Bunun yanı sıra geleneksel olmayan para politikalarının kullanımı konusunda çeşitli ülke örnekleri verilmiştir.

Üçüncü bölümde, Türkiye’de uygulanan para politikalarının gelişimi analiz edilmiştir. Ayrıca, Türkiye’de kullanılan para politikası araçları ve bunların kullanımının Türkiye’nin ekonomik göstergeleri üzerine etkileri incelenmiştir. Buna ilaveten, ülkenin yaşadığı finansal krizlerin belirlenen para politikası üzerindeki etkileri ve 2008 kriziyle birlikte Türkiye’nin yeni para politikasına geçişi süreci anlatılmıştır.

Dördüncü bölüm çalışmanın ampirik uygulama bölümü olup, TCMB tarafından belirlenen faiz oranlarının (faiz koridoru sınırları), finans piyasalarında faaliyet göstermekte olan bankalarca belirlenen faiz oranları üzerindeki etkileri sayısal bazda görülmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda üç farklı ekonometrik model oluşturulmuş olup bankalarca belirlenen her bir faiz çeşidi için analiz tekrar edilmiştir.

Çalışmanın son bölümü olan beşinci bölümde ise ampirik uygulama neticesinde elde edilen bulgular yorumlanmıştır. Merkez Bankasının belirlemiş olduğu faiz limitlerinden hangilerinin hangi koşullarda ne kadar etkili olacağı konusunda genel değerlendirmelere de yer verilen bu bölümde, konu üzerine gelecekte yapılacak olan çalışmalara tavsiye niteliğindeki değerlendirmelerle sonlandırılmıştır.

BÖLÜM II

GELENEKSEL PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

2.1. Para Politikasının Tanımı ve Önemi

Para politikası, ekonomide belirli makroekonomik hedeflere ulaşmayı sağlayan politikaların başında gelmektedir (Çelik, 2006:5). Ancak bu politikanın tanımı ve uygulanması zaman içerisinde yaşanan değişimler ve birtakım süreçler nedeniyle ekonomistler tarafından farklı şekillerde tanımlanmıştır (Dornbush, 1987; McCallum 1993, Hall and Mankiw 1994; Taylor, 1993, 1999; Krugman 1996; Ball, 1999; Mishkin v.d., 2013). Böylesi bir farklılığa sebep olan nedenler arasında ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyi, ülkenin sosyokültürel yapısı ve yaşanan bir takım ekonomik gelişmeleri sayabiliriz (Günel, 2012, s.73).

Para politikası “Günümüz ekonomilerinde para, geleneksel fonksiyonlarını yerine getirmesi yanında Merkez Bankalarının piyasaya müdahale ve bazı hedefleri gerçekleştirme adına kullanılan bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Para politikası da bu açıdan belirlenen hedeflere ulaşmada Merkez Bankaları tarafından alınan kararları ve yürütülen politikaları içeren bir kavram olarak tanımlanmaktadır.” (Olçay, 2017, s.20). Daha basit bir şekilde açıklamak gerekirse, para politikası belirlenmiş ekonomik hedeflere ulaşmak için para arzı ve kredi koşullarını düzenleneme çabası olarak tanımlanmaktadır (Fisher, 1994, s.36).

Başka bir ifadeyle para politikası, Merkez Bankalarının elinde bulunduğu bazı araçları kullanarak, ülke içerisinde paranın istikrarını korumak amacıyla piyasa sürdüğü para miktarının ayarlanmasıdır. Para miktarının ayarlanmasının yanı sıra, ülke içinde döviz kur hareketlerinin aşırı değişkenliğinin engellenmesi, dış ticaret açığı ve ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması da Merkez Bankalarının sürdürmüş olduğu para politikası amaçları arasında yer almaktadır (Kaytancı, 2005, s.6).

Ancak küresel piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde Merkez Bankalarının amaçları bazı dönemlerde birbirleriyle çelişir hale gelmiştir. Örneğin, “fiyat istikrarını kararlı ve sabit bir düzeyde sürdürmek üzere alınmış olan önlemler, dış dengenin değişmesine neden olabilir. Ya da ekonomik büyümeyi hızlandırmak için geliştirilmiş olan önlemler, fiyat istikrarını bozabilir. Bu şekilde, amaçlar arasında meydana gelecek uyumsuzluk ve çatışma para politikasının etkinliğinin azalmasına ve hangi amacın daha

öncelikli olduğu tartışmalarının devam etmesine neden olur.” (Özkan, 2007, s.6) Dolayısıyla Merkez Bankalarının bu amaçlarının hepsini aynı anda sağlamasını beklemek mümkün olmamakta ve amaçlar arasında meydana gelen uyumsuzluk ve çatışma para politikasının etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır. Söz konusu uyumsuzluk ve çatışmanın asgari seviyeye indirilmesi için Merkez Bankalarının çelişen hedefler arasından önceliklerini belirlemesi gerekmektedir.

Finansal piyasalarının gelişmesi ve bu piyasaların derinlik kazanması neticesinde artık günümüzde, Merkez Bankalarına ayrı bir önem atfedilmeye başlanılmış, ülkenin büyümesi ve yatırımcılar - tasarruf sahipleri arasındaki ilişkilerin de koordinasyonunu sağlayarak ülke ekonomisine katkı yapması beklenir hale gelmiştir.

Bu proaktif ve dinamik süreç içerisinde kendisine yüklenen vizyon ve misyonu gerçekleştirmeye çalışan Merkez Bankaları zaman içerisinde, ülke içerisinde ve ülke dışında yaşanan ekonomik gelişmelere paralel olarak kendi belirleyici sınırlar çevresinde önceliklerini belirlediğini söyleyebiliriz. Bu amaçlar içerisinde Merkez Bankaları için en öncelikli olanı ise fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı kısaca “insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir” (TCMB, 2013, s.8) şeklinde tanımlanmaktadır.

TCMB’nin 2013 yılında yayınladığı raporda “yüksek enflasyonun yarattığı belirsizliğin ortadan kalkmasına yardımcı olarak sürdürülebilir ekonomik büyümeye ve ekonomik feraha katkıda bulunmaktadır. Ayrıca fiyat istikrarının olmadığı bir ekonomide geleceğe ilişkin belirsizlikler toplumdaki güven duygusunu aşındırmaktadır.” şeklinde bir açıklama yaparak en nihai hedeflerinin fiyat istikrarını sağlamak ve bu istikrarı sürdürmek olduğunu belirtmiştir.

Merkez Bankalarının öncelikli amacının fiyat istikrarı olmakla beraber son dönemde yaşanan gelişmeler fiyat istikrarı amacının önemli ancak tek başına yeterli olmadığını ortaya çıkarmış ve fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı sağlama amacı da büyük bir öneme haiz olmuştur. Bu bağlamda günümüzde, Merkez Bankaları amaçlarını belirlerken hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı gözeterek, yeni bir para politikası strateji ortaya koymaya başlamışlardır.

Bu yeni para politikası stratejisi belirlenirken hem ekonomi politikalarında değişim hem de Merkez Bankacılığına dair benimsenen geleneksel yaklaşımlarındaki görüşlerin değişimi büyük bir paya sahip olmuştur. Aynı zamanda küresel iktisadi konjonktürün geçirdiği 2008 ekonomik krizi ve kriz sonrası gelişmiş ülkelerin uyguladığı sıra dışı para politikaları alışılmamış dinamikleri beraberinde getirmiştir.

Yeni küresel iktisadi ortam beraberinde bir takım yeni uygulamalar getirmeye başlamıştır. Özellikle niceliksel genişleme sonrasında artan kısa süreli likidite bolluğu ve küresel piyasalarda yaşanan kırılganlıklar, sermaye akımlarında ciddi değişmelere neden olmuştur. Böylesi bir ortamda, Merkez Bankaları belirlemiş olduğu fiyat istikrarı ve finansal istikrar amacına ulaşabilmek için birtakım araçlar kullanmaya başlamışlardır. Bu araçlar yaşanan ekonomik gelişmeler ve küresel iktisadi ortama bağlı olarak zaman içerisinde değişikliğe uğramış ve Merkez Bankaları daha önce denenmemiş yeni araçları bu dönemde kullanmaya başlamışlardır (Akçay, 1997, s.18; Dinler, 2000, s.398; Keyder, 2008, s.78; Önder, 2005, s.70).

Dolayısıyla, para politikası ülkeden ülkeye değişen ve Merkez Bankaları aracılığıyla belirli makroekonomik hedeflere ulaşabilmesi maksadıyla kullanılan çeşitli araçlarla uygulanan finansal bir politikadır (Nesrin, 2009, s. 28). Farklı uygulamalara sahip olabilen para politikalarının ortak amaçları, genel itibarıyla fiyatlar ve kurlarda istikrarı sağlamak, istikrarlı ve sürekli bir büyümenin sağlanabilmesidir. Bu yönleri göz önüne alındığında para politikalarına, finansal istikrar programları da denilmesi mümkündür. Ancak temel hedef aynı olsa da uygulamadaki farklılıklar sebebiyle para politikalarınca finansal piyasalarda üstlenilen roller değişmektedir (Keyder, 2008, s.40). Bu sebeple uygulanan para politikaları ile ekonominin hangi yönde etkileneceği ve belirlenen amaçlara nasıl ulaşılabileceği Merkez Bankalarınca oluşturulacak para politikası stratejilerinde belirlenmesi büyük bir önem taşımaktadır.

Nitekim;”TCMB 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetken yeni bir para politikası çerçevesi tasarlanmış ve uygulamaya başlanmıştır. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi gözden geçirilerek finansal istikrarı destekleyici bir amaç olarak benimsenmiş, bu amaca yönelik olarak ek politika araçları geliştirmiştir.”(Kara, 2012, s.5).

Bu bağlamda, Merkez Bankasının para politikası araçlarını 2010 öncesi uygulanan geleneksel para politikası araçları ve 2010 sonrası uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçları şeklinde iki gruba ayırabilmek mümkündür.

2.2. Para Politikasının Amaçları

Para politikası amaçları “bir ülkenin jeopolitik konumu, siyasi ve kültürel yapısı, sağlık ve eğitim kalitesi, yapısal düzenlemelerde şekillenen ekonominin alt yapısı, yönetim kalitesi gibi birçok faktörle beraber” (Rose, 1986), küresel piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak değişmiştir. Bundan dolayı, Merkez Bankaları ana amaçlarının yanında birtakım yeni amaçlar belirlemek zorunda kalmışlardır.

Merkez Bankalarının para politika amaçları “toplam talep ve fiyat istikrarsızlığı nedenleri ile ekonomide meydana gelen iç ve dış dengelerdeki sapmaların giderilmesi için tanımlanan nihai hedeflerdir” (Onaran, 1995, s.15).

Diğer bir deyişle; fiyat istikrarını sağlamak ve bu istikrarı sürdürebilir hale getirmek, hükümet ile beraber eşgüdümlü ve koordineli çalışarak ülkenin potansiyel büyüme hızını doğal düzeye ulaştırmak ve 2008 ekonomik kriz sonrası büyük bir önem atfedilen finansal istikrarı gözetmek olarak sıralayabiliriz.

Bu amaçların yanı sıra ülkeler arası sermaye hareketlerinin hızlanması ve bu hareket ile beraber finansal piyasalarda yaşanan volatilité yukarıda bahsettiğimiz ana amaçların yanında birtakım yeni ara amaçların da Merkez Bankaları tarafından hedeflenmesi ihtiyacını doğurmuştur. Söz konusu ara amaçlar “faiz oranlarının stabil kalması” ve “döviz kuru piyasalarının istikrarı” olarak belirlenmiştir.

TCMB değiştirmiş olduğu yasasında birinci önceliğinin fiyat istikrarını sağlamak ve bu istikrarı sürdürmek olduğunu belirtmiştir. TCMB fiyat istikrarını “fiyatların hiç değişmemesi değil, genel seviyesindeki uzun süre artış (enflasyon) veya düşüş (deflasyon) eğilimin önlenmesi anlamına gelir” şeklinde açıklamaktadır (www.tcmb.gov.tr Erişim Tarihi: 05.03.2017).

Fiyat istikrarı kısaca “insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder.” (Greenspan, 1994) Aynı zamanda, “para politikasının uzun dönemli temel amaçlarına (büyüme ve istihdam) yönelik olarak ekonomik birimlerinin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade eder” (TCMB Enflasyon Tebliği, 2015, s.9)

Mishkin’e göre “Fiyat istikrarını sağlamak arzulanan bir amaçtır, çünkü fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi ülke ekonomisinde bir belirsizlik ortamı yaratır ve bu durum ekonomik büyümeyi sekteye uğratabilir.” (Mishkin, 2016, s.412). Dolayısıyla,

fiyat istikrarı belirlenen amaçlara ulaşmak için bir ön koşuldur. (TCMB Çalışma Tebliği, 2015, s.2).

Fiyat istikrarının Merkez Bankaları tarafından önceliklendirilmesi ile beraber, ekonomistler ve teorisyenler arasında fiyat istikrarının ne olacağı bir tartışma konusu haline gelmiştir. Çoğu Merkez Bankası istikrar kavramını düşük enflasyon düzeyi olarak tanımlamaktadır. (White, 2006, s.117).

Söz konusu istikrarının sağlanmasına yönelik hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler, gerek yasal düzenlemeler ile gerekse de yapmış olduğu aktif uygulamalar ile fiyat istikrarını sağlamaya yönelmişlerdir. Ancak, ekonomik büyüklüklerin değişmesi ile artan risk iştahı ve ülkeler arası entegrasyon sürecinin hızlanması, çoğu ülkede fiyat istikrarının sağlanmasına karşın, finansal krizlerin ortaya çıkmasına engel olamamıştır. (Özatay, 2012, s.52).

Yaşanan kriz sonrası Merkez Bankaları tarafından hedeflenen fiyat istikrarının önemli ancak tek başına yeterli olmadığı anlaşılmış ve amaçları arasına “fiyat istikrarı” yanında “finansal istikrar” kavramını da eklemişlerdir.

Finansal istikrar, finansal kurumlar açısından ve piyasalar açısından istikrar şeklinde ayrı ayrı tanımlamak mümkündür. (Sezgin ve Darıcı, 2014, s.17, Özince, 2005, s.18). Bu bağlamda, finansal istikrar; gerçekleştirilen finansal işlemlerin herhangi bir sektöre uğramadan, kesintisiz ve dışarıdan müdahale olmaksızın işlemlerin bir bütün olarak gerçekleşmesidir. Piyasalar açısından ise, finansal piyasalarda işlem gerçekleştiren tasarruf sahiplerinin piyasada oluşan fiyatlardan yararlanma ve söz konusu fiyatlardan kolaylıkla işlem gerçekleştirmeleridir.

Yaşanan küresel kriz, finansal istikrarın makroekonomik göstergeler üzerinde ne kadar etkili olduğunu gözler önüne sermiştir. Dolayısıyla, “makroekonomik istikrar ve finansal istikrar kavramları birbirleriyle yakın ilişkilidir. Bir başka ifadeyle, makroekonomik istikrardaki bir bozulma hemen finansal ortama yansımakta, benzer şekilde finansal ortamdaki bir bozulma da makroekonomik istikrara yansımaktadır. “(Karamelikli, ve Bayar, 2016, s.226).

Dolayısıyla, alınan makro ihtiyati denetim politikalar ile finansal istikrarın sağlanması, makroekonomik dengeler açısından büyük bir önem atfetmeye başlamış ve Merkez Bankaları söz konusu husus ile olarak düzenli periyotlarla Finansal İstikrar Raporu yayınlamaya başlamışlardır.

Fiyat istikrarı ve finansal istikrarının sağlanmasının yanı sıra, Merkez Bankasının ekonomiye yönelik olarak; ödemeler dengesini gözeteme, tam istihdam yakalama ve sürdürülebilir bir büyüme hedefi yakalamaktır.

Merkez Bankalarının diğer önemli bir görevi de ödemeler bilançosu dengesini sağlamaktır çünkü para politikasının etkinliğinin artırılması açısından söz konusu ödeme dengesinin sağlanmış olması gerekmektedir. Aynı zamanda ödemeler bilançosunun göstermiş olduğu olumlu ve olumsuz performanslar, uygulanacak olan para politikası stratejisinde önemli bir role sahiptir.

Bilindiği üzere ödemeler bilançosunun denklığı Merkez Bankaları açısından uzun dönemli bir amaçtır. Ancak ekonomik büyüklüklerin giderek değiştiği ve finansal sistemin daha entegre olduğu bir ortamda, ödemeler dengesinin boyutlarının değiştiği gözlenmektedir. Dolayısıyla, ödemeler dengesinin sağlanması ülke ekonomisi ve uygulanacak olan para politikası stratejisinde önemli bir yere sahiptir.

Bunlara ilaveten, ekonominin sürdürülebilir bir büyümeye sahip olması ve tam istihdamının sağlanmasında Merkez Bankalarının ana amaçları arasında söylenebilir. Ekonomide istihdam sorunu ve büyüme, para politikasının hedefleri üzerinde etki yapmaktadır.

Para politikasının amaçlarına ulaşabilmesi için, para piyasalarının gelişmiş olması ve etkin bir şekilde işliyor olması gerekmektedir. Eğer herhangi bir şekilde, ekonomi tam istihdam düzeyinden uzak ise söz konusu durum para politikasının etkinliğini tartışır hale getirecektir.

2.3. Para Politikasının Teorik Çerçevesi

Tarihsel süreç içerisinde para politikası ile ilgili görüşler ekonomistler ve teorisyenler tarafından ortaya atılmıştır. Söz konusu görüşler üzerinde bulunan ekonomik ortam, tüketici tercihleri, yaşanan birtakım ekonomik problemler etkili olmuştur.

Para politikasının teorik çerçevesi Klasik, Keynesyen, Monetarist, Yeni Klasik, Yeni Keynesyen ve Post Keynesyen olmak üzere altı adet alt başlıkta ortaya konulmaya çalışılacaktır.

2.3.1. Klasik Görüşe Göre Para Politikası

Modern iktisat bilimine dayanak teşkil eden Klasik İktisat Teorisi Say Kanunu ve Paranın Miktar Teorisi olmak üzere temelde iki düşünce üzerinde yoğunlaşmıştır.

Her arzın kendi talebini yaratır felsefesi ile hareket eden Say Kanunu anlayışına göre, üretilen mal ve hizmetlerin tamamına yetecek kadar talep oluşması nedeniyle ekonomide hiçbir zaman işsizlik problemi ya da düşük tüketim sorunu ortaya çıkmayacaktır. Kısacası, teori ekonomin sürekli tam istihdam düzeyinde olacağını ileri sürmüştür.

Paranın Miktar Teorisi ise, fiyatlar genel düzeyi ile para arzında meydana gelen aynı oranda değişmeyi açıklamaktadır. Bu ifade “Klasik görüşün iki temel varsayımını izlemektedir. Birincisi, ekonominin tam istihdamda olması ki, bu Say Kanunu ile ifade edilmiştir. İkincisi ise, paranın dolaşım hızının sabit olduğu varsayımdır.” (Çiçek, 2011, s.88).

Klasik iktisatçılar, mali araçların aslında para politikası araçları olduğunu düşünerek; ekonomide ortaya çıkabilecek istikrarsızlık dönemlerinde maliye politikaları yerine para politikası araçlarının etkin olduğunu öne sürmüşlerdir (Savaş, 1986, s.34).

Paranın yansızlığı ve önemsizliği bağlamında, Klasik geleneğin, paranın miktarıyla malların fiyatları arasındaki doğrusal bir ilişkinin varlığından hareketle ortaya atılan görüş, 1929 yılında yaşanan Ekonomik Buhran’a kadar iktisat yazınında temel paradigma olarak yerini korumuştur. Ancak söz konusu tarihten sonra, para ile ekonomik kavramlar arasında yapılan tanım değişmiş ve iki temel kavram arasındaki ilişki yeniden tanımlamak durumunda kalmıştır.

2.3.2. Keynesgil Görüşe Göre Para Politikası

Klasik İktisat yaklaşımının temel görüşleri, 1929 büyük kriz sonrasında meydana gelen şiddetli depresyon ve işsizlik karşısında etkilerini yitirmiş ve başta Keynes olmak üzere birçok iktisatçı tarafından büyük eleştirilere uğramışlardır. Keynes’e göre “Klasik İktisadın savunduğu gibi, ekonomik durgunluk, yerini bir türlü ekonomik gelişmeye bırakmamakta, işsizlik ve kriz kalıcı olma niteliği göstermektedir. Keynes, krizlerin kapitalist sistemin işleyişine özgü olduğunu, sanıldığı gibi piyasaların kendi kendisini otomatik olarak düzenleyemediğini ve bu nedenle kapitalist sisteme son vermeksizin, özel mülkiyet sistemin düzenli işleyebilmesi için devletin müdahalesinin zorunlu olduğunu göstermeyi amaçlamıştır.” (Altıok, 2009, s.79).

Ayrıca, Klasik İktisat ekolünün aksine, Keynes fiyat, üretim ve istihdamı ön planda tutmuştur. Nitekim Keynes’e göre “toplam talepte beklenen ve beklenmeyen değişimler, kısa dönemde en büyük etkisini fiyatlar üzerinde değil, reel çıktı ve istihdam

üzerinde göstermektedir. Böylece, Keynes, toplam talepteki değişmelerin yüksek fiyatlara yol açmayacağını ileri sürer. Yani kısa dönemdeki çıktı ve üretim talep tarafından belirlenmektedir (Blinder, 1988, s.279).

Keynes para politikasının etkin olmadığını söylemiştir. Çünkü Keynes’e göre parasal büyüklük ve değişkenler üretim, istihdam ve yatırım gibi reel değişkenler üzerinde etkili değildir.

Nitekim Keynes Likidite Tercihi Teorisinde faiz oranının parasal niteliğini açıklamaktadır. Söz konusu teoriye göre “para arzındaki büyük bir artışın, faiz oranı üzerinde göreceli olarak daha az etki yaratacağını, para arzında meydana gelen büyük ölçekli bir artışın ise gelecek hakkında bir belirsizliğe yol açabileceğini ifade ederek para politikasının etkisizliğini vurgulamıştır” (Ekinci, 2009, s.156).

Ancak, 1970’li yıllarda ortaya çıkan petrol krizi ve sonrasında yaşanan gelişmeler, Keynes’in görüşlerinin sorgulanmasına neden olmuştur. Keynesgil teorisinin gerçekleşen stagflasyon olgusunu açıklamada yetersiz kalması, yeni bir iktisat ekolünün ekonomik literatürde ön plana çıkmasına zemin hazırlamıştır.

2.3.3. Monetarist Görüşe Göre Para Politikası

Uzun yıllar boyunca Keynes’in görüşleri doğrultusunda şekillenen makro iktisat teorisi, 1940’lı yıllardan itibaren Chicago İktisat Okulu’nun kurucusu sayılan Milton Friedman tarafından şiddetle eleştirilmiştir. Paranın Miktar Teorisi’ni yeniden ve farklı bir bakış açısıyla ele alan Friedman, ekonomideki birçok istikrarsızlığın parasal kökenli olduğunu vurgulamıştır.

Nitekim “Friedman yaptığı araştırmalarda üretim ve fiyatların belirlenmesinde temel etmenin maliye politikası araçları olmadığını belirtmiş, enflasyon, işsizlik, bütçe açıkları gibi iktisadi problemlerin temelinde para politikalarının yattığını” (Aktan, 2010, s.169) vurgulamıştır.

Öte yandan, Monetarist iktisatçılar enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğundan bahsederek, para arzındaki bir artışın, milli gelirin aşan kısmının fiyatlar genel seviyesini artırıcı bir etkisi olduğunu vurgulamıştır. Dolayısıyla, enflasyonu önlemenin en etkin yolun para politikası olduğunu söylemişlerdir. Ancak, uygulanacak olan para politikasının ekonomik bir istikrarsızlığa neden olmaması için, yaşanan ekonomik gelişmeler neticesinde orantılı ve kademeli bir şekilde artırılması gerektiğini önermişlerdir.

Bilindiği üzere, her iktisadi öneri beraberinde bir takım eleştiriler getirmiştir. Parasalcı kuramın para politikasının uzun-kısa dönem etkilerinin tartışıldığı ve para politikasının kısa dönemde reel üretim ve istihdamı etkilediği ancak uzun dönemde bu böyle bir etkinin ortadan kalkacağı düşüncesi yeni bir iktisadi ekolün doğuşuna zemin hazırlamıştır.

2.3.4. Yeni Klasik Görüşe Göre Para Politikası

Klasik Miktar Teorisinin yeniden yorumlayan Monetarist okul savunucuları arasından bir grup ekonomist, enflasyon olgusuna farklı bir bakış açısı getirerek, Rasyonel Beklentiler Teorisini ortaya atmışlardır. Klasik İktisat Ekolünün görüşlerini aynen benimseyen ve kendilerine Yeni Klasik İktisatçılar olarak tanımlayan savunucular, iktisat yazınına aynı zamanda Lucas Eğrisini kavramını dâhil etmişlerdir.

Rasyonel Beklentiler Teorisine göre “geçmişe dayalı beklentiler ancak değişkenlerin geçmiş ve gelecek değerleri arasındaki ilişki sabitse anlamlıdır. Teori, insanların en iyi şekilde bilgilendirildiklerine ve bunu çok iyi kullandıklarını varsaymaktadır. Yine piyasada fiyatların ve ücretlerin esnek olduğunu kabul ederler” (Karaoğlu, 2013, s.4, 5).

Yeni Klasik Teori aynı zamanda sadece beklenen politikaların fiyatlar genel düzeyi üzerinde bir etki yaratacağını, milli gelir üzerinde bir etkisinin olmayacağını savunmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle, bireylerin rasyonel oldukları varsayımı altında, ekonomide belirli bir dönemde para arzının artırılmasından sonra, fiyatlar genel düzeyinin ve nominal faiz oranının yükseleceğini tahmin ederler. Sonuç olarak, bireyler para arzının enflasyonist bir etki doğuracağını bildikleri için, söz konusu duruma karşı rasyonel davranacaklardır.

Yeni Klasiklerin ekonomi literatürüne diğer bir katkısı ise “Lucas Arz Eğrisi” kavramıdır. Lucas’a göre üretimde meydana gelen sapmalar ancak beklentisel bir hatadan kaynaklanmaktadır. Şöyle ki, bir ekonomide yer alan bireyler rasyonel ise, gelecek döneme ilişkin fiyat beklentilerini kullanacaklar ve para otoritelerinin yapmış oldukları politika kurullarına aldanmayacaklardır. Para otoritesi para stokunu sadece ani ve beklenmedik bir şekilde değiştirebilirler.

2.3.5. Yeni Keynesyen Görüşe Göre Para Politikası

“Yeni Neo-Klasik Sentez ya da sıkça adlandırıldığı gibi Yeni Keynesyen Makro Model, iktisat politikalarının uygulanması ve sonuçların takip edilmesi için yeni bir çerçeve sunmuştur. Bu model, özellikle ekonomik istikrarın sağlanması noktasında parasal politikaya kısa dönemde önemli bir rol biçmektedir. Parasal politika, Merkez Bankaları tarafından, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla faiz oranı enstrümanı kullanılarak yürütülür.” (Yıldırım, Lopçu, Çakmaklı, vd., 2010, s.1269).

Yeni Keynesyen İktisat Ekolü, Yeni Klasik İktisat Ekolüne cevaben doğmuştur. Bu akıma göre, Keynesyen İktisat okuluna makroekonomik bir bakış açısı kazandırmak üzerine inşa edilmiştir. “Yeni Keynesçi Okul, Ortodoks Keynesçi sistemden yola yeni yaklaşımlar ortaya atmış ve bu yaklaşımları da üç ana piyasa üzerinden şekillendirmiştir. Bu piyasalar için ortaya atmış oldukları temel teoriler emek piyasasından etkin ücret ve zimni sözleşme modelleri; mal piyasasında mönü maliyetleri ve sermaye piyasasında ise kredi tayinlaması ve özsermaye tayinlaması olarak sınıflandırılabilir.” (Saydam, 2006, s.240).

Bireylerin rasyonel oldukları varsayımının aksine, adaptif beklentilere sahip olduğu tezini savunan Yeni Keynesyenler, ekonomik birimlerin karar verme aşamasında elinde bulunan tüm bilgiyi kullanacağını iddia etmektedirler. Dolayısıyla, para arzında yaşanan bir düşüş beklentisi beklenen fiyat düzeyinde de bir düşmeye neden olacaktır.

Sonuç olarak; Yeni Keynesyen modelde para arzında beklenen değişimler kısa dönemde reel sektör üzerinde etkili olabilmektedir. Ancak, teoriye göre beklenen para arzı değişikliklerinin etkisi, öngörülmeleyen değişikliklere göre üretim düzeyi üzerinde etkisi sınırlıdır.

2.3.6. Post Keynesyen Görüşe Göre Para Politikası

Keynesyen yaklaşımın özel bir yorumu olarak kabul edilen Post Keynesyen Okul, genel olarak Keynes’in görüşlerini paylaşan bir grup heterodoks iktisatçının fikirlerine dayanmaktadır.

“Post Keynesyen yaklaşımında para arzı, temel olarak firmaların, hane halklarının ve bankaların davranışlarının sonucunda, ekonomik hayatın gereksinmelerince belirlendiğinden para arzı içsel olarak ele alınmıştır. Post Keynesyenler, ekonomi teorisinin belirsizlik kavramının var olduğunu ve para arzının da içsel olarak

belirlendiğini vurgulamaktadırlar. Post Keynesyenlere göre, Monetaristlerin tersine para arzı içsel olarak belirlenmektedir.” (Erataş, Nur ve Çınar, 2015, s.399).

Post Keynesyen iktisat ekolü benimsemiş olduğu ve iktisadi yoruma ampirik temeller ile yeni bir yorum getirmiştir. Para arzının içsel olduğunu vurguladıkları için, geleneksel para politikası araçlarının etkisiz olduğunu savunmaktadırlar. Dolayısıyla, Post Keynesyenlere göre, Merkez Bankasının para arzından çok rezerv oranlarını kontrol ederek daha etkili bir para politikası uygulayabileceğini savunmuşlardır.

2.4. Geleneksel Para Politikası Araçları

Çalışmanın bu bölümünde 2010 öncesinde ağırlıklı olarak kullanılan geleneksel para politikası araçlarının genel bir çerçevesini sunarak bu araçların neler olduğu tanımlanacaktır. Aynı zamanda bu araçların Merkez Bankaları açısından etkinliği ve önemine değinerek ülke bazında uygulama örneklerine yer verilecektir.

Geleneksel para politikası özellikle dış kaynaklı ani şoklar ve piyasalarda yaşanan ani değişimlere paralel olarak yaygın bir biçimde kullanılmaktadır. Bu araçların kullanım şekli ve etkileri ülkeden ülkeye değişmektedir. Temelde bu araçlar dolaylı ve doğrudan araçlar olmak üzere iki ana grupta toplanmaktadır. Ritter ve Silber (1994) bu ayrımı şöyle ifade etmektedir. “Dolaysız araçlar, faiz oranlarına ya da mevduat ve kredi miktarlarına müdahale ile sınırlamalar getirirken, dolaylı araçlar piyasada arz-talep koşullarını etkileyecek şekilde kullanılmaktadır. Bununla beraber dolaysız araçlar finansal kurumların bilançolarını hedef alırken, dolaylı araçlar merkez bankası bilançosunu hedef almaktadır.” (Akçay, 1997, s.12).

Literatürde doğrudan ve dolaylı araçların ayrımı konusunda uygulama bazında öne çıkan iki temel kriter aşağıdaki şekilde sıralanmıştır (Gray ve Hoggarth, 1996, s.56, Önder, 2005, s.18):

- Doğrudan para politikası araçları kullanılarak gerçekleştirilen işlemlerde; faiz oranları ya da faiz miktarlarına ilişkin kısıtlamalar belirlenmektedir. Dolaylı para politikası araçları kullanıldığında ise piyasadaki arz-talep koşulları etkilenmektedir.
- Dolaysız para politikası araçları ile esas olarak finansal piyasalarda yer alan kurumların (bankalar) bilançoları üzerinde etkili olunurken; dolaylı

para politikası araçları ile Merkez Bankası bilançosu ya da faiz oranları üzerinde etkili olunmaktadır.

Görüldüğü üzere doğrudan para politikası araçları müdahale bazlı iken, dolaylı para politikası araçları piyasa bazlı finansal enstrümanlardır. Yukarıda anlatılanlardan hareketle dolaylı ve dolaysız para politikası araçları sınıfına giren alt işlemler ise aşağıdaki Tablo 1’de özetlenmiştir.

Tablo 1

Dolaylı ve Dolaysız Para Politikası Araçları

1-Doğrudan (Dolaysız) Para Politikası Araçları	2-Dolaylı Para Politikası Araçları
1.1.Açık Piyasa İşlemleri	2.1. Farklılaştırılmış Reeskont Oranı
1.2.Reeskont Oranı	2.2.Kredi Tavanları
1.3.Zorunlu Karşılıklar**	2.3.Faiz Oranı Kontrolü
**Zorunlu Karşılıklar aynı zamanda Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları kısmında incelenecektir.	2.4.Finansal Kurumların Portföy Düzenlemesi
	2.5. Merkez Bankasının Moral Takviyesi Yapararak Beklentileri Etkilemesi

Kaynak: Nur Keyder ve Evrim Ertunga’nın Para Teori-Politika-Uygulama kitabından esinlenerek tarafımızca hazırlanmıştır.

2.4.1. Doğrudan Para Politikası Araçları

Doğrudan para politikası araçları birden fazla olmakla beraber, Merkez Bankaları tarafından etkinlik ve verimlilik açısından en fazla tercih edilen araçlar, açık piyasa işlemleri, reeskont oranı ve disponibilite oranıdır. Merkez Bankaları bu üç aracı kullanarak belirli dönemlerde piyasalara likidite sağlayıp piyasaları fonlamakta, belirli dönemlerde de piyasada bollaşan likiditeyi geri çekerek piyasaları dengelemekte ve piyasada olan likidite düzeyini etkilemektedir. Bu likidite yönetiminde Merkez Bankasının en önemli amacı piyasadaki likidite ihtiyacını tespit ederek likiditenin dağıtımını gerçekleştirmektir (Lipsey, 1978, s.645).

Öte yandan, dolaylı para politikası araçlarının, dolaysız para politikası araçlarına göre daha etkin olduğu söylenebilir. Bu durumun nedenleri arasında ilk olarak doğrudan araçların hem finansal hem de finansal olmayan sektörler üzerinde etkisini söyleyebiliriz. Bu görüşümüze destek olabilecek ön önemli husus ise finansal piyasalarda yaşanan inovasyon süreci ve teknoloji kullanımının giderek artmasıdır. Teknolojik kullanımın giderek arttığı bu süreç içerisinde bilgi ve işlem maliyetinin azalması dolaylı para politikasının doğrudan para politikası araçlarına nazaran daha etkin kullanımına sebebiyet vermiştir.

İkinci olarak, dolaylı para politikası araçları kullanım ve etkinlik açısından, dolaysız araçlara göre daha esnek ve geniş bir alanda kullanım imkânı sağlamaktadır. Yaşanan gelişmelere bağlı olarak dolaylı para politikası araçlarında ani bir değişikliğe gitme imkânını elinde bulunduran Merkez Bankaları, süreç içerisinde bu araçları kullanarak piyasaları dengeleyebilmektedir.

Ayrıca bu araçlar hem birincil hem ikincil piyasalar üzerinde etkili olduğu için, derinliği ve boyutu dolaysız araçlara göre daha geniş bir yelpaze içerisinde yer almaktadır. Öte yandan dolaylı para politikası araçları “kredilerin tahsisinde herhangi bir kısıtlama getirmediği için kredilerin etkin ve rekabete uygun bir şekilde dağılmasını sağlamaktadır. Böylece finansal serbestleşmeyle birlikte hem tasarruflarda bir artış sağlanmakta hem de yatırımların etkinliği artmaktadır.” (Koçyiğit, 2009, s.20).

2.4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık Piyasa İşlemleri (API), Merkez Bankası tarafından piyasada dolaşımda olan para miktarının artırılıp azaltılabilmesi maksadıyla, hazine bonosu ve tahvilleri kullanılarak özel sektörün sahip olduğu birtakım bono ve tahvillerin alım satım işlemlerine verilen addır (Önder, 2005, s.70, Karas, 2017, s.631). Merkez Bankasının piyasada yer alan bahse konu kıymetleri satın alması, Merkez Bankasınca piyasaya para sürmesi, değerlerin satılması ise Merkez Bankasının piyasadaki para çekmesi anlamına gelmektedir. Bu faaliyetler, piyasada dolaşımda olan rezerv paranın (parasal tabanın) değişmesine yol açmaktadır. Bu duruma bağlı olarak kaydi para hacmi de aynı yönde değişim göstererek piyasadaki toplam para stoğu miktarında değişim yaşanmasına neden olmaktadır (Ceylan, 2010 s.18).

Bir başka tanıma göre “para otoritelerinin piyasadaki para miktarını, ekonominin ihtiyacına göre ayarlama imkânı sağlamaktadır. Dar anlamda, devlete ait kıymetli

evrakların, Merkez Bankasında alım ve satımını kapsayan bu araç, geniş anlamda daha çok iktisadi işletmelerin kredi faaliyetlerini kapsamaktadır.” (Güven, 1968, s.28)

“Açık piyasa işlemleri için yeni tahvil veya senet ihraç, edilemez. Şayet Merkez Bankası para arzını bu yolla arttırmaya amaçlarsa, piyasadan açık piyasa alımlarında bulunur, böylece piyasaya para enjekte eder, eğer amaç para arzını düşürmekse, portföyündeki senet (veya tahvil) lerin bir kısmını satışa çıkarır, bu yolla piyasadan geri çeker.” (Keyder, 1993, s.67)

Bu alım ve satımlar kesin alım ve satım olabileceği gibi ters repo veya repo şeklinde de olabilmektedir. Tablo: 2 de bu işlemlerin uygulamada bu 4 tür işlemin ne zaman uygulanacağı ve olası sonuçları belirtilmektedir.

Tablo 2

Açık Piyasa İşlemleri ve Piyasaya Olası Sonuçları

Açık Piyasa İşlemi	Müdahalenin Durum	Yapıldığı	Müdahale Sonucu
1-Doğrudan Satım	Piyasada <u>kalıcı</u> likidite fazlası varsa	Likidite	kalıcı olarak çekilir.
2-Doğrudan Alım	Piyasada <u>kalıcı</u> likidite sıkışıklığı varsa	Likidite	kalıcı olarak artırılır.
3-Repo	Piyasada <u>geçici</u> likidite sıkışıklığı varsa	Likidite	geçici olarak artırılır.
4- Ters Repo	Piyasada <u>geçici</u> likidite fazlası varsa	Likidite	geçici olarak çekilir.

Kaynak: Parasız, İ. (2003), Para Teorisi ve Politikası, Ankara.

Merkez Bankaları açık piyasa işlemleri aracını kullanarak piyasadaki yani dolaşımdaki para miktarını etkileyerek, ülke içerisindeki likiditeyi ayarlamaktadır. Nitekim “Merkez Bankacılığının en etkin para politikası araçlarından biri olan açık piyasa işlemleri, Merkez Bankaları tarafından likidite ve kısa vadeli faiz yönetimi için kullanılmaktadır.” (TCMB Bülteni, 2012, s.1). Ekonominin içinde bulunduğu enflasyonist veya deflasyonist duruma göre piyasaya likidite enjekte etmekte veya bu likiditeyi çekmektedir. Dolayısıyla, bu aracın piyasada defansif ve ofansif etkilerini olabileceği görülmektedir.

Bu açıdan “parasal tabana etki eden unsurlar, parasal tabanını beklenenin üzerinden etkilediğinde, Merkez Bankası bu etkiyi dengeleyici yönde hareket eder. Merkez Bankasının bu işlemleri, parasal tabanı değiştirmeye yönelik etmenlere karşı sadece savunma niteliğinde olduğundan, bu tür işlemlere defansif işlemler denir. Öte yandan Merkez Bankası bir dengesizlik durumu olmaksızın, parasal tabanı değiştirmek amacı ile açık piyasa işlemleri yaptığında bu işlemlere ofansif işlemler denir.” (Parasız, 2003, s.297).

Hazine bonoları veya Merkez Bankası senetleri; finansal sistemin derinliğini negatif yönde etkilemeyen, finans kuruluşlarının kredi kapasitelerine zarar vermeyen ve bankalara piyasa faiz oranı üzerinden getiri sağlayan özellikleri sebebiyle piyasada var olan sistemi bozmamaktadır. Bu özellikleri sebebiyle de hazine bonoları ile Merkez Bankası senetleri piyasada sterilizasyon aracı olarak kullanılmaktadır. Buradaki sterilizasyon kavramı, cari dengesizliklerin piyasada üzerindeki olumsuz etkilerini, para arzında yapılan değişikliklerle minimize etmek ya da mümkünse yok etmek amaçlı yapılan işlemler kast edilerek kullanılmıştır. Ancak finansal sistemlerinin derinliği yetersiz olan ülkelerde bu tür araçlarla yapılan işlemlerin fiyat etkisi çok yüksek olabilmektedir. Buna benzer şekilde yerli tahvillerin faiz oranlarında çok hızlı artışların olduğu zamanlarda piyasa dışından araçların kullanılması daha çok tercih edilen bir durumdur (Didem, 2005, s.25).

Bu para politikasının en önemli avantajlardan biri kuşkusuz esnek olmasıdır. Diğer bir ifade ile, Merkez Bankaları parasal tabanının boyutunu belirlemek için bu araç vasıtasıyla istediği kadar tahvil alıp satabilmektedir. Değişen koşullara ve beklentilere bağlı olarak, parasal tabanı istediği yönde değiştirebilmekte yani tersine çevirebilmektedir. Bu sayede Merkez Bankaları piyasaya istediği zaman fonlamakta veya tersini yaparak, en önemli aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını etkilemektedir.

Başka bir avantajı ise, ülkenin sermaye piyasalarının derinliği ve boyutuna da bağlı olarak finansal piyasaların gelişmesine yapmış olduğu katkıdır. Ancak politikanın etkili olabilmesi için ülkede piyasa derinliğinin fazla olması gerekir. Aksi takdirde yapılan her müdahale ilgili ülkenin birincil piyasasını doğrudan etkileyerek, piyasalar arası geçişleri zorlaştıracak ve ülkenin sermaye piyasalarında döngü yapısını olumsuz etkileyebilecektir.

2.4.1.2. Reeskont Oranı

“Reeskont bankalarca iskonto edilmiş bir senedin Merkez Bankasınca iskonto edilmesidir. Bankalar ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan Merkez Bankasına kırdırarak rezervlerini artıracaklarına göre, onların bu davranışlarını reeskont oranlarında yapacağı değiştirmeler yoluyla kısıtlayarak ya da teşvik ederek Merkez Bankası, bankaların rezervlerini ve kaydi para yaratma olanaklarını etkileyebilirler.” (Parasız, 2003, s.351).

Reeskont kredileri, ise gün içerisinde açık vermemesi gereken bankaların yani likidite açığı bulunan bankalarca kullanılabilecek, ülke içerisinde likiditenin son mercisi olan Merkez Bankasından temin edilebilen ve geçici likidite sıkışıklığının giderilmesini sağlayan bir para politikası aracıdır. Fakat bu durum tüm ülkelerde aynı şekilde uygulanmamaktadır. Bazı ülkelerde yaşanan likidite açığı için reeskont kredileri ilk başvuru kaynağı durumundadır.

Başka bir ifadeyle bankacılık sistemi için sağlanan reeskont kredileri, finansal açıdan sıkıntı yaşayan bankalara destek olmak, para ve kredi durumlarının düzeltilmesine yardımcı olmak amacıyla kullanılan bir politika aracıdır (Önder, 2005, s.20). Merkez Bankasınca reeskont kredi faizlerinin yükseltilmesi, para piyasalarında (kısa vadeli piyasalarda) faizlerin yükseltilmesini sağlayarak sermaye piyasalarındaki (uzun vadeli piyasalar) faiz oranlarını etkileyebilmektedir. Reeskont faizlerinin yükseltilmesinin sonuçları belirgin iken, faiz oranlarını düşürmenin sonuçları o kadar net olmamaktadır. Bahse konu faaliyetin sonuçlarının sermaye piyasası üzerinde yaratacağı etkiler, piyasadaki beklentilere göre değişmektedir (Güneş, 1990, s.12). Reeskont işlemi, Merkez Bankası’na piyasa üzerinde üç yönlü etkinlik sağlanmaktadır: (Keyder ve Ertunga, 2012, s.83):

1. Borç vermeyi kabul veya reddedebilir (kredi tavanı koyabilir),
2. Krediler üzerine uygulanacak reeskont oranını belirleyebilir, ayrıca, tercihli sektörlere ait karşılık olarak verilen menkul kıymetler için daha düşük bir reeskont oranı saptayabilir.
3. Kabul edilebilir menkul kıymetlerin türünü saptayarak, dolaylı olarak bankaların sektörler arası kredi dağılımını etkileyebilir.

Reeskont oranlarının teorik açıklamalarını örneklendirecek olursak; herhangi bir şekilde bir şirketin elinde 1 yıl vadeli 100 TL nominal değerli bir devlet tahvili olsun. Şirketin likidite sıkışıklığı içinde olduğunu ve elinde bulunan devlet tahvilini vadesinden önce bankaya kırdırıldığını düşünelim. Şirket, vadesinden önce bankaya bu kâğıdı verdiğinde banka, şirkete örneğin 80 TL vermiş olsun. Bu durumda Banka bu devlet tahvilini üzerinde yazılı değere göre yüzde 25 iskonto ederek $[(100-80)/80]$ almış olacaktır. Bu işleme iskonto, burada çıkan yüzde 25 oranındaki faizi de iskonto faizi denilmektedir. Yine benzer bir şekilde, devlet tahvilini alan bankanın nakit sıkıntısı içinde olduğu düşünüldüğünde, bu devlet tahvilini Merkez Bankasını ya aldığı değer üzerinden ya da daha yüksek bir tutardan satabilir. Böyle bir durumda oluşan faize de reeskont faizi denilmektedir.

Reeskont politikası temel olarak iki amaç ile Merkez Bankaları tarafından kullanılmaktadır. Bunlardan ilki, reeskont faizini aracılığı ile, politika faizini etkileyip piyasada faiz oranı ayarlaması yapmaktır. Diğer bir ifade ile, Merkez Bankasının reeskont oranını değiştirmesi neticesinde, bankaların Merkez Bankası aracılığıyla aldığı borçlanma maliyeti değişecek ve dolayısıyla para arzı değişecektir. Diğer amaç ise, reeskont faizini değiştirerek piyasadaki faiz oranını etkilemeye çalışmaktır.

Bu bağlamda, bankalar eğer diğer bankalar nezdinde limitleri var ise borçlanma yoluna gidebilir. Eğer herhangi bir şekilde limitleri yok ve başka bir şekilde de borçlanamıyorlarsa, bankalar daha az kredi verirler ve bunun sonucunda para arzından bir daralma meydana gelir. Diğer bir ifade ile, artan reeskont faiz oranları neticesinde, bankaların pasifleri büyürken varlıklarında bir daralma meydana gelecektir (Lipseý, 1978, s.653).

Sonuç itibariyle, reeskont oranı parasal tabanı, merkez bankası bilançosunu ve piyasa faizlerini etkilediğinden dolayı bir gelişmekte olan ülke tarafından kullanılan geleneksel bir para politikası aracıdır. Ancak ilgili para politikası aracı, tamamen Merkez Bankası kontrolü altında olmadığından ve API kadar etkin ve hızlı olmamasından dolayı popülaritesini ve etkinliğini zaman içinde kaybetmiştir.

2.4.1.3. Disponibilite Oranı

Bankalardaki mevduat ile bu mevduata karşılık bulundurmak zorunda oldukları nakde çevrilebilecek değerler arasındaki ilişkiyi ifade eden disponibilite oranı piyasanın likiditesini etkileyen bir para politikası aracıdır. 2005 yılına kadar zorunlu karşılıklar ile

beraber kullanılan disponibilite oranı, o tarihten sonra yürürlükten kaldırılmıştır (TCMB, Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ, 2005/1).

“Disponibilite uygulaması, bankaların likiditesini düzenleyen ve etkileri açısından zorunlu karşılık uygulamasına benzeyen bir uygulamadır. Bu uygulamayla piyasadaki para arzının kontrolü sağlanmaktadır (Koçyiğit, 2009, s. 32). Örneğin, piyasa faiz oranları satın alınan Devlet İç Borçlanma Senet (DİBS)’lerin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olmaktadır. Böylece bankaların fonlama maliyeti artar. Ters, durumda ise bankaların fonlama maliyetini düşürücü etki yapmaktadır. Sonuç olarak, disponibilite oranı, bankaların likiditesini etkilemekte ve banka bilançosunun aktif yapısını düzenleyen bir araçtır.

Öte yandan, disponibilite oranı piyasalar açısından birtakım dezavantajlara da sahiptir. Bunlardan en önemlisi yukarıda da değindiğimiz üzere bankaların varlık yönetiminde sebep olduğu birtakım olumsuzluklardır. Bununla beraber, finansal piyasalarda DİBS fiyatlamasını ve aracılık faaliyetlerini olumsuz etkileyerek ikincil piyasaların gelişmesine engel olmaktadır.

Bilindiği üzere bankalar ya da banka dışı finansal araçlar, sahip oldukları fonların belli bir kısmını belirlenen tahvil/fonları satın alma konusunda veya merkez bankası kasalarında nakit olarak tutmaları hususunda hükümet (para politikasını yürüten otorite) tarafından zorlanabilmektedir. Merkez Bankası kasalarında nakit tutma uygulaması özellikle para arzının kontrolü üzerinde etkili bir husustur. Benzer şekilde diğer uygulama olan tahvil ya da bonoların oluşturacağı etki ise bunların faiz oranlarına bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Piyasa faiz oranlarının bu ve benzeri aktiflerin faiz oranlarından daha yüksek olması durumunda, normal piyasa faiz oranlarının daha aşağısında bir oran üzerinden bir miktar fon kamuya aktarılmış olmaktadır. Böyle durumlarda finansal kurumlar için fonlama maliyetleri yükselmektedir. Bu durumun tersinde ise, bankaların fonlama maliyetleri azalmaktadır (Önder, 2005, s.63).

Kısaca, disponibilite uygulamaları uygulanma şekline göre değişiklik göstermek üzere hem dolaylı hem de dolaysız araç niteliğindedir. Eğer pasiflerin tamamını içerecek şekilde uygulanıyorsa dolaysız, pasiflerin bir kısmını içine alan şekilde uygulanıyorsa dolaylı araç grubuna girmektedir (Akçay, 1997, s.23).

2.4.2. Doğrudan Para Politikası Araçları

Doğrudan para politikası araçları, Merkez Bankasının para politikası uygulamalarını birtakım yasal düzenlemeler gerçekleştirdiği, ülkeden ülkeye farklılık gösteren uygulamalardır. Bu araçlar ile Merkez Bankaları para politikası uygulamalarını piyasa inisiyatifine bırakmadan doğrudan kullandığı araçlardır (Gray ve Hoggarth, 1996, s.60).

Bu araçlar; faiz oranı kontrolleri, kredi tavanları, farklılaştırılmış reeskont oranları, özel mevduatlar, tüketici ödemelerin kontrolü vb. şeklinde sıralanabilmektedir. Bu araçlardan en sık kullanılanlarına ilişkin detaylı bilgilere bir sonraki bölümde yer verilmiştir.

2.4.2.1. Faiz Oranı Kontrolleri

Bilindiği üzere bankalar belirli bir faiz karşılığında tasarruf sahiplerinden mevduat toplar, yine belirli bir faiz karşılığında nakit ihtiyacı olan işletmelere kredi verip aradaki faiz oranı kadar kar ederler. Burada söz konusu olan kredi ve mevduat faizi ise Merkez Bankasının belirlemiş olduğu tavan ve taban faiz oranları üzerinden belirlenmektedir. Bu bağlamda, Merkez Bankası belirlediği faiz oranları ile kredilerin seyyaliyetini sektörel bazda belirleyip etkin bir kaynak dağılımı yapmaya çalışmaktadır.

Ayrıca, Merkez Bankası gerekli gördüğü hallerde banka özelinde kredi sınırlandırmasına gidebilmektedir. Bu sınırlama, bankaların mevcut kredileri, plasmanı ve sermayesine göre değişebilmektedir. Merkez Bankası bu sınırlama ile bankaların elinde bulunan fonları belirli sektörlere kaydırarak kaynak kullanım etkinliğini artırmaya çalışmaktadır.

Ancak, “bu araç günümüzün gelişmiş ekonomilerinde etkin çalışan modern Merkez Bankacılığı sisteminde artık kullanılmamaktadır. Merkez Bankalarının bu arası kullanmamasının en temel sebepleri ise; Merkez Bankasının kredi piyasasını dengeye getirecek bir faiz oranını belirlemesi hem çok zordur hem de bu piyasada dengede olmayan faiz oranlarının ekonomiye maliyeti çok yüksektir.” (Önder, 2015, s.61).

2.4.2.2. Kredi Tavanı

Kredi tavanı, para yetkisinin ulaşmak istediği hedefler doğrultusunda, finansal kurumların belli bir dönemde açabilecekleri kredi miktarına getirdiği üst sınıra verilen isimdir. Merkez Bankası faiz oranları kontrollerinde olduğu gibi bankalar tarafından

açılacak kredilere bir sınırlama getirebilir ya da belirli bir gruba veya sektöre teşvik amacıyla kredi tavanını yükselterek, kredinin bu sektörlere yönelmesini sağlayabilir (Lipsey, 1984, s.186).

Bankalarca farklı ekonomik faaliyetler için açılacak olan kredilere Merkez Bankası tarafından bazı kısıtlamalar getirilmesi mümkündür. Açılması planlanan kredilerin türlerine ve özelliklerine göre de uygulanacak olan kısıtlamalar değişebilmektedir. Burada önemli olan Merkez Bankası'nın hedeflenen politikanın ne olduğudur. Örneğin, teşvik edilmesi planlanan sektörler için kredi tavanlarının yüksek tutulması potansiyel kredilerin bu sektöre yoğunlaşmasına neden olmaktadır. Kredi tavanı kısıtlamasının bankalar bazında da uygulanması da mümkündür. Belirlenecek olan tavan limitleri, bankaların sermaye miktarlarına, mevcut kredi miktarlarına, kredi ve mevduat verilenlere göre tespit edilmektedir. Bu ve benzeri önlemler; ticari bankaların sahip oldukları fonların birtakım spekülatif faaliyetlere kaymasının önüne geçilmesi açısından önemlidir (Güneş, 1990, s.23, Gayıboy, 2001, s.21).

Bir başka ifade ile belirtmek gerekirse; “ekonomide para arzı kontrol altına alınmak istendiğinde, kredi tavanı yükseltilir. Bu yolla banka sisteminin vereceği kredi miktarının sınırlandırılması amaçlanır. Kredi miktarının sınırlandırılması ile para arzı azaltılmış olur. Buna karşılık para arzı genişletilmek istendiğinde, kredi tavanı aşağıya çekilerek bankaların kredi olanakları artırılır.” (Abdullayev, 2012, s.17)

2.4.2.3. Diğer Doğrudan Para Politikası Araçları

TCMB'nin kullanmış olduğu araçlar genel nitelikten ziyade özel araçlar olarak tanımlanmış olup, belirli bir amaca yöneliktir. Bu araçların bazıları, Merkez Bankası'nın Moral Takviyesi ve Doğrudan İşlemi, Tüketici Kredilerin Kontrolü, Farklılaştırılmış Reeskont Oranı ve Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü olarak sıralanabilir.

2.4.2.3.1. Merkez Bankası'nın Moral Takviyesi ve Doğrudan İşlemi

Merkez Bankaları bazı durumlarda piyasaları yapmış olduğu sözlü müdahaleler ile yönlendirebilmektedir. Herhangi resmi dayanağı olmayan bu uygulamanın bir nevi kurumsal finansal kuruluşları ikna etme politikası olarak görülmektedir.

Bu uygulama ile güven aşıl原因an bankalar ve diğer finansal kuruluşlar kredi arzı konusunda daha ılımlı bir tavır sergileyip kredilerine tavan uygulaması getirmektedir.

Örneğin; yapılan sözlü uygulamalar neticesinde 2016 yılının son çeyreğinde Türkiye de bulunan bankaların konut edinme amacıyla alınan kredi faizlerine uygulanan faiz oranını düşürmesi bu uygulama kapsamında değerlendirilebilir.

2.4.2.3.2. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Merkez Bankası para politikalarını belirlerken kendisine belirli bir enflasyon hedefi koyar ve yılsonunda bu hedefi gerçekleştirmek üzere birtakım önlemler alır. Merkez Bankasının enflasyon hedefini tehdit eden unsurlardan bir tanesi de tüketicilerin kullandığı uzun vadeli ve taksitli kredilerdir. Merkez Bankası özellikle konut kredilerinde ve kredi kartı harcamalarına belirli bir sınırlama getirerek para arzını kontrol etmeye çalışmaktadır.

TCMB'nin bu uygulama kapsamında kredi kartlarına yapılan harcamalarda belirli ürünlere karşı taksit sınırlaması veya belirli ürünlere yönelik olarak (örneğin cep telefonu) taksit sayısını kaldırarak bu ürünlere olan talebi kısıtlamayı amaçladığı görülmektedir.

2.4.2.3.3. Farklılaştırılmış Reeskont Oranı

Farklılaştırılmış Reeskont Oranı; Merkez Bankalarının, ticari bankalara uygulamış olduğu reeskont oranını bankaların öz sermaye, aktif-pasif durumu ve likidite ihtiyacına göre farklı oranda faiz uygulamasıdır (Dinler, 2003, s.422). Bu uygulamadaki temel amaç, ülkenin üretime katkı sağlayan iş kollarına daha fazla kaynak sağlamak olabilir. Türkiye 'de son zamanlarda uygulamaya çalışan ve reel sektöre yönelik olarak KOSGEB aracılığı ile esnafa faizsiz ve masrafsız kredi uygulaması bu çerçevede değerlendirilecektir.

2.4.2.3.4. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Hisse senedi ve tahvil finansal piyasaların en önemli enstrümanları arasındadır ve ülkelerin finansal anlamda piyasa derinliğine ulaşmasında sıklıkla başvurduğu araçlar arasındadır çünkü bu enstrümanlar bir ülkenin finansal piyasalarının derinliği ve ülkenin tasarruf düzeyini önemli ölçüde etkilemektedirler. Ülkenin tasarruf düzeyini etkileyen bu tarz ürünlerin, Merkez Bankaları tarafından alım satımlarında belirli bir kontrole ve sınırlamaya tabi tutulmaları büyük bir öneme sahiptir. Nitekim hisse senedi ve tahvil alımlarında kredi kullanmasına yönelik kontrollerde “kişisel tasarrufların yönetebileceği bazı faaliyet ve alanlar kısıtlanırken, bazıları özendirilebilir.” (Akçay, 2003, s.35)

Çalışmanın bu bölümünde Merkez Bankalarının uygulamış olduğu geleneksel para politikası araçlarına yer verilmiştir. Bu politikalar 2008 yılında yaşanan finansal krize kadar birçok Merkez Bankası tarafından aktif bir şekilde kullanmakta idi. Ancak krizden sonra yaşanan gelişmeler ve Merkez Bankasının önceliklerin değişmesi sonucunda, özellikle gelişmiş ülkeler bir takım sıra dışı politika araçları kullanmaya başlamışlardır. Gelişen ülkelerde uygulamaya konulan yeni araçlar, gelişmekte olan ülkelerin de öncelik ve araçlarında da değişime sebebiyet vermiştir.



BÖLÜM III

PARA POLİTİKASININDA YENİ ARAYIŞLAR

3.1. 2008 Ekonomik Kriz ve Nedenleri

Yaşadığımız çağ hızlı değişimlerin yaşanmaktadır. Özellikle uygulanmaya başlanılan liberal politikalar ile birlikte teknolojik alanda yaşanan gelişmeler ülkeler arasındaki sınırların kalktığı; ülkelerin ekonomik, teknik ve politik açıdan bütünleştiği bir ortamın oluşmasını sağladığı görülmektedir. Bu entegrasyon ve bütünleşmenin en önemli sonuçlarından bir tanesi de bir ülke içerisinde yaşanan herhangi bir gelişmenin, diğer ülkelere de sıçrayıp küresel bir hal duruma dönüşmesidir (Devenow, 1996, s.611). Nitekim 2007 yılının ortalarında ABD ‘de konut piyasalarında başlayıp daha sonra türev ürünler aracılığıyla ile diğer ülkelere sıçrayan ve finansal bir kriz haline dönüşen 2008 ekonomik krizi bu bütünleşme ve serbestleşmenin bir tezahürüdür.

2008 krizi her ne kadar mortgage krizi olarak bilinse de asıl etkisini türev piyasalarında göstererek ayrı bir derinlik ve boyut kazanıp, 21 yy’ın en büyük ekonomik krizlerden biri olarak finans literatüründe yer almıştır. Bu krizin nedenleri arasında “likidite bolluğu ve bunun sonucunda verilen özensiz krediler, aşırı menkul kıymetleştirme, saydamlık eksikliği, derecelendirme kuruluşlarının etkinliğindeki yetersizlik ve düzenleyici ve denetleyici kuruluşların müdahalede gecikmesi olduğu değerlendirilmektedir.” (Kutlu ve Demirci, 2011, s.122).

Krizin ortaya çıkmasındaki en büyük sebeplerden bir tanesi konut piyasalarında özensiz olarak verilen kredilerin geri dönüşlerinde yaşanan aksamalar olmuştur. ABD’de 2000 ve 2001 yılında ekonomide yaşanan olumsuz gelişmelerin sonucunda ülke ekonomisi durgunluk dönemine girmiş ve FED ekonomiyi yeniden canlandırmak amacıyla piyasa faiz oranlarını düşürme eğilimi göstermiştir.

2007 yılında ABD’de başlayan daha sonra tüm dünyayı etkisi altına alan bu krizi anlamak ve FED’in izlediği politikanın nedenlerini ve etkisini görmek için konunun derinine inmek ve ona göre yorum yapmak gerekir. Bu nedenle, kriz sürecinin başlangıcını, dünyayı neden ve nasıl etkisi altında aldığını ve devamında büyümesine sebep olan faktörleri en başından başlayarak inceleyelim. Çalışmamızın bundan sonraki bölümünde bu konulara yer verilecek olup, Türkiye’nin kriz sonrası nasıl bir yol haritası izlediği ve krizi nasıl değerlendirdiği de ele alınacaktır.

“2007 Ağustos ayında ABD’de başlayan kriz piyasaya ve finansal sistemin özünü oluşturan kurumlara ağır ve büyük zararlar veren Büyük Buhrandan sonraki en büyük finansal şok olarak tarihe geçmiştir.” Uluslararası Para Fonu (IMF)’nin ekonomik araştırmalar dergisinde yer alan bu ifadeler, krizin aslında sadece ABD’de değil dünya tarihinde yaşanan en büyük birkaç krizden biri olduğunu ifade etmektedir. George Soros, Joseph Stiglitz gibi ünlü ekonomistler de daha 2008 yılında, krizin finans sektöründen reel sektöre yöneleceğini değerlendirmiş ve krizin meydana çıkacağı aslında 2008 yılında kendini ispatlamıştır.

Türkiye’deki sistemden farklı olarak ABD’de mortgage piyasası adı altında bir piyasa mevcuttur. Türkiye’deki emlakçılık piyasasının kurumsallaşmış hali olan mortgage (taşınmaz mal) piyasasında ev almak isteyenlerle satıcıları bir araya getiren mortgage acentaları, ABD’de özellikle 2000’li yıllarda oldukça popüler hale gelmiştir. Acente ev alacak ve satacak kişileri belirleyip birbirlerine bulmalarına yardım etmekte ayrıca, bankalar ile müşteri arasında bir köprü görevi üstlenmektedir. Mortgage acentalarının rolü bankalar ve kredi talep eden kişiler arasında aracı olmak ve bu aracılık hizmetinden aldığı komisyon ile varlığını sürdürmektir. 2008 krizinin belirleyici rolünü acenteler değil bankalar üstlenmiştir. Bu durum bankaların lehine kısa bir süreliğine aşağıdaki gibi gelişme göstermiştir.

Büyük buhrandan sonra ABD’nin geçirdiği Nokta.com krizi olarak da bilinen bir diğer kriz ise 2000 yılında teknoloji firmalarının aşırı kar etme hırsıyla hareket ederek sebep oldukları bir kriz olarak değerlendirilmektedir. Daha sonra 11 Eylül 2001 saldırısıyla daha çok zarar gören ABD ekonomisini güçlendirmek FED’in görevi olarak görülmüştür. FED’ in o zamanki dönem Başkanı Greenspan, ekonomiyi canlandırmak ve piyasalara rahatlık vermek amacıyla sadece %1 faiz oranıyla hazine bonusu çıkarma kararı vermiştir. Wall Street’te bankaların %1 faiz oranıyla güvenilir olan devlet tahvilini almak istemesi bu tahvillere olan eğilimi artırmıştır. Bankalar için %1 faiz oranı ile bol miktarda devlet tahvili almak kolay borçlanmak ve ucuz kredi imkânına sahip olmak anlamına gelmektedir.

Öte yandan finansalar piyasalarda getirilen birtakım riskli işlemler krizin daha da derinleşmesine katkı sağlamıştır. Bu riskli işlemlerin içerisinde görülen en önemli araç ise kullanılan kaldıraç oranı uygulaması olmuştur. Kısaca belirtmek gerekirse; bankalar, sahip oldukları kaynakları kullanırken kaldıraç oranını uygulamaktadırlar. BDDK’nın 2014 tarihli 28948 sayılı Resmi gazetede yayınlanan Bankaların Kaldıraç Düzeyinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik gereğince kaldıraç oranı ana

sermayenin toplam risk tutarına bölünmesi suretiyle hesaplanmakta ve bu oran esasen bir bankanın ne kadar borç verebileceğini belirleyen bir oran olarak değerlendirilmektedir.

Yüksek kaldıraç oranı bankanın o derece yüksek borç verebileceğini göstermektedir. Bu, ABD’de olduğu gibi ucuz kredi imkânının bollaştığı bir ortamda bankaların dikkatini oldukça çeken bir durum haline gelebilmektedir. O dönemde, Greenspan’ın %1 faiz oranı ile güvenilir olarak bilinen devlet tahvili satması bankaların kaldıraç oranlarını yükseltmeleri için bir fırsat olarak görülmüştür. Bu aşamada bollaşan miktarda ucuz krediye sahip olan bankalar gerçekleştirdikleri faaliyetler sonucu acentelerden kazandıkları müşterileri daha da arttıramaya çalışmışlardır. Böylece ev fiyatları gittikçe yükselerek cazip bir yatırım aracı olarak görülmeye başlanmıştır.

Bankaların başta %1 gibi düşük bir faiz oranıyla kaynak elde edip bu şekilde büyüdüğünü gören yatırım şirketleri de bu cazibeye kapılıp oluşturdukları yeni ürünlerle bankalardan bu kredileri satın almışlardır. Wall Street adıyla da bilinen, Bear Stearns, Lehman Brothers ve Merrill Lynch ve sigorta şirketi olan AIG (American International Group) gibi şirketler bunların başında gelmektedirler. Aynı zamanda krize sebebiyet veren ve sonrasında iflaslarıyla ekonomiye verdikleri zararı daha da katlayan bu firmalar adlarını tarihe mortgage krizi aktörü olarak geçirmişlerdir.

Bu süreçte, mortgage acenteleri ev almak ve satmak isteyenleri buluşturmakta ve bankalara yönlendirmekteydi. Bankalar kredi imkânı sunduktan sonra ipotekli evlerden alacakları bu krediyi yatırım şirketlerine belirli bir ücret karşılığında satmaktaydı. Başta hem ev sahibi olan bireyleri hem de aradaki mortgage acentaları ve bankaları memnun eden bu durum bir süre sonra daha çok kredi verecek kimse kalmayınca düşük gelirli, yüksek riskli, subprime kesim olarak anılan ailelere kredi verme yoluna yönelmiştir.

Ancak düşük gelir, yüksek risk görünümüne sahip aileler kredilerin taksitlerini ödemekte zorlanmaya başladılar. Böylece hem, krediler donuk seyretmeye başladı hem de balonun patlayacağı sinyali veren konut fiyatlarındaki düşüşler ortaya çıkmıştır. 100 TL olan evi %80 borçlanarak alan aileler evin değerinin düşmesiyle %100 ve hatta daha fazla borçlu hale geldiler.

Sistemde borçlular üç gruba ayrılmaktaydı. Bir grup hala kredisini ödeyebilen ve güvenli olarak görülenlerdi. Bunlar kredi derecelendirme kuruluşlarından AAA notu alıyor ve yatırımcı için iyi bir araç olarak görülüyordu. Orta gruptakiler BBB notu alarak hala iyi ve yatırım yapılabilir gösteriliyor. En alt grup ise yüksek riskli olduklarından bankalar tarafından sigortalatılarak CDO (Collateralized Debt Obligation) olarak

adlandırılan teminatlandırılmış borç yükümlülükleri ürününe dönüştürülüyor ve hedge fonlara ya da diğer risk severlere satılıyordu.

Ailelerin krediyi ödemede sıkıntı yaşamamasından ve ev fiyatlarının da gittikçe düşmesinden dolayı 2008 yılında büyük firmaların iflas etmesiyle Mortgage sisteminin çöktüğü görülmüştür. Mortgage sistemiyle ilgili verilen örnekten hareketle finansal istikrar konusunun ne derece önemli olduğu anlaşılmıştır. Bu konunun para politikaları açısından önemli bir gündem olmasıyla birlikte reel sektöründe doğrudan etkilendiği görülmüştür (Schinasi, 2004, s.4).

2008’de ABD’de başlayıp, daha sonra aralarında Türkiye’nin de bulunduğu pek çok ülkeyi etkileyen bu krizle birlikte, “finansal istikrar” kavramının çok daha önemli hale geldiği, bu doğrultuda artık günümüzde Merkez Bankalarının stratejik hedeflerinden birinin de finansal istikrar olduğu görülmektedir.

3.2. Finansal İstikrar Kavramı

Merkez Bankalarının kuruluş gayesi tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de belirli amaçlara hizmet etmektir. Bu amaçlar ve amaçlara ulaşmak için kullanılan yol ve yöntemler, her ülkede farklılık gösterebileceği gibi, nihai hedef; ekonomik istikrarı sağlamak ve ülkenin para politikasını, belirlenmiş hedefler doğrultusunda bağımsız şekilde yönetmektir. (Eijffinger ve Eric, 1992, s.15). Bu nedenledir ki, Merkez Bankaları ülkesinin içinde bulunduğu ekonomik duruma göre para politikasındaki gücünü kullanarak çeşitli yol haritaları çizer. Ülkenin sosyo-ekonomik durumu, siyasal baskılar ve yaşanan krizler bu politikaların belirlenmesinde etkin rol oynar. 2008 yılında ABD’de başlayıp tüm dünyaya yayılan ve global kriz haline gelen Mortgage krizi de ülkelerin politikalarını gözden geçirmelerine neden olan büyük krizlerden biridir.

2008 krizinin neden olduğu yüksek borçlanma oranı ve kısa vadeli sermaye giriş-çıkışları arasındaki keskin ve büyük fark, Türkiye finans piyasasında olumsuz etkilere neden olmuş ve nihai hedef olan fiyat istikrarına doğrudan zarar vermeye başlamıştır. 2009 yılında tüm dünyada etkisini gittikçe göstermeye başlayan Mortgage krizi, Türkiye’de de uzun yıllar kullanılan fiyat istikrarı anlayışını değiştirmeye başlamış, 2010 yılında fiyat istikrarına paralel olarak finansal istikrarı da içine alan yeni bir politika tasarlanmış, asimetrik faiz koridoru ve likidite yönetimi bileşenlerinden oluşan yeni bir kavram ortaya çıkmıştır. Bunun sonucu olarak, TCMB, 2010 yılından itibaren fiyat

istikrarı hedefini destekleyici olarak makro finansal riskleri kapsayan finansal istikrar hedeflemesini nihai amaç olarak benimsemeye başlamıştır.

Finansal istikrar kavramının çok boyutlu bir yapıya sahip olması nedeniyle, ekonomi literatüründe üzerinde görüş birliğine varılan bir tanım bulunmamaktadır. Finansal sistemin çok boyutlu olması ve ülkeler arasında farklılık göstermesi söz konusu tanımı güçleştirmektedir. (Keskin, 2018, s. 162). Net bir tanım olmamakla beraber, finansal istikrar ile ilgili olarak Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin bu kavrama yönelik tanımı şu şekildedir; “finansal istikrar, sistematik risklerin önlenebildiği durumdur. Sistematik risk ise, finansal sistemi oluşturulan finansal ürün ve hizmetlerin ekonomik gelişme ve refah düzeyi üzerinde kötü etki yaratma ihtimalidir.” Bir diğer deyişle; finansal istikrar makroekonomik değişkenler üzerindeki riskleri ve piyasada yaşanan şokları ölçülü bir şekilde idare etmek ve bu ölçüyü mümkün olduğu kadar dengeli tutmak anlamına gelmektedir (Schinasi, 2004, s.5). Bu kavramı anlamak ve Türkiye'deki durumunu görmek için öncelikle finans piyasalarını ve piyasayı oluşturan unsurların neler olduğunu görmemiz gerekiyor.

Finans sistemi yatırımcıları ve borç talep edenleri bir araya getiren ve bu aracılık işlemi ile varlığını sürdüren kurumlardan oluşan bir mekanizmadır. Finans piyasasının en önemli aktörü bankalar olup, bunlar belirli bir ücret karşılığında fon arz ve talep edenleri bir araya getiren, finansal hizmet akışını sağlayan kurumlardır. Finansal sistem ise fon arz ve talebinin olduğu mekanizma anlamına gelip, çeşitli enstrümanların alım satımının yapıldığı yer olarak tanımlanabilir. Merkez Bankaları da bu sistem içinde kontrolör görevi yapan ve ülkenin ekonomisine yön vermek için sistemin düzenini sağlayan kurumlardır (Capie, Goodhart ve Schnadt, 2003). Finans piyasaları, yoğunlukla gelişmiş veya gelişmekte olan ekonomilerde, sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde etkin bir şekilde çalışır. Bu nedenle, finansal istikrar sağlamayı hedefleyen bir ülke sermaye giriş çıkışı konusunda sorun yaşamayan, dışa açık bir ekonomi ile varlığını sürdüren bir ülke olarak değerlendirilmelidir.

Dünya tarihinde, her yeni kriz mevcut sistemin sorgulanmasına ve yeni bir anlayışın benimsenmesine yol açmıştır. 1970'li yıllarda petrol krizi olarak baş gösteren ve batı ülkelerde stagfasyona (durgunluk içinde enflasyon) neden olan krizler, 1980'li yıllarda neo-liberal iktisat politikalarının benimsenmesine sebep olmuştur. Bu iktisat anlayışı çerçevesinde, “bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler” ilkesi ile doğrudan sermaye yatırımlarına izin verilmesi ekonomilerde küreselleşme kavramını ortaya çıkarmaya başlamış, ülkelerin dışa açık ekonomi stratejisine yöneldikleri görülmüştür.

Sermaye akımlarının rahatlıkla yapıldığı bu sistemde bir yerde başlayan kriz doğal olarak başka bir ülkeye de etki etmeye başlamış ve bu şekilde küresel ekonomik düzen oluşmuştur. 2008 yılında ABD’de başlayan kriz de bu anlayış gereği tüm dünyada etkisini sert bir şekilde göstererek mevcut sistemin sorgulanmasına sebep olmuştur.

2008 yılına kadar Türkiye’de fiyat istikrarının sağlanması, finansal istikrarında beraberinde kontrol edilebildiği anlamına gelmekteydi. Ancak, kriz ile birlikte Türkiye’ye kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin artması, faiz oranlarının diğer piyasalara göre cazip görülmesi bir yandan ülke ekonomisi için iyi gibi dursa da Türkiye’nin uzun yıllar sorun olarak uğraştığı cari dengesi üzerinde olumsuz etkilere neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişlerinin neden olduğu artan dış borçlanma, kur dalgalanmaları ile birlikte cari dengeye ciddi zararlar vermeye başlamıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerindeki bu artış içeride faiz oranlarının düşmesine neden olmuş, düşen faiz oranları da iç talebi artırmaya başlamıştır. Talepteki bu artış, varlık fiyatlarında balonlara ve risklerin artmasına sebebiyet vermiştir. Böylece, Merkez Bankasının fiyat istikrarının sağlandığı ortamda finansal istikrar da sağlanmış olur düşüncesi değişmiş, fiyat istikrarının beraberinde finansal istikrarı da gözeten politikalar benimseme yoluna girilmiştir (Başçı, ve Kara, 2011, s.14).

Finansal istikrarın sağlanamadığı bir ekonomide makroekonomik riskler ortaya çıktığı bilinir (Schinasi, 2004, s.11). Bu riskler, piyasa riski olarak da anılan kur ve faiz oranı riski olarak sayılabilir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin varlık fiyatlarında oluşturduğu riskin alt başlığı olan bu risklere örnek vermek gerekirse, bir bankanın yabancı para cinsinden yükümlülükleri varlıklarından fazla olduğunda açık pozisyon almış demektir. Bu da döviz kurundaki ani iniş çıkışlarda yani 2008 krizinden sonra olduğu gibi ani dalgalanmalarda bilançoya ciddi zararlar vermektedir. Döviz kurlarının artmasında durumunda yükümlülüğü varlığından fazla olan banka daha büyük bir borç altına girecek ve döviz riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Diğer taraftan, ani düşüşlerde döviz varlıkları yükümlülüklerinden fazla olan bir banka elindeki varlıkların değerini yitirmiş olacak yine döviz riskine maruz kalacaktır. 2008 krizi sonrasında TL’nin dolar karşısında değerlenmesi ve ülkenin döviz rezervinin değersizleşmesi döviz riski olarak tanımlanmakta buda finansal istikrarın bozulması anlamına gelmektedir (TCMB, 2015, s.9).

Faiz riskinde ise, kısa vadeli sermaye akışının etkisiyle cazip hale gelen Türkiye’deki faiz oranları, iç talebinde etkisiyle yükselmeye ve hane halkı yatırımının azalmasına, tüketiminin artmasına sebebiyet vermiştir. Hane halkının kaldıraç oranının

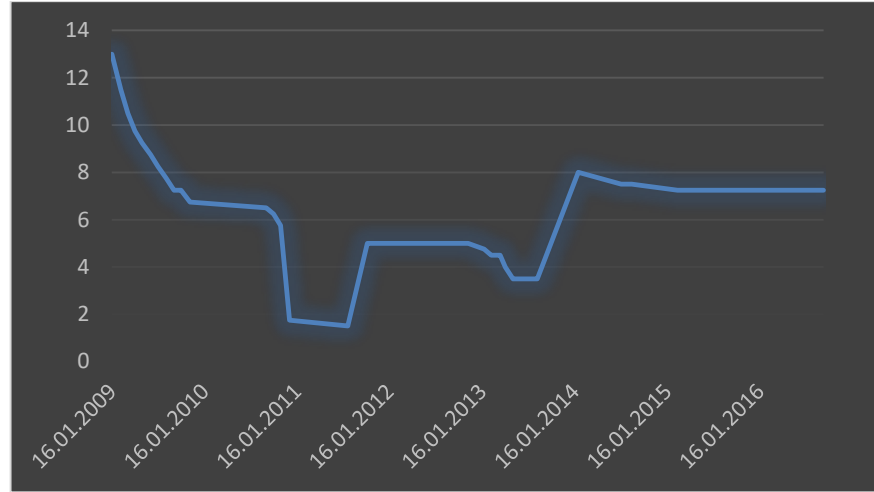
(yükümlülük/varlık) artması ile faiz oranlarında aşırı dalgalanmalar başlamıştır. Bu dalgalanmalar, bankanın varlık yapısına zarar vermekle birlikte piyasada faiz riski oluşmasına sebep olmuştur. Varlık yapısının bozulması ve faiz oranlarındaki hareketler finansal istikrara doğrudan zarar vermiş ve Merkez Bankalarının önlem alması için uyarı niteliğinde olduğu görülmüştür.

Krizden çıkardığı derslerle, fiyat istikrarı hedefine finansal istikrar hedefini de dâhil eden Merkez Bankası, iki bağlantılı hedefi bir arada yürütmek amacıyla risklere ve dış şoklara karşı makro ihtiyati önlemler aldığı anlaşılmıştır. 2008 yılında artan kısa vadeli sermaye girişleri ile varlık fiyatları üzerinde oluşan kur ve vade riskine karşı, Merkez Bankası 2010 yılında finansal istikrarı hedef alan “çıkış stratejisi” isimli yeni politikasıyla, kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatma yönünde politika izlenmeye başlanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal istikrara zarar vermesini önlemek için üretilen bu yeni politika çerçevesinde politika faiz oranını düşürmeye, zorunlu karşılık oranları ile ilgili düzenlemeler yapmaya ve faiz koridorunu genişletmeye gidildiği görülmektedir.

Bu araçların asıl amacı, Merkez Bankasının yeni hedefi olan fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrar hedeflemesini benimsemiş olmasıdır. Bu bölümde yapılan açıklamalar sayesinde literatürdeki finansal istikrar kavramı ve çerçevesi çizilmiş olmaktadır. Bir sonraki bölümde ise Türkiye’nin finansal istikrar politikasını hedefledikten sonraki döneme ait analiz ve değerlendirmelere yer verilmektedir.

3.2.1. Finansal İstikrar Hedefi Sonrası Türkiye

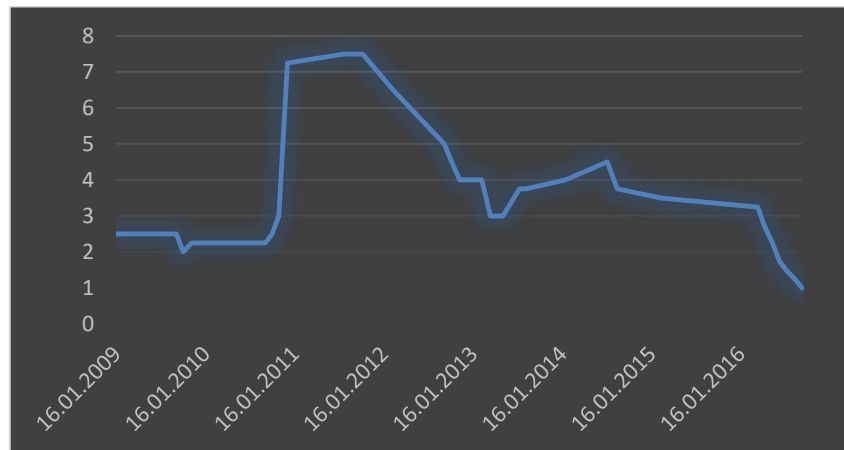
2008 krizinin neden olduğu kısa vadeli sermaye girişlerindeki artış ve kredi genişlemesi sonrasında TCMB krizin etkilerini hafifletmek amacıyla çeşitli önlemler almış ve alınan bu önlemler 2015 yılına gelindiğinde sonuçlarını göstermeye başlamıştır. Finansal istikrarı nihai hedef olan fiyat istikrarı ile birlikte yürütme kararından sonra, politika faiz oranı düşürülmüştür. Şekil 1.’ de görüldüğü gibi politika faiz oranları 2009 yılından itibaren keskin bir düşüş gerçekleştirmiş, %13 olan gecelik borçlanma faizi 2011 yılına gelindiğinde %1,5 seviyelerini indiği görülmektedir.



Şekil 1. Politika faiz oranı- TCMB gecelik borçlanma

Kaynak: TCMB verilerinden hareketle tarafımızca oluşturulmuştur.

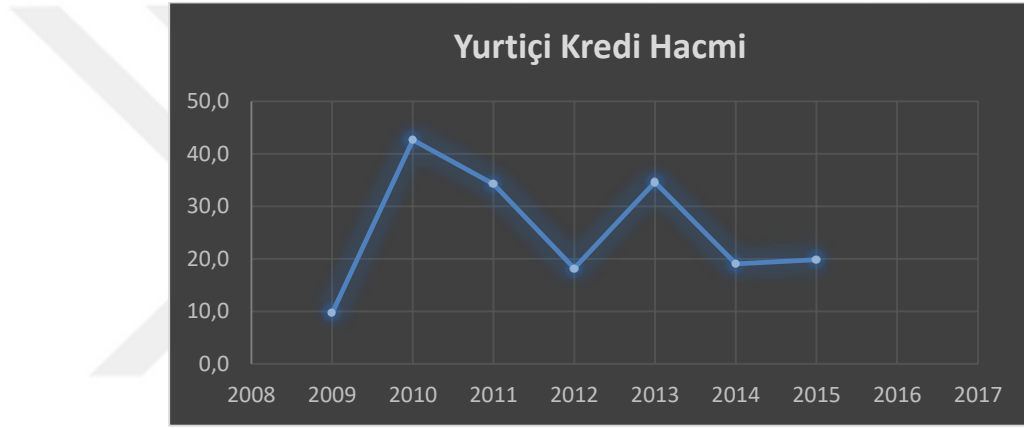
Yeni finansal istikrar politikası çerçevesinde düşürülen gecelik faiz oranının amacı bankaların kur dalgalanmalarına ve aktif yapısının bozulmasına engel olmaktır. Bununla birlikte borç verme faizi artırılmış, koridor genişletilmiş ve kredi genişlemesini ve oluşmak üzere olan aşırı tüketim balonunu durdurmak hedeflenmiştir. Faiz koridorunun genişletilmesi, borç alma oranı düşerken borç verme oranının artması, Merkez Bankasının “çıkış stratejisi” yönünde yaptığı en önemli hamle olmakla birlikte finansal istikrarı tehdit eden kur ve faiz dalgalanmalarının etkilerini bir nebze olsun azaltmış bulunmaktadır. Şekil 2.’de görüldüğü üzere koridorun genişlemesi 2011 yılına kadar sürmüştür.



Şekil 2. Faiz koridoru

Kaynak: TCMB verilerinden hareketle tarafımızca oluşturulmuştur.

Düşük politika faiz oranı olarak adlandırılan bu strateji hanehalkının aşırı tüketimden vazgeçmesine, tasarrufların artmasına aşırı kredi genişlemesinin kontrol altına alınmasına yardımcı olmuştur. Böylece, 2011 yılı sonlarında Türkiye'nin küresel şoklara karşı hassasiyetinin azalması ve finansal istikrarın korunması için yapılan bu çalışmalar amacına ulaşmış, Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla krizin etkilerini hafifletmeyi başarmıştır. Merkez bankasının başta borçlanma faizini düşürerek hedeflediği kredi genişlemesini yavaşlama stratejisi Şekil 3. 'deki bankaların yurtiçi krediler toplamı tablosunda da açıkça görülmektedir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin neden olduğu faiz riskinin etkisini azaltmak için borçlanma faizini düşürerek 2 yıl içinde kredi hacmi yarı yarıya azaltılabilmektedir.



Şekil 3. Yurtiçi kredi hacmi

Kaynak: TCMB verilerinden hareketle tarafımızca oluşturulmuştur.

Finansal istikrara karar veren ve bunun için kendine politikalar belirleyen TCMB 2015 yılı ortalarına geldiğinde artık aşırı kredi genişlemesinin durduğunun, küresel belirsizliğin azaldığının farkına vararak yeni yol haritası yayınlamış ve geniş faiz koridoruna ihtiyacın azaldığını düşünerek sadeleşme politikasına yönelmeye karar vermiştir. Bunun bir diğer anlamı, finansal istikrar için gereken zeminin oluşturulmasından sonra istikrarlı duruşu muhafaza etmek amacıyla çalışmalarına devam eden Merkez Bankasının bundan sonra yapacağı en önemli konu bu amaçlar doğrultusunda hareket etmektir. Bunun için sonraki bölümlerde çalışmamızın asıl konusunu oluşturan gelişmiş ülkelerin kullandığı ülkemiz için geleneksel olmayan para politikası araçları ve bunların nihai hedef üzerindeki etkileri incelenecektir. Ancak

öncesinde bu zamana kadar kullanılan geleneksel para politikası araçlarının yetersizliği ve değişmesi gerektiği ele alınacaktır.

3.3. Makro İhtiyati Politikalar

2008 yılında yaşanan küresel finans krizi, fiyat istikrarına dayalı geleneksel makroekonomi politikaları açısından bir dönüm noktası olarak kabul edilmiştir. Kriz nedeniyle ortaya çıkabilecek sistematik risklerin önlenmesi ve finans sisteminde yaşanan olumsuz gelişmelerin etkisinin asgari düzeye indirilmesi amacıyla bir takım yeni politika arayışlarına girildiği görülmektedir.

Bu bağlamda, “makro ihtiyati politikalar, kriz sonrasında sıkça tartışılan bir konu olan para politikalarının sisteme makro açıdan bakma sorununu giderme konusunda etkili bir unsur olarak görülmüştür.” (Eşsiz, 2017, s.37) Ekonomistler arasında makro ihtiyati politikaların ne olduğu hakkında bir görüş birliği sağlanmasa da, kısaca makro ihtiyati politikalar, yaşanan küresel kriz sonrası piyasalarda yaşanan kalıcı tahrifat ve yıkıcı etkilerine karşın alınan proaktif önlem ve düzenlemelerin hayata geçirilmesidir.

Makro ihtiyati politikalar, sistematik riskin etkilerinin en aza indirilmesi ve bu çerçevede oluşabilecek finansal krizlerin engellenmesi, yaşanan sermaye artışları neticesinde oluşan finansal oynaklıkların en aza indirgenmesi amacıyla uygulanan kuralları bütünüdür. İlaveten, makro ihtiyati politikalar “finansal derinleşmenin daha sürdürülebilir daha yavaş, olması ile beraber Finansal istikrarı korumayı hedeflemiştir.” (Eroğlu ve Kara, 2017, s.64).

Söz konusu tanımdan hareketle sistematik riskin ve finansal istikrarın tanımının yapılması konunun daha net anlaşılmasını sağlayacaktır. Sistematik risk “finansal sistemde yaşanan sorunlar nedeniyle, finansal aracılık faaliyetlerinin büyük oranda kesintiye uğraması ve reel ekonomide yıkıcı sonuçların ortaya çıkması riskidir.” (İlhan, 2015, s.67) Yavaş yavaş ilerleyebileceği gibi aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkabilen sistematik riskin nasıl önlenebileceği konusunda henüz bir görüş birliği sağlanamamıştır. Sistematik risk doğrudan kredi-borç ilişkisi, borsa, finansal varlık fiyatları ve ödemeler sistemi üzerinde etki göstermektedir.

Finansal istikrar kavramı ekonomide artan likidite ve bunun sonucunda ortaya çıkan sermaye hareketliliğinin finansal piyasalar üzerinde oluşturduğu makroekonomik sonuçlar sonrası ortaya çıkan bir kavramdır. Kısaca tanımlamak gerekirse; “finansal sistemin hem zamanlar, hem de mekânlar arasında ekonomik kaynakların etkin tahsisini

gerçekleştirebilmesi, sosyal refah, ekonomik büyüme, servet birikimi gibi diğer ekonomik süreçlerin etkinliğini kolaylaştırabilmesi, finansal riskleri değerlendirebilme, fiyatlama, dağıtma ve yönetme gücüne sahip olması ve kendi kendini düzelteren mekanizmalar vasıtasıyla dış şok veya dengesizlik durumlarında sahip olduğu temel fonksiyonların işlerliğini sürdürebilmesi” olarak tanımlanmıştır (Schinasi, 2004, s.8).

Bu temel çerçevede makro ihtiyati politikaların üç hedefi bulunmaktadır (TCMB, 2014, s.2):

- Sistematik şoklara karşı tampon oluşturarak şokların etkisini azaltmak, finans sistemini sistematik şoklardan korumak ve ekonomiye kredi akışının sürmesi sağlamak,
- Kredi ve varlık fiyatları arasındaki çevrimsel döngüyü azaltmak, yoğun kaldıraç kullanımını sınırlamak ve sürdürebilir olmayan kaynaklardan fonlamayı kısma yoluyla zaman içinde oluşabilecek sistematik kırılganlıkları engellemek,
- Finans sisteminde birbirine bağımlılıktan ortaya çıkabilecek kırılganlıkları kontrol etmek ve iflas etmesine izin verilmeyecek kilit kuruluşları belirlemek.

Bununla beraber, yukarıda belirtilen hedeflerin yanında, her ülkenin yaşamış olduğu finansal baskı ve krizler, ülkelerin makro ihtiyati politikalar konusunda alması gereken önlemleri değiştirmiştir. Nitekim IMF her ülkenin kendi ekonomik ve finansal durumunu, döviz kuru rejimini ve ani şoklara karşı kırılganlıklarını göz önünde bulundurarak kendisi için en etkili ve verimli aracın kullanmasını tavsiye etmektedir.

Yine IMF tarafından “krizden önce ve sonra gelişen piyasa ekonomilerinin, gelişmiş ekonomilere göre makro ihtiyari politikaları daha geniş ölçüde kullanmış olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca makro ihtiyari politikaların, diğer iktisat politikalarıyla karşılaştırıldığında önemli üstünlüklere sahip olduğunun gözlenmiştir. Bu bağlamda, örneğin; ihtiyat politikaları, para politikası araçlarına göre daha az keskin ve maliye politikalarına göre daha esnektir. Ülke otoriteleri küçük çaptaki ekonomik bozulmalara karşı daha yalın, etkin ve basit olduğu için bu politikaları tercih ettiklerini dile getirmektedirler (Lim, 201 s.9).

Unutulmaması gereken en önemli nokta ise söz konusu amaçların gerçekleştirilmesinde uygulanacak olan yöntem ve belirlenen amaçlara ulaşabilmek için Merkez Bankalarının kullanacağı araç çeşitliliğidir. Klasik para politikası araçlarının

aksine, temel amacı sistematik risklerin önlenmesi ve finansal istikrarın sağlanması olan makro ihtiyatı politikaların belirlemiş olduğu çoklu araç seçimidir.

Söz konusu araçları TCMB iki ana grupta toplamıştır:

Bunlardan ilki, tanımlama ve izleme araçlarıdır. Söz konusu araç kapsamında Türkiye'nin maruz kaldığı sistematik riskler bir araç seti tarafından belirlenip, tanımlanır ve önceliklendirilir. Söz konusu araç kapsamında oluşturulan araç seti risklerin zaman ve kesit boyutunu ortaya koyarak sayısal bir bulgu oluşturmakta ve uygulanacak olan politikalar için yol gösterici olacaktır. Bu kapsamda kullanılan başlıca ekonomik indikatörler, kredi/GSYH oranı, likidite düzeyi, vade uyumsuzluğu ve kur riskidir.

Diğer araç ise, operasyonel araçlardır. Maruz kalınan sistematik risklerin tanımlanmasından sonra, söz konusu risklerin önlenmesi veya en aza indirgenmesi için kullanılan araçlar kümesidir. Bu bağlamda başvuru en sık makro ihtiyatı politikalar, özellikle gayrimenkul sektöründe hızlı kredi büyümesini önlemek amacıyla uygulanan Kredi-değer ve borç-gelir limiti, firmaların yabancı para ile borçlanma üst sınırlarının belirlenmesi, sektörel bazda sermaye yeterliliklerinin getirilmesi ve geleneksel olmayan para politikası araçlarının (Rezerv Opsiyon Mekanizması, Faiz Koridoru vs.) bu amaçla kullanılması şeklinde sıralanabilir.

Makro ihtiyatı politikaların hedeflere ulaşmasında uygulanacak olan ülke ekonomisinin yapısı, maruz kalınan şok ve risklerin mahiyeti belirleyici bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre gelişmekte olan ülkelerde özellikle likidite riskinin ön plana çıktığı gözlenmektedir. Söz konusu likidite riskinin önlenmesi için, gelişmekte olan ülkelerin kredi sınırlamaları getirerek olası etkileri bertaraf ettiği görülmektedir. Bununla beraber, sabit döviz kuru benimseyen ülkeler için ise, döviz kuru rejiminin faiz politikası üzerinde daha çok etkilendiği ve bu bağlamda YP türü borçlanmanın önüne geçebilmek için birtakım sınırlamalar getirebilmektedir.

Söz konusu makro ihtiyatı politikaların başarıya ulaşması için çoklu araç setinin kullanılması ve hedef odaklı olarak uygulanması gerekmektedir. Aynı zamanda, söz konusu araçların nominal çıpa gibi belirli bir kurala bağlı olarak değil de tedbir olarak kullanılması ve uygulanan makroekonomik politikaya göre ayarlanmasının daha etkin olduğular tarafından ortaya atılmıştır.

Sonuç olarak, makro ihtiyatı politikaların uygulanması sonucunda sistematik risklerin azaltılması, bu kapsamda ortaya konulan düzenlemelerin ve önlemlerin makroekonomi üzerinde olumlu etkisini göstermesi, söz konusu araçların daha sık kullanılmasına zemin hazırlamıştır. Ancak unutulmaması gereken en önemli unsur ise,

söz konusu makro ihtiyatı politika araçlarının tamamlayıcı bir rol üstlenmesidir. Bu nedenle, makro ihtiyatı politikaların genel çerçevesi belirlenirken diğer politikalarla koordinasyon sağlanması büyük bir öneme haizdir. (Eşsiz, 2017, s.59), (Şentürk, Kayhan, ve Bayat, 2016, s.147). Kısaca söz konusu politikaların hâlihazırda mevcut olan politikalarla uyumlu hale getirilerek bütüncül bir şekilde ve uygulanan ekonominin kendine has dinamikleri çerçevesinde uygulanması gerekmektedir.

3.4. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Krizden önce temel amacı fiyat istikrarı olan gelişmiş ülke Merkez Bankaları elinde bulunan kısa vadeli faiz oranını kullanarak ekonomiyi kredi, varlık ve beklentiler kanalı ile etkilemeye çalışarak piyasaları tekrardan canlandırmaya çalışmışlardır.

Ancak krizden sonra fiyat istikrarını elde etmenin aynı anda finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığı Merkez Bankaları tarafından anlaşılmıştır. Dolayısıyla, Merkez Bankaları finansal istikrar üzerinde öncekinden daha çok odaklanma eğilimine girmişlerdir. Sonuç itibarıyla, Merkez Bankaları finansal istikrar hedefini fiyat istikrarı, çıktı ve döviz kuru istikrarı hedeflerine ek olarak bir diğer hedef olarak göz önünde tutmaya başlayarak, uygulanacak olan para politikasında paranın optimizasyonu koşulunu öncelikli hale getirmeye başlamışlardır.

Bununla birlikte, 2008 yılında yaşanan finansal krizin ardından tüm dünyada para politikasında bir değişim süreci yaşanmıştır. Gelişmiş ülke Merkez Bankaları niteliksel genişlemenin ardından niceliksel genişlemeye geçerken, gelişmekte olan ülkelerin Merkez Bankaları da geleneksel olan para politikası araçlarını terk ederek, yeni arayışlara yönelmişlerdir.

Gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan gevşek para politikaları neticesinde artan likidite ve sermaye üzerinden yaşanan değişimlere neticesinde, gelişmekte olan ülkeler daha esnek ve yeni araçlara yönelmişlerdir. Burada üzerinde durulması gereken en önemli husus ise; krizden önce “tek faiz” araç olurken, kriz sonrası sermaye piyasalarında yaşanan likidite bolluğu ve oynaklık neticesinde tek araç yerine “birden fazla para politikası aracı” devreye girerek, “çoklu araç, çoklu amaç” politikası gündeme gelmiştir.

Burada üzerinde durulması gerek konu ise “çoklu araç ve çoklu amaç” politikasının ne anlama geldiğidir. Çoklu araç ile kast edilen, kriz öncesi Merkez Bankalarının elinde olan “faiz” aracı yerine birden fazla aracın kullanılmasıdır. Bunlar miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz koridoru ve makro ihtiyatı tedbirler olarak

sıralanabilir. Çoklu amaç ile izlenen temel politika ise Merkez Bankalarının temel amaçları fiyat istikrarını sağlamak ve bu istikrarı sürdürmesinin yanında giderek öneminin artması nedeniyle finansal istikrarın da gözetilmesidir.(Gertler ve Karadi, 2011, s. 18).

Belirtilen bu hedefler ve ekonomik yapı neticesinde Merkez Bankalarının uygulamaya koyduğu geleneksel para politikası araçlarının yetersiz kaldığı görülmüştür. Bu olay neticesinde, Merkez Bankaları daha önce denenmiş yeni araçlar kullanarak piyasalara ve ekonomiye yön vermeye çalışmışlardır.

Çok geniş bir yelpazede çeşitli araç ve önlemler paketini kapsayan geleneksel olmayan para politikası araçları genellikle 5 ana başlık altında sınıflandırılmaktadır. Bu kapsamda ilgili araçlar ve bu araçları etkin olarak kullanan bazı ülke örnekleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3

Geleneksel Para Politikası Araçları ve Ülke Uygulamaları

Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları	Politikanın Uygulandığı Gelişmiş Ülkeler	Politikanın Uygulandığı Gelişmekte Olan Ülkeler
1-Miktarsal Genişleme	ABD, İngiltere Japonya, Avrupa Ülkeleri	
2-Kredi Genişlemesi	ABD, İngiltere, Japonya	Rusya, Türkiye
3- Faiz Taahhüdü Politikası	ABD, Avrupa Ülkeleri	Türkiye, Rusya
4-Zorunlu Karşılıklar Politikası	ABD, İngiltere, Japonya	Türkiye, Brezilya, Rusya
5-Faiz Koridoru	Finlandiya	Türkiye, Çin, Brezilya

Kaynak: Literatür taraması sonucu tarafımızca oluşturulmuştur.

Çalışmamızın bundan sonraki kısmında sırasıyla miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü politikası, zorunlu karşılıklar politikası ve faiz koridoru araçlarının teorik ve kavramsal açıklamalarına yer verilecek olup, ilerleyen bölümlerde uygulamaya konulan araçlarla ilgili olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler baz alınarak, ilgili politikalarının etkinliği ve verimliliği analiz edilecektir.

3.4.1. Miktersal Genişleme

2008 yılında yaşanan finansal ekonomik krizi sonrası, merkez bankaları politika faizlerini düşürmeye ve likidite sıkıntısı içinde olan bankalara kredi kullandırmaya başlayarak krizi önlemeyi hedeflemişlerdir. Ancak politika faizinin sıfıra doğru gitmesi neticesinde; merkez bankaları “daha önce görülmemiş boyutta standart dışı politika araçları kullanmaya başlamışlardır.” (Öz, 2015, s.1) Bu standart dışı olarak tanımlanan politika araçları içerisinde gelişmiş ülkeler tarafından en çok tercih edilen ise QE (quantitative easing) olarak bilinen miktersal genişlemedir. Bunlara ilaveten söz konusu süreç varlık alımları ile de desteklenmeye çalışılmıştır (Emirkadı, 2017, s.468).

Kısaca değinmek gerekirse geleneksel olmayan bir para politikası aracı olan miktersal genişleme “geleneksel olmayan para politikası araçları içerisinde yer alan açık piyasa işlemlerinin çok büyük miktarlarda uygulanması olarak tanımlanmaktadır.” (Eğilmez, 2016, s.220). Bununla beraber bu politika aracı ile merkez bankaları “bankalardan ve finansal kurumlardan önemli miktarda varlık alarak hem bilançosunu hem de parasal tabanını genişletmektedir.” (Peersman, 2013, s.8).

Bu uygulamanın açık piyasa işlemlerinden en önemli farklarından biri bilanço büyüklüğü olarak bilinen nicelik farklılık, diğeri ise merkez bankalarının bilanço kompozisyonu değiştiren niteliksel farklılıktır. Miktersal genişlemenin işleyiş sürecinde; FED öncelikle piyasaya yeteri miktarda para enjekte eder. Daha sonra hazine bonolarını açık piyasa işlemlerinde satın alarak hükümete yardım planlarında kullanabileceği nakdi sağlar. Bununla birlikte bankaların bilançolarında yer alan sorunlu varlıkları ve bankaların hisse senetlerini nakit karşılığı satın alır. Bu işlemi yapmasındaki temel saik bankaların ve hükümetin likiditesini güçlendirmektir. Bu süreç sonucunda likiditesi güçlenen bankalar tekrardan kredi vermeye başlayacak, müşterilerin harcaması yeniden artacak ve bunun sonucunda artan talep ile beraber ekonominin iyiye gideceği öngörülmektedir.

Bu uygulamanın hükümet ve bankaların likiditesini güçlendirmesinin yanı sıra; özel sektör yatırımcılarına ve bu sayede özel sektör firmalarına da olumlu etkilerinin olduğu söylenebilir. Kısaca durumu özetlemek gerekirse “varlık satın alımları neticesinde, özel sektör yatırımcılarına kendi varlıklarını satabileceklerinin güvencesini vermekte, piyasadaki likidite ile ilgili endişeleri azaltmakta ve ticari aktiviteyi hızlandırmaktadır. Bu olay sonucunda, firmaların doğrudan sermaye piyasalarından borçlanması kolaylaşmaktadır. Yeni finansman kaynakları da firmalara yeni yatırımlar

yapmaları için imkân tanımakta ki, bu da toplam harcamayı etkilemektedir.” (Vural, 2013, s.23)

Bu standart dışı politikaları başta FED, BoJ, ECB uygulamaya başladır. Bu ülkelerde uygulanan bu politika aracının tarihsel gelişimini, ülke ekonomisi içerisinde etkili olup olmadığı çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde incelenmektedir.

3.4.2. Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi aracı, Merkez Bankalarının piyasalara bankalar aracılığı ve krediler kanalıyla yön vermektir. Bu araç, ülkelerin ekonomik ve sosyolojik yapılarından dolayı, ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Bu sebepten dolayı, literatürde kredi genişlemesi ile ilgili net bir tanım bulunmamaktadır. Kısaca tanımlamak gerekirse kredi genişlemesi “menkul kıymetlerin, anonim şirket borç senetlerinin ya da varlığa dayalı menkul kıymetlerin, daralan likidite ve dağılım sorununu çözmek amacıyla belirli piyasalardan doğrudan satın alınması ile uygulanmaktadır.” (Perrera, 2010, s.19)

Başka bir ifade ile, bu politika aracında Merkez Bankaları, şirketlerin bilançosunda yer alan likidite değeri düşük ve uzun vadeli tahvilleri alarak yerine likiditesi yüksek ve kısa vadeli tahviller vererek piyasaları ve şirketleri fonlamaktadır. Daha önce değindiğimiz üzere, miktarsal genişleme uygulaması bilançonun miktarı yani boyutu ile ilgili iken, kredi genişlemesi ise bilançonun vade ve yapısı ile ilgilidir.

Buradaki temel amaç ise, likidite sıkışıklığı içerisinde olan şirket veya bankalara elinde bulundurulan ve “toksit” olarak adlandırılan tahvil, varlığa dayalı menkul kıymet ve benzeri kâğıtların likiditesi ve değerliliğini artırmak ve kredi risk primini azaltarak, şirket ve bankalara fon yaratıp ekonominin büyümeye ve finansal kurumlarının işlevliğine katkı sağlamaktır. Özetle belirtmek gerekirse; bu aracı, Merkez Bankaları piyasaya kısa vadeli devlet tahvili sürmekte karşılığında ise, ilgili kuruluşlardan aynı vadede özel sektör tahvili veya senedi almaktadır. Başka bir ifade ile Merkez Bankaları piyasada bulunan riskli menkul kıymetleri alarak yerine, risksiz menkul kıymet verip piyasadaki risk dengesini piyasalar lehine değiştirmektedir.

Kredi genişlemesinin bilanço vade ve yapısının değiştirmesinin yanında, risk ve vade dağılımı yaptığını ve bunun da kredilerin hem maliyetini hem de uygunluğunu etkilemektedir. Bu durumu Morgan şu şekilde ifade etmektedir. “Bilanço büyüklüğü değişmeden yapılan bu tür çeşitlendirmeler Merkez Bankası portföyündeki riskin dağıtımı için en uygun yollardan biri olarak görülmektedir. Ayrıca bu tür para politikası

araçları, fon aktarım mekanizmasının etkin olmadığı kriz dönemlerinde piyasalara doğrudan borç verme görevini de yerine getirirler. Böylece kredi maliyetleri düşerken, kredi piyasaları daha fonksiyonel olması sağlanır.” (Morgan, 2013, s.34)

Sonuç itibarıyla, bilanço olarak nitelik olarak etkileyen kredi genişlemesi aracı birden çok Merkez Bankası tarafından kullanılmış olup, ilgili aracın etkinliği ve verimliliği çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ele alınmaktadır.

3.4.3. Faiz Taahhüdü Politikası

Bilindiği üzere Merkez Bankaları piyasaları kredi, varlık ve beklentiler kanalıyla etkilediği daha önce vurgulanmıştı. Faiz Taahhüdü Politikası, “Merkez Bankalarının faiz oranını belirli bir süre düşük düzeyde sabit tutacağını açık ya da üstü kapalı bir şekilde taahhüt edip beklentileri yönetebilmektedir” şeklinde tanımlanmaktadır (Vural, 2013, s.27).

Piyasaların beklentiler kanalıyla yönetilmesinde kullanılan en önemli araçlardan bir tanesidir. Beklentiler kanalı ile piyasalara yön vermenin en önemli aracı ise Merkez bankalarının piyasa ve piyasa beklentileri ile ilgili olarak ekonomik aktörler arasında kuracağı iletişim ile ilintili olarak değerlendirilmektedir (Nakajima ve diğerleri, 2010, s.1).

Bu bağlamda, “Ekonomide işler kötüye gittiğinde ya da geleneksel para politikaları çalışmadığı zaman bile iyi bir iletişimle piyasa Merkez Bankasının istediği yöne yönlendirebilir. Örneğin kriz dönemlerinde kısa vadeli faiz oranlarının nasıl bir seyir izleyeceği belirsizleşmektedir. Merkez Bankasının gelecekte faiz oranlarının artırıp artırmayacağı belli olmadığına iktisadi birimlerin geleceğe dair öngörülleri bozulmakta ve geleceğe ilişkin sağlıklı finansal ve reel yatırım kararları verilememektedir. Ancak Merkez Bankasının, faiz oranlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin önceden bazı taahhütlerde bulunması piyasayı yönlendirici etki yapacak ve uzun vadeli faiz oranlarına bir istikrar kazandıracaktır.” (Kaya ve Tokucu, 2014, s.8)

Burada asıl önemli olan ekonomide etkin rol oynayan karar alıcı ve aktörlerin Merkez Bankasının taahhüt ettiği politikalarına güvenerek geleceğe yönelik olarak alacağı yatırım veya tasarruf kararlarıdır. Bu durum ise Merkez Bankasının ülke içi ve uluslararası alanında “kredibilitesi” ile doğru olarak ilintilidir. Diğer bir şekilde ifade etmek gerekirse; ekonomik aktörlerin, politika karar alıcılarının geleceğe yönelik olarak

oluşturduğu beklentiler ve sürdürdüğü politikalar itibariyle kamuoyuna yeterli güveni tesis etmesidir.

Faiz taahhütü politikası aracılığıyla, Merkez Bankasının piyasalarda oluşturduğu beklentiler ve ekonomik aktörler ile kurduğu iletişime en güzel örnek ABD Merkez Bankası FED'in kriz başında uygulamış olduğu politikalar olmuştur. FED Başkanı Bernanke "2008 sonlarında Açık Piyasa Komitesinde yaptığı açıklamada faiz oranını 0-25 baz arasında tutacağını ve bu politikalarını gelecekte değiştirmeden kalacağını duyurmuştu. Bununla beraber, bu politikanın uzunca bir süre düşük düzeyde tutacağını belirtilerek piyasaları geleceğe yönelik ılımlı bir hava içerisinde tutmuş ve özel sektör yatırımcılarını ekonomiyi desteklemek için teşviklerde bulunmuştur (Bernanke, 2010, s.1).

Sonuç itibariyle, günümüz ekonomik koşullarda büyük öneme haiz olan iletişimin Merkez Bankaları tarafından iyi bir şekilde kullanılması gerekmektedir. Beklentilerin yüksek düzeyde önemli olduğu ve ekonomik aktörlerin Merkez Bankaları yöneticilerinin yaptığı açıklamalara göre pozisyon aldığı ekonomik düzen içerisinde, bu kurumların güvenilir ve şeffaf olması gerektiği unutulmamalıdır. Bu kapsamda ele aldığımız faiz taahhütü politikasının başarılı olabilmesi için ve düzgün bir şekilde işleyebilmesi için ortaya konulan taahhüdün gerçekçi, uygulanabilir ve güvenilir olması gerekmektedir.

3.4.4. Zorunlu Karşılıklar Politikası

Zorunlu karşılıklar "bankaların ve düzenleyici kurumlar tarafından gerekli görülebilecek diğer finansal kuruluşların çoğunlukla mevduat ve benzeri yükümlülüklerini belirlenen bir orandaki kısmının Merkez Bankası nezdinde tutulmasıyla uygulanan bir para politikası aracıdır." (TCMB, 2011, s.1)

Bu politika mevduat kabul eden finans kuruluşlarının toplamış oldukları mevduatların karşılığında Merkez Bankasında tutmak zorunda oldukları nakit miktarı ifade etmektedir. Bu oranlarda yapılacak değişimler para arzlarını etkilemektedir. Zaten zorunlu karşılıkların para politikası olma durumu bu özelliğinden ileri gelmektedir (Vural, 2013, s.29).

Zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi bankalarca kredi verilebilecek miktarın azalmasına (para arzının azalmasına) neden olmaktadır (Talaslı, 2002, s.1). Ülkelerin gelişmişlik seviyesine göre zorunlu karşılıklar farklı amaçlarla kullanılabilir.

Ancak bu uygulamaların tamamında görülen ortak özellikler ise şu şekilde sıralanmaktadır. Bunlar (Önder, 2005, s.42):

- Bankacılık sektöründe alınan riskleri minimize etmek,
- Piyasadaki para arzı miktarının ayarlanması,
- Kısa vade için faiz oranlarının istikrarını sağlayabilmek,
- Likidite kontrolünün daha kolay hale getirilmesi,
- Senyoraj geliri elde etmektir.

Bu politikanın en önemli amacı, finansal kuruluşların ilerde karşılabilecek zorluklarla mücadele edebilmesi veya tutulan miktarı talep edip kullanmasıdır. Merkez Bankası finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak, zorunlu karşılık oranlarını artırıp, azaltarak bankaların açabileceği kredi miktarını ve maliyetini etkilemektedir. Buna ise “karşılıklar politikası” denilmektedir. Çalışmamızın bundan sonraki kısmında, ilgili politikanın işleyiş mekanizmasını ve neden tercih edildiği ele alınıp incelenmektedir.

Bilindiği üzere bankalar temel olarak elinde mevduat fazlası olan tasarruf sahiplerine belirli bir faiz oranı verip, ihtiyaç sahibi olan işletmelere de vermiş olduğu faiz ve risk primi ekleyerek topladığı mevduat faizi üzerinden bir faiz oranı ile kredi vermektedirler. Burada sorulması gereken temel soru şudur. Bankalar topladıkları mevduata karşılık ne kadar kredi verebilirler?

Bu bağlamda örneğin, Herhangi bir tasarruf sahibi, bir A bankasına elinde bulunduğu 1000 TL’yi yatırmış olsun. Ve diyelim ki o dönem için zorunlu karşılık oranı da %10 olsun. Bu durumda A bankası topladığı 100 TL’nin %10’nu yani $(100/10=10 \text{ TL})$ 10 TL’sini merkez bankasında tutacak geriye kalacak 90 TL’yi de kredi olarak verecektir. Bu süreç birbirini takip edip araya çarpan etkisi de dâhil edildiği zaman yatırılan 100 TL $(100 \times 1.0.10=1000 \text{ TL})$ piyasalara kredi olarak 1000 TL şeklinde yansımaktadır.

Zorunlu karşılıklar genel olarak üç temel saikle kullanılmaktadır: ihtiyat, likidite ve parasal kontrol. Bu saikler içerisinde, günümüzde en çok kullanılan amaç likidite ve parasal kontrol olduğu için, ihtiyat amacı üzerinde durulmayacaktır. Bununla beraber ilgili aracın likidite ve maliyet kanalı ile aktarım mekanizması ele alınacaktır.

Genel olarak piyasada dengeleyici bir rol oynayan zorunlu karşılık aracı, likidite yönetiminde de etkin bir rol oynamaktadır. Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel kriz

ile zorunlu karşılıkların likidite yönetiminde önemi giderek artmıştır. Krizden sonra artan cari arıcığı engellemek amacıyla yeni bir para politikası bileşeni oluşturan merkez bankaları, artan iç talep ve kredi hacmi genişlemesinin önüne geçebilmek için zorunlu karşılık politikasını etkin bir şekilde kullanmaya başlamışlardır.

Merkez Bankaları, piyasalarda oluşan likidite fazlası veya açığını ya da sistemde dolaşan para miktarını zorunlu karşılıkları kullanarak kontrol altına almaya çalışmaktadırlar. Örneğin; “para piyasasındaki likiditenin talepten fazla ya da az olması durumunda Merkez Bankası zorunlu karşılıkları likidite fazlasını ya da açığını bertaraf edecek şekilde ayarlayarak, söz konusu dengesizliğin para piyasasındaki faiz oranları ya da döviz kurları üzerindeki baskı oluşturmalarının önüne geçebilmektedir.” (Alper ve Tiryaki, 2011, s.2).

Bununla beraber ilgili politikanın enflasyonist eğilim ve ekonomik büyüme üzerinde de etkisi olduğu söylenebilir. Özellikle Merkez Bankaları tarafından”makro- ihtiyadi tedbir” çerçevesinde de kredi hacmini daraltmaya yönelik önlemlerde de, Merkez Bankaları tarafından zorunlu karşılık politikasına başvurulduğu görülmektedir.

Öte yandan, Türkiye’de “Zorunlu karşılık oranlarının artırılması, kredi genişlemesini sınırlarken tüketimi de düşürecek ve bir yandan cari açığın düşmesine bir yandan da enflasyonun baskılanmasına yarayacaktır. Zorunlu karşılık oranlarının artırılması, alınan diğer önlemler ve konjonktürün de yardımıyla cari açığın önemli oranda düşmesine katkı yaptı. Ne var ki bu tür bir fren kaçınılmaz olarak büyümeyi de yavaşlatmış oldu” (Eğilmez, 2016, s.2).

Zorunlu karşılıkların maliyet etkisi ve parasal kontrol kısmı ise genellikle bankalar aracılığıyla işlevini yerine getirmektedir. Çünkü zorunlu karşılık oranında yapılan değişiklikler bankaların yükümlülüklerini yani maliyetlerini artırarak, kredi-mevduat faizine yansıyacaktır. Bu durumun etkisi ise ülke ekonomisinin yanı sıra, zorunlu karşılık oranına ve zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin faiz oranına bağlı kalacağı değerlendirilmektedir.

Özellikle son dönemde büyük bir öneme sahip olan Zorunlu Karşılık (ZK) ve onun bir parçası olan Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), TCMB tarafından sıklıkla başvuru alan politika araçlarından biri olarak değerlendirilmektedir. Politikanın maliyet kanalı etkili olabilmesinin koşullarından bir tanesi de tutulan ZK belirli bir oranda faiz verilmesidir. Nitekim TCMB tarafından tutulan ZK'lara ilişkin olarak faiz/nevi ödeyeceğini 2015 yılında duyurulmuştur. Bu yöntem ile artan ZK oranlarının maliyet

kanalı aracılığı ile piyasalara yansımaları engellenecek olup, bankalara teşvik verilmektedir.

Sonuç itibarıyla, zorunlu karşılık politikası veya karşılıklar politikasının önemi giderek artmaktadır. Bu politika, Merkez Bankalarının elinde bulunan faiz aracını destekleyici ve tamamlayıcı bir politika aracıdır.

2008 ekonomik krizinden sonra artan likiditede ve sermaye piyasalarında yaşanan oynaklıkların, ülkelerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi hedeflerini tehdit etmiş, bunu engellemek amacıyla Merkez Bankaları hem likidite hem maliyet kanalı ile piyasaları kontrol altına almaya çalışmışlardır.

Bununla beraber, özellikle gelişmekte olan ülkelerde büyüme ile beraber artan cari açığı dengelemek ve kredi büyüme hacminde önüne geçmek amacı ile bu araç etkin bir hale getirilmiştir. Zorunlu karşılık politikasının bir parçası olan ve önemi giderek artan “Rezerv Opsiyon Mekanizması” ise çalışmamızın üçüncü bölümünde ele alınmaktadır.

3.4.5. Faiz Koridoru

Faiz koridoru aracı “ekonomik ve finansal değişkenlerde yaşanan belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve sermaye hareketlerinin bunlar üzerindeki etkisinin en aza indirilmesini amaç edinmektedir” (Yücememiş, Alkan ve Dağıdır, 2015, s.450). Bu araç özellikle 2008 yılında yaşanan finansal kriz ile popüler haline gelmiştir. Bu çok yönlü araç kısaca; merkez bankasının gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki farka olarak tanımlanmaktadır.

Bu tanımdan hareketle öncelikle belirtilmesi gereken iki temel kavram gecelik borç verme faiz oranı ve borç alma faiz oranının ne olduğudur. Öte yandan referans faiz olarak da kullanılan politika faizi, Merkez Bankaları tarafından son zamanlarda sıklıkla kullanılan Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (AOFM) ve faiz koridoru uygulamasının bir parçası olan geç likidite penceresinin tanımlanmasıdır.

Borç verme faizi oranı; herhangi bir şekilde geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın, Merkez Bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranı, borç alma faiz oranı ise, elinde likidite fazlası olan bir bankanın, faiz getirisi elde etmek amacıyla bu fonu Merkez Bankasına yatırıp karşılığında belirli oranda bir faiz elde etmesidir. Politika faizi ise, genel olarak borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki bantın tam orta noktası olarak kabul edilir ve referans faiz olarak adlandırılır. Geç likidite penceresi ise; hesaplarını kapatmak ya da ellerinde bulunan parayı borç vermek için son

ana kadar bekleyen bankalara uygulanan faiz oranları olarak tanımlanabilmektedir (Berentsen ve Monnet, 2008, s.7-8).

AOFM; Merkez Bankasının gecelik borç verme faizi ile haftalık repo faizinin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanan bir orandır. Söz konusu araç 2011 yılından itibaren kredi kanalının işleyişi açısından bir fark olmaması ile nedeniyle öne çıkan bir araç olarak gündeme gelmiştir. (Özçam, Ünüvar ve Immerkjaer 2017, s.6).

Merkez bankası, AOFM genellikle üst bant olan borç verme ve referans faiz olan politika faizinin bir bileşeni olarak kullanılmaktadır. Örnek vermek gerekirse; üst bandın faiz oranının %10, politika faizinin ise %8 olduğu bir ekonomide AOFM normal şartlar altında %9 olması beklenmektedir. Ancak, yaşanan ekonomik gelişmelere bağlı olarak Merkez Bankasının iki bileşeni yüzdesel olarak değiştirip piyasaları fonlamakta veya piyasada sıkılaştırmaya gitmektedir.

Bu politika aracında kullanılmasındaki en önemli amaçlardan bir tanesi, aracın Merkez Bankasına sağladığı esneklik ve borç alma ve borç verme arasında faiz bandı arasında yapacağı hareketliliğidir. Ancak unutulmaması gereken konu ise bu hareketliliğin herhangi bir şekilde koridor dışına çıkılamayacağıdır. Başka bir ifade ile “koridor sisteminde amaç piyasadaki kısa vadeli faizinin hedef faiz düzeyine yakın gerçekleşmesi ve saptanan koridorun dışına çıkmamasıdır.” (Özatay, 2013, s.431).

Bununla beraber zaman içerisinde daha aktif bir hale getirilen faiz koridoru sistemi ile likidite yönetiminde de Merkez Bankaları için yeni bir alan oluşturulmuştur. Bununla beraber yeni sistemde, kurul ekonomik gelişmelere bağlı olarak yaşanan risk iştahı ve sermaye piyasasında yaşanan oynaklıklara bağlı olarak günlük olarak belirlenmektedir.

Belirtilmesi gereken önemli bir husus da bu politika ile ekonomide yaşanan belirsizliklerin giderilmesidir. Bu belirsizliğin giderilmesinde ise öncelikle bu politika aracının sağlamış olduğu esneklik ve gelişmelere bağlı olarak Merkez Bankasının vermiş olduğu anlık ve zamanlı tepki ile ilgilidir. Bu politika aracı etkin bir biçimde hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkeler tarafından etkin bir şekilde kullanılmaktadır.

Ancak her ülkede bu aracın oluşturduğu borç alma ve borç verme arasındaki bant farklı şekilde uygulanmaktadır. Örneğin, İngiltere, Japonya ve Norveç gibi ülkelerde tavan ve taban arasındaki fark daha az iken, Türkiye, Romanya ve Macaristan gibi gelişmekte olan ülkelerde bu farkın daha fazla olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise, ülke ekonomisinin faiz, enflasyon ve kredi-mevduat faiz farkı ile doğru olarak hareket etmektedir.

Bununla beraber, faiz koridoru ile fonlama maliyetinin önündeki belirsizlik de giderilmeye çalışmaktadır. Çünkü Merkez Bankaları “geleneksel enflasyon hedeflemesinden farklı olarak, piyasaya doğrudan yaptığı fonlamanın günlük olarak ortalama maliyetini ayarlayarak likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetini etkileyebilmektedir” (Duramaz ve Dilber, 2015, s.33). Bu uygulama bankacılık sektörünün önündeki belirsizliği de gidermektedir. Çünkü uygulanacak kredi faizi faiz koridorunun üst bandı ile sınırlı olmak zorundadır.

Çalışmamızın şimdiye kadar ki bu bölümünde kriz sonrasında geleneksel olmayan para politika aracının yetersiz kalması sebebiyle, gelişmiş ülkelerin geleneksel olmayan para politikasına yönelmesinin olası sonuçları ele alınmıştır. Bununla beraber, bu bölümde ilgili araçların kavramsal tanımını yapılmış olup, bir sonraki ana alt başlığında ise bu politika araçlarının ülke bazında uygulamalara yer verilmektedir.

3.5. Bazı Gelişmiş Ülkelerde Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikası

Araçları

Bu standart dışı politikaları başta Amerikan Merkez Bankası (FED), Japonya Merkez Bankası(BoJ), İngiltere Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) uygulamaya başlamıştır. Çalışmanın bu bölümünde anılan ülkelerde uygulanan bu politika aracının tarihsel gelişimini, ülke ekonomisi içerisinde etkili olup olmadığı tek tek incelenmiştir. Söz konusu etkileri incelerken ilgili ülkelerin büyüme, enflasyon ve GSYİH oranlarını 2008-2016 yılları arasında ele alınıp söz konusu politika araçlarının etkinliği ve verimliliğine yer verilmiştir.

3.5.1. Amerika Birleşik Devletler Uygulamaları

Literatürde miktarsal genişleme politikasını uygulayan ilk ülke Japonya olmakla birlikte, bu politikayı en etkin kullanan ve kullanım sonucunda verim alan ülkenin ABD olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise; Japonya Merkez Bankasının uyguladığı parasal genişleme politikası doğrultusunda yapmış olduğu alımlar daha çok kamu tarafından ihraç edilen menkul kıymetler ve prestijli özel sektör varlıkları ile sınırlı kalmasıdır. Oysaki FED parasal genişleme programını üç aşamada uygulamış ve uyguladığı miktarı piyasadan aldığı beklentiler ve olumlu dönüşler neticesinde gerçekleştirmiştir.

2008 yılında Lehman Brother's çöküşünden sonra miktarsal genişleme politikasını en etkin kullanan ülke konumunda olan ABD, bu süreç içerisinde QE1, QE2 ve QE3 olmak üzere çeşitli zamanlarda ve miktarlarda uygulamaya koymuştur. Bu miktarsal genişleme programlarının ilki olan QE1 programı kapsamında ilk kes Kasım 2008 yılında başlanmış ve program sonucunda "FED 1,45 trilyon dolar değerinde MBS (mortgage-backed-securities) ve 300 milyar dolarlık uzun vadeli Hazine kâğıdı satın almıştır ve QE1 programı Mart 2010 tarihinde sona ermiştir." (Kaya ve Tokucu, 2014, s.7).

QE1 programından istediği sonucu alamayan FED, bu programın devamı niteliğinde Kasım 2010 tarihinde QE2 adı verilen yeni bir parasal genişleme ile devam ederek toplamda 600 milyar dolarlık tahvil alımı gerçekleştirerek, ilgili programı 2011 Temmuz tarihinde sonlandırmıştır. Mahfi Eğilmez'e göre ilgili program "ilkine göre 2 sebepten dolayı başarılı oldu. Bu sebeplerden birincisi, program kapsamında FED bu kez uzun vadeli kâğıtları alıp karşılığında para vererek bankaları uzun vadeli bağlantılardan kurtarmıştır. İkinci neden olarak ise; QE1'in üzerine gelen bu parasal destek piyasadaki likiditeyi daha da genişletmiştir." (Kaya ve Tokucu, 2014, s.7).

En son Eylül 2012 tarihinde uygulamaya konulan QE3 kapsamında ekonomi düzelene kadar her ay 40 milyar dolar ipoteğe dayalı tahvil ve 45 milyar dolar hazine tahvili alarak toplamda 85 milyar dolarlık varlık alımı yaparak miktarsal genişleme programını sonlandırmıştır. Bu uygulanan program neticesinde "FED bilançosunun aktif büyüklüğü 3 kat artarak yaklaşık 4, 5 trilyon dolara yükselmiştir." (Trading Economics, 2015, s.3).

Bununla birlikte FED 2016 Ekim ayı toplantı sonucunda QE3 programının ay sonunda sonlanacağını, politika faizini kayda değer bir süre daha 0-0, 25 arasında tutacağını belirtmiştir. Yapılan Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) sonucunda ayrıca, ABD ekonomisinin ölçülü bir büyüme gösterdiği, işgücü piyasasının da güçlü istihdam artışı ve düşen işsizlik oranıyla biraz daha iyileştiğini belirterek parasal genişleme politikasına son şeklini sunduğu görülmektedir.

Söz konusu politikaların ABD ekonomisi açısından başarılı olup olmadığını belirtmek üzere 2008 yılından 2016 yılına kadar büyüme, işsizlik ve enflasyon verilerini aşağıdaki Tablo 4'te sunulan veriler ışığında değerlendirmek uygun olacaktır.

Tablo 4

Amerika Birleşik Devletlerinin 2008 Krizinden Sonra Büyüme, İşsizlik ve Enflasyon Verileri

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Büyüme	-0,3	-0,3	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	2,6	1,6
İşsizlik	5,75	9,28	9,60	8,93	8,07	7,35	6,17	5,26	4,86
Enflasyon	3,85	-0,34	1,64	3,16	2,07	1,47	1,62	0,12	1,26

Kaynak: Dünya Ticaret Odası verilerinden hareketle tarafımızca düzenlenmiştir.

Tablo 4’den görüldüğü üzere uygulanan politikalar neticesinde ekonominin durgunluktan çıkıp büyüme konusunda her ne kadar doğrusal olmasa da yukarıya doğru bir ivme kazandığı izlenebilmektedir. Aynı şekilde işsizlik oranlarında yaşanan gerileme de politikaların kısmen de olsa başarılı olduğunu göstermektedir. Ancak aynı durumu enflasyon için söylemek pek mümkün görünmektedir. FED toplantılarında da büyük bir öneme haiz olan enflasyon rakamları ilerleyen dönemlerde yol gösterici bir veri olarak kabul edilebilecektir. Bununla beraber, niceliksel genişlemenin yaratmış olduğu likidite bolluğunun yeni bir balon yaratıp yaratmayacağı ise, yeni kurulan hükümetin uygulayacağı politikalar ve piyasalara duyulan güvenin yeniden tesis edilmesi ile ilerleyen dönemlerde gözlemlenebileceği değerlendirilmektedir.

3.5.2. Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank) Uygulamaları

Miktarsal genişleme politikalarını uygulamaya koymaya çalışan Merkez Bankalarından bir diğeri de ECB olmuştur (Peersman, 2013, s.4). Ancak kendi içerisinde farklı büyüklükte ve yapıda olan ülkeler arasında bu uygulamayı hayata geçirmenin pek kolay olmadığını söyleyebiliriz. Bunun altında yatan en önemli nedenlerin başında Almanya’nın mali disiplinden taviz vermek istemesi ve İspanya, İtalya ve Fransa gibi ülkelerin ihracatlarını artırmak için Euro’nun değerinin düşmesine dayalı bir politika stratejisi benimsediği ifade edilebilir.

Ekonominin giderek durgunlaştığı ve durgunluk sürecine girmesinin ardından, ülkeler arasında yaşanan ihtilaflar bir yana bırakılmış ve 5 Haziran 2014 tarihinde ECB Yönetim kurulu düzenlediği Para Politikası Toplantısında başta faiz indirimi olmak üzere ekonomiyi tekrardan canlandırmak üzere bir takım paket önlemler ve tedbirler almaya başlamışlardır.

Açıklanan bu ekonomik tedbirler neticesinde “ECB finans kurumlarına farklı isimler altında uzun vadeli yeniden finansman imkânı sağlamakla kalmadığı, ayrıca bazı üye ülkelerin kamu borç senetlerini de satın aldığı görülmektedir. Öte yandan, ECB bilançosu incelendiğinde, standart dışı uygulamaların FED programlarında olduğu gibi üç döneme ayrılabilceği görülmektedir. 2008 sonlarında başlatılan ilk program ile 1 trilyon Euro olan ECB bilançosu hızla artıyor ve 2009 yılı başından 2011 yılı ortasına kadar 2 trilyon Euro civarında seyrediyor. Küresel krizin Avrupa borç krizine dönüşmesinden sonra Ağustos 2011’de uygulamaya konulan ikinci program sonucunda ise ECB bilançosu 2012 yılı ortalarında 3 trilyon Euro’yu aşıyor. (Öz, 2015, s. 2).

Bununla beraber ECB özel indirimlerini %2 civarında tutmayı hedefleyerek, referans faizleri %0,25’ten %0,15 seviyesine, mevduat faizlerini ise; %0 seviyesinde - %0,10 seviyesine getirerek tarihinde ilk kez negatif faiz uygulamasını gerçekleştirdi. Ancak atılan adımların ekonomide istenilen düzeyde bir toparlanma meydana getiremediği görülmüştür. Yeterli olmayan bu faiz indiriminden sonra ikinci bir adım olarak ECB, varlığa dayalı menkul kıymet alımına başlayacağını duyurmuş ve referans faizleri %0,15’den %0,5’e, mevduat faizlerini ise -%0,1 ‘den, -%0,2’ye çekmiştir. Ancak bu ikinci adım sonrasında da beklenen toparlanma için yeterli bir sonuç alınamamıştır.

Yaşanan gelişmeler sonrasında ECB Başkanı Draghi, parasal genişleme politikasının güçlendirileceğini açıklamıştır. Bu açıklamaların ardından, mevcut parasal genişlemeye ek olarak Mortgage Satın Alma Programı ve Varlığa Dayalı Senet Satın Alma Programı mevcut programa eklenerek genişlemenin miktarı ve derinliği artırılmaya çalışılmıştır. Aynı zamanda, ilerleyen zamanlarda özel sektör tarafından ihraç edilen bonoların da satın alacağı yönünde bir kamuoyu duyurusu gerçekleştirilmiştir.

Tahvil alım programı ile ECB’nin amacı, FED’ in, BoE’nin veya BoJ’nin yürüttüğü politikalardan farklılık göstermemektedir. Bu politika ile, varlık alımları karşılığında piyasaya Euro enjekte ederek likiditeyi arttırmak ve yüksek likidite sayesinde faiz oranlarını daha fazla düşürüp iç talebi canlandırıp, yatırım ve tüketim harcamalarının artması yönünde bir beklenti sergilemektir. Düşük faiz ve likidite bolluğu ile Euro’da gerçekleşecek değer kaybı sayesinde de Euro Bölgesi ekonomilerinin ihracatlarının artırılması hedeflenmektedir.

Söz konusu hedefler ve beklentiler ile uygulamaya konulan politikaların Euro bölgesinde tam anlamıyla başarılı olduğunu söylemek pek mümkün görünmemektedir. Ancak son dönemde tüketici güven endeksi ve ekonomik toparlanmaya ilişkin göstergelere bakıldığında ilgili politikaların kısmen de olsa başarılı olduğunu söylemek

mümkündür. Ancak unutulmaması gereken en önemli nokta ise yürütülen tek bir para politikası karşısında, ülke sayısı kadar farklı maliye politikası ve makro ihtiyati politikaların varlığıdır. Her ne kadar uygulanan politikaların ABD ve İngiltere’de güçlü olamayacağı düşünülse de önümüzdeki yıllarda toparlanmanın olup olmadığı veya politikaların etkili olup olmadığı gelecek olan veriler ışığında doğru bir şekilde değerlendirilebilecektir.

3.5.3. Japonya Devletinin Uygulamaları

BoJ 2011 yılının Mart ayında “Tamamlayıcı Kredi Tesisi (Complementary Lending Facility) sistemini uygulamaya başlamış ve 25 baz puanlık bir faiz oranı belirlemiştir. Bu sistem sayesinde, kredi talepleri uygun teminatlar ile güvence altına alınmış ve katılımcılara kullandırılan krediler için resmi iskonto oranı uygulanmıştır.” (Tufaner, Uslu ve Sözen, 2016, s.663).

Ancak, Japonya ekonomi yıllardır süregelen deflasyon ile mücadele kapsamında uygulamaya koyduğu politikalar neticesinde; çok başarılı bir grafik sergilemese de ulusal paranın değer kaybetmesiyle ihracatı olumlu etkilediği görülmüştür.

Japonya Merkez Bankasının yürüttüğü politikaların başarısız olmasında yatan ana sebeplerden bir tanesi; uyguladığı politikaların niteliksel ve niceliksel olarak sınırlı alanda performans göstermesidir. Örneğin; Japonya Merkez Bankasının yapmış olduğu alımların daha çok kamu tarafından ihraç edilen menkul kıymetler ve özel sektör tahvili olması söylenebilir.

Japonya ekonomisindeki deflasyon çıkmazı ve düşük büyüme neticesinde ekonomi giderek kötü bir hal almaya başlamıştır. “Ülkede enflasyonun eksi olmasına bağlı olarak fiyatlar düşmekte, fiyatların düşme eğiliminde olduğunu gören tüketiciler keyfi tüketimini ertelemekte, harcamalar yetersiz kalmakta, ücretler/maaşlar/gelirler artmamakta, ekonomi büyümemekte ve bütçesinden destek verdikçe artan kamu borcu sarmal haline gelmektedir.” (Şahin ve Kalaycı, 2015, s.102). Bunlara ilaveten finansal piyasalarda yaşanan gevşeme ve kontrollerin giderek yumuşaması sonucunda, özellikle bankalar riskli alanlara yönelmiş, bu da beraberinde sağlıksız olmayan kredi genişlemesine neden olmuştur.

Bütün bu olumsuzlukların üstesinden gelebilmek, Japonya hükümeti ve BoJ parasal ve kredi genişlemesi adı verilen yeni politikalar uygulamaya başlamışlardır. Özellikle Aralık 2012’den sonra yeni Başbakan Abe ile birlikte, Japonya Merkez Bankası

amaçlanan yeni hedefler kapsamında yeni bir para politikası uygulayacağını duyurmuştur (Romer, 2013, s. 11).

Uygulamaya konulan yeni para politikası çerçevesinde; ekonomide yaşanan durgunluğunun önüne geçip, ekonomiyi yeniden canlandırmak için, kısa vadeli faiz oranlarından parasal tabanı değiştirerek, parasal tabanı 2 yıl içerisinde 2 katına çıkaracağını, ayrıca uzun vadeli tahvil alımı ile varlıkları yeniden dengeleyerek risksiz varlıkları azaltacağı hedeflenmiştir (Şahin ve Kalaycı, 2015, s.103).

Bununla birlikte, uygulanan yeni para ve mali politikalar ile beraber ekonomide çok sınırlı da olsa bir ivme yakalanmış ancak istenen düzeyde bir performans sergilenememiştir. Burada özellikle Çin Halk Cumhuriyeti'nin ekonomide pazar payının artırarak, ülkeye çekmiş olduğu yabancı sermaye ile ilgilidir. Aynı zamanda uygulanan yeni ekonomi politikası ile beraber yen/dolar paritesinde göreceli bir değer kaybı yaşanmış ve ülkeler arasındaki para birimlerinin birbirleriyle olan mücadelesi ayrı bir boyut kazanmıştır (Şahin ve Kalaycı, 2015, s.107).

BÖLÜM IV

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE TÜRKİYE

4.1. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Türkiye'ye Yansıması

2008 küresel ekonomik krizinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri farklı biçim ve boyutlarda etkilediği görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde derin boyutlara ulaşan kriz ve bu krizin getirdiği etkilerini aşabilmek için yürütülen para politikaları sonucunda, gelişmekte olan ülkeler geleneksel olan para politikası araçlarını terk ederek yeni bir çıkış stratejisi ile kendilerine özgü bir takım para politikası araçları geliştirip, bu araçları uygulamaya başlamışlardır.

Başka bir ifadeyle; yaşanan küresel kriz sonrası gelişmiş ülke Merkez Bankalarının miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, negative faiz oranı gibi daha önce denenmemiş araçlar kullandıkları görülmektedir. “Krizden çıkış amacıyla gelişmiş ülkelerin Merkez Bankalarının izlediği parasal genişleme politikalarının risk iştahının artması ve küresel spekülasyon sermaye akımlarını güçlendirmesini nedeniyle kısa sermaye fonları gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmiştir.” (Serel ve Özkurt, 2014, s: 57).

Sermaye piyasalarına olan yöneliş, Türkiye de sermaye akımlarında oynaklığın artmasına sebep olmuştur. Artan bu değişkenliğe ve şoklara karşı zamanlı ve yerinde tepki verebilmek için TCMB'nin daha esnek politikalara yöneldiği görülmüştür. Bu gelişmeler aynı zamanda bir ekonomide fiyat istikrarının önemli ancak tek başına yeterli olmayacağı düşüncesini ortaya çıkarmış ve böylece finansal istikrar kavramı literatürde yerini almıştır. Finansal istikrara yönelik farkındalığın artması sonucunda gelişmiş ülke Merkez Bankaları yeni amaç ve araç ile para politikasını yeniden şekillendirmişlerdir.

Gelişmiş ülkelerin uygulamış olduğu genişleyici politikalar sonucu, başta Türkiye olmak üzere gelişmekte olan ülkelere giren döviz miktarında bir artış gözlenmiş ve bunun sonucunda göreceli olarak yerli para değer kazanmış ve enflasyon oranlarında göreceli olarak düşüş sağlanmıştır. Nispi olarak değer kazanan yerli para sonucunda, ülkede kredi faiz oranlarında düşüş gözlenmiştir. Böylece, daha az maliyetli olan krediler talep artmış ve kredi hacmi giderek büyümüştür. Artan kredi hacmi ile beraber Türkiye'de faaliyetlerini sürdüren şirketlerin hem TL hem YP borçlanma oranı artmış ve şirketlerin bilançolarının kırılgan hale geldiği gözlenmiştir.

Bu gelişmeler ülke içerisinde iki önemli sorunu beraberinde getirmiştir. Bunlardan biri artan kredi hacmi ve düşük seyreden faiz oranları ile birlikte ülkede yaşanan kredi genişlemesidir. Ekonomi içerisindeki aktörlerin düşük faiz oranlarından yararlanmak amacıyla kullanmış olduğu krediler balon etkisi yaratmış ve ekonominin krediler kanalını olumsuz etkileyerek Merkez Bankasının ekonomiye müdahale etkisini sınırlandırmıştır. Diğer bir sorun ise, düşük kurdan yararlanmak isteyen şirketlerin YP borçlanma oranlarının artması ve buna paralel olarak varlık fiyatlarında gözlemlenen artıştır. Bu iki temel sorun ülkenin finansal istikrarını tehdit etmiş ve Merkez Bankasının yeni önlem stratejileri geliştirmesini zorunlu kılmıştır.

Bu yaşanan gelişmeler neticesinde; Türkiye’de, küresel piyasalarda yaşanan gelişmelere paralel olarak ve ülke içerisinde ortaya çıkan sorunlarla mücadele edebilmek amacıyla para politikasında kendine özgü yeni amaçlar tanımlamış ve bu amaçlara ulaşmak için çoklu araçlar kümesi geliştirmiştir.

Aşağıdaki Tablo 5 ‘de bu yeni amaç ve bu amaçlara ulaşabilmek için geliştirilen araçlar kümesi, yeni para politikası çerçevesinde sunulmuştur.

Tablo 5

2008 Kriz Öncesi ve Sonrası TCMB Para Politikası Yaklaşımları

ESKİ YAKLAŞIM		YENİ YAKLAŞIM
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
ARAÇLAR	Politika Faizi, API, Reeskont Oranı, Zorunlu Karşılıklar	Konjonktürel Araçlar (Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru vb.)

Kaynak: TCMB Çalışma Tebliğlerinden hareketle tarafımızca hazırlanmıştır.

Tablo 5’de görüldüğü üzere, TCMB’nin öncelikli hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve bu istikrarı sürdürmektir. Ancak 2008 yılında yaşanan ve bütün dünyayı etkisi altına alan finansal krizden sonra, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın da önemi artmış ve Merkez Bankasının piyasalara müdahale edebilmek için sahip olduğu araçların yetersiz olduğu anlaşılmıştır. Bunun üzerine, TCMB’nin piyasaları ve ekonomiyi varlık, krediler ve beklentiler kanalı ile etkilemek için kendine özgü birtakım yeni araçlar geliştirdiği görülmüştür. Bu bağlamda TCMB tarafından faiz koridoru, zorunlu

karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması, likidite yönetimi, istisnai gün uygulaması ve kaldıraç uygulaması gibi yeni araçlarının ortaya çıktığı görülmüştür.

4.2. Türkiye’de Uygulanan Para Politikası Araçları

4.2.1. Faiz Koridoru

Faiz koridoru kısaca Merkez Bankasının gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki değerlerin tümü şeklinde tanımlanmaktadır. (Tüzün, Kahyaoğlu, 2015, s.27). İlk kavram koridorun üst bandı olan borç verme faiz oranıdır. Borç verme faiz oranı likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın, Merkez Bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranına verilen addır. Borç alma faiz oranı ise koridorun alt bandına verilen isimdir. Bu faiz oranı ise; likidite fazlası olan bir bankanın, bu fonunu boşa durması yerine değerlendirerek, belirli bir faiz karşılığında Merkez Bankasına bu fonu mevduat şeklinde yatırması halinde almayı kabul ettiği faiz oranıdır.

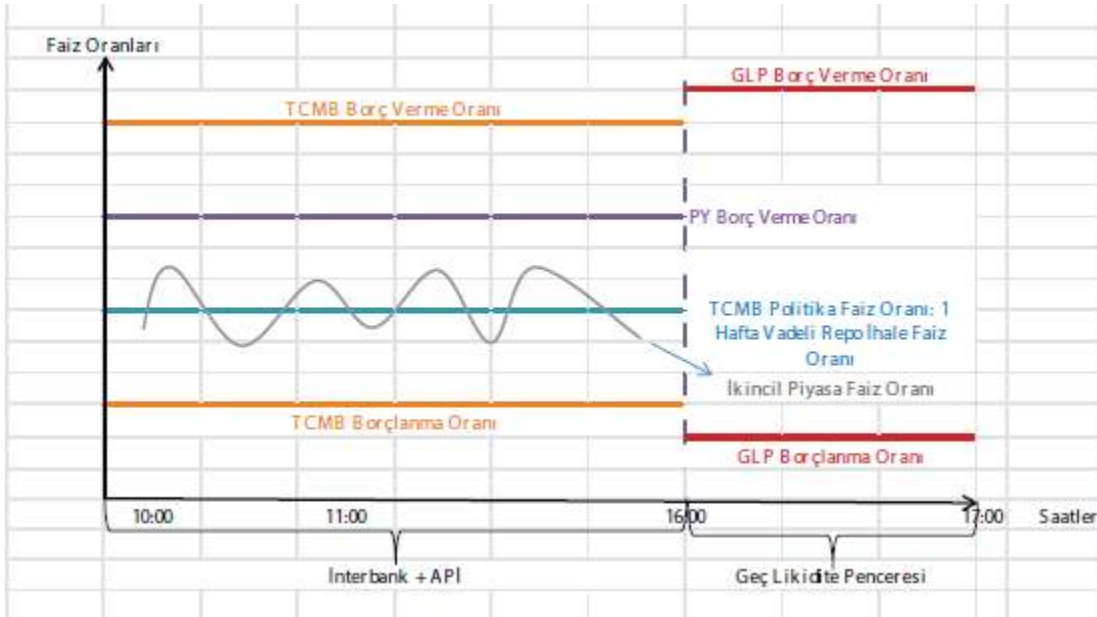
Faiz Koridoru sisteminde üzerinde durulması gereken diğer önemli kavramlar ise: politika faizi, geç likidite penceresi ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyetidir. Politika faizi (1 hafta vadeli repo işlemlerine uygulanan faiz) genel olarak piyasada referans faiz olarak kullanılan ve gecelik borç verme ve borç alma faiz oranlarının tam orta noktasına verilen addır.

Diğer bir ifade, “likidite yönetimi çerçevesinde TCMB’nin temel fonlama aracı bankalara teminat karşılığında sağlanan bir hafta vadeli repo ihaleleridir. Bu ihalelerde kullanılan faiz, politika faizi olarak ilan edilen 1 hafta vadeli repo faizidir.” (Serel ve Özkurt, 2014, s. 59). Merkez Bankası bu araçla banka ve finans kurumlarının piyasada uyguladığı faiz oranlarını, bankalardan alınan kredilerin miktarını, hisse senedi ve döviz gibi varlıkların fiyatını etkileyerek piyasayı yönlendirmektedir.

Geç likidite penceresi ise, hesaplarını kapatmak ya da ellerinde bulunan parayı borç vermek için son ana kadar bekleyen bankalara uygulanan faize verilen addır.

AOFM ise merkez bankasının kullandığı faiz koridorun üst bandı olan gecelik borç verme faiz oranı ile politika faiz oranının, yapılan fonlamanın miktarlarına göre ağırlıklandırılması sonucu oluşan faiz oranına verilen addır.

Kavramları açıklanan faiz koridoru uygulamasının operasyonel yapısı ise aşağıdaki Şekil.4’de gösterilmiştir. Görüldüğü üzere, TCMB piyasaları sahip olduğu geniş faiz koridoru sayesinde farklı zaman dilimlerinde piyasaları fonlamaktadır



Şekil 4. TCMB faiz koridoru uygulamasının operasyonel yapısı

Kaynak : Hakan KARA, (2012) “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği No: 12/17, TCMB Yayını Ankara: s, 8,

TCMB 2010 yılının sonlarına kadar pasif bir şekilde kullandığı faiz koridoru aracını belirlemiş olduğu yeni öncelikler ve küresel piyasalarda yaşanan sermaye dalgalanmalarına bağlı olarak aktif bir hale getirmeye çalışmıştır. Bu bağlamda, birden fazla aracın kullanıldığı geniş bir araçlar kümesi ile yeni bir para politikası stratejisi uygulamaya başlamıştır. Bu sistemde “konvansiyonel koridor uygulamalarından farklı olarak, ilan edilen resmi politika faizleri ile bankaların fiili olarak maruz kaldıkları kısa vadeli faizler bir politika tercihi olarak birbirinden ayrışılmaktadır” (Binici, v.d., 2016, s.2). Daha aktif hale getirilen faiz koridoru sistemi özellikle likidite yönetimi, kredi büyümesi ve makroekonomik riskleri (cari açık, ithalat-ihracat dengesi vb.) azaltmak amacıyla kullanılmaktadır. Çerçevesi çizilen amaçlar kapsamında aktif hale getirilen faiz koridoru sistemi daha iyi incelenebilecektir.

Likidite yönetiminde piyasadaki kısa vadeli faizler politika faizine uyumlu bir düzeyde belirlenmektedir. Ancak aktif hale getirilen yeni faiz koridoru sistemi beraberinde iki önemli değişiklik getirmiştir (Yücememiş, v.d., 2015, s.463).

1. Geleneksel sistemde kısa vadeli ortalama fonlama faizinin ile piyasada oluşması hedeflenen faiz arasında bir fark gözetilmemektedir. Yeni sistemde ise likidite operasyonlarıyla bu iki faiz birbirinden ayrıştırılabilmektedir. Söz

konusu farklılaşma, bazı dönemlerde TCMB'nin kredi ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilemesine olanak tanımaktadır.

2. Geleneksel sistemde ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi aylık frekanslarla Para Politikası Kurulu toplantılarında gözden geçirilmektedir. Yeni çerçevede ise küresel risk iştahındaki oynaklıklara vakitli olarak tepki verebilmek amacıyla ortalama fonlama faizi gerek duyulduğunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir (Kara, 2012, s. 8-9).

Bu iki önemli değişikliğin yanı sıra TCMB'nin son zamanlarda kullandığı “geniş faiz koridoru” ve “asimetrik faiz koridoru” politikası ile küresel piyasalarda yaşanan oynaklıklara vakitli tepki verebilmek ve fiyat istikrarı ile finansal istikrar ödünleşmesini hafifletmek amacıyla geliştirilmiş araçlardır. Asimetrik koridor, “kısa dönem getirilerin belirsizliğini idare etmek ve serbest sermaye akımlarını kontrol edebilmek için hem kısa vadeli sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara karşı daha hızlı ve esnek karşılık verebilmesini sağlamakta hem de zamanı geldiğinde kredi büyümesini kontrol altında tutabilmek için etkili araç olarak uygulanabilmektedir.” (Fendoğlu, 2015, s.4).

Asimetrik faiz koridoru kısaca “TCMB borçlanma ve borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığının ek bir politika aracı olarak kullanılması anlamına gelmektedir.” (Ekonomi Notları, 2013, s.2). Geniş faiz koridoru ise; Merkez Bankasının uyguladığı faiz oranları ile gecelik piyasada oluşan faizi bir arada gösteren bir araçtır.

Likidite yönetimine katkılarının yanı sıra, faiz koridoru politikası kredi hacminin artmasında da büyük bir öneme haizdir. Merkez Bankasının kullanmış olduğu araç kümesini çeşitlendirmiş ve bu çeşitli faiz oranları bankaların kredi ve mevduat faiz oranlarının belirlenmesinde etkili olduğu görülmüştür. Bu çerçevede, Merkez Bankası kredi-mevduat faiz oranları arasındaki farkı etkileyerek makro ihtiyati araç olarak kullanmıştır.

Kredi-mevduat faiz oranı arasındaki fark özellikle Merkez Bankasının finansal istikrarı gözetmede büyük bir önem teşkil etmektedir. Bankalar arasında yaşanan büyük rekabete dönüştüğü günümüz bankacılık anlayışında kredi büyüme hacmini düşürmek amacıyla merkez bankası kredi-mevduat faizi arasındaki bandı daraltıp, hızlı bir şekilde büyüyen kredi hacmini düşürerek, finansal istikrara önemli katkı sağlamaktadır. Aynı zamanda “güçlü sermaye akımlarının olduğu zamanlarda faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek kısa vadeli spekülasyon hareketleri engellenmekte ve ucuz likidite yoluyla sağlanan kredi büyümesini sınırlandırılmaktadır.” (Vural, 2012, s.65).

Kredi genişlemesini sınırlamasının yanı sıra, aktif olarak uygulanan geniş faiz koridoru uygulaması döviz kuru üzerinde de etkili olarak ülkenin büyüme kompozisyonunun net ihracat lehine değişmesini sağlamıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan niceliksel genişleme ve kredi genişlemesi sonucunda ülke içerisine giren sıcak para ve EURO bölgesinde yaşanan krizin derinleşmesi ve risk iştahında gözlenen ani artış neticesinde, Türk Lirasının aşırı değerlenmesi ile sonuçlanmış ancak uygulanan aktif faiz koridoru politikası ile döviz kurundaki aşırı değer kaybı giderilmeye çalışılmıştır.

Özetle, küresel piyasalarda yaşanan sermaye oynaklığı ve risk iştahında gözlemlenen ani artış sonucunda, pasif bir rol oynayan faiz koridoru aktif bir hale getirilmeye çalışılmıştır. Bu sistem beklenmedik ve ani bir şekilde yaşanan ekonomik krizlere daha etkin ve yerinde bir müdahale imkanı tanımıştır. (Duramaz ve Dilber, 2015, s.36). Özellikle son zamanlarda kullanılan asimetrik faiz koridoru ve geniş faiz koridoru politikalarını etkin hale getiren TCMB bu politikalarla resmi olarak faiz artırımına gerek kalmadan, ülke içerisinde kredi hacmini ve döviz kurunu etkilemiştir.

4.2.2. Zorunlu Karşılıklar

Çalışmanın bu bölümünde zorunlu karşılıklar kavramını özellikle 2008 sonrası dönemde uygulamaya konulan farklı politikalarla açıklayıp, bu politikaların ülke ekonomisine olan yansımaları incelenmektedir. Bu kapsamda, zorunlu karşılıkların vadeye göre yapılandırılması ve zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi gibi yeni stratejilerinin amacı ve ülke ekonomisine olan katkıları değerlendirilmektedir.

“Zorunlu karşılıkların bir para politikası aracı olarak politika faizini tamamlayıcı bir rol oynayabilmesi, esas olarak, politika faizinin tüm faiz oranlarını aynı yöne değiştirirken, zorunlu karşılıkların yalnızca belirli faiz oranlarının etkilenmesine yönelik olarak kullanılabilmesinden kaynaklanmaktadır.” (TCMB Ekonomi Notları, 2013, s.7). Günümüz uygulamalarına bakıldığında ise zorunlu karşılıklar politika faizini tamamlayıcı bir rol yerine, ikameci bir rol oynadığı Merkez Bankasının aldığı ve uyguladığı kararlardan gözlemlenmektedir.

2016 yılı ve 2017 yılı başlarında Türkiye’de artan döviz kuru ve sermaye piyasalarında yaşanan aşırı oynaklık, Merkez Bankasının temel hedefi olan fiyat istikrarını tehdit eder hale gelmiştir. Bu etkiyi sınırlamak amacıyla Merkez Bankası TL ve YP olarak tutulan zorunlu karşılıkların vade yapısında değişikliği gitmiştir. Öte

yandan, zorunlu karşılıklara faiz ödemeye başlamış, zorunlu karşılık kapsamında tesis edilen likiditenin bir kısmını da piyasaya arz etmiştir.

Zorunlu karşılık uygulamasının Merkez Bankasının hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı sağlamada büyük bir öneme sahip olduğu görülmüştür. Özellikle sermayenin bol ve ucuz olduğu dönemlerde Türkiye’de GSYH/Kredi Hacmi giderek artmış ve Merkez Bankasının ana hedeflerini tehdit eder hale gelmiştir. Merkez Bankaları, Finansal istikrarı sağlamak amacıyla, aşırı kredi genişlemesini engellemek için zorunlu karşılık oranlarını kullanmıştır. Merkez Bankası “zorunlu karşılık oranlarını artırarak bankaların kredilendirilebilir fonlarına bir sınırlama getirilmiş olmakta ve böylece aşırı kredi artışlarının önüne geçilmiş olmaktadır.” (Demirhan, 2013, s.580).

Öte yandan bankalar belirli bir faiz karşılığında mevduat toplar ve topladıkları bu mevduatları belirli bir faiz karşılığında satmaktadırlar. Genel olarak bankaların topladığı mevduatların ortalaması 3 ay, verdiği kredilerin ortalaması ise 1 yıldır. Bu noktada ortaya çıkan vade uyumsuzluğu beraberinde likidite ve faiz riskini getirebilmekte ve finansal istikrarsızlığa yol açabilmektedir.

Bu çerçevede zorunlu karşılık oranlarını, mevduatların vade yapısı ve para cinsine göre farklı oranlara göre değiştirmiştir. Bu yeni uygulamada temel amaç ise; bankaların vade yapısındaki uyumsuzluğunu giderip finansal istikrara destek vermektir. Aynı zamanda tablodan da anlaşıldığı üzere, YP olarak tesis edilen zorunlu karşılık oranlarını artırmak suretiyle -yani zorunlu karşılıkları tabana yayma politikası ile- kur üzerinde yaşanan olası etki ve baskıyı sınırlandırmaktır.

Zorunlu Karşılık Oranları (%)

Türk Lirası

Mevduat ve Katılım Fonu	Oranlar
-Vadesiz, ihbarlı, 1 aya 3 aya kadar	10,5
-6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli	7,5
-1 yıla kadar vadeli	5,5
-1 yıl ve daha uzun vadeli	4
Müstakrizlerin Fonları	10,5
Diğer Yükümlülükler	Oranlar
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	10,5
-3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	7
-3 yıldan uzun vadeli	4

Kaynak: TCMB (www.tcmb.gov.tr)

Yabancı Para

Mevduat ve Katılım Fonu

Oranlar

-Vadesiz, ihbarlı, 1 aya 3 aya kadar 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli 1 yıla kadar vadeli	12
-1 yıl ve daha uzun vadeli	8
Müstakrizlerin Fonları	Oranlar
Diğer Yükümlülükler	24
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	19
-2 yıla kadar (2 yıl dâhil) vadeli	14
-3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	6
- 5 yıla kadar (5 yıl dâhil) vadeli	4
-5 yıldan uzun vadeli	

Kaynak: TCMB (www.tcmb.gov.tr)

Bununla beraber; TCMB yapmış olduğu basın açıklamasında “dengeli büyüme ve yurt içi tasarrufları güçlendirmek amacıyla Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara ödenen faiz/nema oranlarını” 12 Kasım 2016 tarih ve 2016-56 sayılı basın duyurusu ile kamuoyuna duyurmuştur. Bu kapsamda;

- i. Ocak 2017 tarihinden itibaren üç ayda bir ödenecek faiz/nema oranı Bankamız bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının 400 baz puan eksigi olarak belirlenecektir.
- ii. Zorunlu karşılıkların Türk lirası cinsinden tesis edilen kısmına faiz/nema ödemesi 1 Ocak 2017 tarihinden itibaren üç ayda bir Mart, Haziran, Eylül, Aralık ayları sonunu izleyen ilk iş gününde yapılacaktır.
- iii. Bu çerçevede, 1 Ocak 2017’den başlayan zorunlu karşılık tesis dönemleri için ilk faiz/nema ödemesi 3 Nisan 2017’de yapılacaktır.

4.2.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), Eylül/2011 tarihinde TCMB tarafından “finansal istikrarı destekleyici bir amaç olarak benimseyerek dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak amacıyla kullanılmaya başlayan geleneksel olmayan

para politikası aracıdır (TCMB, 2012, s.1) TCMB bu politika ile, temelde brüt döviz rezervlerini güçlendirmek ve bankalara likidite yönetiminde daha fazla esneklik sağlamayı amaçlamaktadır.

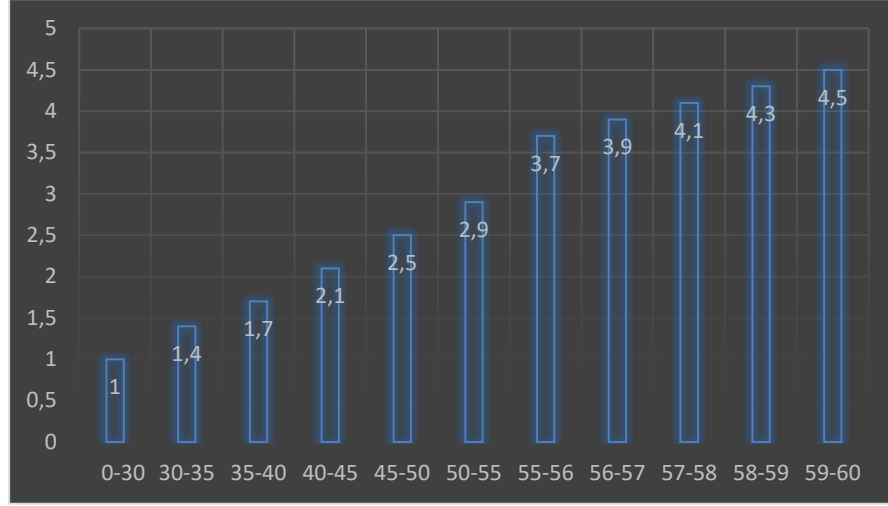
ROM kısaca, bankaların Merkez Bankası nezdinde tutmuş olduğu yükümlülüklerin belirli bir kısmını YP veya altın olarak tesis edebilmesine imkân tanıyan bir uygulamadır. Burada sorulması gereken soru ise TL karşılığı tesis edilen zorunlu karşılığın ne kadarlık kısmının YP veya altın olarak tutulacağıdır. (Alper, Kara, ve Yörükoğlu, 2012, s.2).

“Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) bu mekanizmanın hangi ölçüde kullanılabileceğine dair üst dilimleri belirlemektedir. Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) ise TL zorunlu karşılıklara tekabül eden yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayıyı ifade etmektedir.”(Demirhan, 2013, s.584)

Mekanizmanın işleyişi şu şekildedir: Herhangi bir şekilde bir A bankasının 1000 TL mevduat topladığını ve zorunlu karşılık oranının 0.10 olduğu varsayıldığında, A bankası 100 TL’lik ($1000/10=100$) kısmını Zorunlu Karşılıklara ilişkin Tebliğ kapsamında Merkez Bankası kasasında tutmak zorundadır. Herhangi bir şekilde ROO’nun 50 ve ROK ise 2 olduğunu varsayıldığında ise 100 TL olarak tutulan zorunlu karşılığın 50 TL’lik kısmı YP veya altın olarak tesis edebilecektir. ROK ise 2 olmasında dolayı $1\$=2$ TL olacak ve 50 TL’lik tutulan kısım 25\$ olarak tutulabilecektir.

Yukarıda temel mantığı sunulan Rezerv Opsiyon Mekanizmasında kullanılan oran ve katsayılar dinamik bir özelliğe sahiptir. Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse; merkez bankası küresel piyasalarında yaşanan risk iştahı ve ani olarak değişen sermaye hareketleri sonucunda, oran ve katsayılar da değişikliğe gidebilmektedir.

En son yapılan PPK toplantısı sonucunda oluşan döviz ve altın cinsinden tesis edilen ROK ve ROO oranları aşağıda gösterilmiştir. Şekil.5’te incelendiğinde Merkez Bankasının, Türk lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların; en fazla yüzde 60’ı kadar sınırlandırmıştır. Şekil 5’den de görüldüğü üzere; dilim arttıkça katsayı da artmaktadır. Bu durumun en önemli nedeni ise; FED’in genişlemeci para politikasını terk ederek, faiz oranlarını artıracak yönünde sinyal vermesi sonrası, ülke içerisinde döviz likiditesinde gerçekleşmesi muhtemel aşağı yönlü hareketidir.



*Veriler TCMB resmi internet sitesinden alınarak tarafımızca düzenlenmiştir.

Şekil 5. Döviz cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıkların dilim ve katsayıları*

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Merkez Bankası dolayısıyla da ülke ekonomisine sağlamış olduğu iki önemli katkısı bulunmaktadır.

Öncelikle, “ROM uygulamasının ilk günden bu yana, TL volatilitisini azaltması önem arz etmektedir. Söz konusu uygulama TCMB’nin döviz rezerv yönetiminde de etkinlik yaratmaktadır. Örneğin, Eylül 2011’den Ocak 2014’e kadar geçen süre zarfında ROM’un brüt uluslararası rezerve katkısında önemli bir artış olduğu gözlenmektedir.” (Ergin, Aydın, 2017, s.72) Aynı zamanda bu mekanizma ile “TL üzerindeki değerlendirme baskısının hafifletilmesi amaçlanmaktadır. Şöyle ki, ROK’un 1’den büyük olduğu sürece ortaya çıkacak TL likiditesi, doğrudan döviz kuru müdahalesi sonucu ortaya çıkacak olan likiditiden daha az olacaktır.” (Cömert ve Türel, 2016, s.22).

Diğer bir husus ise; sermaye hareketleri ve döviz kurunda yaşanan gelişmeler ile bağlantılıdır. Bu çerçevede bankalar değişen piyasa koşullarına ve maliyete bağlı olarak optimal ROK’u ve ilgili kullanım oranını belirleyebilmektedir. Bu durumu somut bir örnek ile detaylandırmak gerekirse;

“Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde genelde YP kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine göre düştüğünden, eşik ROK artacak ve bankalar TL zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını YP cinsinden tutma eğiliminde olacaktır. Diğer bir ifadeyle, yurt dışı borçlanma maliyetlerinin düşmesi, kar azamileştirme güdüsüyle hareket eden bankaların rezerv opsiyonundan daha çok yararlanmalarını beraberinde getirecektir” (Ekonomi Notları, 2012, s.5). Bunlara ek olarak, ilgili mekanizma sayesinde

YP'nin bir kısmı piyasadan çekilecek ve TL üzerindeki değeri baskısı azalacak ve dolayısıyla ülke içine giren YP'nin krediye dönüşmesi azalacaktır.

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise; YP kaynaklarının maliyeti, TL maliyetlerine göre artmakta, artan maliyet ile birlikte yabancılara ait fon erişimi yavaşlamaktadır. Böyle bir durumda ise; döviz likiditesi azaldığından ve TCMB nezdindeki rezervleri azaltılabilmektedir ve bankaların TL likidite ihtiyaçlarını arttırmaktadır. Rezerv opsiyon mekanizması aynı zamanda otomatik dengeleyici olarak da işlevini sürdürmektedir. Bu kapsamda Merkez Bankası'nın piyasa koşullarına göre kademeli olarak ROO ve ROK 'ların da değişikliğe gittiği gözlenmiştir.

İlaveten, "ROM'un bankacılık kesimine sağlayıcı bir diğer avantaj ise kısa vadeli TL Swap işlemleri konusundadır. Bankalar kısa vadeli kur takası işlemleriyle Türk Lirası ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir. ROM sayesinde bu tür takas işlemlerine duyulan ihtiyaç azalmakta ve sermaye akımlarının oynaklığının azaltılarak, kısa vadeli sermaye akımlarının azalması sağlanabilmektedir. TL Swap işlemlerinin azalmasının yanında elde edilen yabancı kaynakların ROM için kullanılması yabancı para kredi büyümesini de sınırlandırmaktadır." (Serel, ve Özkurt, 2014, s.65).

Sonuç itibariyle, bir para politikası aracı olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması, Merkez Bankasının finansal şoklar ve sermaye piyasalarında yaşanan hareketliliğe karşı oluşturmuş olduğu kendine özgü bir para politikası aracıdır. Dinamik bir özelliğe sahip olan para politikası aracı, küresel piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak değişime uğrayabilmektedir. Çalışmanın beşinci bölümünde ise, rezerv opsiyon mekanizmasının Bankaların bilançoları üzerine olan etkisi ampirik bulgular ile tartışılmaktadır.

4.2.4. Likidite Yönetimi

Likidite yönetimi, geleneksel olmayan para politikası araçlarının yoğun olarak uygulanmaya başlandığı son dönemde, TCMB tarafından etkin bir şekilde kullanılan para politikası aracıdır. Nitekim "Merkez Bankalarının politika aracı olan kısa vadeli faizleri kontrol altında tutabilmesinde Merkez Bankası likidite yönetimi büyük bir öneme sahiptir." (Güler, 2009, s.9).

Bu bağlamda TCMB likidite yönetimini "bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını değerlendirerek, bir takım enstrümanlar ve kurallar eşliğinde, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamada kullandığı, politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını kontrol altında tutmak için, açık piyasa işlemleri aracılığı ile likidite açığı

durumunda likidite sağlamak, likidite fazlası durumunda ise fazla likiditeyi sterilize etmek şeklinde tanımlamıştır.” (ECB Aylık Bülten, 2002)

Değişen piyasa koşulları ve finansal alanda yaşanan entegrasyon sonucunda Merkez Bankaları piyasaları farklı araç ve politikalar ile yönlendirmeye çalışmışlardır. Kullanılan araç kümesinin çokluğu ile piyasaları varlık, krediler ve beklentiler kanalı ile etkileyen karar vericiler, piyasada bir “likidite yönetimine” ihtiyaç duymuşlardır.

Diğer bir ifade ile “TCMB’nin kullandığı araçların çeşitlendirilmesi ya da vadelerin uzatılması likidite yönetimin etkinliğini artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.” (Vural, 2009, s.65). Çünkü çoklu araç kümesi ile yapılan müdahaleler neticesinde, likidite yönetiminin operasyonel çerçevesi değişmiş, bu durum ise Borsa İstanbul (BİST) gecelik faizi ve diğer kısa vadeli faizler politika faizi dışındaki diğer politika araçlarından da etkilenmeye başlandığı gözlenmiştir.

Dolayısıyla TCMB, “2010 yılı sonundan itibaren devreye giren etkin likidite yönetimi ve geniş faiz koridorunun etkisiyle BİST gecelik faizi ile TCMB ortalama fonlama faizi arasındaki fark genişlemiş ve dalgalı hale gelmiştir. Bunun nedenlerinden biri, yeni para politikası uygulamalarının bir sonucu olarak TCMB’nin döviz kuru ve kredi kanallarının ayrı ayrı etkileyebilmek amacıyla politika araçlarını farklı yönde kullanmasıdır. Bu bağlamda politika faizinin yanı sıra likidite yönetimi gibi diğer politika araçlarının da kısa vadeli faizler ve faiz farkı üzerinden etkilerinin anlaşılması önem taşımaktadır.” (TCMB, 2013, s.2) açıklaması ile likidite yönetimine olan önemi vurgulamıştır.

Merkez Bankası, bankacılık sisteminde mevcut likidite ihtiyaçları veya taleplerini karşılamak üzere, yürütülen para politikaları gereksinimlerine göre dinamik bir likidite yönetimi stratejisi uygulamaya başlamıştır. Bu kapsamda, temel önceliği fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olan TCMB’nin en önemli aracı olan kısa vadeli faiz oranını etkile hale getirmesi, makroekonomik göstergeler ve para otoriteleri arasında eşgüdümlü bir koordinasyon sağlaması likidite yönetimin etkin ve etkili kullanması ile ilintilidir.

4.2.5. İstisnai Gün Uygulaması

TCMB 2010 yılından sonra heteredoks uygulamalardan vazgeçerek, yeni araçlar ve belirlediği yeni hedefler ile piyasalara müdahale etmeye başlamıştır. Bu yeni para politikası araçları ile piyasa ile olan iletişimde yeni uygulamalara gittiği görülmektedir. Bu uygulamalardan bir tanesi de “istisnai gün uygulaması” olarak ifade edilmektedir.

İstisnai gün uygulaması, Merkez Bankasının 2010 yılından sonra haftalık repo ihalesi açmadığı günlerde, döviz satım ihaleleri düzenlenmesi olarak tanımlanabilir. Aslında istisnai gün uygulaması yeni bir araçtan ziyade, Merkez Bankasının dönemsel olarak düzenlediği repo ihalesinde gittiği metod değişikliğidir. Diğer bir ifade ile Merkez Bankası rutin açık piyasa işlemleri ile TL üzerindeki değerlemeyi engellemek amacıyla haftalık veya aylık repo ihale yönetimi ile piyasaları fonlamaktadır. Bu parayı da klasik ihale metodu yerine sabit bir oran ve para talep eden bankaların talep miktarına bağlı olarak oluşturduğu bir algoritma sonucu vermekte idi. Merkez Bankasının bu yöntemden vazgeçip, klasik ihale metodu ile piyasalara para enjekte ettiği günler “istisnai gün” olarak bilinmektedir. Bu günlerde Merkez Bankası küresel piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde, TL üzerinde oluşan baskıya bağlı olarak değişik tutarlarda döviz ihale miktarı açmaktadır (Vural, 2009, s.73).

Merkez Bankası neden algoritmik ihale metodundan vazgeçip, klasik ihale metodu ile piyasaları fonluyor olduğu merak uyandıran bir konudur. Bunu bir örnek ile detaylandırmak mümkündür. Merkez Bankası normal metod ile ihale yaptığı günlerde 1 hafta vadeli repo ihale faizini yani politika faizini uyguluyordu. Örneğin, politika faizinin %8 olduğu kabul edilirse, normal metod ile piyasaları %8 ile fonlaması beklenmektedir. Ancak, istisnai gün uygulamasında, bu oran TCMB’den değil de piyasadaki gelecek olan beklentiler yani ihale metodu ile gerçekleştiği için faiz koridorun üst bandına yaklaşacak ve örtülü bir faiz artışı gerçekleşecektir.

TCMB istisnai gün uygulaması ile kur üzerinde baskı oluşmasını ve TL’nin değer kazanmasını hedeflemektedir. Başka bir ifade ile döviz kurunun hareketlerini spekülative baskılardan kurtarmaya, enjekte ettiği likidite ile yaşanan spekülative hareketleri sınırlamaya çalışmaktadır. Bununla birlikte politika faizini değiştirmeden geçici olarak faizleri artırdığı görülmektedir. Sonuç itibarıyla, küresel piyasalarda yaşanan risk iştahına bağlı olarak uygulamaya konulan bu aracın, geçici bir yöntem olduğu ve yeterli olmayacağı anlaşılmaktadır.

4.2.6. Kaldıraç Uygulaması

Kaldıraç uygulaması, bankaların veya finansal sistem içerisinde faaliyet gösteren kurum ve kuruluşların yüksek borçlanması neticesinde ortaya çıkabilecek riskleri sınırlandırmak amacıyla getirilen destekleyici bir uygulama olarak tanımlanabilir. Bu

uygulama özellikle makroekonomik düzeyde yaşanan bir bozukluğa karşılık, Merkez Bankası tarafından alınan bir önlem olarak bilinmektedir (Özatay, 2013: 307).

Bilindiği üzere firmaların büyümeleri ve bu büyüme neticesine yarattığı istihdam ülke içerisinde makro istikrarı sağlamada belirleyici bir öneme sahiptir. Bu nedenle firmaların büyümesi ekonomik büyüme için önemli bir konu teşkil etmektedir. Herhangi bir şekilde yüksek borçluluk ve bu borçluluk düzeyini karşılayamayacak öz sermayenin olmayışı finansal krizi tetiklemektedir. Yaşanan kriz sonucunda, firmaların büyümesinde keskin düşüslere sebep olmakta bu durum istihdam seviyesinde ve hane halkı gelirlerinde bir azalmaya sebep olmaktadır. Dolayısıyla, finansal istikrarı bozacak düzeyde olan bu durum Merkez Bankası tarafından yakından takip edilmektedir.

Finansal sistemin yüksek kaldıraçla işlem yapması ve bunun sonucunda ekonomide yaşanan tahribatların etkisini azaltmak ve olası finansal krizleri önlemek amacıyla, TCMB 2013/5 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ kapsamında, kaldıraç oranına dayalı politikaları aşamaları olarak uygulayacağını tebliğ etmiştir.

Bu aşamaya kadar olan süreçte 2008 ekonomik kriz sonrasında, TCMB'nin yaşanan gelişmelere bağlı olarak almış olduğu önlemler ve bu kapsamda kendine özgü geliştirdiği para politikası araçlarını tanımladık. Bundan sonra ki bölümde, uygulanan politikaların Türkiye'deki sermaye piyasalarına olan olası etkileri incelenmiştir.

4.3. Uygulanan Politika Araçlarının Ülke Ekonomisine Yansıması

Gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finansal kriz süreci ve sonrasında uygulamaya koydukları parasal genişleme politikaları Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri farklı kanallardan etkilemiştir.

Bu kanallardan ilki ülkenin portföy yapısı ve sermaye birikimidir. Özellikle gerçekleştirilen niceliksel genişleme uygulamaları sonucunda; küresel ölçekte likidite fazlası oluşmuş ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını arttığı gözlenmiştir.

Aynı zamanda, artan küresel likidite bolluğu “yatırımcıları riskli ve yüksek getirili finansal enstrümanlara yönelterek gelişmekte olan ülkelere doğru bir akımına neden olmaktadır. Bu durum, TL'nin değerlenmesine ve piyasa faizlerinin düşmesine neden olmaktadır. Bir taraftan tüketim ve yatırım talebi canlanırken diğer taraftan da, sermaye girişleri dış kredilerde artış ve yerel para biriminde değerlenme yoluyla ithalatın

artmasına neden olarak cari işlemler açığını genişletici yönde etkide bulunabilmektedir” (TCMB, 2010, s.22).

Ülke içerisinde artan sermayeye bağlı olarak piyasalardaki oynaklık derecesinin göreceli olarak yukarı yönlü bir ivme kazandığı gözlenmiştir. Bu durum ise, ülke ekonomisinde bir belirsizliğe neden olmuştur. TCMB öncelikleri ve hedefleri doğrultusunda kararlar alarak bu belirsizliğin etkisini en aza indirmeye çalışmıştır.

Üzerinde durulması gereken diğer bir konu ise; parasal genişleme süreci ile birlikte ortaya çıkan kredi genişlemesidir. Artan sermaye girişleri ile birlikte, ülke içerisinde faiz oranlarında göreceli bir düşüş olduğu gözlenmiştir. Faiz oranlarında yaşanan düşüş beraberinde bankaların elinde tuttuğu likiditenin artmasına ve verilen kredinin miktarında bir artışa sebep olmuştur. Denetimlerin yetersiz olduğu ve kredi hacminin giderek artmasına paralel olarak geri ödemelerde yaşanan sorunlar ekonominin finansal kesiminde bir belirsizlik ve balon etkisi yaratması beklenmektedir.

Türkiye’de yaşanan finansal krizlere bakıldığında, sermaye akımları ve kredi genişlemesinin makroekonomik istikrar konusunda önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Özellikle, küresel kriz esnasında ülke içerisine giren sermaye yapısının değişikliği ve özensizce verilen kredilerin ekonomiyi daha kırılgan hale getirdiği görülmektedir.

Öte yandan Türkiye’de uygulanan para politikaları ve araçlarının dönemsel olarak değişiklikler gösterdiği görülmektedir. Bu bağlamda uygulanan politika stratejilerini beş farklı dönemde analiz edilebilir.

4.3.1. 1923-1960 Dönemi

Bu dönem sabit kur rejimi uygulamasıyla döviz kurlarının hükümet tarafından belirlendiği dönemdir. Bu kapsamda Merkez Bankası tarafından uygulanabilen esas politika aracı reeskont oranları olmuştur. Özellikle 1930’lu yıllar düşük enflasyonun öne çıktığı yıllar olmuştur (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/dundenbugune> TCMB. Erişim tarihi: 12.10.2017). 1940 yıllardan itibaren ise TCMB bağımsız politika yürütülmesinden ziyade özellikle kamu sektörünün finansman açığının kapatılmasını önceleyen bir politika takip etmiştir. Bunun da etkisiyle özellikle 1938-1949 arası dönemde Türkiye’de genel fiyat düzeyindeki artış yaklaşık üç katına çıkmıştır (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tarihce.html>. Erişim tarihi: 12.10.2017). 1950 yılında hükümette yaşanan değişimle birlikte aslında merkez bankasının uyguladığı

para politikasında da değişim yaşanmıştır. Bu yıldan itibaren ülkede toplam harcamaların artırılması üzerine bir iktisadi politikaya geçilmiş olup, iktisattaki tanımlamasıyla “genişletici para politikası” uygulanmaya başlanmıştır.

4.3.2. 1950-1980 Dönemi

1950 sonrasında devletçi ekonomik modeli, yerini liberal politikaya bırakmaya başlamıştır. Bu dönemde özellikle büyüme hızının artmasıyla kamu harcamaları kamu gelirlerinden oransal olarak daha fazla artmış ve aradaki kamu açığı Merkez Bankası’nın genişlemeci para politikaları ve sürekli borçlanma ile giderilmeye çalışılmıştır. (Sarı, 2007, s.3).

Bu dönem aynı zamanda planlı kalkınma ve ithal ikameci sanayileşmenin sürdürüldüğü bir dönemdir. Planlı kalkınmanın kısmen başarı gösterdiği ancak dışa bağımlılık konusunda yeterince başarılı olduğunu söylenemez. Nitekim 1974 yılında meydana gelen petrol krizi ile ödemeler dengesi üzerinde yarattığı baskı “dış ticaret hadleri ve büyük kaynak kayıplarına uğrayan Türkiye ekonomisinde, gerekli tedbirlerin yeterince alınamamasından dolayı ithal talebi ve kamu kesimi finansman açığını artırmıştır.” (Atasever, 2010, s.40).

Bu dönem Merkez Bankacılığı açısından yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. 14 Ocak 1970 tarihinde kabul edilen 1211 sayılı kanun ile TCMB’nin yasal statüsünde, organizasyon yapısında, yetki ve görevlerinde önemli değişikliklerin gerçekleştiği gözlenmektedir. 1211 sayılı kanun, Bankanın görevlerinin ve yetkilerinin artırılması açısından önemli yenilikler getirmiştir. Öncelikli olarak, bankanın araç bağımsızlığının kazanması amacıyla, doğrudan ve doğrudan olmayan para politikası araçları üzerinde kontrolünün artırılması sağlanmıştır.

Bunlara ilaveten, hükümetin para ve krediye ilişkin tedbirlerinin alınması esnasında, Bankanın görüşüne başvurulması hükmü yasa ile güvence altına alınmıştır. Yine aynı şekilde, piyasalarda para arzını ve likiditeyi düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemi yapma yetkisi ilgili kanun ile verilmiştir. (1211 Sayılı TCMB Kanunu, 1970, s.3.4.5).

Özet olarak, ilgili dönemin en belirgin özelliği siyasi sorumluların ve parasal otoritenin uygulamış oldukları genişleyici politikalar olmuştur. Söz konusu dönemde, sabit kur uygulaması devam etmiş, bankacılık ve finans kesiminin etkinliği egemen olarak

devam etmiştir. Yaşanan siyasi ve ekonomik problemler, etkin bir para politikasının uygulamasını geciktirmiştir.

4.3.3. 1980-1999 Dönemi

Bu döneme 24 Ocak Kararları olarak da bilinen İstikrar Programı damgasını vurmuştur. Bu kararların temel amacı devletin ekonomiye müdahalesini minimum düzeye indirerek serbest piyasanın gereklerini piyasaya hakim kılmak olmuştur. Ekonominin dışa açılmasını sağlayarak Dünya ile ekonomik entegrasyon sürecinin hızlandırılması, döviz darboğazından kurtulmayı ve piyasa ekonomisinin güçlendirilmesini hedef alan bir politika belirlenmiştir. Bahse konu hedeflere ulaşılabilmesi amacıyla faiz oranları yukarı çekilmiş, Merkez Bankası avans ve emisyon hacimleri azaltılmıştır.

Bu dönemde Merkez Bankasının uyguladığı para politikası özellikle 1986 yılından itibaren büyük bir değişim yaşamıştır. Bu yıllar başlayan en büyük değişiklik doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına geçişle başlamıştır. Bu politikaya geçilmesinin temel amacı, bankacılık sektöründe yer alan Türk Lirası rezervlerinin kontrol altına alınması olmuştur (Yay, 2001, s.1236).

1991’de “Körfez Savaşı”nın başlamasıyla küresel çapta mali bir kriz başlamıştır. Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de bu krizin birtakım etkileri olmuştur. Özellikle 1994 yılının ilk çeyreğinden itibaren etkileri ülkemizde deriden hissedilmeye başlanan finansal krizin boyutlarını arttıran faktörler, mali politikanın sıkı olmaması ve bankacılık sektöründeki kırılganlık olarak ifade edilebilmektedir. Bahse konu dönemde Türkiye’de enflasyon oranı üç haneli rakamlara ulaşmıştır (<http://www.tcmb.gov.tr> Erişim tarihi: 12.10.2017). Kriz sonrası yılları kapsayan 1995-1999 arası dönemde Merkez Bankasınca uygulanan temel politika, döviz kurundaki oynaklığı azaltarak döviz piyasasında yaşanan spekülasyon hareketlerin önüne geçmek olmuştur (<http://www.tcmb.gov.tr> Erişim tarihi: 12.10.2017).

4.3.4. 1999-2010 Dönemi

Türkiye bu dönemde para politikası stratejisinde bir değişikliğe giderek, “enflasyon hedeflemesi stratejisi” ne geçmiştir. Bu strateji değişiminin ilk adımının Merkez Bankasının 09 Aralık 1999 tarihinde Uluslararası Para Fonu’na (IMF) sunduğu niyet mektubunun “Para ve Kur Politikaları” bölümünde atıldığını söylemek mümkündür. Bu programla özellikle döviz kurunun “çapa özelliğinden” sıyrılıp esnekleştirilmesi ile

aşamalı enflasyon hedeflemesi programının uygulanması amaçlanmıştır (Kara, 2007). Ancak bu dönemde yaşanan 2001 finansal krizi ve 11 Eylül saldırı gibi küresel çapta yaşanan krizler, Türkiye'nin bu politikaları gerektiği gibi uygulayabilmesinin önünde büyük bir engel teşkil etmiştir. Dolayısıyla bu politikanın uygulanması 2001 sonrası yeniden ele alınarak uygulanma imkanı bulmuştur.

1999 yılından başlayarak 2010 yılına giden süreçte ülkemizde uygulanan para politikası uygulamalarının tamamını aynı grupta değerlendirmek zordur. Nitekim Türkiye 2010 yılında yeni para politikası yaklaşımına geçmeden önce 2006 yılında “açık enflasyon hedeflemesi” ne geçmiştir. Aşağıda Türkiye'nin son dönemlerde uyguladığı para politikaları özet bir şekilde Tablo 6'da özet olarak sunulmuştur.

Tablo 6

TCMB Tarafından Yıllar İçinde Uygulanan Para Politikaları

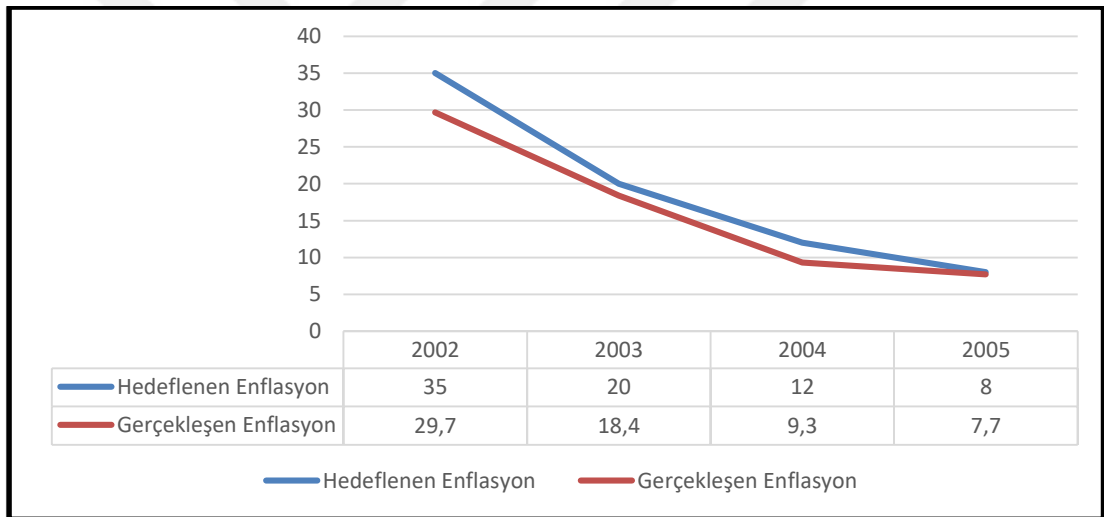
Uygulanan Para Politikası Rejimleri	Dönem	Hedefler
Parasal Hedefleme	1990-1999	Fiyat istikrarı + Finansal istikrar
Nominal Döviz Kuru Hedeflemesi + Parasal Hedefleme	2000-2001	Fiyat istikrarı
Örtük Enflasyon Hedeflemesi + Parasal Hedefleme	2002- 2005	Fiyat istikrarı + Çıktı istikrarı
Açık Enflasyon Hedeflemesi	2006-2010	Fiyat istikrarı + Çıktı istikrarı + Finansal istikrar
Yeni Para Politikası Yaklaşımı	2010-...	

Kaynak: TCMB (www.tcmb.gov.tr)

Daha önce de ifade edildiği üzere Türkiye para politikasında değişikliğe gitmeyi 1999 yılı itibarıyla planlamıştır. Ancak 2001 yılında yaşanan kriz ve küresel çapta yaşanan krizler dolayısıyla bu planlama uygulamaya geçirilememiştir. Dolayısıyla 2001 krizinin etkilerini derinden yaşayan Türkiye hedeflediği para politikasını uygulamaya alamamıştır. Bu kriz sonrası Türkiye'de enflasyon oranları literatürde “hiperenflasyon”

olarak adlandırılan astronomik rakamlara ulaşmış olup ekonomik göstergeler (özellikle döviz kuru kaynaklı olanlar) oldukça bozulmuştur.

Örtük enflasyon hedeflemesi ve parasal hedefleme olarak ifade edilebilecek olan bu politikanın gerçek manada uygulandığı dönem 2002-2005 arası dönemdir. Bu dönemde uygulanan para politikasının hedeflerine ulaştığını söylemek mümkündür. Nitekim bu yıllar arasında belirlenen yılsonu enflasyon beklentilerinin de altına inilerek başarılı bir uygulamaya imza atılmıştır. Bu dönem 2001 yılında yaşanan “kronik enflasyon” krizinin etkilerinin azaltılması açısından önemli bir adım olmuştur. Dolayısıyla Merkez Bankası’nın konulan enflasyon hedeflemesi politikası bu dönemde ülkenin ekonomik göstergeleri üzerinde pozitif bir etki bırakmıştır (TCMB, Para Politikası Metinleri, Para ve Kur Politikası Raporu). Aşağıda yer alan Şekil 6. bu durumu özetlemektedir.



*Veriler TCMB internet sitesinden alınarak tarafımızca düzenlenmiştir.

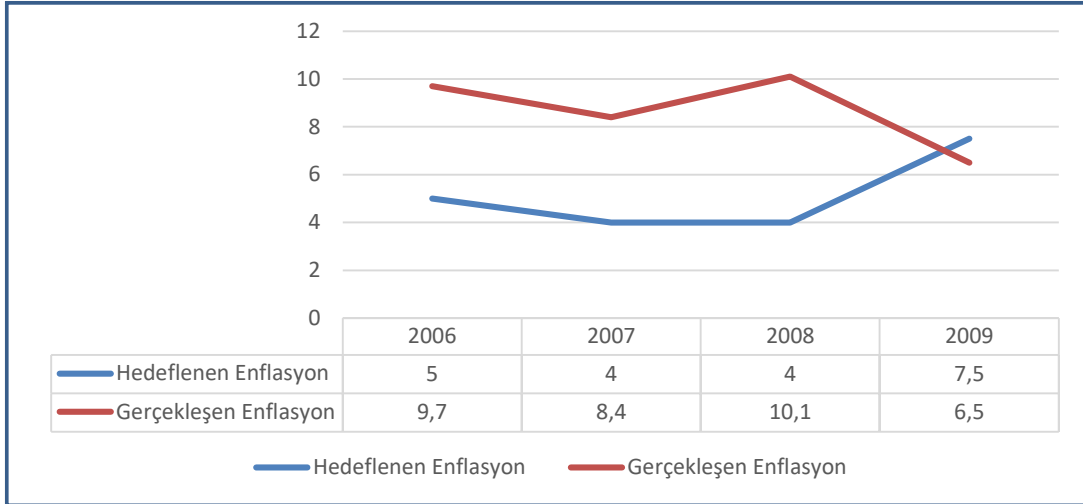
Şekil 6. Türkiye’nin 2002-2005 yılları arası hedef ve gerçekleşen enflasyon oranları*

Şekil 6.’da görüldüğü üzere, 2002 ve 2005 yılları arasında hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranının düştüğü ve aradaki marjın kapandığı görülmektedir. Dolayısıyla 2002-2005 arasında Türkiye’nin dalgalı kur rejimine uyum kapasitesini artmıştır şeklindeki bir ifadenin yanlış olmayacağını söyleyebiliriz. Örtük enflasyon hedeflemesi politikasının gereği gibi uygulandığı ve başarılı sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Bu dönemde uygulanan para politikasının en büyük getirisi, geçmiş dönemlerde özellikle kamu borçlarının sürdürülebilirliği konusundaki hassasiyet ortadan kalkmaya başlamıştır. Dolayısıyla kamunun kredibilitesinde artış yaşandığı görülmüştür.

Bu dönemde uygulanan para politikasına bağı bir duruş sergilenmesi ile Türkiye'nin belirlediği finansal politikaları disiplinli olarak uygulaması konusundaki endişeler azalmaya başlamıştır. Bu durum dolaylı olarak ülkenin mali açıdan güvenilirliğine katkı sağlamıştır. Bu yıllarda uygulanan para politikasının başarısı neticesinde ülkenin finansal piyasa derinliği artmaya başlamıştır. Finansal kesimin (başta bankalar olmak üzere) şoklara karşı kırılganlık düzeyi azalmıştır.

Özetle 2002-2005 yılları arasında Merkez Bankası'na belirlenen para politikası başarılı bir şekilde uygulanarak Türkiye'nin enflasyon ve döviz kurundaki aşırı yükselişleri frenlemiştir (Acet, 2009, s.36).

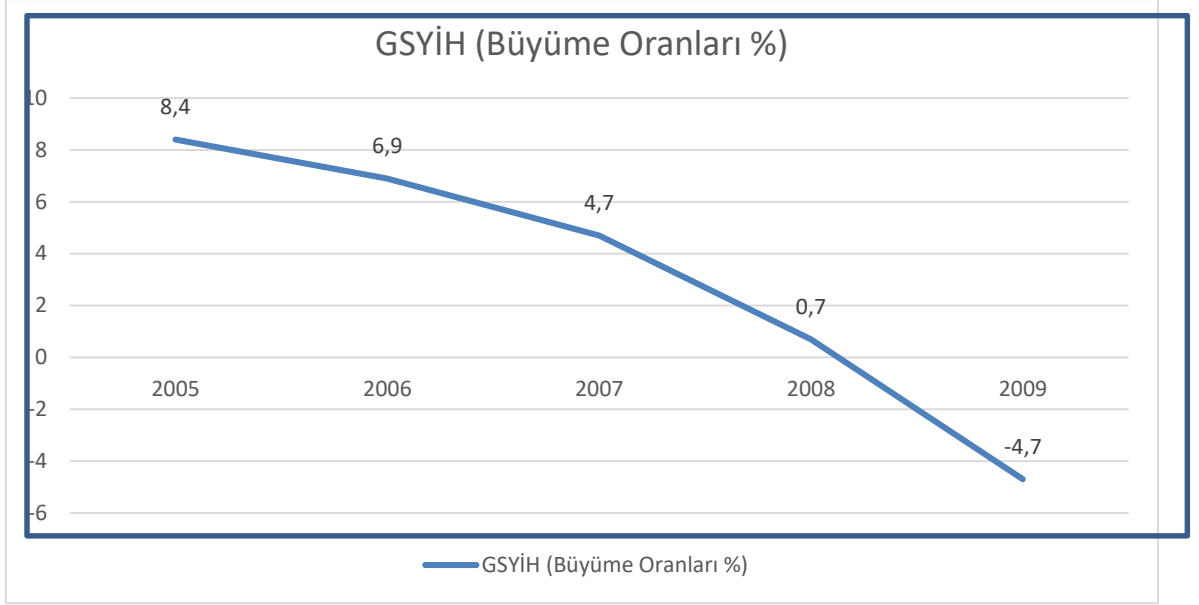
Türkiye 2006 yılına gelindiğinde örtük enflasyon politikası yerine doğrudan (açık) enflasyon hedeflemesi politikasına geçmiştir. Bu politika değişikliğinin temelinde Türkiye'nin örtük enflasyon hedeflemesi politikasında göstermiş olduğu başarının yer aldığını söylemek mümkündür. Bunun üzerine örtük enflasyon politikasına oranla daha şeffaf ve öngörülebilir olan "açık enflasyon hedeflemesi" para politikasına geçilmesine karar verilmiştir. Ancak bu dönemde Türk ekonomisi açık enflasyon hedeflemesi politikasına geçtikten sonra bir dizi dışsal ekonomik şoklara maruz kalmıştır. Bu durum ülkemizde uygulanan para politikasından bağımsız gelişmeler olması sebebiyle içsel faktörlerle müdahale şansı olmayan türde gelişmeler olmuştur. Sonrasında gerçekleşen 2008 ekonomik krizi de bu dönemde Türkiye'nin yeni para politikasından beklendiği oranda verim almasının önünde bir engel teşkil etmiştir. Nitekim gerçekleşen enflasyon oranlarının hedeflenen oranların üzerinde gerçekleşmesi de bu durumun bir sonucu olmuştur (Kara ve Orak, 2008). Enflasyon oranlarında gerçekleşen bu durum aşağıdaki Şekil 7'de sunulmuştur.



Şekil 7. Türkiye'nin 2006-2009 yılları arası hedef ve gerçekleşen enflasyon oranları

Kaynak: TCMB

2002-2005 arası dönemin aksine Şekil 7'den de görüldüğü üzere 2006- 2009 arası dönemde enflasyon hedeflemesindeki başarı azalmaya başlamıştır. Ancak bu durum daha önce de ifade edildiği üzere literatürdeki görüş birliğiyle Türkiye'nin uyguladığı para politikasının etkisi değil, küresel çaptaki dışsal şokların etkisidir. Yaşanan krize rağmen bu süreçte enflasyon oranlarının tek hanelerde kalmaya devam etmesi de önemli sayılabilecek bir ekonomik göstergedir. Nitekim ülkenin diğer finansal göstergelerine de bakıldığında yaşanmakta olan küresel krize rağmen olumlu sonuçlar görülmektedir. Türkiye'nin aynı dönemde büyüme oranlarının krizin etkilerinin en ağır yaşandığı 2009 yılına kadar pozitif kalmasını bu kapsamda değerlendirmek mümkündür. Aşağıdaki Şekil 8.'de Türkiye'nin 2005-2009 yılları arası GSYİH Büyüme oranları sunulmuştur.



Şekil 8. Türkiye'nin 2005-2009 yılları arası GSYİH büyüme oranları

Kaynak: TÜİK

Bu dönemde yaşanan küresel ekonomik krizin etkileri önceki yıllarda gerçekleştirilen başarılı politikalar sayesinde hafifletilmiş olsa da bu krizin Türkiye üzerinde de birtakım olumsuz etkileri olmuştur. Bunların ilki 2006 yılında Merkez Bankası Başkanlığına atama yapılmasında gecikme yaşanması, enflasyon hedeflerinin sapmaya başlaması, 2008 yılı için Merkez Bankasının enflasyon hedeflerini yenileme ihtiyacı duyması vb. gerekçelerle Merkez Bankasına duyulan güven ve kredibilite azalmış olup potansiyel riskler artmıştır.

Bu dönemde hükümetten ve TCMB'den yapılan resmi açıklamalarda bu durumun gerekçesi olarak, gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişler ile küresel çapta yaşanan ekonomik kriz gösterilmiştir. Bu dönemde uygulanan enflasyon hedeflemesinin Türkiye'ye en büyük maliyeti, cari açığın artmasıyla ülkenin büyüme hedefinin kısa vadeli sermaye hareketlerine bağımlı kalması olmuştur. 2006 ve 2010 yılları arası küresel krizin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği dönemde uluslararası piyasaya göre aşırı değerli kalan Türk Lirası, Türkiye'nin üretim hacminde bozulmalara yol açmıştır. Bu olumsuz durumdan en çok tarım faaliyetleri etkilenmiştir (Çolak, 2011, s.37).

Yaşanan bu gelişmeler üzerine TCMB tarafından 14 Nisan 2010 tarihinde uygulanacak olan yeni para politikası ile bu durumdan çıkış stratejisi açıklanmıştır. Böylece 2008 krizi ve sonrasında yaşananlar Türkiye'nin para politikasında değişikliğe gitmesine neden olmuştur. Türkiye tarafından belirlenen yeni para politikasıyla finansal

istikrar da göz önüne alınarak araç kümesinin çeşitlendirildiği bir politikaya geçilmiştir. Yeni para politikasına göre temel amaç, fiyat istikrarından da taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilmesi olmuştur. Bu sebeple para politikasında etkin hale getirilen yeni araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Bu araçlar, “faiz koridoru” ve “rezerv opsiyonu” benzeri finansal araçlardır (TCMB, Para Politikası Metinleri, 2013 yılı Para ve Kur Politikası Raporu). Bu çalışma kapsamında ele alınan faiz koridoru aracının kullanımı, kısa vadeli sermaye hareketlerinde yaşanan oynaklığa yönelik daha süratli ve etkili müdahale imkanı sağlamıştır. Buna ek olarak kredi büyümesi üzerinde de etkili bir araç olarak kullanıma alınmıştır.

4.3.5. 2010 ve Sonrası Yeni Para Politikası Yaklaşımı Dönemi

TCMB tarafından 14 Nisan 2010 tarihinde açıklanan para politikası değişikliği ile Türkiye yeni para politikasını uygulamaya almıştır. Bunun gerekçeleri daha önce açıklanmış olup temel gerekçenin 2008 krizinin etkileri olduğunu söylemek mümkündür. Aşağıda 2010 yılı Para ve Kur Politikaları ile Merkez Bankasının uygulamada yaptığı değişiklikler sunulmuştur (Çolak, 2011, s.37):

- Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 7’den yüzde 6,50’ye düşürülmüştür.
- Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 1,75’ten yüzde 1,50’ye düşürülmüştür.
- Buna karşın borç verme faiz oranı yüzde 8,75’ten yüzde 9 düzeyine yükseltilmiştir.
- APİ (Açık Piyasa İşlemleri) çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı ise yüzde 7,75’ten yüzde 8’e yükseltilmiştir.
- Geç likidite penceresi uygulamasında, bankalar arası para piyasasında gecelik vadede uygulanan merkez bankası borçlanma faiz oranını yüzde 0 düzeyinde sabitlemiş; ancak borç verme faiz oranını yüzde 11,75’ten yüzde 12’ye yükseltilmiştir.
- Zorunlu karşılık oranları mevduatın vadesine göre farklılaştırılmıştır.

Merkez Bankası, bu değişiklikten itibaren en potansiyel risk olarak görülen enflasyonist risklere karşı günümüzde de sıkı likidite politikasını sürdürmektedir.

Artan risk iştahı ve likiditede bolluğu “TCMB’yi 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözeten yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamaya ve uygulamaya sevk etmiştir. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi gözden geçirilerek finansal istikrar destekleyici bir amaç olarak benimsemiş; bu amaca yönelik ek politika araçları geliştirmiştir.” (Kara, 2012, s.5). Bu bağlamda, TCMB ek olarak faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması ve zorunlu karşılıkların vade ayarlanması, kaldıraç oranı ve likidite yönetimi gibi yeni araçlar kullanmaya başlamışlardır.

2010 sonrası dönemde ekonomide bir likidite ihtiyacı doğmuş ve bu bağlamda TCMB genişleyici para politikası uygulamıştır. Bu dönemde “TCMB’nin faiz koridorunu geniş tutması piyasadaki gelişmelere karşı vereceği tepkilerde esneklik kazanmıştır. Bununla birlikte zorunlu karşılık oranları ile ilgili düzenlemeler yapmış, vadeye göre ve kaldıraç oranına göre farklı zorunlu karşılık oranları belirleyerek finansal kurumların bilançolarının güçlenmesi ve yükümlülüklerinin vadesinin uzamasına katkıda bulunmuştur.” (İçellioğlu, 2017, s.35).

2014 yılından itibaren FED’in varlık alımlarını durdurması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişinin hız kesmesi yerli paranın değer kaybetmesine ve nitekim faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Araç çeşitliliğinin giderek karmaşık hale gelmesi etkinliği yitimesi ve küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasıyla birlikte buna uyum sağlamak amacıyla TCMB para politikalarında sadeleşmeye gitmiştir.

Özellikle 2015 yılından sonra TCMB faiz koridorunun bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirilmeye çalışılmış ve faiz koridorunun daraltılması yönünde adımlar atılmaya başlanmıştır. Nihayetinde varılmak istenen durum TCMB fonlamasının tek bir kanaldan sağlanması ve para piyasasında oluşan faizlerin TCMB politika faizinin etrafında dar bir aralıkta dalgalanmasıdır.

BÖLÜM V

FAİZ KORİDORU VE BANKA KREDİ ORANLARI İLİŞKİSİ: AMPİRİK

UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde temel araştırma sorusunun cevabı aranacaktır:

“TCMB tarafınca uygulanan faiz koridorunun, bankalarca belirlenen mevduat ve kredi faiz oranları üzerinde etkisi var mıdır? Varsa, bu etkinin yönü ve düzeyi nedir?” sorusunun cevabı aranmaktadır. Bahse konu araştırma sorusuna yanıt bulabilmek için, TCMB’nin faiz koridoru politikasına ait veriler ve Türkiye’de özkaynak büyüklüğü itibarıyla en büyük altı bankaya ait aylık faiz oranları verileri kullanılmıştır. Ampirik uygulama için kurulan modeller, bu araştırma çeşidi için literatürde de sıklıkla tercih edilen zama serisi veri modelleridir. Oluşturulan panel veri modellerine ait analizler için ideal paket program olan Ewies paket programı kullanılmıştır.

5.1. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada TCMB tarafından uygulanan para politikalarının, piyasa faiz oranları üzerinde yarattığı etkinin yönü ve büyüklüğünün belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu sebeple TCMB’ınca Mayıs 2014 tarihinden itibaren en önemli para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanan “faiz koridoru” uygulamasının, piyasadaki faiz oranlarını nasıl ve ne kadar etkilediği incelenmiştir. Çalışma kapsamında ele alınan dönem Haziran 2014- Haziran 2017 arası olup, araştırmada bu üç yıllık döneme ait aylık veriler kullanılmıştır.

Araştırmanın amacı 2014 tarihinde Türkiye’de uygulanmaya başlayan faiz koridoru uygulamasının bankaların faiz oranları üzerindeki etkisini incelemektir. Bu bağlamda Haziran 2014 ile Haziran 2016 yılları arasında faiz koridoru alt sınır ve üst sınırlarının bankaların ortalama faiz oranları üzerindeki etkisi incelenmek istenmektedir. Bankacılık sektöründe farklı kalemlerin söz konusu uygulamaya farklı tepkiler vereceği düşünüldüğünden faiz koridoru alt sınırı ve üst sınırının ülkedeki bireysel kredi faiz oran ortalaması, ticari kredi faiz oran ortalaması ve mevduat faiz oran ortalaması üzerindeki etkilerinin ayrı ayrı incelenmesine karar verilmiştir.

Çalışma kapsamında Türkiye’de özkaynak büyüklüğü itibarıyla en büyük altı bankaya ait verilerden yararlanılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler TCMB ve Türkiye Bankalar Birliği (TBB) veri tabanlarından elde edilmiştir. Veriler elde edildikten sonra

öncelikli olarak olarak veriler arası birim kök, içsellik vb. analize engel sorunların olup olmadığının analizi yapılmıştır. Elde ettiğimiz verilerin analize uygun oldukları tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle değişkenlerimiz arasında analiz sonuçlarını olumsuz etkileyecek bir durum tespit edilmemiştir. Bu aşamadan sonra modellere ait veriler sırasıyla analiz programına aktarılmıştır. Birinci, ikinci ve üçüncü modele ait analiz sonuçları ayrı ayrı işleme tabi tutulmuştur. Son olarak analizler neticesinde elde edilen bulgulara göre üç modele ait ayrı ayrı değerlendirmeler yapılmıştır.

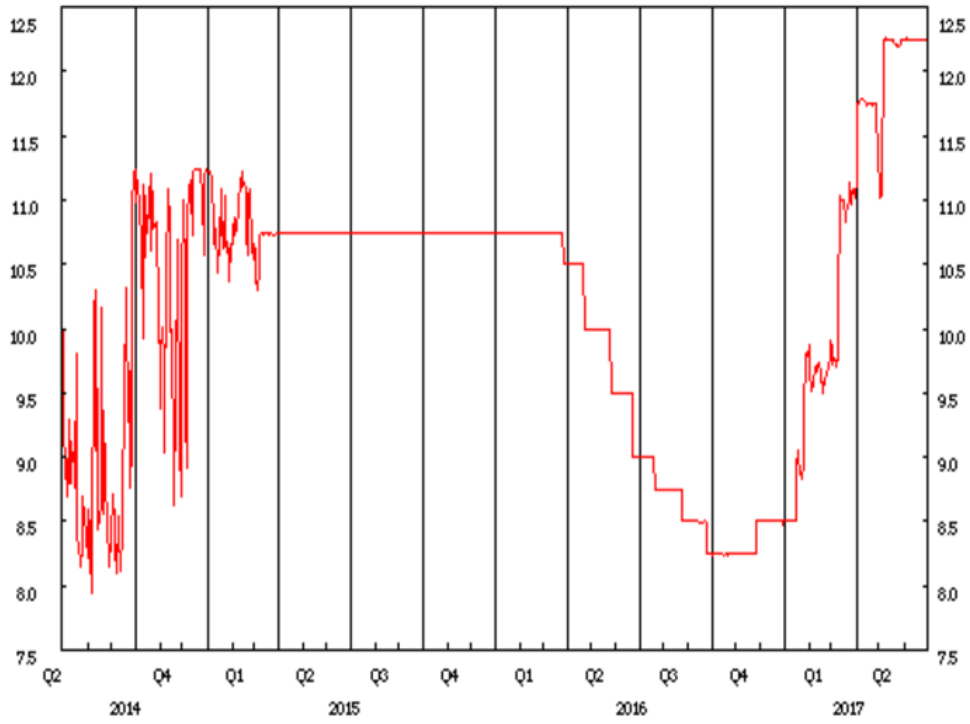
5.2. Veri Seti

Ampirik uygulama kapsamında, Haziran 2014 - Haziran 2017 dönemini kapsayan son üç yıla ait aylık veriler kullanılmıştır. Bu tarihlerden, özellikle Haziran 2014 tarihinin seçimi araştırma için oldukça önemlidir. Çünkü faiz koridoru uygulaması resmi olarak 20 Mayıs 2014 tarihli TCMB Para Politikası toplantısında alınan kararla başlamıştır. Araştırmada TCMB tarafından belirlenen faiz koridorlarının sınırları, gecelik borç verme faiz oranı (faiz koridoru üst sınırı) ve gecelik borç alma faiz oranı (faiz koridoru alt sınırı) dır.

Literatürde faiz koridorunun üst ve alt sınırlarının, bankaların farklı türdeki faiz oranlarının belirlenmesinde etkili olduğu konusunda hakim bir görüş bulunmaktadır.. Bu araştırma kapsamında TCMB tarafından faiz koridorunda yapılan değişikliklerin, banka faiz oranları üzerindeki etkisi incelenmektedir. Çalışma kapsamında üç ayrı ekonometrik model oluşturulmuştur. Oluşturulan modellerin tamamında bağımsız değişken olarak faiz koridoru değerleri veri olarak alınmıştır. Ekonometrik modellerde bağımlı değişkenler olarak ise; bankaların bireysel kredi faiz oranları, ticari kredi faiz oranları ve banka mevduat faiz oranları veri olarak alınmıştır. Ampirik modele ait veriler, TCMB'nin veri tabanından ve TBB tarafından açıklanan raporlardan elde edilmiştir. TBB, kendisine bildirimde bulunmayı taahhüt etmiş olan bankalara ait her türlü veriyle ilgili ayrıntılı raporlar hazırlamaktadır. Araştırmaya ait bağımlı değişken verileri TBB tarafından bu amaçla oluşturulmuş veri tabanından elde edilmiştir.

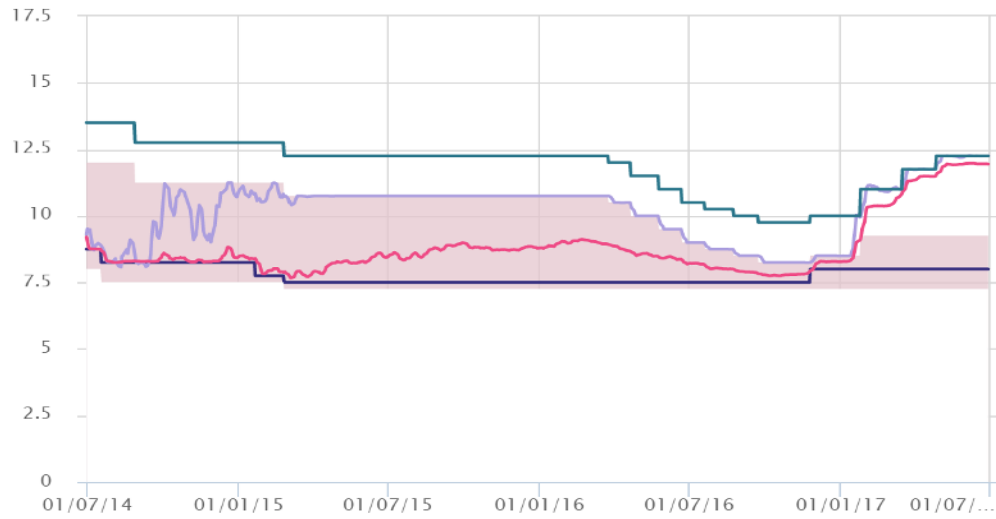
5.2.1. Faiz Koridorunun Üst ve Alt Sınırı

Çalışma yapılan dönem (Haziran 2014 – Haziran 2017) göz önüne alındığında TCMB uygulanan faiz koridoru politikasına ait veriler Şekil 9 ve Şekil 10'da görülmektedir.



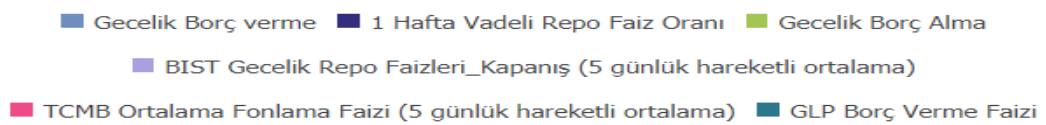
Şekil 9. TCMB ağırlıklı ortalama faiz oranları (06/2014-06/2017 Dönemi Arası)

TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru (Yüzde)



Kaynak: TCMB

Son gözlem: 02 Ağustos 2017



Şekil 10. Faiz koridorunun üst ve alt sınırı (Haziran 2014- Haziran 2017)

Şekil 9 ve Şekil 10 incelendiğinde 2014 yılı haziran ayından itibaren TCMB tarafından belirlenen faiz koridorlarının üst ve alt sınırlarında kademeli düşüşler yapıldığı gözlenmektedir. Bu düşüşler 2016 yılının dördüncü çeyreğine kadar sürmüştür. Bu dönemden itibaren faiz koridoru sınırları ve ağırlıklı ortalama faiz oranlarında ciddi düzeyde artışlar görülmüştür. Bu artışlar neticesinde faiz bandı seviyesi 2017 haziran itibariyle, çalışma kapsamındaki ilk dönem olan 2014 haziran seviyelerinin üzerine tırmanmıştır.

TCMB, faiz koridorunun üst ve alt sınırlarında değişikliğe giderek para arzını kontrol etmeyi hedeflemektedir. Dolayısıyla faiz koridoru uygulaması TCMB'nin elindeki önemli para politikası araçlarından biridir. Alt sınır (TCMB borç alma faizi ya da taban faiz) ile üst sınırdaki (TCMB borç verme faizi ya da tavan faiz) yaşanan değişiklikler farklı anlamlara gelmektedir. Faiz koridorunun alt sınırının yükselmesi ülkeye giren sermaye akımlarının azaltılması, kontrol altına alınması amacıyla kullanılmaktadır. Tam tersi şekilde faiz koridorunun üst sınırının arttırılması ise ülkeden sermaye çıkışlarını azaltmak için bir önlemdir. Faiz koridorunun taban ve tavan faiz oranları arası bandın genişliğinin de birtakım anlamları bulunmaktadır. Bu bandın daraltılması demek TCMB politikası gereği borç verme faizi ile borç alma faizinin birbirine yaklaştırıldığı anlamına gelmektedir. Bu durum likidite ihtiyaçlarını TCMB'den karşılayan bankalar açısından olumlu bir durumdur. Çünkü böylece bankaların borçlanma maliyetleri azaltılmaktadır.

Faiz koridoruna dair yukarıda sunulan bilgiler ışığında araştırmaya konu dönemdeki faiz koridoru hareketleri incelenecek olursa ilk göze çarpan detay 2016 yılının dördüncü çeyreği öncesi ve sonrası dönemdir. Bu dönem öncesinde faiz koridorunun kademeli olarak daraltılması işleminin yapıldığı görülmektedir. Başka bir ifadeyle finans sektörü açısından pozitif bir gelişme olan banka borçlanma maliyetleri azaltılmıştır. Aynı dönemde taban faiz de önemli değişiklikler yapılmazken, bandın daraltılması tavan faizin kademeli düşürülmesi yoluyla sağlanmıştır. Daha önceki dönemlere bakıldığında ise radikal bir faiz koridoru uygulamasına rastlanmamıştır. Genelde stabil seyreden faiz bandında yaşanan birkaç değişim 2014 yılı son çeyreği ile 2015 yılı ilk çeyreğinde hafif aşağı yönlü düzenlemeler yapıldığı görülmektedir. Özet olarak, 2016 dördüncü çeyreğe kadar TCMB'nin genel faiz politikasında kademeli düşüş olduğunu söylemek mümkündür.

2016 yılı dördüncü çeyrekte (Ekim, Kasım ve Aralık ayları ve sonrası) itibaren uygulanan (uygulanmak zorunda kalan) politika ise bu dönemden öncekinin tam tersi

hüviyettedir. Bu dönemde yaşanan olaylar sebebiyle özellikle yabancı yatırımcının ülkeye olan güveninde yaşanabilecek düşüler sonrası sermayesini yurtdışına çıkarmasını engellemek için politikalar uygulanmıştır. Özellikle tavan faizin çok kısa aralıklarla arttırılmaya başlanması bu amaca yönelik gerçekleştirilen hamlelerdir. Bu hamleler en basit ifadesiyle, yatırımcıları yurtiçinde tutmak için faiz oranlarının arttırılmasıdır. Aynı dönemde döviz kurlarında yaşanan ani yükselmeleri frenleyebilmek için bu politikanın uygulanması zorunlu hale gelmiştir. Bu dönemde dikkat çeken başka bir ayrıntı ise faiz bandının genişletilmeye başlanarak bankaların borçlanma maliyetlerinde yaşanan artış olmuştur. Yapılan çalışmanın kapsadığı son dönem olan 2017 yılı ikinci çeyrek sonu itibariyle AOFM'nin 12,5 seviyelerine tırmandığı gözlenmektedir.

5.2.2. Kredi (Bireysel ve Ticari) ve Mevduat Faizleri

Araştırmada oluşturulan modellerin bağımlı değişkenleri, bankaların uyguladığı kredi ve mevduat faizleridir. Araştırma kapsamında Türkiye'de faaliyet gösteren özkaynak büyüklüğü itibariyle en büyük altı bankaya ait veriler incelenecektir. Bu bankalar sırasıyla:

1. Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş.
2. Türkiye İş Bankası A.Ş.
3. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
4. Akbank T.A.Ş.
5. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
6. Türkiye Halk Bankası A.Ş.

Çalışma kapsamında verileri kullanılacak olan bu bankalara ait veriler kullanılarak sektöre ait genel bilgiler elde edilmesi mümkündür. Çünkü bahse konu bankaların 2016 yılı sonu itibariyle, kredi piyasasındaki payları yüzde 90, mevduat piyasasındaki payları ise yüzde 92 olup, Türkiye'de bankacılık sektörünün hakim bankaları konumundadır. Dolayısıyla bu bankalara ait veriler incelenerek bankacılık sektörüne ve uygulanan genel para politikasına dair bir genelleme yapabilmek mümkündür.

Yapılacak analizlerde TCMB'nin uyguladığı para politikasının kısa vadeli etkilerini daha iyi görebilmek için kredi ve mevduat faizlerinin akım değerleri kullanılmıştır. Akım değerleri, analize konu dönemde bankalarca yeni açılan kredi ve mevduat faizlerine ilişkin faiz oranlarıdır. Analizde faizlere ait akım değerlerinin kullanılmış olması; Merkez Bankası para politikalarının, faizler üzerindeki gerçek zamanlı etkilerinin görülmesini sağlamaktadır. Analizde incelenen olan tek para birimi Türk lirası'dır. Faiz koridorunda yaşanan değişimlerin kredi ve mevduat faizleri üzerindeki etkisinin daha sağlıklı olarak ölçülebilmesi amacıyla kredi faizleri, bireysel ve ticari krediler olarak ayrılmıştır.

Çalışmadaki veriler aylık bazda alınmıştır. Aslında bankalar, faiz oranlarına dair verileri TCMB'ye haftalık olarak raporlanmaktadır. Ancak, Para Politikası Kurulu, TCMB Kanunu gereği (olağanüstü koşullar hariç), aylık olarak toplanmaktadır. Bu sebeple veriler arasında bütünlük olması açısından tüm veriler aylık baza dönüştürülerek kullanılmıştır.

Bankalarca belirlenen kredi ve mevduat faiz oranlarının, TCMB'nin para politikasındaki değişikliklere duyarlılığının tespiti amacıyla bu araştırmada üç adet ekonometrik model oluşturulmuştur. Bu modeller aşağıda sunulmuştur:

5.3. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Araştırmada kullanılacak değişkenler ile değişkenlere ait açıklamalar, araştırma modelinde değişkeni temsil edecek simge ve değişkene ait verilerin derlendiği kaynak Tablo 7'de sunulmuştur.

Tablo 7

Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Değişken	Açıklama	Simge	Kaynak
Bireysel Kredi Faiz Oranları		BFO	
Ticari Kredi Faiz Oranları		TFO	
Mevduat Faiz Oranları		MFO	
Koridor Üst Sınırı		UST	
Koridor Alt Sınırı		ALT	

* Kaynak linki = www.turkiyebankalarbirligi.com

Bireysel kredi faiz oranları, ticari kredi faiz oranları ve mevduat faiz oranları araştırmadaki bağımlı değişkenleri oluşturuken, faiz koridoru üř sınırı ve faiz koridoru alt sınırı araştırmanın bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Değişkenlere ait veri seti Tablo 8’de sunulmuştur.



Tablo 8

Veri Seti

Zaman	BFO	TFO	MFO	UST	ALT
2014M06	15.67	11.95	9.52	12.00	8.00
2014M07	15.17	12.55	8.62	12.00	7.50
2014M08	15.22	12.34	8.56	11.25	7.50
2014M09	14.72	10.32	8.66	11.25	7.50
2014M10	14.92	12.72	8.78	11.25	7.50
2014M11	14.27	12.84	8.96	11.25	7.50
2014M12	14.30	11.14	9.49	11.25	7.50
2015M01	14.81	12.71	8.98	11.25	7.50
2015M02	14.83	11.89	9.09	10.75	7.25
2015M03	14.65	11.78	9.40	10.75	7.25
2015M04	15.13	13.28	9.50	10.75	7.25
2015M05	15.50	13.39	9.58	10.75	7.25
2015M06	15.43	11.85	9.88	10.75	7.25
2015M07	15.79	11.21	10.00	10.75	7.25
2015M08	16.50	14.96	10.28	10.75	7.25
2015M09	17.05	17.01	10.30	10.75	7.25
2015M10	17.74	16.22	10.40	10.75	7.25
2015M11	17.14	13.97	10.45	10.75	7.25
2015M12	17.37	15.77	10.97	10.75	7.25
2016M01	17.81	16.05	10.75	10.75	7.25
2016M02	18.01	14.39	11.15	10.75	7.25
2016M03	18.01	16.10	11.03	10.65	7.25
2016M04	17.66	15.68	10.54	10.00	7.25
2016M05	17.46	13.95	10.43	9.60	7.25
2016M06	17.27	15.06	10.12	9.00	7.25
2016M07	17.57	15.17	9.89	8.75	7.25
2016M08	17.44	12.71	10.01	8.55	7.25
2016M09	16.79	14.71	10.02	8.25	7.25
2016M10	16.73	14.59	9.75	8.25	7.25
2016M11	15.96	13.92	9.50	8.50	7.25
2016M12	16.11	14.53	9.64	8.50	7.25
2017M01	16.63	13.25	9.57	9.25	7.25
2017M02	16.71	15.02	9.80	9.25	7.25
2017M03	16.67	15.24	10.42	9.25	7.25
2017M04	16.97	15.78	10.93	9.25	7.25
2017M05	17.48	14.06	11.62	9.25	7.25
2017M06	16.92	16.47	12.05	9.25	7.25

Araştırmada kullanılan değişkenlere ait betimsel istatistikler ise Tablo 9'deki gibidir.

Tablo 9

Araştırma Değişkenlerine Ait Betimsel İstatistikler

İstatistik	BFO	TFO	MFO	ALT	UST
Ortalama	16.33541	13.90757	9.963243	7.317568	10.18378
Medyan	16.67000	13.97000	9.890000	7.250000	10.75000
Maksium	18.01000	17.01000	12.05000	8.000000	12.00000
Minimum	14.27000	10.32000	8.560000	7.250000	8.250000
Std. Sapma	1.159079	1.708923	0.831829	0.151939	1.088899
Çarpıklık	-0.275356	-0.150935	0.350943	0.821016	-0.356666
Basıklık	1.728923	2.068541	2.815951	2.06633	1.887278
Jarque-Bera	2.958336	1.478059	0.811717	5.7976	2.693279
Jarque-Bera (p)	0.227827*	0.477577*	0.666404*	0.120564*	0.260113*
Gözlem Sayısı	37	37	37	37	37

* Jarque-Bera test istatistiğine göre değişkenin % 99 güven düzeyin normal dağılıma uyduğunu ifade eder.

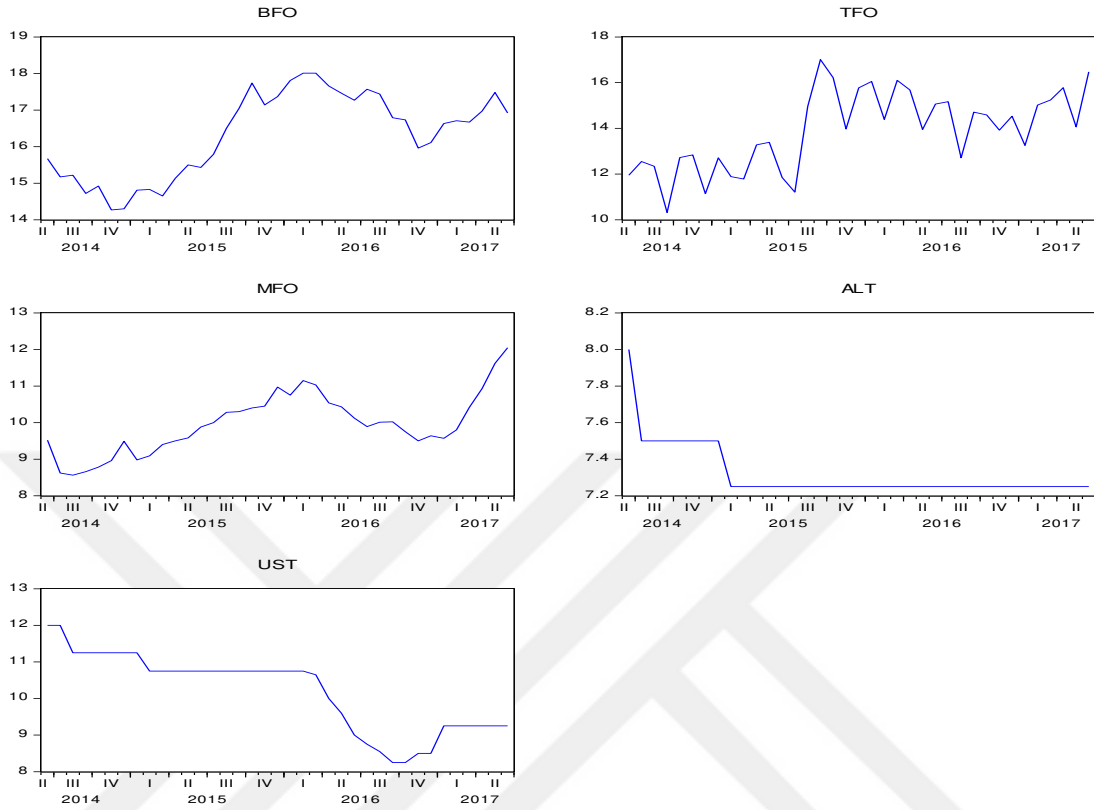
Tablo 9’da değişkenlerin basıklık ve çarpıklık değerleri ile Jarque Bera istatistikleri değişkenlerin dağılım türleri hakkında bilgi vermektedir. Çarpıklık ve basıklık değerleri incelendiğinde çarpıklığın: -0.275 ile +0.8210 arasında değiştiği görülür. Söz konusu çarpıklık katsayıları için verilerin normal dağılıma yakın ve çarpıklıktan uzak olduğu söylenebilir ($<+1, -1$). Diğer yandan basıklık katsayıları da +3 düzeyinin altı ve üstündedir. Söz konusu basıklık katsayılarının normal dağılımı bozmaması beklenir. Değişkenlere ait normal dağılım test incelenebilir. Jarque-Bera normal dağılım testi için sıfır hipotezi ve alternatif bir hipotezi şu şekildedir;

H0: Değişkenler normal dağılmaktadır.

H1: Değişkenler normal dağılmamaktadır.

Tablo 9’de Jarque-Bera istatistiği olasılık değerleri incelendiğinde tüm değişkenler için 0.05’den büyük olduğu görülür. Bu durumda Jarque-Bera H0 hipotezi reddedilemez, daha açık bir ifade ile araştırmada kullanılacak değişkenlerin tamamı normal dağılıma uymaktadır.

Araştırmada kullanılacak değişkenlere ait zaman seyir grafiği ise Şekil 11'deki gibidir.



Şekil 11. Değişkenlerin zaman seyir grafikleri

Şekil 11 incelendiğinde ALT değişkeni dışında kalan değişkenlerin zaman içinde durağan olmadığı, alt değişkenin ise oldukça durağan olduğu gözlemlenir. Diğer yandan değişkenlerin durağanlık durumlarına kesin olarak karar verebilmek için değişkenlere ADF birim kök testleri uygulanmalıdır.

5.4. Araştırma Modelleri

Araştırmada irdelenmek istenen ilişkilerden yola çıkarak oluşturulan iktisadi modeller aşağıdaki gibidir.

$$\text{Bireysel Kredi Faiz Oranları} = \text{Üst Faiz Sınırı} + \text{Alt Faiz Sınırı}$$

$$\text{Ticari Kredi Faiz Oranları} = \text{Üst Faiz Sınırı} + \text{Alt Faiz Sınırı}$$

$$\text{Mevduat Faiz Oranları} = \text{Üst Faiz Sınırı} + \text{Alt Faiz Sınırı}$$

Söz konusu iktisadi modellerinin zaman serisi ekonometrisi ile incelemek adına zaman serisi modellerine dönüştürülmüş halleri aşağıdaki gibidir;

$$BFO_t = \beta_0 + \beta_1 t (UST) + \beta_1 t (ALT) + \epsilon_t \quad (1)$$

$$TFO_t = \beta_0 + \beta_1 t (UST) + \beta_1 t (ALT) + \epsilon_t \quad (2)$$

$$MFO_t = \beta_0 + \beta_1 t (UST) + \beta_1 t (ALT) + \epsilon_t \quad (3)$$

* t indisi zamanı ifade eder.

5.5. Kısıtlılıklar

Araştırmanın temel kısıtı Türkiye’de faiz koridoru uygulamasının başlamasından bu yana geçen süre içinde elde edilebilen veri sayısının azlığıdır. Aylık veri toplanmasına rağmen ancak 37 gözleme ulaşılabilmektedir.

5.6. Veri Analizi

Araştırmada toplanan veriler önce microsoft excel programına girilmiş, ardından E-Views 8.1 ekonometrik paket programına aktararak, aylık veri ile 37 gözlemi içeren bir zaman serisi oluşturulmuştur. Araştırma değişkenlerine ait betimsel istatistikler ve seyir grafiklerinin incelenmesinden sonra değişkenlerin durağanlık durumlarını incelemek için ADF birim kök testlerinden faydalanılmıştır.

Değişkenlerin tamamı birinci düzeyde durağan değil iken, ikinci düzeyde durağan olduğundan ekonometrik modeller değişkenlerin birinci farklı alınarak revize edilmiştir. Regresyon modellerinin tahmini sırasında en küçük kareler yöntemine başvurulmuştur. Regresyon tahminlerine ait parametre istatistikleri yorumlanmadan önce, en küçük kareler yönteminin varsayımları olan, otokorelasyonsuzluk, homoskedastisite (sabit varyans), hata terimlerinin normal dağılımı ve hata terimlerinin sıfır ortalamaya sahip olması varsayımları denetlenmiştir. Söz konusu varsayımların en küçük kareler yöntemi ile tahmin sırasında sağlandığı görüldüğünden varsayımlar ile ilgili düzeltmelere gerek duyulmamıştır.

5.7. Bulgular

Bu kısımda verilerin analizi sonucu elde edilen bulgular tablo ve yorumlar ile birlikte paylaşılmıştır.

5.7.1. ADF Birim Kök Sınamaları

Değişkenlerin durağanlık düzeylerinin bilinmesi zaman serisi regresyon tahmini öncesi oldukça önemlidir. En küçük kareler yöntemi ile tahminlenecek zaman serileri için değişkenlerin aynı düzeyde durağan oldukları varsayımı vardır. Dolayısıyla modelde yer alan değişkenlerin düzey değerlerde durağan olması veya farkları alınarak aynı düzeyde durağanlaşması beklenmektedir. ADF birim kök sınaması için sıfır hipotezi ve alternatif bir hipotezi şu şekildedir;

H0: Değişken durağan değildir. (Değişkende en az bir birim kök vardır)

H0: Değişken durağandır. (Değişkende birim kök yoktur.)

Değişkenlere ait ADF birim kök test istatistikleri Tablo 10'de sunulmuştur.

Tablo 10

ADF Birim Kök Sınamaları (Durağanlık Sınamaları)

Değişken	Boş		Kesme Terimli		Trend Ve Kesme Terimli	
	t	p	t	p	t	p
BFO	0.429	0.801	-1.060	0.720	-1.404	0.842
D(BFO)	-6.953	0.000*	-6.842	0.000*	-6.766	0.000*
TFO	0.752	0.872	-2.884	0.0571	-3.993	0.017
D(TFO)	-7.872	0.000*	-7.892	0.000*	-7.758	0.000*
MFO	1.606	0.971	-1.251	0.640	-2.505	0.323
D(MFO)	-2.504	0.013*	-5.153	0.000*	-2.827	0.019*
UST	-1.451	0.135	-1.645	0.449	-2.717	0.236
D(UST)	-4.187	0.000*	-4.415	0.001*	-4.491	0.005*
ALT	**					

** Alt faiz sınırını ifade eden ALT değişkeni, sıfır varyansa sahip olduğu için birim kök varlığını hesaplamak mümkün değildir, zaman içinde çok az değişen bu değişkenin birim kök içermesi mümkün değildir. * %95 güven düzeyinde değişkenin durağan olduğunu simgeler.

Tablo 10 incelendiğinde BFO, TFO, MFO, UST ve ALT değişkenleri için düzey değerlerde boş model, kesme terimli model ve kesme terimli ve trenli model bazında hesaplanan ADF test istatistikleri olasılık değerleri 0.05'den büyüktür. ADF testi sıfır hipotez bu değişkenlerin düzey değerleri için reddedilemez. Bu durumda söz konusu değişkenlerin düzey değerlerde en az bir birim kök içerdiği daha açık bir ifade ile düzey değerlerde durağan olmadığı söylenebilir. Diğer yandan değişkenlerin birinci farkları ile yapılan ADF birim kök sınamalarında ise boş model, kesme terimli model ve kesme terimli ve trenli model bazında hesaplanan ADF test istatistikleri olasılık değerlerinin 0.05'den küçük olduğu görülür. Bu durumda değişkenlerin birinci farkları için ADF testi sıfır hipotezi reddedilip, değişkenlerin birim kök içermediği yani durağan olduğunu öne süren alternatif hipotez %95 güven düzeyinde kabul edilir.

Tablo 10'da göze çarpan bir diğer bulgu ise ALT değişkenine ait ADF istatistiklerinin hesaplanamamış olmasıdır. Paket program ALT değişkenine ait ADF birim kök testinde varyansın sıfıra eşit olduğu ifade etmektedir. Varyansın sıfıra eşit olması söz konusu değişkenin zaman içindeki değişimlerinin birim kök sınaması için yeterli istatistiği sunmamasına sebep olmaktadır. Diğer yandan zaman içinde değişiminin çok az olduğu bilinen bir değişkenin düzey değerinde durağan olması beklenir. Değişkenlerin aynı düzeyde durağanlığı sağlamak için yapılacak birinci fark işleminde ise kesinlikle durağan hale gelecektir.

Söz konusu birim kök testlerinin durağan olup olmadığına ilişkin ilave Phillips Perron birim kök testi yapılmış ve yapılan testin sonuçları Tablo 11'de sunulmuştur.

Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Tablo 11
Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Boş		Kesme Terimli		Trend Ve Kesme Terimli	
	t	p	t	p	t	p
BFO	0.402	0.7946	-1.132	0.692	-1.612	0.768
D(BFO)	-5.337	0.000*	-5.329	0.001*	-5.232	0.000*
TFO	0.942	0.804	-2.709	0.082	-4.000	0.017
D(TFO)	-10.507	0.000*	-15.593	0.000*	-13.716	0.000*
MFO	0.945	0.905	-0.550	0.869	-1.839	0.664
D(MFO)	-4.952	0.000*	-5.194	0.000*	-5.146	0.001*
UST	-1.504	0.122	-1.502	0.520	-1.504	0.122
D(UST)	-4.298	0.000*	-4.549	0.000*	-4.647	0.003*
ALT	**					

** Alt faiz sınırını ifade eden ALT değişkeni, sıfır varyansa sahip olduğu için birim kök varlığını hesaplamak mümkün değildir, zaman içinde çok az değişen bu değişkenin birim kök içermesi mümkün değildir. * %95 güven düzeyinde değişkenin durağan olduğunu simgeler.

Tablo 11 incelendiğinde görüleceği üzere Phillips Perron birim kök testi bulguları da ADF birim kök testi bulgularını destekler niteliktedir. Modellerdeki tüm değişkenler düzey değerlerde durağan değiller iken, birinci farklarında durağanlaşmaktadırlar. Dolayısıyla değişkenlerin birinci farkları alınarak tahminlenmeleri gerekmektedir.

Değişkenler için aynı düzeyde durağanlık varsayımının sağlanması için değişkenlerin birinci farkları alındığında tahminlenecek olan 1.model 2.model ve 3.modele ait denklem 1, 2 ve 3'deki eşitlikler aşağıdaki gibi revize edilmelidir.

$$D(BFO)_t = \beta_0 t + \beta_1 t (D(UST)) + \beta_1 t (D(ALT)) + \epsilon_t \quad (3)$$

$$D(TFO)_t = \beta_0 t + \beta_1 t (D(UST)) + \beta_1 t (D(ALT)) + \epsilon_t \quad (4)$$

$$D(MFO)_t = \beta_0 t + \beta_1 t (D(UST)) + \beta_1 t (D(ALT)) + \epsilon_t \quad (5)$$

5.8. Model Tahminleri

Çalışmanın bu kısmında araştırma modelleri en küçük kareler yöntemi ile analiz edilip, regresyon varsayımları sınanmıştır.

5.8.1. Model tahmini

Birinci modelin klasik en küçük kareler yöntemi ile tahmini sonucu bulgular Tablo 11'deki gibidir.

Tablo 12

Birinci Model Tahmin İstatistikleri

Bağımsız Değişken	β	Standart Hata	t	p
D(UST)	0.3186	0.2646	1.2041	0.2371
D(ALT)	0.8402	0.7482	1.1230	0.2695
£	0.118	0.2809	0.4227	0.6752
Düzeltilmiş R-Kare = 0.0263				
Model F			F=1.4743	p=0.2436
LM Otokorelasyon Test			F=0.9473	p = 0.9436
White Heteroskedastisi Test			F=0.6442	p=0.7545
Jarque Bera (£)			J.B= 2.196	p=0.333
Ortalama (£)			0.0000	

Bağımlı Değişken = D (BFO)

Tablo 12'de öncelike otokorelasyon, heteroskedastisi, hata terimlerinin normal dağılımı ve hata terimlerinin sıfırı ortalamaya sahip olma varsayımları kontrol edilmelidir.

Hata terimleri arasındaki otokorelasyonun testi için LM testi incelenebilir, LM testi için sıfır hipotezi ve alternatif bir hipotezi aşağıdaki gibidir;

H0: Hata terimleri arasında otokorelasyon yoktur.

H1: Hata terimleri arasında otokorelasyon vardır.

LM test istatistiği olasılık (p) değeri incelendiğinde 0.05'den oldukça büyük olduğu görülür. Bu durumda H0 hipotezi reddedilemez, daha açık bir ifade ile modelin hata terimleri arasında otokorelasyon problemi bulunmamaktadır.

Bir diğer varsayım ise hata terimlerinin varyansının birim ve zamana göre değişmemesi gerektiğidir. Hata terimlerinin birim ve zaman göre değişmesi durumuna

heteroskedastisi (değişen varyans) denir ve varsayımın ihlali olur. Heteroskedastisi incelemesi için White heteroskedastisi test istatistikleri incelenmelidir. White heteroskedastisi testi için sıfır hipotezi ve alternatif bir hipotezi şu şekildedir;

H0: Heteroskedastisiti (değişen varyans) yoktur.

H1: Heteroskedastisiti (değişen varyans) vardır.

White test istatistiği olasılık değeri incelendiğinde 0.05'den büyük olduğu görülür. Bu durumda %95 güven düzeyinde H0 hipotezi reddedilemez. Daha açık bir ifade ile zaman serisi regresyon modelinde heteroskedastisiti (değişen varyans) problemi yoktur.

Hata terimlerinin normal dağılımı varsayımı Jarque Bera testi ile sınanabilir. Jarque Bera testi sıfır hipotezi ve alternatif bir hipotezi aşağıdaki gibidir;

H0: Hata terimleri normal dağılmaktadır.

H1: Hata terimleri normal dağılmamaktadır.

Jarque Bera test istatistiği olasılık değeri incelendiğinde 0.05'den büyük olduğu görülür. Bu durumda % 95 güven düzeyinde H0 hipotezi reddedilemez, daha açık bir ifade ile hata terimleri normal dağılmaktadır.

Son olarak hata terimlerinin sıfır ortalama varsayımı incelendiğinde hata terimleri ortalamasının 0.0000000003 olduğu ve sıfıra oldukça yakın olduğu için varsayımı ihlal etmediği görülür.

Varsayımların sağlanmasından sonra model tahmine ait istatistikler yorumlanacak olursa;

Modelin düzeltilmiş R-kare değeri 0.0263'dır. Daha açık bir ifade ile modeldeki bağımsız değişkenler D (ALT) ve D (UST) bağımlı değişken olan D (BFO)'daki değişiminlerin yaklaşık olarak %0.02 (binde 2) sini açıklayabilmektedirler. Söz konusu oran bağımlı değişkeni açıklayabilmek için oldukça düşüktür. Diğer yandan modelin bir bütün olarak anlamlılığını sınavan F istatistiği olasılık değeri de 0.05'den büyüktür. Bu durumda söz konusu modelin bağımlı değişkeni açıklamakta yetersiz ve istatistiksel olarak anlamsız bir model olduğu söylenebilir. Modelin istatistiksel olarak anlamsız olması bağımsız değişken tahmin parametreleri üzerine yorum yapmayı gereksiz kılmakla beraber her iki bağımsız değişkenin de bağımlı değişken üzerinde %95 güven

düzeyinde istatistiksel olarak manidar bir etkisinin olmaması, modelin bütün olarak anlamsızlaşmasına sebep olmuştur.

5.8.2. Model tahmini

İkinci modelin klasik en küçük kareler yöntemi ile tahmini sonucu bulgular Tablo 13'deki gibidir.

Tablo 13

İkinci Model Tahmin İstatistikleri

Bağımsız Değişken	β	Standart Hata	t	p
D(UST)	-0.0942	1.0322	-0.0912	0.9278
D(ALT)	0.0186	2.9181	0.0064	0.9949
£	0.1187	0.2809	0.4227	0.6752
Düzeltilmiş R-Kare = -0.06				
Model F			F=0.0041	P=0.958
LM Otokorelasyon Test			F=3.1414	P=0.0728
White Heteroskedastisi Test			F=0.5402	P=0.8627
Jarque Bera (£)			J.B=1.0628	P=0.5877
Ortalama (£)			0.0000	

Bağımlı Değişken = D (TFO)

Tablo 13'de otokorelasyon, heteroskedastisi, hata terimlerinin normal dağılımı ve hata terimlerinin sıfırı ortalamaya sahip olma varsayımları kontrol edilmelidir.

LM test istatistiği olasılık (p) değeri incelendiğinde 0.05'den büyük olduğu görülür. Bu modelin hata terimleri arasında otokorelasyon problemi bulunmadığı söylenebilir

White test istatistiği olasılık değeri incelendiğinde 0.05'den büyük olduğu görülür. Bu durumda zaman serisi regresyon modelinde heteroskedastisite (değişen varyans) probleminin olmadığı söylenebilir.

Jarque - Bera test istatistiği olasılık değeri incelendiğinde 0.05'den büyük olduğu görülür. Bu durumda % 95 güven düzeyinde hata terimlerinin normal dağıldığı söylenebilir.

Son olarak hata terimlerinin sıfır ortalama varsayımı incelendiğinde hata terimleri ortalamasının 0.0000 olduğu için görülür.

Varsayımların sağlanmasından sonra model tahmine ait istatistikler yorumlanacak olursa;

Modelin düzeltilmiş R-kare değeri -0.06. R-kare değerinin bu kadar düşük olması modelin anlamlı bir model olmadığına göstergesidir. Diğer yandan modelin bir bütün olarak anlamlılığını sınavan F istatistiği olasılık değeri de 0.05'den büyüktür. Bu durumda söz konusu modelin bağımlı değişkeni açıklamakta yetersiz ve istatistiksel olarak anlamsız bir model olduğu söylenebilir.

5.8.3. Model tahmini

Üçüncü modelin klasik en küçük kareler yöntemi ile tahmini sonucu bulgular Tablo 14'deki gibidir.

Tablo 14

Üçüncü Model Tahmin İstatistikleri

Bağımsız Değişken	β	Standart Hata	t	p
D(UST)	0.2337	0.1993	1.1723	0.2495
D(ALT)	1.5473	0.5636	2.7455	0.0097
£	0.1203	0.0542	2.2186	0.0335
Düzeltilmiş R-Kare = 0.1763				
Model F			F=4.7467	p=0.0154
LM Otokorelasyon Test			F=0.2574	p = 0.5920
White Heteroskedastisi Test			F=0.7950	p=0.7452
Jarque Bera (£)			J.B= 0.5791	p=0.7485
Ortalama (£)			0.0000	

Bağımlı Değişken = D (MFO)

Tablo 14’de öncelike otokorelasyon, heteroskedastisi, hata terimlerinin normal dağılımı ve hata terimlerinin sıfırı ortalamaya sahip olma varsayımları kontrol edilmelidir.

LM test istatistiği olasılık (p) değeri incelendiğinde 0.05’den oldukça büyük olduğu görülür. Bu durumda modelin hata terimleri arasında otokorelasyon problemi bulunmadığı söylenebilir

White test istatistiği olasılık değeri incelendiğinde 0.05’den büyük olduğu görülür. Bu durumda zaman serisi regresyon modelinde heteroskedastisite (değişen varyans) probleminin olmadığı söylenebilir.

Jarque -Bera test istatistiği olasılık değeri incelendiğinde 0.05’den büyük olduğu görülür. Bu durumda hata terimleri normal dağılmaktadır.

Son olarak hata terimlerinin sıfır ortalama varsayımı incelendiğinde hata terimleri ortalamasının 0.000 olduğu görülür.

Varsayımların sağlanmasından sonra model tahmine ait istatistikler yorumlanacak olursa;

Modelin düzeltilmiş R-kare değeri 0.1763’dür. Daha açık bir ifade ile modeldeki bağımsız değişkenler D(ALT) ve D(UST) bağımlı değişken olan D(MFO)’daki değişiminlerin yaklaşık olarak %18’ini açıklayabilmektedirler. Modelin F istatistiği olasılık değeri de 0.05’den küçüktür. Bu durumda modelin bir bütün olarak %5 güven düzeyinde istatistiksek olarak anlamlı ve bir model olduğu söylenebilir. Modelin parametre tahmin istatistikleri incelendiğinde;

Faiz koridoru üst sınırını simgeleyen D (UST) değişkeninin mevduat faiz oranlarını simgeleyen D (MFO) değişkeni üzerindeki etkisi %95 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamsızdır. ($p>0.05$)

Faiz koridoru alt sınırını simgeleyen D (ALT) değişkeninin ise mevduat faiz oranlarını simgeleyen D (MFO) değişkeni üzerindeki etkisi %95 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. ($p<0.05$)

Söz konusu paramterinin pozitif tahmin edilmesi faiz koridoru alt sınırının (D (ALT) mevduat faiz oranları üzerinde aynı yönde bir etkisi olduğunu göstermektedir. Daha açık bir ifade ile faiz koridoru alt sınırındaki (D (ALT) bir artış mevduat faiz oranlarında (D (MFO) da bir artışa sebep olacaktır. Son olarak istatistiksel olarak anlamlı bulgularan üçüncü modelde anlamsız değişkeni dışarıda bırakarak istatistiksel olarak

anlamalı değişkenin bağımsız değişken üzerineki etkisini daha net ölçebiliriz. D (UST) ‘ün dışarıda bırakıldığı üçüncü modele ait tahmin istatistikleri Tablo 15’deki gibidir.

Tablo 15

Üçüncü Model 2.Tahmin İstatistikleri

Bağımsız Değişken	β	Standart Hata	t	p
D(ALT)	1.6007	0.5648	2.8333	0.0077
£	0.1036	0.0526	1.969	0.0571
Düzeltilmiş R-Kare = 0.19				
Model F			F=8.0308	p=0.0007
LM Otokorelasyon Test			F=1,3374	p = 0.2364
White Heteroskedastisi Test			F=0.3368	p=0.7982
Jarque Bera (£)			J.B= 0.5345	p=0.7654
Ortalama (£)			0.0000	
Bağımlı Değişken = D (MFO)				

Tablo 15 incelendiğinde otokorelasyon, değişen varyans, hata terimlerinin sıfırı ortalama ile normal dağılımı varsayımlarının karşılandığı görülmektedir. Diğer yandan model bir bütün olarak anlamlı ve düzeltilmiş R-kare değeri 0.19’dur. Daha açık bir ifade ile faiz koridoru alt sınırı tek başına mevduat faiz oranlarındaki artışın %19’unu açıklayabilmektedir. Modelde D (ALT) değişkeninin D (MFO) değişkeni üzerindeki etkisi %95 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Model tahmin istatistikleri regresyon modeli üzerinde aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$D (MFO) = 0.1036 + 1.6007 (D (ALT))$$

$$\text{Std. Hata} \quad (0.0526) \quad (0.5648)$$

$$P \quad (0.0571) \quad (0.0077)$$

Söz konusu denklem şu şekilde yorumlanabilir;

2014 haziran ve 2016 haziran döneminde faiz koridoru uygulamasında alt faiz sınırının 1 birim artması sonucu bankacılık sektörü mevduat faiz oranlarında yaklaşık olarak 1.6 birimlik bir artış ile cevap vermiştir.

BÖLÜM VI

SONUÇ

2008 yılında vuku bulan küresel finans kriz hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomiler üzerinde kalıcı bir tahribata sebebiyet vermiştir. Krizin olumsuz etkilerini asgari düzeye indirmek isteyen para politikası yapıcılarını uygulamış oldukları genişleyici para politikaları beklenen sonuçları vermemiş bunun üzerine geleneksel Merkez Bankacılığı anlayışı bir değişim ve dönüşüm sürecine girmiştir (Oskay, 2017, s.18). Bu yeni hâkim görüş ve politika arayışı beraberinde niteliksel genişleme, faiz koridoru, negatif faiz uygulaması, rezerv karşılıkları gibi yeni para politikası araçlarını beraberinde getirmiştir.

Kısacası, gelişmiş ülkeler, geleneksel para politika araçlarını terk ederek, geleneksel olmayan para politikası araçlarına yönelmeye başlamışlardır. Ancak bahse konu geleneksel olmayan para politikası araçlarının tasarlanması ve uygulanması gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere farklılık göstermişlerdir.

Söz konusu politika araçları ile piyasaya likidite sağlanmış, fon maliyetlerini düşürmek amacıyla sıfır faiz oranı uygulanarak ekonomiyi büyümeyi artırma çabası içine girmişlerdir. Özellikle FED tarafından uygulamaya konulan niteliksel genişleme ile likidite bolluğu yaşanmış ve söz konusu likiditenin gelişmekte olan piyasalara doğru yöneldiği gözlenmiştir. Diğer bir deyişle “kriz sonrası süreçte uygulanan sıfır faiz politikaları sonucunda yabancı sermaye gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmiştir. Bu sermaye hareketini başlıca etkeni gelişmekte olan ülke faiz oranlarının göreceli olarak gelişmiş ülkelere göre yüksek olması ve gelişmekte olan ülkelerin kriz sonrası süreçte istikrarlı bir büyüme sürecinden olmalarından” kaynaklanmaktadır (Ersoy ve Işıl, 2016, s.369).

Ancak, gelişmekte olan ülkelere yönelik artan sermaye artışları ülkelerin finansal sistemlerinde kırılganlık yaratmıştır. Böylelikle, birçok Merkez Bankası para politikası hedefini, fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da gözetme olarak revize etmiştir. Bu sebepten dolayı Türk yetkilileri birden fazla makro ihtiyati politika uygulayarak finansal istikrarı güçlendirmeye çalışmışlardır. (Göver ve Oğuz, 2017, s.26).

Aynı zamanda “finans piyasalarında oluşan likidite fazlası gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmiştir. Gelişmekte olan birçok ülke Merkez Bankası gibi TCMB da

para politikası stratejisini değiştirerek politika araçlarını çeşitlendirmişlerdir.” (Oskay, 2017, s.19).

Bu dönemde TCMB ekonomide oluşan likidite ihtiyacının karşılanması maksadıyla genişleyici para politikası uygulamaya başlamışlardır. Bu dönemde çoklu amaç çoklu araç ilkesi ile hareket edilmiş ve TCMB kendine manevra alanı yaratabilecek faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni araçlar üretmiştir.

TCMB uygulamış olduğu yeni araçlar kısaca şu şekilde özetlenebilir: “TCMB’nin kriz döneminde faiz koridorunu geniş tutması, piyasadaki gelişmelere karşı vereceği tepkilerde kendisine esneklik kazanmıştır. Bununla birlikte zorunlu karşılık oranları ile ilgili düzenlemeler yapmış, vadeye göre ve kaldıraç oranına göre farklı zorunlu karşılık oranlarını belirleyerek finansal kurumların bilançolarının güçlenmesi ve yükümlülüklerinin vadesinin uzamasına katkıda bulunmuştur. Rezerv opsiyon mekanizmasını kullanarak, finansal kurumların likidite yönetiminde esnek olabilmelerine imkan tanımıştır. Bu mekanizma aracılığı ile artan döviz ve altın rezervleri bir yandan yabancı para cinsinden olan borçlara karşı bir güvence sağlarken, bir yandan da kısa vadeli sermaye hareketlerinin kurlar üzerinde yarattığı baskıyı hafifletmektedir.” (İçellioğlu, 2017, s. 36).

Küresel iktisadi otoriteler, Merkez Bankalarının bu araç çokluğunu karmaşık yapısından dolayı eleştirmişlerdir. Başta gelişmiş ülke ekonomileri olmak üzere yakın zamanda para politikalarında normalleşme sürecine girmişlerdir. Bilindiği üzere, FED parasal genişleme serüvenini 2014 yılında sonlandırmıştı. Bankanın parasal genişlemeyi sonlandırma hamlesi geleneksel olmayan politikalardan normalleşmeye dönüşün ilk adımı olarak nitelendirilirken, parasal genişleme sürecinde sıfıra yakın düzeyde tutulan faiz oranlarının 2016’nın son ayında 25 baz puan artırılması, söz konusu adımların devamı oldu. Nitekim geçen süre zarfında, FED faiz artırımlarına devam ederek faizi 1,50-1,75 aralığına yükselterek, küresel kriz sonrası bulunduğu tarihi düşük seviyelerden uzaklaştı. İlaveten, banka 2017 yıl içerisinde bilanço küçültmeye başlayarak para politikalarında normalleşme yolundaki adımları hızlandırmıştır (Claeys ve Demertzis, 2017, s.11).

Söz konusu normalleşme ve sadeleşme sürecini geliştirmekte olan ülke Merkez Bankalarında da gözlenmeye başlamıştır. Daha önceki bölümlerde bahsettiğimiz üzere TCMB faiz koridoru sistemi kapsamında bir hafta vadeli repo faizi, gecelik borç alma-verme faizi ve geç likidite penceresi olmak üzere üç adet faiz kullanıyordu. Ancak 28

Mayıs 2018 tarihinde alınan 2018-21 sayılı karar ile TCMB para politikasının operasyonel çerçevesini şu şekilde açıklamıştır:

-Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı Merkez Bankası politika faizi olacaktır. Bu oran mevcut fonlama faizine eşitlenecektir,

-Merkez Bankası gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranları bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına kıyasla ± 150 baz puanlık bir marj ile belirleyeceğini duyurarak uygulanacak olan yeni stratejinin çerçevesini oluşturmuştur.

Sonuç olarak; son on yıl içerisinde yaşanan ekonomik gelişmeler ve ekonomik göstergeler, uygulamaya konulan geleneksel olmayan para politikası araçlarının etkinliğinin tartışılmasına neden olmuştur. Her ülkenin kendine özgü ve birbirinden farklı gelişmeler göstermesi, söz konusu araçların başarılı mı yoksa başarısız mı olduğunu tam olarak açıklama da yetersiz kalmıştır. Ancak gelişmiş ülke ekonomilerin göstergeleri söz konusu araçların uygulanmasında kısmen de olsa bir başarı yakaladığını göstermektedir. Gelişmekte olan ekonomiler içinse sistematik bir ölçüt olmadığından başarılı olup olmadığı konusunda kesin bir yargıya varılmadığı görülmüştür.

KAYNAKÇA

- Acet, H. (2009). Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Rejimi: Teori, Politika ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(17), s.36.
- Akçay, M. A. (1997). *Para politikası araçları Türkiye ve çeşitli ülkelerdeki uygulamalar*. Uzmanlık Tezi, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı. Devlet Planlama Teskilatı. Ankara.
- Akçay, N. (2003). *Türkiye’de para politikalarının etkinliği (1990-2008)*. İstanbul Teknik Üniversitesi Doktora Tezi, İstanbul.
- Aktan, C.C. (2010). Monetarizm ve rasyonel beklentiler teorisi. *Ekonomi Bilimler Dergisi*, 2(1), 169.
- Altıok, M. (2009). Keynes ve keynesçi kuramda kriz ve iktisat politikası tartışmaları. *Toplum ve Demokrasi*, 3(6-7), 79.
- Atasver, P. (2010). *1980 sonrası Türkiye’de uygulanan para politikalarının yoksulluk sürecine yansımaları*. Aydın Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Aydın.
- Avrupa Merkez Bankası. (2002). The Liquidity Management of the ECB. *Avrupa Merkez Bankası Aylık Bülten*, Mayıs.
- Babaoğlu, D. (2005). *Sermaye akımlarının yönetimi: türkiye’ye ilişkin bir değerlendirme*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Kasım, 60-61.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). Finansal istikrar ve para politikası. *Çalışma Tebliği* No: 11/08, s.14.
- Ball, L. (1999). Efficient rules for monetary policy. *International finance*, 2(1), 63-83.
- Bernanke, B. (18 Şubat 2009). *Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet*. Erişim: 22 Ocak 2018, Speech to the National Press Club, Washington,
- Berentsen, A. and Monnet, C. (2008). Monetary Policy in a Channel System. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, 08-7, 1-42.
- Binici, M., Kara, H., & Özlü, P. (2016). Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular. *TCMB Çalışma Tebliği*, (2016-08).
- Capie, F., Goodhart, C. and Schnadt, N. (2003). *The development of central banking*. London. Bank of England

- Ceylan, E. (2010). *Para politikası amaçları, araçları, türkiye’de 1980 sonrası izlenen para politikası uygulamaları ve 2000 yılı sonrası türk dış ticaretindeki gelişmeler*, İstanbul Ticaret Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, , İstanbul.
- Cömert, H. ve Türel, O. (2016). Finansal küreselleşme sürecinde Türkiye’de para politikalarının evrimi, 1980-2014. *ERC Working Papers in Economics*, 16(13), 22.
- Çelik, A.V., 2006, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası bilançosu açıklamalar, rasyolar ve para politikası yansımaları, Ankara: TCMB Yayınları
- Çiçek, M. (2011). Paranın miktar teorisi ve Türkiye’de geçerliliği. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 16(3), 88.
- Çolak, Ömer, F. (2011). Türkiye’de son alınan kararlar çerçevesinde para politikasının gelişimi. *İktisat ve Toplum Dergisi*, 3, 37.
- Darıcı, B. (2012). Finansal istikrar ve finansal istikrara yönelik kamusal sorumluluk çerçevesinde para politikası: Türkiye analizi. *Bankacılar-Özel Araştırma*, 83.
- Demirhan, B. (2015) Türkiye’de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(2), 567-589.
- Delice, G. (2015). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 Yıllık Bir Geçmişin İzlerinden Tarihe Kayıt Düşmek, *Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 1(2) s.23.
- Devenow, Andrea ve Ivo Welch, (1996). Rational Herding in Financial Economics. *European Economic Review*, 40, 603-615
- Dinler, Z. (2000). *İktisada giriş*. Ekin Kitabevi, Bursa.
- Dinler, Z. (2003). *İktisada giriş*. Ekin Kitabevi, Bursa.
- Dornbush, R. ve Fisher, S. (1987). *Macro economics (Fourth Edition)*. McGraw - Hill Book Company, Singapore
- Duramaz, S., ve Dilber, İ. (2015). Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 1(1). 33-36.
- Emirkadı, Ö. (2017). 2008 Küresel Krizi ve Değişen Para Politikaları: Dünyada Ve Türkiye’de Faiz Koridoru Uygulanması, *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(3) s.468.
- Erataş, F. Başçı Nur, H. ve Çınar, S. (2015). Para arzının Post Keynesyen Yorumu: Gelişmiş Ülkeler Örneği. *Akademik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 15, 399.

- Ergin, A. ve Aydın, H.İ. (2017). finansal istikrarı sağlamaya yönelik bir araç: Rezerv opsiyon mekanizması. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, 7(1/1), 33.
- Ersoy, H. ve Işıl, G. Küresel kriz sonrası merkez bankası para politikaları ve finansal sistem üzerine etkileri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi*, 369.
- Eroğlu, N. ve Kara, F. (2017). Makro ihtiyati para politikası araçları ve Türkiye uygulaması üzerine genel bir bakış. *İşletme ve Finans Çalışmaları Dergisi*, 6(2), 64.
- Eijffinger, S.C.W. ve Eric S. (1992). Central Bank Independence: Criteria and Indices. *Tilburg University, Department of Economics Research Memorandum* 548, 15.
- Eşsiz, F.P. (2017). Finansal İstikrar ve Makro İhtiyati Politikalar Üzerine Bir Değerlendirme, *Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 3 (1)” s.37.
- Fendoğlu, M.C. (2015). Finansal İstikrar Açısından Makro-İhtiyati Araçların Etkisi: Türkiye ve Seçilmiş Ülkeler İçin Bir Sistem GMM Yaklaşımı, Gazi Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Ankara
- Fischer, S. (1994). *Modern central banking*. London: Bank of England.
- Gertler, Mark L. ve Karadi, Peter. (2011). A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58, 17-34.
- Gray, S. ve Hogarth, G. (1996). *Introduction to monetary operations* (3.edition). London: Centre for Central Banking Studies. Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 10.
- Göver, T.Z. ve Oğuz, A. (2017). The macro-prudential measures taken in Turkey following the 2008-2009 global financial crisis. *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, 2(1), s.26.
- Güler, H. (2009). *Likidite yönetimi çerçevesinde dolaşımdaki para hacminin modellenmesi ve likidite tahmini*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ankara.
- Günel, M. (2012). *Para banka ve finansal sistem*. Ankara: Berikan Yayınevi.
- Güneş H. (1990). *Türkiye’de para arzını kontrol araçlarının etkinliği*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1990-9.
- Hall, Robert E. and N. Gregory Mankiw (1994), Nominal Income Targeting, in (N. Gregory Mankiw, ed.), *Monetary Policy*. Chicago: University of Chicago Press.

- Immerkjaer, Ünüvar, B. ve Özçam, A. (2017). TCMB'nin Para Politikası ve Politik Faizinin Kredi Faizleri Üzerindeki Etkisi, *Yeditepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonomi Notları*, Sayı: 2017-1 s.6.
- Kara H. (2012). *Monetary policy in Turkey after the global crisis*. Working Papers 1217, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey, s.12.
- Kara A. (2007). Türkiye'de Enflasyon ve Para Politikası, *Tüsiad-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Konferansı*, 2 Kasım 2007, s. 28.
- Kara, A. H. ve Orak, M. (2008). Enflasyon Hedeflemesi, *Ekonomik Tartışmalar Konferansı*, 10 Ekim 2008, İstanbul, https://www.researchgate.net/profile/Hakan_Kara/publication
- Karaş, Z. (2017). 2008 Küresel krizi sırasında merkez bankaları tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikaları. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(48), 631.
- Kaya, Z., & Tokucu, E. (2014, July). Son finansal kriz öncesi ve sonrası para politikalarında gelişmeler ve merkez bankalarının değişen rolü. In *International Conference on Eurasian Economies* (pp. 1-11).
- Kaytancı, B.G. (2005). *Merkez Bankası para politikası tepki fonksiyonu: Türkiye uygulaması* (1990-2003). Doktora Tezi. Eskisehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Keskin, N. (2018). Küresel kriz sonrası Türkiye'de yeni para politikası yaklaşımının benimsenmesinde sermaye akımlarının rolü ve sermaye kontrollerine ilişkin bir değerlendirme. *Yönetim Bilimleri Dergisi*. 16(31), s.162.
- Keyder N. (2008). *Para teori, politika, uygulama* (11. Baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım.
- Kutlu, H., ve Demirci, N.S. (2011). Küresel finans krizin (2007-?) Türkiye ve Seçilmiş Ekonomilere Etkileri, Krizden kısmi çıkış ve mevcut durum, *Muhasebe ve Finans Dergisi*, s.122.
- Krugman, P. (1996). 'Stable prices and fast growth: Just Say No. *The Economist*, August 31, 15–18.
- Lipsey, R. G., Steiner, Peter O., Purvis, Douglas D., (1984). *İktisat*. (7. Baskıdan çeviri). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Lipsey R.G., Steiner, (1978). Economics. (5th Edition). *Harper International Edition*. 645-655.

- M. Şimşek, F. Bayraktar ve F. Sekmen, (2010). Kalkınma Bankası AŞ. *Ekonomik Gelişmeler Özet Değerlendirme Raporu. Kasım*, 4.
- McCallum, Bennett T. (1993). Specification and analysis of a monetary policy rule for Japan. *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 11, 1–45.
- Mishkin, Frederic S., Kent Matthews, and Massimo Giuliodori (2013). *The economics of money, banking and financial markets* (European edition). Harlow (VK): Pearson
- Nakajima, J., Shiratsuka, S. ve Teranishi, Y. (2010). The effects of monetary policy commitment: Evidence from time-varying parameter VAR analysis. Erişim: 22 Ocak 2018, 2010 IMES Discussion Paper Series 2010-E-6.
- Peersman, 2013. The Effectiveness of Unconventional Monetary Policies, Global Financial Institute, [https://www.dgfi.com/DGFI/White Papers/The-Effectiveness-of-Unconventional-Monetary-Policies](https://www.dgfi.com/DGFI/White%20Papers/The-Effectiveness-of-Unconventional-Monetary-Policies) (Erişim Tarihi. 03.02.2018).
- Sezgin, O. ve Darıcı, B. (2014). Para Politikasının Finansal İstikrarı Sağlama-Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel-Spesifik Para Politikası Uygulamaları, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, s.17.
- Şentürk, M. Kayhan, S. ve Bayat, T. (2016). Küresel finans krizi sonrasında Merkez Bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(3), s.147.
- Tufaner, M.B. Uslu, K. ve Sözen, İ. (2016). Faiz Koridoru Uygulamasının Merkez Bankası Politikalarına Etkisi, *International Conference on Eurasian Economics*, s.663.
- Olçay, T. (2017). Yeni finansal yapı ve para politikaları. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(4), 20.
- Önder, T. (2005). *Para politikası: Araçları, amaçları ve Türkiye*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- Oskay, C. (2017). Küresel kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının uyguladığı yeni para politikasının etkinliği. *Sosyal ve Teknik Araştırmalar Dergisi*, 14, 18-19.
- Öz, S. (2015). *FED ve ECB politikalarının gelişen ekonomilere yönelik sermaye akımları üzerine etkisi*. Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF. Erişim Tarihi, 10.01.2018. https://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.tr/files/EAF_an1502.pdf.
- Özatay, F. (2012). Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB, *Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Raporu*, 27(315), 52.
- Özatay, F. (2013). *Parasal iktisat: Kuram ve politika*. Ankara: Efil Yayınevi.

- Özince, E. (2005). Finansal istikrar, Basel II ve bankalar açısından etkileri. *Bankacılık Dergisi*, 53, 18.
- Parasız, İ. (2003). *Para Teorisi ve Politikası*, Ezgi Yayınevi, Bursa.
- Peersman, (2013). *The effectiveness of unconventional monetary policies*. Global Financial Institute, <https://www.dgfi.com/DGFI/White-Papers/The-Effectiveness-of-Unconventional-Monetary-Policies> (Erişim Tarihi. 03.01.2018)
- Perera, A. (2010). *Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies*, Central Bank of Sri Lanka International Research Conference, s. 19.
- Ritter, L. S., Silber, W.L. Silber. (1994). *Principles of money and banking and financial markets* (8th Edition). USA, s. 204-221.
- Romer, C. (2013). It Takes a Regime Shift: Recent Developments in Japanese Monetary Policy through the Lens of the Great Depression. *NBER Annual Conference on Macroeconomics*.
- Sarı, Y. (2007). Cumhuriyetten Günümüze Türkiye’de Uygulanan Para Politikaları, Muğla Üniversitesi Fethiye Atı Sıtkı Mefharet MYO, s.3.
- Saydam, İ.M. (2006), Yeni Keynesçi Yaklaşımında Ücret Katılıkları, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 59 (2) s.240.
- Schinasi, Garrj J. (2004). *Defining financial stability*. IMF Working Paper, No.04/187.
- Serel, A. ve Özkurt, İ. C. (2014). Geleneksel olmayan para politikası araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 12(22), s. 56-71.
- Şahin, G., ve Kalaycı, İ. (2015). Niceliksel Gevşeme Para Politikası Üzerine Bir İnceleme: Japonya deneyimi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33(3), s.102-105
- Şıklar, İ. (2011). *Para teorisi ve politikası* (8. Baskı). Eskişehir, 105- 235.
- Talashlı, İ.A. (2012). *Türkiye’de bankacılık sistemi zorunlu karşılık yönetimi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- Tüzün, O. ve Kahyaoğlu, H. (2015). Makro ihtiyati para politikası amacı olarak finansal istikrar: Türkiye üzerine bir uygulama. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*. 52(603), s. 27.
- Taylor, John, B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. 39(December), s.195–214.

- Taylor, John B. (ed.) (1999). *Monetary policy rules*. Chicago: University of Chicago Press.
- Üçer, M. (2011). Son para politikası uygulamaları üstüne gözlemler. *İktisat İşletme ve Finans*.
- Vural, U. (2013). *Geleneksel olmayan para politikalarının yükselişi*. Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Wadhvani, S. (2008). *Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles Revisiting the Debate*. National Institute Economic Review. October.
- White, R. W. (2006). Fiyat istikrarı yeterli midir? , *Bankacılık Dergisi*, 59, s. 117.
- Yay, G. G. (2001). 1990'lı yıllardaki finansal krizler ve Türkiye analizi. *Yeni Türkiye Ekonomik Kriz*, s. 1234-1248.
- 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), s. 449-478.

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Hasan Teber
Doğum Yeri-Yılı: Çelikhan-1988
Adres : Gülpınar Mahallesi 37075 Sokak EV No: 10 Seyhan/Adana
E-mail : hasan.teber09@gmail.com

EĞİTİM DURUMU

Yüksek Lisans: Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Adana.

Lisans : Orta Doğu Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Uluslararası İlişkiler, Ankara.

Yabancı Dil : İngilizce, Almanca.

İş Deneyimi : Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., Müfettiş Yardımcısı (2015-).

Sertifikalar : CIA (Certified Internal Auditor), SPK Düzey 3 Lisansı, SPK Türev Araçları Lisansı, SPK Kredi Derecelendirme Lisansı.