T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ

EBRU TARCAN
2501170307

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. FATMA BAHAR ŞANLI GÜLBAHAR

İSTANBUL – 2021

ÖZ

MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ

EBRU TARCAN

Menkul kıymetleştirme bankaların ve ticari şirketlerin likidite ihtiyaçlarının karşılanması açısından oldukça önemli bir dış finansman yöntemi olarak görülmektedir.

Son dönemde bazı araştırmacılar, menkul kıymetleştirmenin para politikası ile etkileşiminin, parasal aktarım mekanizmasının bazı kanallarını etkilediğini ifade etmektedir. Menkul kıymetleştirmenin etkilediği parasal aktarım kanalları: likidite kanalı ve kredi kanalı alt kategorisinde olan banka borç/kredi verme kanalı ile risk alma kanalından oluşmaktadır. Likidite kanalı, menkul kıymetleştirmenin likidite koşullarını artırması sonucu ipotek/mortgage piyasası getirilerini etkilediğini, konut kredisi faiz oranını düşürme eğiliminde olduğunu ve konut kredilerinde daha düşük bir kredi maliyetine neden olduğunu göstermektedir. Para politikasının kredi kanalında ise menkul kıymetleştirmenin, bankalara para politikası uygulamasıyla artan fonlama maliyetlerinin etkisini azaltabilecek fon kaynağı sağladığı ve banka borç verme kanalı ile para otoritesinin kredi arzı üzerindeki politika etkisini potansiyel olarak telafi edebileceği ortaya koyulmaktadır. Bununla birlikte kredi menkul kıymetleştirmesi, bankaların risk almaya yönelik teşviklerini de değiştirmektedir.

Bu çalışmada, menkul kıymetleştirmenin, para politikasının aktarım mekanizmasına olan etkisi ve bazı aktarım kanallarında politika araçlarının etkisini zayıflatabileceği veya güçlendirebileceği değerlendirilmektedir.

Anahtar Sözcükler: Menkul Kıymetleştirme, Para Politikası, Para Politikası Aktarım Mekanizması, Kredi Kanalı, Yapılandırılmış Finans

ABSTRACT

SECURITIZATION AND MONETARY POLICY RELATIONSHIP

EBRU TARCAN

Securitization is seen as a very important external financing method in meeting the liquidity needs of banks and commercial companies.

Recently, some researchers are expressed that the interaction of securitization with monetary policy has an effect on some channels of the monetary transmission mechanism. Monetary transmission channels affected by securitization: liquidity channel and in the sub-category of credit channel, it consists of bank lending channel and risk taking channel. The liquidity channel shows that as a result of increasing the liquidity conditions of securitization, it affects the mortgage market returns, tends to decrease the interest rate on housing loans and causes a lower loan cost in housing loans. In the credit channel of monetary policy, it is revealed that securitization provides banks with a source of funds that can reduce the impact of increasing funding costs with the implementation of monetary policy, and that the bank lending channel can potentially compensate the policy effect of the monetary authority on the loan supply. However, loan securitization also changes banks' incentives to take risks.

In this study, it is evaluated that the effect of securitization on the transmission mechanism of monetary policy and may weaken or strengthen the effect of policy instruments in some transmission channels.

Keywords: Securitization, Monetary Policy, Monetary Policy Transmission Mechanism, Credit Channel, Structured Finance

ÖNSÖZ

Menkul kıymetleştirme, hem ABD ve Avrupa ülkeleri gibi gelişmiş ülke ekonomilerinde hem de Brezilya, Malezya, Çin, Hindistan gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, şirketlerin dış finansman sağlayabilmesi için yaygın olarak kullanılmaktadır. Ülkemizde de 1992-1998 yılları arasında uygulanmış, 1999 yılında yapılan yasal düzenlemeyle birlikte, ihraççının sahip olması gereken asgari sermaye tutarının oldukça yüksek tutulması ve gelirlerden doğacak vergiler nedeniyle fonlama maliyetinin artması sonucu on iki yıl varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) ihracı yapılmamıştır. Son dönemde yapılan yasal düzenlemeler ve "varlık finansmanı fonu" uygulaması ile birlikte, VDMK ihracında yeni bir döneme girildiği görülmektedir. Son birkaç yıldır menkul kıymetleştirme yoluyla ihraç edilen menkul kıymet hacminde artış gözlemlenmektedir. Bununla birlikte ülkemizde menkul kıymetleştirme faaliyetlerine dair derlenen istatistiki verilerin yetersizliği ve kurumlar arasında istatistiki veri birliğinin sağlanamamış olmasından dolayı ABD ve Avrupa ülkelerindeki gibi detaylı bulunan verilere ulaşılamamasına ve benzer makro ekonometrik çalışmanın yapılamamasına neden olmaktadır.

Tez çalışması sürecinde beni yönlendiren ve deneyimleriyle yol gösteren danışman hocam Prof. Dr. Fatma Bahar ŞANLI GÜLBAHAR' a ve değerli yorumlarıyla çalışmamı, daha iyi bir noktaya getirmeme yardımcı olan Prof. Dr. Halil TUNALI' ya teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım. Maddi ve manevi desteklerini her zaman hissettiğim ve hep yanımda olan sevgili anneme, babama ve kardeşime sonsuz teşekkür ederim.

İSTANBUL, 2021

Ebru TARCAN

İÇİNDEKİLER

ÖZ ..... **ii**

ABSTRACT ..... **iii**

ÖNSÖZ ..... **iv**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **x**

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **xi**

GRAFİKLER LİSTESİ ..... **xii**

KISALTMALAR LİSTESİ ..... **xiii**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLEŞTİRME (SEKÜRİTİZASYON): UYGULAMASI VE 2007-08 KÜRESEL FİNANS KRİZİNDEKİ ROLÜ

1.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı **5**

1.2. Menkul Kıymetleştirmenin Ortaya Çıkışı ve Gelişimi **15**

1.3. Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri ve Türleri **20**

1.3.1. Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri 21

1.3.1.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler 21

1.3.1.2. Nakit Akımlı Menkul Kıymetler 25

1.3.2. Menkul Kıymetleştirme Türleri 28

1.3.2.1. Konut Finansman Sistemi ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler ... 29

1.3.2.1.1. Konut Finansmanı Sistemleri 30

1.3.2.1.2. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler ile İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin Karşılaştırması 33

1.3.2.1.3. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler 38
1.3.2.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler 42
1.3.2.3. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri 42
1.3.2.3.1. Teminatlandırılmış Kredi Yükümlülükleri 45
1.3.2.3.2. Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri 45
1.3.2.3.3. Teminatlandırılmış Tahvil Yükümlülükleri 46
1.4. Menkul Kıymetleştirme Süreci 46
1.4.1. Menkul Kıymetleştirme İşleminde Varlıklar 47
1.4.2. Menkul Kıymetleştirme İşleminde Taraflar 48
1.4.2.1. Kaynak Şirket/ Kredi Veren Kurum 48
1.4.2.2. Özel Amaçlı Kuruluş 49
1.4.2.3. Yatırım Bankaları 50
1.4.2.4. Hizmet Veren Kuruluş 51
1.4.2.5. Güvence Sağlayan Kuruluşlar 51
1.4.2.6. Derecelendirme Şirketleri 52
1.4.2.7. Yatırımcılar 53
1.4.2.8. Yed-i Emin 53
1.4.3. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Aşamaları 54
1.5. Menkul Kıymetleştirmenin Sağladığı Faydalar 55
1.6. Menkul Kıymetleştirmenin Taşıdığı Risk ve Sakıncalar 58
1.6.1. ABD'de 2007 Yılında Ortaya Çıkan Mortgage Krizinde Menkul Kıymetleştirmenin Rolü 58
1.6.2. Menkul Kıymetleştirmenin Menfi Yönleri 64
1.7. Menkul Kıymetleştirmenin ABD Uygulaması 66
1.8. Menkul Kıymetleştirmenin Türkiye Uygulaması 71

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ HEDEFİ VE STRATEJİSİ

2.1. Para Politikasının Tanımı 77

2.2. İktisat Okullarının Para Politikası Yaklaşımları 79
2.2.1. Klasik İktisadi Teorinin Para Politikası Görüşleri 79
2.2.2. Keynesyen İktisadi Teorinin Para Politikası Görüşleri 85
2.2.3. Monetarist İktisadi Teorinin Para Politikası Görüşleri 90
2.3. Para Politikasının Amaçları 93
2.3.1. Fiyat İstikrarı 94
2.3.2. Finansal Sistemde İstikrar 95
2.3.3. Tam İstihdam ve Ekonomik Büyüme 97
2.3.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi 98
2.3.5. Faiz Oranı İstikrarı 99
2.4. Para Politikasının Hedef, Ara ve Ana Göstergeleri 99
2.5. Para Politikası Stratejileri 103
2.5.1. Hedef Kurala Dayalı Stratejiler 105
2.5.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi 106
2.5.1.2. Parasal Hedefleme 108
2.5.1.3. Enflasyon Hedeflemesi 112
2.5.2. Araç Kurallar 117
2.5.2.1. Taylor Kuralı 118
2.5.2.2. McCallum Kuralı 122
2.6. Para Politikası Araçları 126
2.6.1. Geleneksel Para Politikası Araçları 126
2.6.1.1. Doğrudan Para Politikası Araçları 126
2.6.1.2. Dolaylı Para Politikası Araçları 127
2.6.1.2.1. Açık Piyasa İşlemleri 127
2.6.1.2.2. Reeskont Politikası 129
2.6.1.2.3. Kanuni Karşılık Oranı (Zorunlu Rezerv Oranı) 131
2.6.1.2.4. Döviz İşlemleri 135
2.6.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları 135
2.6.2.1. Faiz Teminatı/ Taahhüdü 139
2.6.2.2. Varlık Alım Programı 141
2.6.2.2.1. Niceliksel Genişleme 143
2.6.2.2.2. Kredi Genişlemesi 145

2.6.2.3. Negatif Faiz Politikası 146
2.6.2.4. Faiz Koridoru Sistemi 148

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ AKTARIM MEKANİZMASI VE MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN PARASAL AKTARIM MEKANİZMASINA ETKİSİ

3.1. Para Politikasının Aktarım Mekanizması 151
3.1.1. Doğrudan ve Dolaylı Aktarım Kanalları 152
3.1.2. Para Politikası Aktarım Kanalları 154
3.1.2.1. Faiz Oranı Kanalı 154
3.1.2.2. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı 158
3.1.2.2.1. Döviz Kuru Kanalı 160
3.1.2.2.2. Hisse Senedi Kanalı 161
3.1.2.3. Kredi Kanalı 163
3.1.2.3.1. Banka Kredi/Borç Verme Kanalı 165
3.1.2.3.2. Bilanço/ Net değer Kanalı 167
3.1.2.3.3. Nakit Akım Kanalı 170
3.1.2.3.4. Beklenilmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı 171
3.1.2.3.5. Hanehalkı Likidite Etkisi Kanalı 173
3.1.2.3.6. Risk Alma Kanalı 174
3.1.2.4. Beklenti Kanalı 179
3.2. Para Politikasının İpotek Faizlerine ve Kredilerine Etkisi 181
3.3. Menkul Kıymetleştirmenin Parasal Aktarım Mekanizmasına Etkisi 187
3.3.1. İlgili Literatür 188
3.3.2. Menkul Kıymetleştirmenin Aktarım Mekanizmasına Etkisi 189
3.3.2.1. Menkul Kıymetleştirmenin Likidite Kanalına Etkisi 190
3.3.2.2. Menkul Kıymetleştirmenin Kredi Kanalına Etkisi 193
3.3.2.2.1. Banka Borç Verme Kanalı Yolu ile Etkisi 194
3.3.2.2.2. Risk Alma Kanalı Yolu ile Etkisi 203

SONUÇ **215**
KAYNAKÇA **220**
EKLER **260**

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Merkezi Kaydi Sistemde İzlenen Menkul Kıymet Bilgileri 12
Tablo 1.2: Menkul Kıymet Stok Bilgileri 13
Tablo 1.3: ABD' nin İDMK Pazarındaki Gelişmelerin Zaman Çizelgesi (1968-1987) 17
Tablo 1.4: ABD İpoteğe ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı (2002-2018) 19
Tablo 1.5: ABD İpoteğe ve Varlığa Dayalı Ödenmemiş Menkul Kıymetler (2002-2018) 20
Tablo 1.6: İTMK ve İDMK' lerin Temel Özellikleri 37
Tablo 1.7: Teminat Gösterilen Varlıklara Göre Toplam Ödenmemiş İTMK/İpotekli Tahviller, (2003-2017) 38
Tablo 1.8: Global Menkul Kıymetler Piyasası 67
Tablo 1.9: SPK Tarafından İhraç Belgesi Onaylanan VDMK İhraçları (1992-2018) 74
Tablo 1.10: Seküritizasyon Kredileri 76
Tablo 2.1: 2008 Yılı Mali Krizde Merkez Bankalarının Genişleyen Rolü 138
Tablo 3.1: Küçük ve Büyük Bankaların Bilanço Kompozisyonundaki Değişim, (1976-2007) 197
Tablo 3.2: Avrupa ve ABD Bankaları Bilanço Özellikleri ve Banka Risk Profili, (1998-2008) 207
Tablo 3.3: Avrupa Bankaları Bilanço Özellikleri ve Banka Risk Profili, (1999-2005) 209
Tablo 3.4: ABD Kurum-dışı Ticari ve Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymet (CMBS ve RMBS) İhracı 211

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Yapılandırılmış Finansal Ürünlere Genel Bakış 11
Şekil 1.2: Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymet İhracı 23
Şekil 1.3: Nakit Akımlı Menkul Kıymet İhracı 27
Şekil 1.4: Yapılandırılmış Finansal Ürünler 29
Şekil 1.5: VDMK İhraç Aşamaları 54
Şekil 2.1: Para Politikası Operasyonel ve Ara Hedefleri 100
Şekil 3.1: Parasal Aktarım Mekanizması 156
Şekil 3.2: Optimal Faiz Oranı (r1) 168
Şekil 3.3: Kredi Kanalı ve Risk-Alma Kanalında Banka ve Banka Dışı Finansal Aracıların Tepkisi 176
Şekil 3.4: Sınır Ötesi Durumda Para Politikası Risk Alma Kanalı 179
Şekil 3.5: Konut Piyasasına İlişkin İktisadi Politikalar 182

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1: GSE ve Özel Pazarda Menkul Kıymetleştirme Oranları..... 60
Grafik 3.1: Mortgage Kredi İşlemleri ve Hedef Federal Fon Oranları (2000-2008) 185
Grafik 3.2: Seçilmiş AB Ülkelerinde İpotek Faiz Oranları, (1990–2011) 186
Grafik 3.3: Banka Kredisi Portföy Likiditesi ve Bilanço Likiditesi, (1976-007) ... 197
Grafik 3.4: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, (2000-2018) 199
Grafik 3.5: Avrupa Ülkeleri Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, (2000-2018) 200
Grafik 3.6: Politika Faizi Oranındaki Yüzde Bir Artışın Menkulleştirme Yapan Bankaların Kredileri Üzerindeki Etkisi (yüzde puan) 201
Grafik 3.7: ABD Taylor Kuralı Fon Oranı ve Fiili Federal Fon Hedef Oranı (1960-2010) 204
Grafik 3.8: Kredi Büyümesi ve Banka Riskine Göre Dağılım Arasındaki İlişki 208
Grafik 3.9: Politika Faizi Oranındaki Yüzde Bir Artışın Yüksek ve Düşük Riskli Bankalara Ait Kredileri Üzerindeki Etkisi (yüzde puan) 210
Grafik 3.10: ABD' da Teminat Bazında Menkul Kıymet İhracı (2007-2010) 212

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	**:** Amerika Birleşik Devleti
ABS	**:** Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
a.e.	**:** Aynı eser
a.g.e.	**:** Adı geçen eser
APİ	**:** Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	**:** Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	**:** Uluslararası Ödemeler Bankası
Bkz.	**:** Bakınız
BOJ	**:** Japonya Merkez Bankası
bs.	**:** Baskı
C.	**:** Cilt
CBO	**:** Teminatlı Tahvil Yükümlülükleri
CDO	**:** Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri
CDS	**:** Kredi Temerrüt Takası/Swapı
CLO	**:** Teminatlı Kredi Yükümlülükleri
CMBS	**:** Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
CMO	**:** Teminatlı İpotek Yükümlülükleri
ECB	**:** Avrupa Merkez Bankası
ed.	**:** Editör
EDF	**:** Beklenen Temerrüt Sıklığı
EURO	**:** Avrupa Birliği Para Birimi
FED	**:** Amerikan Merkez Bankası
FHLMC	**:** Federal Konut Kredisi İpotek Kurumu
FNMA	**:** Federal Ulusal İpotek Birliği
GFO	**:** Genel Finans Ortaklıkların
GNMA	**:** Hükümet Ulusal İpotek Birliği
GSE	**:** Devlet Destekli Kuruluş
GSMH	**:** Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	**:** Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

haz. : Hazırlayan
IMF : Uluslararası Para Fonu
İDMK : İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
İFK : İpotek Finansmanı Kuruluşları
İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTMK : İpotek Teminatlı Menkul Kıymet
İTO : İstanbul Ticaret Odası
KOBİ : Küçük ve Orta Bütçeli İşletmeler
MB : Merkez Bankası
MBS : İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
Md. : Madde
OCC : Para Birimi Kontrol Ofisi / Para Murakıplar Ofisi
OECD : Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Organizasyonu
OTC : Tezgahüstü Piyasa
PPK : Para Politikası Kurulu
REPO : Geri Satın Alım Anlaşması
RMBS : Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymetler
RRFM : Demiryolu Çiftliği İpoteği/Kredisi
s. : Sayfa
S. : Sayı
SEC : ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
SIFMA : Menkul Kıymetler Sanayi ve Finansal Piyasalar Birliği
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn : Sermaye Piyasası Kanunu
SPL : Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu
SPV : Özel Amaçlı Şirket/Kuruluş
TBB : Türkiye Bankalar Birliği
TCMB : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDK : Türk Dil Kurumu
TMK : Teminatlı Menkul Kıymetler
TSPAKB : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TSPB : Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

TÜFE	**:** Tüketici Fiyat Endeksi
USA	**:** Amerika Birleşik Devletleri
vb.	**:** ve benzeri
vd.	**:** ve diğerleri
VDMK	**:** Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
VTMK	**:** Varlık Teminatlı Menkul Kıymet

GİRİŞ

1970' li yıllarda ABD' de, Hükümet Ulusal İpotek Birliği/Ginnie Mae ile devlet destekli kuruluşların (Federal Ulusal İpotek Birliği/Fannie Mae ve Federal Konut Kredisi İpotek Kurumu/Freddie Mac) kurulması, konut ipoteklerinin menkul kıymetleştirilmesi sürecinde ikincil piyasanın gelişmesini sağlamıştır. Konut ipoteği tarafından desteklenen menkul kıymetler, modern yapılandırılmış finans piyasasına yeni bir ivme kazandırmıştır. Devlet destekli kuruluşların, kısmen konut ipoteği satın alması ve ipotekleri menkul kıymetler olarak yeniden pazarlaması, ikincil ipotek piyasasını teşvik etmiştir. İkincil pazarın gelişmesi daha spesifik olarak, Federal Konut Kredisi İpotek Kurumu'nun ve Federal Ulusal İpotek Birliği'nin menkul kıymetleştirmede geleneksel ve değişken faizli kredileri satın almasıyla gerçekleşmiştir. 1980' lerin ortasından beri, ikincil konut ipoteği piyasasında kullanılan finansal teknikler, tüketici ve araç kredileri ve kredi kartları vb. diğer varlıkların menkul kıymetleştirmesinde de kullanılmaktadır. Avrupa' da ise yaygın olarak ipotekli tahvillerin ihraç edilmesi ve ABD uygulamasının aksine öncü devlet destekli kuruluşların olmaması, menkul kıymetleştirme hacminin düşük seyretmesine neden olmuş, bununla birlikte euro' nun piyasaya sunulması sonrası 1990' lı yılların sonundan itibaren menkul kıymetleştirmenin Avrupa' da çok daha önemli bir rol oynadığı görülmüştür. Gelişmiş ülke finansal piyasalarında menkul kıymetleştirmenin gelişiminde, finansal aracılık ve fonlama biçimlerinde uygulanan finansal yenilikler, piyasa aktörlerinin ihtiyaçlarına cevap vermek üzere tasarlanan yeni finansal ürünler ve finansal piyasalarla ilgili düzenlemelerin azaltılması/deregülasyon etkili olmaktadır.

Menkul kıymetleştirme bankaların ve ticari şirketlerin likidite ihtiyaçlarının karşılanması açısından oldukça önemli bir dış finansman yöntemi olarak görülmektedir. Finansal mühendisliğin gelişimi doğrultusunda, menkul kıymetleştirme türlerinin ve ihraç edilen finansal varlıkların çeşitlenmesi hem yatırımcılar açısından seçeneklerin artmasına hem de şirketlerin varlığa dayalı menkul kıymet ihraç ederek fon ihtiyaçlarının karşılanmasına ve böylelikle piyasaların gelişimine katkı sağlamaktadır.

Menkul kıymetleştirme terimi, şirket varlıklarının menkul kıymet haline getirilmesini ifade etmektedir. Bu ifadedeki önemli nokta, menkul kıymet ihracının söz

konusu varlığın temsil ettiği alacak haklarına dayalı olarak yapılmasıdır. Şirketin bilançonun aktif tarafında yer alan alacakları, vade tarihlerine kadar beklemekte ve şirket için bir nakit kaybı oluşturmaktadır. Bu varlıkların, menkul kıymet haline getirilip satılması ile varlıklar likit hale gelmekte ve nakdi kaynak sağlanmaktadır. Menkul kıymetleştirme işleminde, varlığın kendisi değil, sağladığı nakit akımı teminat gösterildiğinden, menkul kıymetleştirme, nakit akımına dayalı bir finansman tekniği olarak tanımlanmaktadır. Banka özelinde menkul kıymetleştirme ise bankanın aktif hesaplarında bulunan belirli türdeki konut kredisi, tüketici kredisi, kredi kartı veya diğer alacakların/varlıkların ileri tarihteki nakit akışlarına bağlı oluşturulan varlık havuzunun, bu işlem için kurulmuş olan özel amaçlı kuruluşa devredilmesi/satılması ve bu alacaklardaki haklara dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet üzerinden yatırımcılardan gelen fonlar ile bankanın kredi finansmanı sağlaması şeklinde tanımlanmaktadır.

Menkul kıymetleştirmenin birincil amacı, şirket aktifinde bulunan finansal varlıkların likide edilmesi ve düşük maliyetli, yüksek kredi kalitesinde finansman koşullarına erişim sağlanmasıdır. Bununla birlikte ihraç yapan şirketin sermaye yeterlilik rasyosuna olumlu etkisi ve bilançosundaki riskli aktiflerin dağıtılmasına imkan vermesinden dolayı tercih edilmektedir. Ancak, menkul kıymetleştirmenin şirketlere sağladığı bu faydalarının yanında, asimetrik bilginin varlığı ve yapılandırılmış finansman yöntemlerinin istismar edilebilirliği vb. bazı menfi yönleri de bulunmaktadır. Özellikle 2008 yılı küresel mali krizi öncesinde, ipoteklerin kalitesini kontrol eden prosedürlerin ve risk yönetimi düzenlemelerinin bozulmasından dolayı mortgage krizine sebep olduğu yönünde yapılan eleştiriler neticesinde, menkul kıymetleştirmenin çok sayıdaki araştırmalar ile mercek altına alındığı görülmektedir. Elbette mali krizin belirleyici olan faktörler açısından bakıldığında, menkul kıymetleştirme dışında başka faktörlerin olduğu belirtilmektedir. Ancak mali krizle birlikte genel olarak menkul kıymetleştirmenin, özelinde ise sub-prime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi bazı çalışmalara konu olmaktadır. Hatta kriz öncesinde, bazı araştırmacıların menkul kıymetleştirme hacmindeki artışa dikkat çektiği ve bu artışın para politikası uygulamalarına etkisi olabileceğine dair görüşleri bulunmaktadır. Literatürde, konuyla ilgili sunulan makro ekonometrik analizler,

2000'li yıllarda Fed' in uyguladığı gevşek para politikasının menkul kıymetleştirmeye olan etkisini, menkul kıymetleştirmenin de parasal aktarımdaki belli kanalları etkilediğini göstermektedir. Bu çalışmada, menkul kıymetleştirmenin parasal aktarım kanallarıyla bağlantılı para politikası ile etkileşimi konu edinmektedir.

Para politikasının aktarım mekanizmasına ilişkin genel görüşler, merkez bankasının, özellikle geleneksel bankacılık sisteminin yarattığı kredi araçlarının fiyatlandırılmasını ve hacmini nasıl etkilediğinin bir versiyonu olarak belirtilmektedir. Menkul kıymetleştirmenin, finansal aracılığın değişen rolü dahilinde, parasal aktarım mekanizmasını değiştirme potansiyeline sahip olmasından dolayı, para politikasının aktarımı üzerindeki etkisi sorgulanmaktadır Menkul kıymetleştirmenin para politikasının parasal aktarımı üzerinde bir etkisi var mıdır? Para politikası için menkul kıymetleştirmenin etkileri nelerdir? Bu çalışma, menkul kıymetleştirmenin, para politikasının aktarım mekanizmasını etkilediğini ve bazı aktarım kanallarında politika araçlarının etkisini zayıflatabileceğini veya güçlendirebileceğini öne sürmektedir.

Menkul kıymetleştirme, banka ve banka dışı aracı kesimi etkilemektedir. Öncelikle, menkul kıymetleştirme, bankaların likit olmayan, satması zor kredileri pazarlanabilir menkul kıymetlere dönüştürmesine izin vererek yeni bir likidite kaynağı oluşturmaktadır. İkincisi, mevcut krediler şeklinde yeni bir fon kaynağı sağlayarak, banka kredilerinin geleneksel likit fon ve mevduat gibi dış fon kaynaklarının mevcudiyetine olan duyarlılığını azaltmaktadır. Sonuç olarak menkul kıymetleştirme, para politikası araçlarının etkisini hafifletmekte ve para otoritesinin açık piyasa işlemleri ve faiz oranı vb. gibi araçlarıyla banka kredilerini etkileme yeteneğini zayıflatabilmektedir. Menkul kıymetleştirme, daraltıcı para politikasına karşı, bankaların menkul kıymet ihracıyla sermaye piyasalarından ek likidite sağlayabilmesi nedeniyle kredi arzını azaltmaya yönelik politikanın etkisini azaltabilmektedir. Genişletici para politikasında ise düşük faiz oranlarının uygulanması ve bu politikanın uzun vadeli devam edeceği piyasa tarafından algılanması durumunda kredi arzını daha fazla artırabilmektedir. Dolayısıyla, menkul kıymetleştirmenin daraltıcı ve genişletici politikaların aktarımında etkisi olduğu gözlenmektedir. Bu konuyla ilgili çalışmaların özellikle 2008 yılı küresel mali krizinden sonra arttığı görülmektedir.

Para politikasının uzun vadeli düşük faiz oranlarının menkul kıymetleştirme ve bankacılık denetimi ile bağlantılı olarak bankalar için kredi verme standartlarını etkileyip etkilemediğini gösteren ampirik çalışmaların, son dönemdeki teorilere, destek sağladığı görülmektedir. Menkul kıymetleştirme yapan bankaların, mevduatların yanı sıra finansal piyasa koşullarına bağımlı hale gelmesi, para politikasının aktarımı açısından zorluk teşkil etmektedir. Menkul kıymetleştirmeyle birlikte bankaların para politikasının kredi arzına yönelik araçlarına daha az duyarlı olduğunu göstermek için ABD ve Avrupa bankalarına ait verilerin kullanıldığı analizlerde, bankaların kredi verme standartlarını da etkilediği ortaya koyulmaktadır.

Bu kapsamda üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde, menkul kıymetleştirmenin tanımı, yapısı, sözleşme türleri, rol alan tarafları, sağladığı avantajları ve dezavantaj oluşturabilecek durumları detaylı olarak incelenmektedir. Bununla birlikte menkul kıymetleştirme sürecinin teori bazında ABD ve Türkiye' deki uygulamaları ve menkul kıymetleştirmenin 2008 yılı küresel mali krizdeki rolü ele alınmaktadır. İkinci bölümde, para politikasının tanımı, amaçları, politika stratejileri ve para politikası araçları açıklanmaktadır. Son bölümde ise merkez bankasının para politikasının aktarım mekanizması açıklandıktan sonra menkul kıymetleştirmenin parasal aktarım kanalları ve para politikasının araçları üzerindeki etkileri ampirik çalışmalar ile aktarılmaktadır.

Çalışmada, menkul kıymetleştirme ve para politikasının teorik olarak incelenmesinde kitap, makale ve ilgili kurumlarda bulunan istatiksel veri taraması yapılmakta, yerli ve yabancı kaynaklara başvurulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLEŞTİRME (SEKÜRİTİZASYON): UYGULAMASI VE 2007-08 KÜRESEL FİNANS KRİZİNDEKİ ROLÜ

1.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı

İngilizce literatürde, bir şirketin finansman sağlamak amacıyla, kendi varlıklarından doğan nakit akımını kullanarak gerçekleştirdiği finansman tekniğini tanımlamak için "securitization", "asset securitization" ve "structured finance" terimleri birbirlerinin yerine geçecek şekilde kullanılmaktadır. "securitization" terimi nakit akımına dayalı sağlanan finansmanın, şirketin menkul kıymet ihracıyla elde ettiğini ifade etmektedir.[1] Türkçe literatürde ise bu kavramın karşılığı olarak, aynı anlamda olmak üzere "seküritizasyon" ve "menkul kıymetleştirme" terimleri kullanılmaktadır.[2] Geleneksel finansman tekniklerinden farklı olarak, söz konusu finansman tekniğinde çok sayıda taraf bulunması ve karmaşık yapısından dolayı[3], menkul kıymetleştirme için "yapılandırılmış finansman – structured finance" terimi de kullanılmaktadır.[4]

Finansal sistem içinde geleneksel finansman kaynakları olan banka mevduatları, senetler, tahviller ve hisse senetlerin kullanımının yanı sıra, 1970 ve 1980'li yıllarda finans piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak menkul kıymetleştirme

---

[1] Steven L. Schwarcz, "The Alchemy of Asset Securitization", **Stanford Journal of Law, Business & Finance**, C. 1, 1994, s. 133.
ABD dışında, özellikle Avrupa'da menkul kıymetleştirmenin karşılığı olarak "securitisation" ifadesi kullanılmaktadır.
Steven L. Schwarcz, "Securitization and Structured Finance", **Elsevier's Encyclopedia of Financial Globalization**, Elsevier, 2011, s. 1, http://www.masonlec.org/site/rte_uploads/files/SCHWARCZ_Encyclopedia-of-Financial-Globalization-Elsevier.pdf, (15.02.2019).

[2] Aydın Burak Gül, ''Türk Bankacılık Sisteminde Konut Kredileri: İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Uygulamaları'', **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C. 9, S. 16, 2017, s. 50.
Ünal Tekinalp, R. Poroy ve E. Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 7. bs., İstanbul, Beta Yayınları, 1997, s. 562.

[3] Nurcan Öcal, **Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Yayın No. 106, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, 1997, s. 12, 113.

[4] Frank J. Fabozzi ve Vinod Kothari, **Introduction to Securitization**, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2008, s. 4,11.

uygulamalarının önem kazandığı görülmektedir. Teknolojideki gelişmelerle birlikte, finansal mühendisliğin kullanımı ve globalleşen finans dünyası son yıllarda hızla artan menkul kıymetleştirme trendine girmiş bulunmaktadır.[5] Uluslararası finans piyasalarındaki söz konusu trendin etkisi neticesinde, ülkemizde de 1990'lı yıllarda gündeme gelen "menkul kıymetleştirme" ve "varlığa dayalı menkul kıymetleştirme (VDMK)" yapısını incelemek önem arz etmektedir.

Menkul kıymetleştirmeyi tanımlamak için öncelikle menkul kıymet terimini açıklamak gerekmektedir. Menkul Kıymet, ilk olarak 28.07.1981 tarihinde kabul edilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda (SPKn) "Tanımlar" başlığı altındaki 3. Maddesinde aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:[6]

> "*Ortaklık veya alacaklılık sağlayarak, belli bir meblağı temsil eden; hisse senetleri, tahviller ve Hazine bonoları gibi kıymetlerdir. Bunlar dışında kalan kıymetli evrak ile mali değerleri temsil eden veya ihraç edenin mali yükümlülüklerini içeren her türlü evrakın halka arz ve bu yolla satışı da menkul kıymetler hükümlerine tabidir*."

29/4/1992 tarihinde 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik ile 2. Maddesinde menkul kıymetler aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:[7]

> *"b) Sermaye Piyasası Araçları: Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.*
>
> *Menkul Kıymetler: Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.*
>
> *Diğer Sermaye Piyasası Araçları: Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. Şu kadar ki, nukut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır."*

06.12.2012 tarihinde 6362 sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu 3. Maddesi ile "menkul kıymet" ve "sermaye piyasası aracı" kavramı genişlemiştir:[8]

> *o) Menkul kıymetler: Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere;*
>
> *1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını,*

---

[5] Işıl Erol, "ABD Mortgage Krizi ve Türkiye'de İkincil Mortgage Piyasası", **Eğitim Bilim Toplum Dergisi**, C.7, S.27, Güz 2009, s. 17.

[6] T.C. Resmi Gazete, 30.07.1981, S.: 17416, http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/17416.pdf, (09.12.2019), s. 1, 2.

[7] T.C. Resmi Gazete, 13.05.1992, S.: 21227, http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/21227.pdf, (09.12.2019), s. 1.

[8] T.C. Resmi Gazete, 30.12.2012, S.: 28513, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230-1.htm, (09.12.2019).

2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını,

...

ş) Sermaye piyasası araçları: Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını,

...

u) Türev araçlar: Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları:

1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları,

2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri,

3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri,

...

İfade eder.

3794 sayılı SPKn ile "menkul kıymet" in tanımı yapılarak bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmekte ve "sermaye piyasası araçları" altında konumlanmaktadır. 6362 sayılı SPKn, sermaye piyasası araçlarını sayma yoluyla türleri üzerinden ele almakta ve hangi kavramların bu kapsama girmediğini belirlemekte ve bununla birlikte "menkul kıymetler" kavramını, sermaye piyasası araçlarının bir alt kavramı olduğunu belirtmektedir. Konuya ilişkin AB mevzuatına ve piyasanın ihtiyaçlarına uyumu doğrultusunda, menkul kıymetlerin unsurları tanımlanmak yerine, türleri üzerinden tanımlanması modern sermaye piyasası düzenlemelerinin yöntemidir. Bununla beraber eski tanımdaki menkul kıymete ait unsurlar değişmemiş olup, bu unsurların varlığı – aracın sağladığı hakkın niteliğine göre – hâlinde menkul kıymet olabilecektir. Bir aracın sağladığı haklar ortaklık veya alacaklılık ile ilgili ise o araç, menkul kıymet

olarak nitelendirilebilecektir. Nitekim, Kanunda yer alan ikili ayrımdaki pay ve borçlanma araçları temelde bunu ortaya koymaktadır. [9]

VII-128.8 sayılı SPKn Borçlanma Araçları Tebliği' nde belirtildiği üzere[10]

"c) Borçlanma araçları: İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını ve bu Tebliğin 34.üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını, ifade eder."

"(1) Borçlanma araçları yurt içinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ya da yurt dışında satılmak üzere ihraç edilebilir. Yurt içinde halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar, nitelikli yatırımcıya satış ve birim nominal değeri asgari 100.000 TL olmak kaydıyla tahsisli satış olmak üzere iki şekilde yapılabilir."

Kısaca borçlanma araçları, ihraççının geri ödeme şartıyla fon fazlası olan tasarruf sahiplerinden fon sağlamak amacıyla borçlu sıfatıyla çıkardıkları menkul kıymetlerdir.

6362 sayılı SPKn düzenlemesindeki esaslardan hareketle menkul kıymetler iki kategori altında incelenebilir:[11]

- doğrudan işletme finansmanına dayanan menkul kıymetler
- menkul kıymetleştirmeye dayanan menkul kıymetler

Bir menkul kıymet ortaklık veya alacaklılık hakkı sağladığından dolayı bu ayrımın yapılmasında menkul kıymetin dayandığı haktan ziyade dayandığı model esas alınmaktadır.

Ortaklığın sermayesinde temsil edilen pay ve payın sağladığı hakların bir kısmını içeren buna karşın ortaklık sermayesinde bir karşılığı olmayan katılma intifa senedi ya da kâr zarar ortaklığı belgesi vb. pay benzeri kıymetlerden oluşan ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetler ile ihraççının satışa sunduğu tahvil ve benzeri her türlü

---

[9] Burak Adıgüzel, "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, C. 3, S. 1, Ankara, 2017, s. 2, 3, 7.

[10] SPK, Mevzuat/Sermaye Piyasası Araçları/Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8), http://mevzuat.spk.gov.tr/ , (15.12.2018).
T.C. Resmi Gazete, 18.02.2017, S. 29983, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/02/20170218-4.htm, (15.12.2018).

[11] Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (SPL), **Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları**, 2018, s. 9.

borçlanma aracını ifade eden alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetler işletme finansmanına dayanan menkul kıymetleri oluşturmaktadır.[12]

SPKn 3. Maddesinde sözü edilen "…menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları…" ise yapılandırılmış finansman tekniğine dayanan menkul kıymet türünü oluşturmaktadır. Yapılandırılmış finansman terimi, risk transferi ve getiri sağlamak amacıyla yeniden yapılandırılan finansal ürünleri ve finansal piyasa işlemlerinin tümünü kapsamaktadır.[13] Yapılandırılmış finansman, piyasa ve kredi riskleri gibi birden fazla temel riske maruz kalan finansal ürünlerin (tahviller, krediler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler vb.) bir araya getirilmesi suretiyle, elde edilecek nakit akışlarının "dilimler" halinde bölünmesini gerektirir. Havuzdan yapılan ödemeler, bu dilimlerin sahiplerine yani, kendi risk-getiri hedefine en iyi uyan dilimi seçebilen yatırımcılara, en az riskli dilimden başlayıp en riskli dilime ulaşarak çeşitli düzeylerde belirli bir sırada yapılmaktadır. Üst düzey dilimler, kredi derecelendirme kuruluşlarından AAA derecelerine hak kazanacak şekilde düzenlenmektedir. Çünkü yatırımcıların taahhüt edilen ödemelerini alamama ihtimalinin çok düşük olması gerekir. Havuza beklenen nakit akışlarının bir kısmı gelmiyorsa, bir nakit akışı tamponu tükendikten sonra, ödemelerini eksik alan ilk grup olan en riskli dilimindeki yatırımcılar ile beklenen nakit akışları daha da azaltılırsa, bir sonraki dilim olan ara dilim yatırımcıları tam ödeme alamamaktadır.[14] Bankaların, risk ağırlıklı tutarların hesaplanmasında menkul kıymetleştirmede her bir dilime ilişkin tutarlar ayrı bir pozisyon (en kıdemli (senior), daha az kıdemli (junior), birinci kayıp dilimi) olarak dikkate alınmakta ve pozisyonların hukuki özelliklerinden ziyade ekonomik özelliklerine göre hesaplanmaktadır.[15]

Menkul kıymetleştirme yapılandırılmış bir finansman şekli olmakla birlikte yapılandırılmış finansman ayrıca proje finansmanını, bazı ekipman türlerinin finansmanını ve diğer bazı güvenli finansman türlerini de kapsamaktadır. Her tür

---

[12] **A.e**., s. 9.
SPK, **Sermaye Piyasası Araçları**, Ankara, 2016, s. 1, 3.
[13] Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (SPL), **a.g.e**., s. 9.
[14] IMF, "Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness", **Global Financial Stability Report**, Washington DC, April 2008, s. 56.
[15] T.C. Resmi Gazete, 23.10.2015, S. 29511, Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Risk Ağırlıklı Tutarların Hesaplanması Hakkında Tebliğ, 3. ve 4. Maddesi, https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2015/10/20151023-16.htm, (15.12.2020).

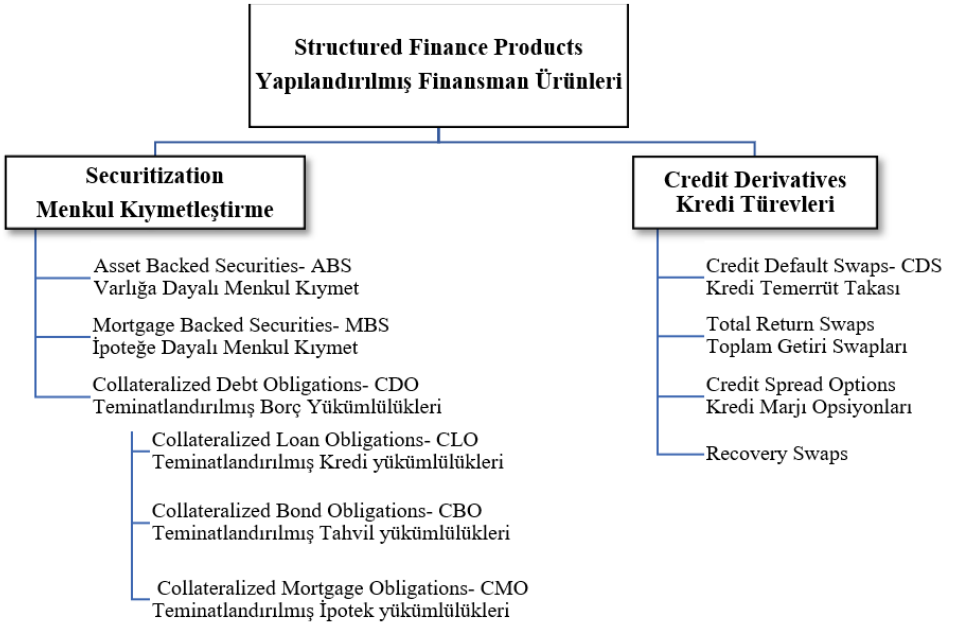
yapılandırılmış finansman işleminin ortak özelliği, işlemin, bir yapı kullanarak farklı yatırımcı sınıfları arasındaki teminat riskini değiştirmek veya yeniden dağıtmak üzere yapılandırılmasıdır. Teminatın riskleri; kredi riski, faiz oranı riski, ön ödeme riski ve likidite riskidir. Menkul kıymetleştirme, temel olarak finansal varlıkların, belirli bir projenin veya işletmenin performansından ziyade riskin esasen geri ödemelerine bağlanacağı şekilde para kazanma ile ilgilidir.[16] Bunun yanında, menkul kıymetleştirme dışında, yine bir dayanak varlığa dayalı olarak çıkarılan, ancak dayanak varlığın nakit akımına dayalı veya onun teminatı altında değil de dayanak varlığı alma veya satma hakkı veren sermaye piyasası araçları da mevcuttur. Ancak, 6362 sayılı SPKn md. 3/1-u bendine göre bu finansal araçlar, türev araçların özel bir türü olarak ele alınmaktadır. Bu türden araçlar yapılandırılmış finansman içinde değerlendirilmelerine karşın, ortaklık veya alacaklılık hakkı vermediği için menkul kıymet niteliğinde değildir.[17]

Finansal türev araçlar, belirli bir finansal varlık, ürün, endeks ya da emtia ile bağlantılı olan; değeri, dayanak kalemin fiyatından türetilen ancak, işlemleri ayrı ele alınan; taşıdığı belirli finansal risklerin kendi başına finansal piyasalarda işlem gördüğü finansal enstrümandır. Riskten kaçınmak isteyen ekonomik birimler risklerini, almaya veya yönetmeye istekli diğer yatırımcılara (spekülatörlere) transfer edebilmektedir. Spekülatörler, piyasadaki fiyat değişimlerinden, geleceğe yönelik fiyat tahminleri doğrultusunda pozisyon alarak kar elde etme güdüsüyle hareket etmektedir. [18] Türev ürünleri, faiz oranlarındaki değişimleri, döviz kurlarındaki dalgalanmaları, hisse senedi ve emtia fiyatlarındaki oynaklık ile ilişkili finansal riskleri yönetmek amacıyla tercih edilmektedir. Bununla birlikte kullanıcıların borçlanma maliyetlerini azaltmalarına ve yatırım getirilerini artırmalarına olanak tanımaktadır.[19] Türev ürünler, fiyat hareketlerinin belirsizliğine karşı koruma aracı olarak kullanılabildiği gibi finansal piyasalarda farklı yatırım imkanları sunarak, paranın dolaşım hızının artmasını,

[16] Frank J. Fabozzi ve Vinod Kothari, **a.g.e**., s. 7.
[17] Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (SPL), **a.g.e**., s. 9.
[18] IMF, **Financial Derivatives**, Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington, 1998, s. 2.
Borsa İstanbul, **Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası**, 2017, s. 8, 10, https://www.borsaistanbul.com/files/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf, (05.02.2019).
[19] U.S. General Accounting Office (GAO), **OTC Derivatives: Additional Oversight Could Reduce Costly Sales Practice Disputes**, GAO/GGD-98-5, Oct 1997, s. 2.

piyasaya gelen bilgilerin fiyatlara daha hızlı etki etmesini sağlamaktadır.[20] Bu avantajlara karşın bu finansal araçlar, kredi temerrütlerinden, olumsuz piyasa hareketlerinden ve işlem hatalarından dolayı zararlara neden olabilmektedir.[21] Kredi türevleri ise kredi temerrüt riskine karşı tasarlanmış finansal türevlerdir. Kredi türevleri sıklıkla standart ana yasal sözleşmelere göre düzenlenmekte ve piyasa değerlemesi yapmanın bir yolunu sağlayan bir teminat ve marj prosedürü içermektedir.[22] Menkul kıymetleştirmenin kredi türevlerinden farkı; menkul kıymetleştirmede birincil amaç şirket aktifinde bulunan finansal varlıkları likide etmektir. Kredi türevlerinde ise temel amaç, kredi riskini azaltmaktır. Bununla birlikte Basel II uzlaşısında teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (CDO) menkul kıymetleştirme kapsamına alınmaktadır.[23]

Şekil 1.1: Yapılandırılmış Finansal Ürünlere Genel Bakış



Kaynak: Andreas A. Jobst, "A Primer on Structured Finance", **Journal of Derivatives and Hedge Funds,** C: 13, No: 3, Palgrave Macmillan UK, 2007, s. 202.

[20] Yalçın Karatepe, **Türev Piyasaları: Futures – Opsiyon – Swap**, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayın No: 587, Ankara, 2000, s. 3, 4.
[21] U.S. General Accounting Office (GAO), **a.g.e.**, s. 2, 3.
[22] IMF, **a.g.e**., s. 9, 10.
[23] İhsan Uğur Delikanlı, **Bankacılıkta Kredi Türevlerinin Hissedar Değerine Katkısı, Etkin Bir Şekilde Kullanımına İmkan Sağlayacak Risk Yönetimi Yapılanması ve Finansal Raporlaması**, Yayın No: 271, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği, 2010, s. 2.

Yapılandırılmış finansal ürünlere örnek olarak, [24]

- ipoteğe dayalı finansal varlıklar (mortgage backed securities – MBS),
- varlığa dayalı finansal varlıklar (asset backed securities – ABS),
- ipotek veya varlık teminatlı finansal varlıklar/ipotekli tahviller (mortgage bonds veya covered bonds)
- teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (collateralized debt obligations – CDO) ve
- kredi temerrüt takası/swapı (credit default swaps – CDS) sayılabilir.

Tablo 1.1' de Merkezi Kaydi Sistemde takip edilen sermaye piyasası araçlarının piyasa değeri, 2017 yılında 34,81% artış ile 1,2 trilyon TL'ye ulaştığı görülmektedir.

Tablo 1.1: Merkezi Kaydi Sistemde İzlenen Menkul Kıymet Bilgileri

Merkezi Kaydi Sistemde Bulunan Menkul Kıymet Bilgileri	Piyasa Değeri				Değişim
	2017		2016		
	(Milyon TL)	(Milyon ABD Doları) (*)	(Milyon TL)	(Milyon ABD Doları) (*)	
Pay Senedi	880.712	233.073	626.675	177.188	40.54%
Borsada İşlem Gören Paylar	354.941	93.932	246.944	70.045	
Borsada İşlem Görmeyen Paylar	377.731	139.141	377.731	107.143	
Özel Sektör Borçlanma Aracı	67.029	17.739	49.567	14.060	35.23%
Yatırım Fonu Katılma Payı	56.254	14.887	45.004	12.765	25.00%
Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler	746	197	1.559	442	-52.15%
Kira Sertifikaları (Kamu ve Özel)	5.593	1.400	2.117	600	164.19%
Borsa Yatırım Fonu	154	41	139	39	10.79%
Devlet İç Borçlanma Senetleri	228.914	60.580	196.747	55.807	16.35%
Varlığa dayalı menkul kıymetler	1.091				
Gayrimenkul sertifikaları	118				
Varantlar dahil yapılandırılmış ürünler	136		36		277.78%
TOPLAM	**1.240.747**	**328.353**	**920.334**	**261.051**	**34.81%**

(*) 31.12.2016 ve 31.12.2017 tarihli TCMB döviz satış kurları kullanılmıştır.

Kaynak: SPK, **2017 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 68, http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1283, 24.05.2019).

Merkezi Kayıt İstanbul, **2017 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 37, https://www.mkk.com.tr/tr-tr/Hakkimizda/Kurumsal-Bilgiler/Documents/MKK-2017.pdf, (20.05.2019).

Tablo 1.2' ye göre 2017 yılında özel sektör menkul kıymetlerinin net değerinin (485.230 milyon TL), toplam menkul kıymet stoğunun net değeri (1.026.204 milyon

[24] Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (SPL), **a.g.e.**, s. 10.

TL) içindeki payının %47,28 olduğu görülmektedir. Menkul kıymet stoğunun diğer yıllar itibariyle 2016 yılında %41,93 [25], 2015 yılında %41,72 ve 2014 yılında %42,85 olarak gerçekleştiği belirtilmektedir.[26]

Tablo 1.2: Menkul Kıymet Stok Bilgileri

Merkezi Kaydi Sistemde Bulunan Menkul Kıymet Bilgileri	Piyasa Değeri 2017 (Milyon TL)	2017 (Milyon ABD Doları) (*)	2016 (Milyon TL)	2016 (Milyon ABD Doları) (*)	2015 (Milyon TL)	2015 (Milyon ABD Doları) (*)
1. Menkul Kıymetler	1.240.747	328.353	920.334	261.051	838.926	286.979
2. MKS'de Bulunmayan DİBS'ler	311.228	82.364	281.271	79.782	255.320	87.340
3. Toplam Menkul Kıymet Stoğu (1+2)	1.551.975	410.717	1.201.605	340.833	1.094.246	374.319
4. MKS'de Bulunan DİBS'ler (**)	226.826	60.800	197.138	55.918	185.838	63.571
5. Özel Sektör Menkul Kıymetleri [3-(2+4)]	1.011.001	267.553	723.196	205.133	653.088	223.408
6. MKS'de Bulunan Borsada İşlem Görmeyen Paylar	525.771	139.141	377.731	107.143	337.254	115.368
7. Özel Sektör Menkul Kıymetleri Net Toplamı (5-6)	485.230	128.412	345.465	97.990	315.834	108.040
8. Toplam Menkul Kıymet Stoğu Net Değeri (3-6)	1.026.204	271.576	823.874	233.690	756.992	258.951

(*) 31.12.2015, 31.12.2016 ve 31.12.2017 tarihli TCMB döviz satış kurları kullanılmıştır.
(**) Kamu tarafından ihraç edilen kira sertifikaları (832 milyon TL) dahil
Kaynak: MKK

Kaynak: SPK, **2017 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 69, http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1283, (24.05.2019).

Menkul kıymetleştirme terimi, şirket varlıklarının menkul kıymet haline getirilmesini ifade etmektedir. Bu ifadedeki önemli nokta; menkul kıymet haline getirilme işleminde, birinin diğerinin yerine geçmesi (dönüşüm) değil, menkul kıymet ihracının söz konusu varlığın temsil ettiği alacak haklarına dayalı olarak yapılmasıdır. Alacakların menkul kıymet haline getirilmesi ile onlara likidite kazandırılmaktadır. Bilançonun aktif tarafında yer alan şirkete ait alacaklar, vade tarihlerine kadar donuk halde beklemekte ve şirket için bir nakit kaybı oluşturmaktadır. Şirkete belli bir süre nakit akışı sağlamayan varlıkların, menkul kıymet haline getirilip satılması ile varlıklar likit hale gelmekte ve nakdi kaynak sağlanmış olmaktadır. Menkul kıymetleştirme işleminde, varlığın kendisi değil, sağladığı nakit akımı teminat gösterildiğinden dolayı

[25] SPK, **2017 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 69, http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1283, (24.05.2019).
[26] SPK, **2015 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 65, http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1224, (24.05.2019).

menkul kıymetleştirme, nakit akımına dayalı bir finansman tekniği olarak tanımlanmaktadır.[27]

BDDK'ya göre ise seküritizasyon, bankanın aktif hesaplarında bulunan belirli türdeki varlıklarına/alacaklarına dayalı olarak finansman sağlaması şeklinde tanımlanmaktadır. Seküritizasyon işleminde, bankanın alacaklarından (tüketici kredisi, kredi kartı alacağı veya diğer alacaklar) doğacak ileri tarihteki nakit akışlarına bağlı oluşturulan varlık havuzu bu işlem için kurulmuş olan özel amaçlı kuruluşa devredilerek ve bu alacaklardaki haklara dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet üzerinden yatırımcılardan gelen fonlarla bankanın kredi finansmanı yapılmaktadır.[28]

Menkul kıymetleştirme şirketlerin sahibi oldukları kredilerin veya diğer alacakların "special purpose vehicles – SPV" olarak bilinen "özel amaçlı kuruluş" lara devredilmesi suretiyle menkul kıymet ihraç edilmesine dayalı bir yapılandırılmış finansman tekniğidir.[29] Menkul kıymetleştirme sonucunda ihraç edilen menkul kıymetler genel olarak varlığa dayalı menkul kıymetler (asset backed securities) olarak adlandırılırken izahnamede çeşitli isimlerle adlandırılırlar. Menkul kıymetleştirme işlemi ile bir şirket varlıkları satarak ve borçlanmayarak (kredi kullanmadan) gelir elde edebilmektedir.[30]

Menkul kıymetleştirmenin risk aktarımı, yalnızca ihraççıların sermaye yönetimini iyileştirmelerine yardımcı olmakla kalmaz, aynı zamanda, ihraççıların bilanço yükümlülüklerini artırmadan veya kar getirici kazancını tehlikeye atmadan, daha yüksek likidite ve daha düşük maliyetli, yüksek kredi kalitesinde finans koşullarından faydalanmalarını sağlamaktadır.[31]

Menkul kıymetleştirme, çoğu zaman aynı yapıdaki likit olmayan finansal varlıkların ürettiği nakit akışlarının toplanması, ("havuz" olarak adlandırılır) ve

---

[27] Gökçen Turan, **Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, Yayın No: 249, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu, On İki Levha Yayıncılık, 2012, s. 6, 7.

[28] BDDK, "Sendikasyon Seküritizasyon Kredileri" ayrımındaki Metaveri pdf., https://www.bddk.org.tr/BultenAylik, (09.12.2018).

[29] Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (SPL), **a.g.e.**, s. 9.

[30] Frank J. Fabozzi ve Vinod Kothari, **a.g.e**, s. 5, 12.

[31] Andreas A. Jobst, "A Primer on Structured Finance", **Journal of Derivatives and Hedge Funds**, C. 13, No. 3, Palgrave Macmillan UK, 2007, s. 201.

yatırımcılara yeni bir finansal araç olarak satılması sürecidir.[32] Likit olmayan varlıkların/aktiflerin nakit akışlarını bir araya getirilmesi suretiyle ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım-satımı yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesidir. Bu sayede, fon akımının geleneksel para piyasaları yerine sermaye piyasaları yoluyla menkul kıymet ihraç edilerek gerçekleşmesi sağlanmaktadır.[33] Daha kolay işlem görebilmesi için yeni yaratılan finansal araçlar, temel teminatla ilişkili kredi riskinin çeşitlendirilebilmesini ve likidite elde edilmesini kolaylaştırmakta ve böylece daha fazla yatırımcıyı çekebilmektedir. Sonuçta, borçluların daha düşük finansman maliyetlerine ulaşmasına imkan vermektedir.[34]

Menkul kıymetleştirme, finansal aracıların riski daha iyi yönetmesine, krediye erişimi artırmasına ve hem şirketler hem de tüketiciler için fon maliyetlerini düşürmesine yardımcı olma potansiyeline sahiptir.[35]

1.2. Menkul Kıymetleştirmenin Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Menkul kıymetleştirmenin kökeni, 1856 yılındaki demiryolu çiftliği ipoteği/kredisi (railroad farm mortgage – RRFM) ve bu varlıkların menkul kıymetleştirilmesi ile ihraç edilen RRFM destekli menkul kıymetlere (RRFM backed securities) dayanmaktadır.[36] 1880' lerin çiftlik ipoteği borçlanma hareketi ile ABD' de, ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirmenin geniş çaplı bir şekilde uygulamaya konulduğu ve sermaye piyasasında yaygın olarak kabul gördüğü belirtilmektedir. Tarımsal ipoteklerde kredi komisyonculuğu yapan batı ipotek şirketleri, ipoteğe dayalı tahvil ihracı yapmaya başlamıştır. Modern ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirmeden farklı olarak, birincisi bağımsız bir aracı kuruluş yer almamıştır. İkincisi, borçlanmalar ipotek şirketinin sorumluluğundaydı ve bunları ihraç ederek şirket, yaptığı ve hizmet verdiği ipotek üzerindeki tüm kredi riskini üstlenmekteydi. Bu şirketlerin birçoğu

[32] U.S. Treasury Department, **A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets**, October 2017, s. 91, http://www.sfindustry.org/images/uploads/pdfs/Treasury_Report_on_Capital_Markets_-_Library.pdf, (19.04.2019).
[33] Işıl Erol**, a.g.e**., s. 18.
[34] U.S. Treasury Department, **a.g.e.**, s. 91,
[35] **A.e.,** s. 91.
[36] Timothy J Riddiough, ''The First Sub-Prime Mortgage Crisis and Its Aftermath'', **BIS Paper**, S. 64c, 2012, s. 13, 14.

1890' ların batı çiftlik ipoteği krizinde başarısız olmuş ve yine ipotek kredi aracılığı ile bölgeler arası ipotek piyasasında faaliyet göstermeye devam etmişlerdir.[37]

1916 yılında, Federal hükümetin Federal Çiftlik Kredi Bankası (Federal Farm Loan Bank) sistemi içerisinde çiftlik ipotek menkulleştirme programı başladığı ancak, federal ipotek borçlanma sisteminin de yaklaşık yirmi yıl boyunca faaliyet gösterebildiği belirtilmektedir.[38]

ABD' nin, 1870-1930 yılları arasındaki hızlı kentleşme sürecinde, tarım dışı konut inşaatı ve konut kredisi borcu, ülkenin sermaye oluşumu, finansal yapısı ve kısa vadeli toplam performansı için daha önemli hale gelmiştir.[39] İpotekler, 1920' li ve 1930' lu yıllarda bankalar ve ipotek sigortacıları tarafından menkul kıymetleştirme ile güvence altına alınmış ancak mortgage havuzlarının birçoğunun temerrüde* düşmesi ve yetersiz sermaye nedeniyle garantörlerin çoğu başarısız olmuştur.[40] 1920' lerin konut genişlemesi, 1930' da şiddetli ve uzun süreli haciz krizine dönüşmüştür.[41]

[37] Kenneth A. Snowden, "Mortgage Companies and Mortgage Securitization in the Late Nineteenth Century", **University of North Carolina**, August 2007, s. 1, 11, 12, 30, https://www.researchgate.net/profile/Kenneth_Snowden/publication/228822552_Mortgage_Companies_and_Mortgage_Securitization_in_the_Late_Nineteenth_Century/links/5578545b08aeacff200280d1/Mortgage-Companies-and-Mortgage-Securitization-in-the-Late-Nineteenth-Century.pdf, (19.09.2019).
[38] **A.e**., s. 1.
[39] Kenneth Snowden, "A Historiography of Early NBER Housing and Mortgage Research", **Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective**, ed. Eugene N. White vd., NBER chapters, University of Chicago Press, 2014, s. 15.
* Temerrüt, kişinin borçlandığı edimi hukuka aykırı olarak yerine getirmemesi halidir. Temerrüt alacaklının ve borçlunun temerrüdü şeklinde iki türlüdür. Örneğin banka kredilerinde temerrüt; Borçlunun teminatlarına rü'cu edilmeksizin (rehnin paraya çevrilmesi gibi yollara başvurmaksızın) bankaya olan borcunu tümüyle ödemeyeceğini banka tarafından değerlendirilmesi ve/veya borçlunun belirli bir önem derecesini haiz yükümlülüğünü yerine getirmeyi 90 günden fazla geciktirdiği durumu ifade eder. Kısaca bir kredi anlaşmasında borçlunun kredi anaparası ve/veya faiz taksitlerini ödeyememesi durumudur. Bkz. TBB, "Kredi Riski Modelleri", **Bankacılar Dergisi**, S. 57, 2006, s. 41.
[40] U.S. Securities and Exchange Commission, **Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation**, Washington, 1992, s. 5.
[41] Kenneth Snowden, ''A Historiography of Early NBER Housing and Mortgage Research'', s. 19.

Tablo 1.3: ABD'nin İDMK Pazarındaki Gelişmelerin Zaman Çizelgesi, (1968-1987)

Yıl	Gelişmeler
1968	Kongre, garanti edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ihracı için devlet kurumlarına düzenleme yetkisi verdi.
	(GNMA veya Ginnie Mae, FNMA veya Fannie Mae, FHLMC veya Freddie Mac)
1970	Bazı ipotek kreditörleri yani ipotek kredisi veren kuruluşlar ilk ödeme aktarmalı sertifikaları (pass-through certificates) ihraç etmeye başladı.
1970	Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından ilk acente ipoteğe dayalı tahviller (acente/kurum MBB) ihraç edildi.
1973	Acenteler MBB' leri durduruldu.
1974	Federal Konut Kredisi Banka Kurulu (FHLBB), tasarruf ve kredi birliklerinin özel MBB'leri çıkarmasına izin verdi.
1975	Freddie Mac tarafından ilk nakit akımlı sertifikalar (pay-through certificates) ihraç edildi.
1975	California Federal Tasarruf ve Kredi Birliği, özel MBB'lerin ilk halka arzını gerçekleştirdi.
1979	Nakit akımlı sertifikaların (pay-through certificates) ihracı durduruldu.
1981	Profesyonel Konut İpoteği Kredi Şirketi (PHM Credit Corporation), tarafından ihraç edilen nakit akımlı tahvillerin (pay-through bonds) ilk halka arzı gerçekleştirildi.
1983	Freddie Mac tarafından ilk teminatlandırılmış ipotek/mortgage yükümlülükleri (CMO) ihraç edildi.
1986	Kongre, bir CMO türü olan gayrimenkul ipotek/mortgage yatırım kanallarının (REMIC'ler) çıkarılmasına izin verdi.
1987	Bazı ipotek kreditörleri ilk REMIC'leri ihraç etmeye başladı.

Kaynak: Natalya Vinokurova, ''How Mortgage-Backed Securities Became Bonds: The Emergence, Evolution, and Acceptance of Mortgage-Backed Securities in the United States, 1960–1987'', **Business History Conference**, Cambridge University Press, 2018, s. 19.

Modern yapılandırılmış finans piyasası, 1970' li yıllarda konut ipoteklerinin menkul kıymetleştirilmesiyle başlamış ve konut ipoteği tarafından desteklenen menkul kıymetler, ikincil piyasada federal kurumların konumu ile yeni bir ivme kazanarak yapılandırılmış finansman piyasasına hükmetmiştir.[42] Hükümet Ulusal İpotek Birliği/Derneği (Government National Mortgage Associaition – GNMA veya Ginnie Mae), Federal Ulusal İpotek Birliği/Derneği (Federal National Mortgage Association – FNMA veya Fannie Mae) ve Federal Konut Kredisi İpotek Kurumu (Federal Home Loan Mortgage Corporation – FHLMC veya Freddie Mac), konut ipoteği finansmanı için sermayeye daha fazla erişim sağlamak amacıyla kurulmuştur. 1968' de kurulan Ginnie Mae menkul kıymetleri, Birleşik Devletler Hükümeti' nin tam kredi garantisine sahip olmaktadır. FNMA ve FHLMC' nin, kısmen konut ipoteği satın alarak ve

[42] U.S. Securities and Exchange Commission**, a.g.e**. s. 5-7.

ipotekleri menkul kıymetler olarak yeniden paketleyerek ya da satarak ikincil ipotek piyasasını teşvik etmiştir. Bu üç kurum ABD' deki konut finansmanı sisteminde, sermayenin baskın kanallarını oluşturmaktadır (Tablo 1.3).[43] Federal bir devlet kurumu olan Ginnie Mae, ABD hükümeti tarafından tam olarak desteklenen bir ajans/acente (agency) iken Fannie Mae ve Freddie Mac, Devlet Destekli Kuruluş (Government Sponsored Enterprises – GSEs) olarak anılmaktadır.[44]

Menkul kıymetleştirmeye benzer işlemlerin yüzlerce yıldır var olduğunu iddia edilse de 1970' lerde gayrimenkul ipoteği için ikincil bir pazarın gelişmesi daha spesifik olarak, Federal Konut Kredisi İpotek Kurumu' nun kurulması ve Federal Ulusal İpotek Birliği'nin menkul kıymetleştirmede geleneksel ve değişken faizli kredileri satın alma yetkisi genişlediğinde büyük ölçüde gelişmiştir.[45]

1980'lerin ortasından beri, ikincil konut ipoteği piyasasında kullanılan finansal teknikler, özel sektör tarafından diğer varlıkların menkul kıymetleştirmesinde de kullanılmaktadır.[46] Ticari mülkiyet ipoteklerinin ardından diğer ödeme hakları da örneğin oto kredileri ve kredi kartları vb. menkul kıymetleştirme işlemlerine konu olmaktadır.[47] Bu doğrultuda, 1985 yılında ilk varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasında, ABD'li elektronik ekipman şirketi Speryy, kendi finans şirketi olan Sperry Lease Finance Corporation' u kurarak; piyasaya, 192,4 milyon $ değerinde, sabit faiz oranlı olarak bilgisayar finansal kiralama alacaklarına dayalı menkul kıymet ihraç etmiştir.[48] Yine 1985 yılında, otomobil kredilerine menkul kıymetleştirilme uygulanmıştır. Otomobil kredilerinin ipoteklere göre daha kısa olan vadeleri, nakit akışlarının zamanlamasını daha öngörülebilir hale getirmektedir. 1986 yılında ise kredi

---

[43] Michael Drayne, "An Era of Transformation", **Ginnie Mae**, Sep. 2014, s. 2, 5-7, https://www.ginniemae.gov/newsroom/Documents/ginniemae_an_era_of_transformation.pdf, (01.03.2019).
Karan Kaul, "The Past, Present and Future of agency MBS Liquidity", **Ginnie Mae Research Report**, Oct 2016, s. 2, https://www.ginniemae.gov/newsroom/publications/Documents/agency_mbs_liquidity.pdf, (01.03.2019).

[44] SIFMA, ''Federal Agency and Government Sponsored Enterprises'', **Uniform Practices Manual**, Chapter 3, 1999, s. 1, 2, https://www.sifma.org/resources/general/tba-market-governance/, (12.03.2019).

[45] Jonathan C. Lipson, ''Re: Defining Securitization'', **Southern California Law Review**, s. 85, S. 5, July 2012, s. 1247.

[46] U.S. Securities and Exchange Commission**, a.g.e**., s. 11.

[47] Jonathan C. Lipson, **a.g.e**., s. 1247.

[48] Özcan Çikot, "Borçlanma Araçları", **Gündem**, S. 115, TSPAKB, Mart 2012, s. 12.

kartı alacaklarına dayalı ilk menkul kıymet ihracı 50 milyon $ tutarında Bank One Corporation adına Salomon Brothers tarafından gerçekleştirildi. Bu işlemin başarısından sonra, yatırımcılar, kredi kartı alacaklarını teminat olarak kabul etmiş ve bankalar, nakit akışını standartlaştırmak için yapılar geliştirmiştir.[49] 1986 yılında, General Motors Şirketi, menkul kıymetleştirmenin, geleneksel diğer finansman türlerine göre daha fazla verim sağladığını düşünerek yaklaşık 4,2 milyar dolarlık oto kredisi alacakları satmıştır.[50]

Tablo 1.4: ABD İpoteğe ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, (2002-2018)

	Mortgage-Backed Securities (MBS)							Asset-Backed Securities (ABS)						
	Agency (FHLMC, FNMA, GNMA)		Non-Agency		Total		USD Billions							USD Millions
Year	Agency MBS	Agency CMO	CMBS	RMBS	Agency	Non-Agency	Total	Automobile	Credit Card	Equipment	Other	Student Loans	CDO/CLO	Total
2002	1.446,3	593,2	54,4	421,0	2.039,5	475,4	**2.514,9**	93.779,1	67.703,0	6.903,7	18.156,1	25.573,3	56.454,6	**268.569,8**
2003	2.164,3	624,8	83,5	664,6	2.789,1	748,1	**3.537,2**	84.814,2	63.236,2	14.664,5	24.906,0	41.134,7	58.817,3	**287.572,9**
2004	1.035,9	373,9	101,0	917,8	1.409,9	1.018,8	**2.428,7**	80.798,5	50.605,5	10.192,3	17.882,7	46.633,4	124.463,1	**330.575,5**
2005	995,6	334,2	175,8	1.259,1	1.329,8	1.434,9	**2.764,7**	106.398,1	58.513,3	17.119,5	34.144,5	63.407,4	194.131,3	**473.714,1**
2006	903,7	295,6	213,8	1.278,0	1.199,3	1.491,8	**2.691,1**	88.847,9	61.191,0	14.445,0	30.404,9	67.546,0	395.757,1	**658.191,8**
2007	1.148,3	257,2	240,9	788,2	1.405,5	1.029,1	**2.434,6**	85.716,5	95.728,0	14.637,2	49.959,3	60.146,9	489.680,2	**795.868,1**
2008	1.173,9	150,1	17,3	52,7	1.323,9	70,0	**1.394,0**	35.572,9	55.750,3	2.715,3	11.665,1	28.204,0	81.306,7	**215.214,3**
2009	1.777,4	311,2	11,0	72,5	2.088,6	83,5	**2.172,1**	64.277,7	51.506,7	8.893,1	18.949,3	21.614,3	12.664,5	**177.905,6**
2010	1.428,3	493,1	24,6	66,6	1.921,3	91,3	**2.012,6**	59.009,1	6.536,4	8.761,1	28.085,7	15.452,0	8.071,9	**125.916,2**
2011	1.242,3	410,9	34,5	37,1	1.653,2	71,6	**1.724,8**	66.263,1	12.276,3	12.253,4	23.922,9	13.963,4	22.300,6	**150.979,8**
2012	1.758,7	360,5	48,0	27,9	2.119,2	76,0	**2.195,1**	87.797,9	32.320,4	18.300,7	35.411,4	25.338,8	59.838,4	**259.007,6**
2013	1.624,3	357,7	88,0	50,2	1.982,0	138,2	**2.120,2**	88.099,5	36.887,7	19.431,7	42.031,3	22.678,9	94.992,7	**304.121,8**
2014	989,0	276,2	100,6	73,9	1.265,2	174,5	**1.439,6**	99.058,5	51.359,6	20.340,4	66.877,3	15.656,4	140.062,6	**393.354,8**
2015	1.330,8	270,6	101,8	97,4	1.601,4	199,3	**1.800,7**	98.449,8	25.022,1	17.656,6	61.359,1	14.245,0	116.664,7	**333.397,4**
2016	1.559,6	320,6	78,4	85,5	1.880,2	164,0	**2.044,2**	92.035,6	27.163,9	14.942,6	55.144,8	16.448,9	119.684,0	**325.419,7**
2017	1.402,4	308,4	98,0	125,9	1.710,8	223,9	**1.934,7**	101.239,1	43.347,3	24.420,2	71.005,0	16.020,0	294.263,8	**550.295,3**
2018	1.334,4	270,2	88,7	181,4	1.604,6	270,1	**1.874,7**	107.300,3	31.342,5	26.199,8	52.450,6	18.937,4	280.694,2	**516.924,6**

Kaynak: SIFMA, Statistics, "US MBS Issuance and Outstanding", 2019, https://www.sifma.org/resources/research/us-mbs-issuance-and-outstanding/, (26.04.2019).

SIFMA, Statistics, "US ABS Issuance and Outstanding", 2019, https://www.sifma.org/resources/research/us-abs-issuance-and-outstanding/, (26.04.2019) verilere göre düzenlenmiştir.

Tablo 1.4' de, ABD' de 2002-2018 yılları arasında, Ginnie Mae, GSE' ler ve kurum-dışı özel aracı kuruluşlar tarafından ihraç edilen ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymet hacmi ve Tablo 1.5' de ise yine bu tarihlere ait ödenmemiş menkul kıymet miktarları gösterilmektedir. Tablo 1.4' de, ipotek piyasasında, 2005-2006 yılları

[49] OCC, ''Safety and Soundness, Liquidity, Asset Securitization'', **Comptroller's Handbook**, Washington, 1997, s. 3, https://www.occ.treas.gov/publications-and-resources/publications/comptrollers-handbook/index-comptrollers-handbook.html, (19.03.2019).

Ali Hepşen, **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayaşı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İTO Yayın No: 2005-13, İstanbul, 2005, s. 21.

[50] Jonathan C. Lipson, **a.g.e**., s. 1247.

dışında kurumların özel sektöre göre daha fazla ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç ettiği görülmektedir.

Tablo 1.5: ABD İpoteğe ve Varlığa Dayalı Ödenmemiş Menkul Kıymetler, (2002-2018)

	Mortgage-Backed Securities (MBS)							Asset-Backed Securities (ABS)						
	Agency (FHLMC, FNMA, GNMA)		Non-Agency		Total		USD Billions							USD Billions
Year	Agency MBS	Agency CMO	CMBS	RMBS	Agency	Non-Agency	Total	Automobile	Credit Card	Equipment	Other	Student Loans	CDO/CLO	Total
2002	3.158,2	922,7	296,9	911,5	4.080,9	1.208,5	**5.289,4**	187,3	294,5	37,3	67,9	59,3	258,5	**904,8**
2003	3.342,2	1.006,5	351,4	1.014,3	4.348,8	1.365,7	**5.714,5**	190,9	304,7	42,8	70,5	88,4	298,0	**995,3**
2004	3.383,1	1.022,1	416,1	1.480,4	4.405,2	1.896,5	**6.301,7**	175,3	298,6	44,6	71,6	123,1	387,0	**1.100,2**
2005	3.547,6	1.114,3	540,7	2.015,4	4.661,9	2.556,1	**7.218,1**	194,6	287,3	49,4	83,3	160,1	506,7	**1.281,4**
2006	3.837,9	1.253,3	698,4	2.600,3	5.091,2	3.298,7	**8.389,9**	195,4	291,6	51,4	99,9	201,1	817,5	**1.656,9**
2007	4.459,9	1.341,1	870,8	2.714,2	5.801,0	3.585,0	**9.386,0**	181,0	324,8	52,7	117,9	230,2	1.056,9	**1.963,5**
2008	4.956,8	1.322,6	830,8	2.357,2	6.279,3	3.188,0	**9.467,4**	140,4	316,0	43,9	112,7	238,5	978,1	**1.829,5**
2009	5.372,2	1.264,2	793,2	1.922,9	6.636,4	2.716,0	**9.352,5**	127,0	300,7	39,6	111,6	241,0	892,1	**1.712,1**
2010	5.481,4	1.353,3	747,0	1.676,7	6.834,7	2.423,7	**9.258,4**	115,1	217,3	36,2	107,7	242,2	789,4	**1.507,8**
2011	5.546,4	1.401,3	690,3	1.437,5	6.947,7	2.127,7	**9.075,5**	115,4	164,3	37,1	106,1	235,8	700,3	**1.359,0**
2012	5.656,7	1.303,7	638,4	1.239,3	6.960,4	1.877,7	**8.838,1**	140,9	128,2	41,8	111,1	235,1	623,3	**1.280,3**
2013	5.905,6	1.134,0	627,1	1.075,9	7.039,6	1.703,0	**8.742,6**	160,0	124,5	48,3	124,2	230,1	598,7	**1.285,7**
2014	6.008,4	1.210,4	628,9	994,3	7.218,8	1.623,2	**8.842,0**	178,4	136,5	53,1	131,7	218,1	631,7	**1.349,4**
2015	6.217,1	1.149,9	603,2	924,7	7.366,9	1.527,9	**8.894,8**	189,1	128,6	52,8	144,1	201,8	660,2	**1.376,6**
2016	6.529,9	1.108,5	531,5	853,4	7.638,4	1.384,8	**9.023,2**	193,6	130,5	51,6	157,3	188,6	670,1	**1.391,8**
2017	6.924,3	1.080,8	508,7	790,8	8.005,1	1.299,4	**9.304,5**	203,0	128,9	56,1	179,2	177,1	713,6	**1.457,9**
2018	7.268,7	1.103,2	543,0	817,2	8.371,9	1.294,3	**9.383,2**	222,8	123,8	84,3	205,6	170,9	808,3	**1.615,6**

Kaynak: SIFMA, Statistics, "US MBS Issuance and Outstanding", 2019, https://www.sifma.org/resources/research/us-mbs-issuance-and-outstanding/, (26.04.2019).

SIFMA, Statistics, "US ABS Issuance and Outstanding", 2019, https://www.sifma.org/resources/research/us-abs-issuance-and-outstanding/, (26.04.2019) verilere göre düzenlenmiştir.

Menkul kıymetleştirmenin gelişiminde, piyasa aktörlerinin ihtiyaçlarına cevap vermek üzere yeni finansal ürünlerin yaratılması ve finansal piyasalarla ilgili düzenlemelerin azaltılması (deregulation) etkili olmaktadır. Finansal aracılık ve fonlama alanlarında uygulanan önemli finansal yenilik (innovation) olarak görülmektedir.[51]

1.3. Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri ve Türleri

Menkul kıymetleştirme işleminde genel olarak uygulanan iki yöntem; ödeme aktarmalı/doğrudan aktarmalı ve nakit aktarmalı/aktif yönetimli olarak adlandırılmakta ve ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler, sağladığı haklar bakımından ayrımına göre sahibine alacak veya katılma hakkı vermektedir.[52] Menkul kıymetleştirme türleri

[51] Halil Doğru, **Menkul Kıymetleştirme&Mortgage: Genel ve Hukuki Esaslar**, Yayın Kurulu: Hakan Pekcanıtez vd., İstanbul, Doğru Hukuk Yayınları, 2007, s. 19.
[52] **A.e.**, s. 9.

ise ihraç edilen menkul kıymetin dayandığı nakit akışının hangi varlık sınıfından gerçekleşeceğine göre belirlemektedir. Genel olarak, varlığa dayalı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve teminatlı borç yükümlülükleri olmak üzere üç türe ayrılmaktadır.

1.3.1. Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri

Kurumlar tarafından seçilen menkul kıymetleştirme yapısının belirlenmesinde piyasa koşulları, izin verilen yasal çerçeve, vergi teşvikleri, düzenleyici çerçeve gibi çeşitli faktörler etkili olmaktadır.[53]

Menkul kıymetleştirme işleminde genel olarak uygulanan iki yöntemden biri, ödeme aktarmalı/doğrudan aktarmalı (pass through) ve diğeri ise nakit aktarmalı (pay through)/aktif yönetimli olarak adlandırılmaktadır. Ödeme aktarmalı ile nakit aktarımlı arasındaki farkı belirleyen unsur, temel varlıkların yasal mülkiyetidir. Bir ödeme aktarmalı yapıda, ihraç edilen menkul kıymetler, dayanak varlıklarda bölünmemiş mülkiyet payını temsil etmekte iken nakit aktarmalı yapıda, menkul kıymetleştirilen varlıklardan gelen nakit akımı ihraççının sorumluluğundadır.[54] Başka bir ifadeyle, ihraç sonrasında fon adına yatırımcılara verilen bu iki tür sertifika yani menkul kıymet arasındaki fark, sertifika sahibinin varlık havuzu tarafından yaratılan nakit akışı üzerindeki iddiasının niteliğidir. Yatırımcının tüm nakit akışı ile ilgili doğrudan bir talebi varsa ve sertifika sahibinin teminatın nakit akışında orantılı bir payı varsa, ödeme aktarmalı menkul kıymet/sertifika denir. Teminatın nakit akışını farklı tahvil sınıfları arasında tahsis etmek için kullanılan kurallar olduğunda, varlığa dayalı menkul kıymetlere nakit aktarmalı menkul kıymet/sertifika denir.[55]

1.3.1.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler

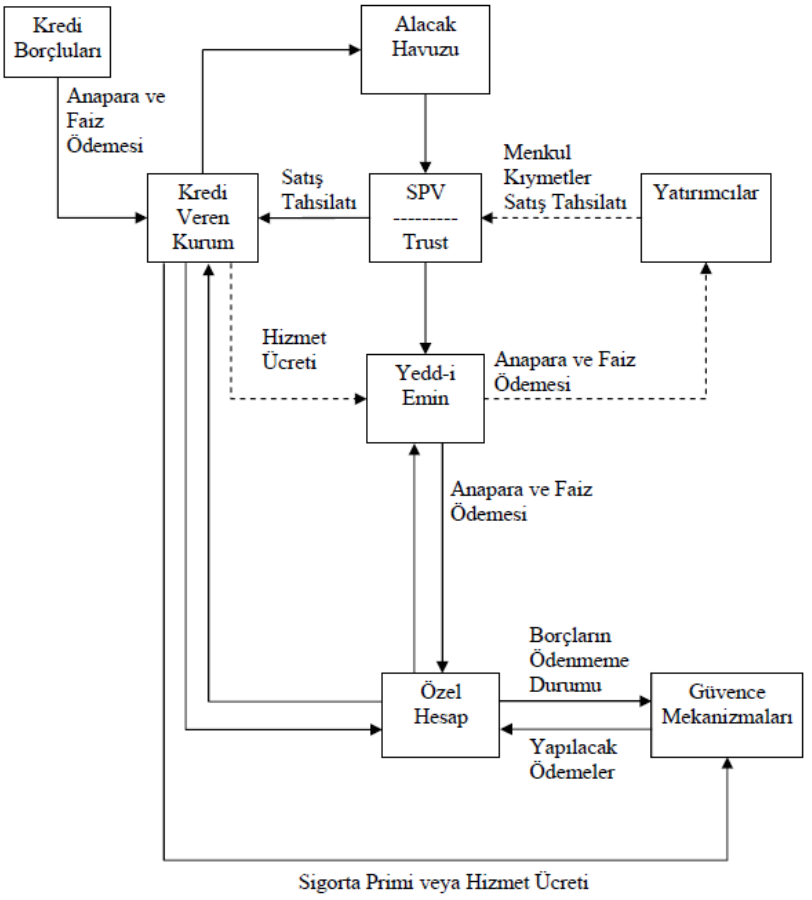
Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirmede (pass-through securities) kaynak şirket, vade ve faiz oranı bakımından birbirine benzer özellikler gösteren alacaklarının

[53] Lakshman Alles, "Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries", **IMF Working Paper**, WP/01/147, International Monetary Fund, 2001, s. 6.
[54] Federal Reserve System, **An Introduction to Asset Securitization**, Vol I/II, s. 9, 10, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/1990/SR9016.HTM, (29.05.2019).
[55] Frank J. Fabozzi ve Vinod Kothari, **a.g.e.**, s. 10.

bulunduğu bir alacak havuzu oluşturmakta ve bunu özel amaçlı kuruluşa/trusta devretmekte/satmaktadır (Şekil 1.2). Böylece kaynak şirket söz konusu alacakları bilançosundan çıkartmakta ve alacakları üzerindeki mülkiyet haklarını da devretmektedir. İhraç eden şirket açısından bu menkul kıymetler bir borç yükümlülüğü doğurmamaktadır. Özel amaçlı kuruluşun, alacak havuzuna dayalı ihraç ettiği ödeme aktarmalı menkul kıymetler, yatırımcılara satılmaktadır.[56] Yedd-i eminin, trust (fon) adına yatırımcılara ihraç ettiği sertifikalar alacak havuzunun (kredi portföyünün) bölünmez hakkını temsil etmektedir. Kredi borçlularının (yükümlülerin) ana/özel hesap denilen kaynak şirketin faizli ayrı bir hesaba yaptığı ödemeler, öncelikle sertifika sahibi olan yatırımcıların anapara ve faiz ödemelerine aktarılmaktadır.[57] Yatırımcıların sahip olduğu sertifikalar (katılma belgeleri), havuzdan gelen nakit akımlarında, yatırımcılara, satın alınan menkul kıymet pay oranında mülkiyet hakkı kazandırmaktadır. Yatırımcılar, satın aldıkları menkul kıymetin bağlı olduğu alacak tutarının anapara bakiyesi üzerinden tahakkuk eden toplam faizden, havuzdaki payı kadar faiz geliri elde etmektedir. Faiz geliri yanında sahip oldukları pay kadar havuza yapılan anapara ödemelerinden pay almaktadır.[58] Bu şekilde, ödeme aktarmalı menkul kıymetler, yatırımcısına menkul kıymetleştirilen alacaklara (bir mal varlığına) payları oranında katılma hakkı vermektedir.[59]

[56] Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s. 17, 18.
[57] Saadet Tantan, **Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkileri**, SPK Yayın No: 44, Ankara, 1996, s. 8, 9.
[58] Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s. 17, 18.
[59] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 9.

Şekil 1.2: Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymet İhracı



Kaynak: Nurcan Öcal, **Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Yayın No. 106, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, 1997, s. 19.

Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirmelere örnek olarak ipoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK) gösterilebilir. Tipik bir İDMK' de, temel ipotek kredileri havuzundan gelen nakit akımları anapara ve faiz ödemesi olarak sertifika sahiplerine geçmektedir.[60]

Riskli olan alacakların satılarak bilanço dışına çıkartılması ile şirket bilançoları daha risksiz hale gelmektedir. Bununla birlikte borç/öz sermaye ve öz sermaye/toplam aktif oranları iyileşmektedir. Mülkiyet hakkının yatırımcılara geçmesi ile kaynak

[60] SIFMA, ''Federal Agency and Government Sponsored Enterprises'', s. 1.

şirket, alacaklarından doğan faiz gelirlerinden ödenecek vergi yükümlülüğünden kurtulmaktadır.[61]

Ödeme aktarmalı menkul kıymetler erken ödeme riskini barındırabilmektedir. Mortgage kredilerinde yıllık ödemeler ve ipoteğin değeri, faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı duyarlıdır. Şöyle ki; faiz veya iskonto oranının yüzde 10' dan yüzde 11' e yükselmesi, örneğin, 30 yıllık taksitlerin veya ipoteğin nominal değerini yüzde 7,85 oranında değiştirmektedir. Bununla birlikte ipotek varlıkları ve gelirleri arasında iki önemli kurumsal farklılık bulunmaktadır. İlk olarak, borç veren kurum, borçluya kredi satarken ipotek varlığına ilişkin bir seçenek sunar; ipotek borçlusu, faiz oranları düşmesi durumunda, bir ön ödeme cezasına tabi olmak üzere sözleşmeyi satın almakta serbest bırakılmaktadır. Bu alım opsiyonu özelliği, diğer ipotek koşulları ve faiz oranına fiyatlandırılmaktadır. İkincisi, çoğu ipotek geleneksel olarak satılmaya hazır (DOS) somut bir varlık durumundadır; bu durum, borçlunun konutu satması halinde borç verenin ipotek değerini talep edebileceği anlamına gelmektedir. Faiz oranları, satış sırasında ipoteğin sözleşmedeki oranından düşükse, borç veren bu seçeneği tercih etmeyecektir. Tersi durumda ise faiz oranı, ipotek oranından yüksekse, borçlu, evi satması halinde piyasanın altındaki krediyi vazgeçmek zorunda kalır ve ev sahibi bu seçeneği tercih etmeyecektir. Bu 'kilitlenme' satış olasılığını ve dolayısıyla ipotek varlığının beklenen vadesini ve değerini etkilemektedir. Bireylerin düşük faizli mortgage kredisini daha yüksek piyasa oranlarında yenisiyle değiştirmek zorunda kalmaları durumunda evlerini sık sık değiştirmeleri beklenmeyecektir. Sonuç olarak ipotek varlığının etkin vadesi, faiz oranlarının ve diğer ekonomik değişkenlere bağlı olarak içseldir.[62] Dolayısıyla, kredi borçluların yaptığı erken ödemeler menkul kıymetlerin de vadelerinden önce ödenmelerine neden olmaktadır. Bu durum, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin vadelerinin belirsiz ve nakit akımlarının değişkenliği sonucunu doğurmakta ve bu tür menkul kıymetlerin en büyük problemini oluşturmaktadır. Bir ödeme aktarmalı yapıda, alınan tüm anapara ve faiz, yatırımcılara, temel varlıkların ödemeleri alındıkça verilmektedir. Diğer bir değişle dayanak varlık

[61] Ali Hepşen, **a.g.e.**, s. 37.
[62] Jerry Green ve John B. Shoven, "The Effects of Interest Rates on Mortgage Prepayments", **Journal of Money, Credit and Banking,** C. 18, No. 1, Ohio State University Press, Feb. 1986, s. 42, 58, 59.

üzerindeki herhangi bir ön ödeme, zorunlu olarak anaparayı ve getiriyi etkileyecek şekilde menkul kıymet sahiplerine aktarılmaktadır.[63]

Kredi riski bakımından; ABD Hazine yükümlülükleri gibi GNMA' nın ihraç ettiği menkul kıymetlerin de yüksek kredi kalitesine sahip oldukları kabul edilir, çünkü ABD, zamanında faiz ve anapara ödemesi garantisi verir. Bununla birlikte FHLMC ve FNMA tarafından verilen ödeme aktarmalı ihraçlar, biraz daha yüksek kredi riskine sahiptir. FHLMC ve FNMA, federal sözleşmelerinden kaynaklanan bazı avantajlardan yararlansalar da menkul kıymetler, ABD hükümetinin tam desteği ve kredi garantileri yerine acentelerin kurum güvencesiyle desteklenmektedir. Bunun dışında devlet destekli bir işletmenin (GSE) ödeme garantisi içermeyen geleneksel menkul kıymetler, genellikle daha yüksek derecede bir kredi riski doğurmaktadır.[64]

1.3.1.2. Nakit Akımlı Menkul Kıymetler

Nakit Akımlı Menkul Kıymetlerde (pay-through asset securities) de kaynak şirket, menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacaklarının bulunduğu bir alacak havuzu oluşturmakta ve bunu özel amaçlı kuruluşa/owner trusta devretmekte/satmaktadır (Şekil 1.3). Ancak alacakların benzer vade yapısında olması zorunlu değildir. Bununla birlikte alacakların mülkiyeti ihraççıya aittir ve borç olarak bilançosunun pasifinde yer almakta ve oluşturulan alacak havuzu borcun teminatını oluşturur. Özel amaçlı kuruluş farklı vadeli menkul kıymet ihraç eder ve ihraç edilen menkul kıymetler yatırım bankası aracılığıyla yatırımcılara satılmaktadır.[65] Bu yöntemde yatırımcılara aktarılacak anapara ve faiz ödemeleri, kaynak şirketin alacakları üzerinden sağladığı nakit akışı yine kendisinin belirlediği ödeme planına göre yedd-i emin tarafından yapılmaktadır.[66] Alacaklar üzerindeki nakit akışlarının derhal aktarılması gerekmediğinden alacak havuzuna girişler ve borç servisi için çıkışlar arasında bir uyumsuzluk olabilir. Kaynak şirket alacaklarından elde ettiği nakit

[63] Federal Reserve System**, a.g.e**., s. 9, 10.
[64] James P Rothberg vd., "On the Determinants of Yield Spreads Between Mortgage Pass-Through and Treasury Securities", **Journal of Real Estate Finance and Economics** C. 2, S. 4, Kluwer Academic Publishers, 1989, s. 302.
[65] Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s. 22, 23.
[66] Ali Hepşen, **a.g.e**., s. 44, 46.

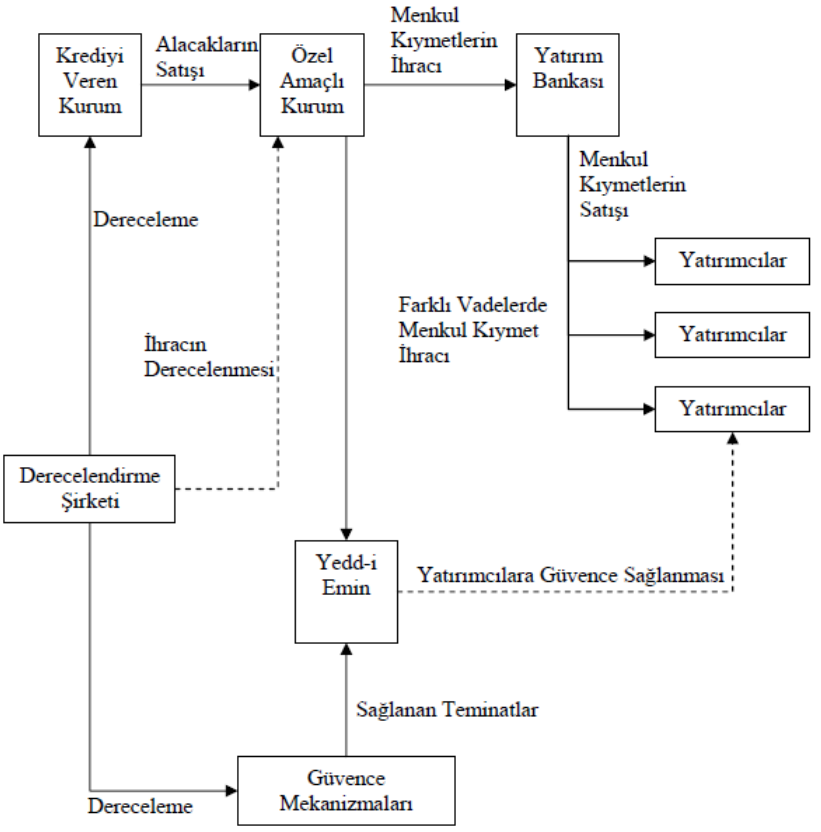
akımlarını yeni yapılar geliştirerek diğer bir deyişle dilimleme yaparak farklı vade ve getirilere sahip değişik menkul kıymetler oluşturabilmektedir.[67]

Vade tarihine kadar alacaklarına hizmet etmeyi kabul eden kaynak şirket veya hizmet veren kuruluş tarafından ödemeler tahsil edilmekte ve hizmet bedelleri düşüldükten sonra kalan taksit veya tutar özel amaçlı kuruluşa devredilmektedir. Özel amaçlı kuruluş, toplanan tutarı, genellikle garantili bir yatırım hesabına veya belirtilen diğer yatırım araçlarında değerlendirmektedir. Belirlenen ödeme tarihlerinde yatırımcıların hesabına aktarılan ödeme tutarı, normal bir tahvil veya kredi yapısındaki faiz ve anapara ödeme sürecine sahiptir. Eğer alacak havuzunda yapılan bir ön ödeme varsa ise – sözleşmelerin erken kapanması durumunda – yatırımcıya yansıtılmaktadır. Bu ön ödeme yatırım hesabına yatırılır ve planlanan ödeme tarihlerine göre geri ödenir.[68]

SPV' nin rolü ve yapısındaki önemli bir fark; pass-through yapısında sadece aracı olmakta iken, pay-through yapıda, sınırlı bir amaç ve görev doğrultusunda aktif olarak faaliyet göstermektedir. Yatırımcılara geri ödemelerin düzenlenmesi, nakit akışlarının toplanması ve yatırım yapılması, belirli vadelerde geri ödenebilecek borçlanma senetlerinin ihraç edilmesi, borca benzer bir yükümlülük üstlenmesi gibi görevleri üstlenmektedir.[69]

[67] Federal Reserve System, **a.g.e**., s. 10.
[68] Vinod Kothari, **Securitization: The Financial Instrument of the Future**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006, s. 85, 86.
[69] **A.e.**, s. 85, 86.

Şekil 1.3: Nakit Akımlı Menkul Kıymet İhracı



Kaynak: Nurcan Öcal, **Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Yayın No. 106, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, 1997 s. 24.

Bu şekilde, nakit akımlı menkul kıymetler, yatırımcısına menkul kıymetleştirilen alacaklara (bir mal varlığına) alacak hakkı tanımaktadır.[70]

Kaynak şirketin bilançosunda duran ve borçluluğunu ifade eden nakit akımlı menkul kıymetler Amerika uygulamasında popüler olan teminatlı ipotek yükümlülükleri (CMO) bu yapı üzerinden ödeme yapmaktadır.[71] Bunun dışında kredi kartı alacakları, otomobil kredisi, teminatsız tüketici kredisi alacaklarına dayalı olarak da bu tür menkul kıymetler ihraç edilebilmektedir.[72]

[70] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 9.
[71] Lakshman Alles, **a.g.e.**, s. 7.
[72] Saadet Tantan, **a.g.e.**, s. 12.

1.3.2. Menkul Kıymetleştirme Türleri

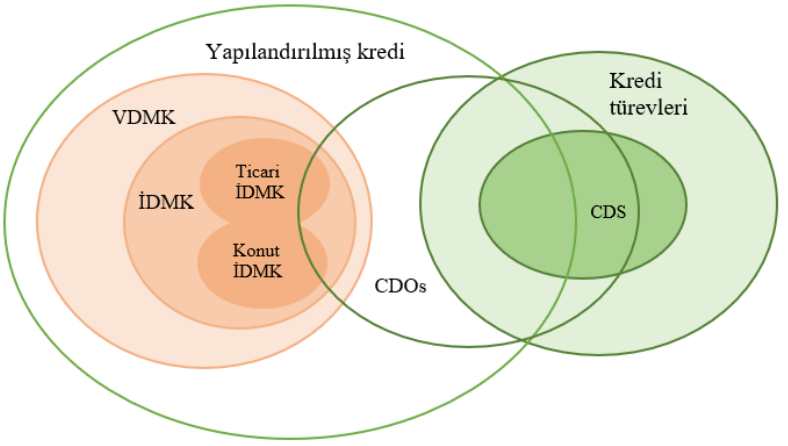
Genel bir kural olarak, menkul kıymetleştirme işleminde kaynak kurumun niteliği ve varlık sınıfının türü, ihraç edilen menkul kıymetlerin ismini belirlemektedir. Şekil 1.4' de görüldüğü gibi genel yapılandırılmış finansal ürün piyasası, varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK – ABS), ipoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK – MBS), teminatlı borç yükümlülüklerinden (CDO) ve yeniden paketlenmiş menkul kıymetlerden oluşmaktadır. MBS pazarı ayrıca konut (RMBS) ve ticari (CMBS) menkul kıymetlere ayrılırken, CDO varlık sınıfı da birkaç farklı türe ayrılmaktadır.[73]

Menkul kıymetleştirme neticesinde ihraç edilen finansal ürünler, genel olarak ipotek teminatı olup olmamasına göre varlığa dayalı menkul kıymetleştirme (VDMK – asset-backed securities – ABS) ve ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme (İDMK – mortgage-backed securities – MBS) şeklinde ayrıma tabi tutulmaktadır. Eğer menkul kıymetleştirilen alacaklar bir taşınmaz rehni (ipotek veya mortgage) ile teminat altına alınmış ise bu alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilen menkul kıymetler, özel bir isimle, "ipoteğe dayalı menkul kıymetler" olarak ifade edilmektedir. İpotek teminatı taşımayan diğer her türlü alacak karşılığında[74] yani şirketin aktif tarafındaki bir varlığın nakit akışına dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetler ise "varlığa dayalı menkul kıymetler" olarak adlandırılmaktadır.[75] Her iki finansal ürün için de menkul kıymetleştirme işlemi aynı olmakla birlikte aralarındaki fark; menkul kıymetleştirilen alacakların ipotekle teminat altına alınmış olup olmamasıdır.[76]

---

[73] Frank J. Fabozzi ve Moorad Choudhry, "Structured Finance and Securitisation- Introduction", **The Handbook of European Structured Financial Products**, ed. Frank J. Fabozzi and Moorad Choudhry, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2004, s. 5.
[74] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 7.
[75] Şenol Babuşçu, "Finansal Piyasa Araçları", **Finansal Yönetim: Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler**, ed. Aysel Gündoğdu, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2017, s. 110.
[76] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 8.

Şekil 1.4: Yapılandırılmış Finansal Ürünler



VDMK: Varlığa dayalı menkul kıymet; İDMK: İpoteğe dayalı menkul kıymet
CDO: Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri; CDS: Kredi temerrüt swapı/takası

Kaynak: IMF, "Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness", **Global Financial Stability Report**, Washington DC, April 2008, s. 57.

Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (collateralized debt obligations – CDO) ise varlığa dayalı menkul kıymetlerin genişletilmiş bir türü olmakla birlikte, teminatlı borç yükümlülükleri ile varlığa dayalı menkul kıymetler arasında bazı temel farklılıklar bulunmaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetler, kredi temerrüt takasları (credit default swaps) gibi varlıklara dayalı olarak da ihraç edilen teminatlandırılmış borç yükümlülükleri; yapısına, ihraç edilme nedenine, portföy yönetim şekline ve teminat varlıklarına göre sınıflara ayrılmaktadır.[77]

1.3.2.1. Konut Finansman Sistemi ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Etkin bir konut finansman sisteminin; fon fazlası olan ekonomik birimlerden topladığı fonları, fon talebinde bulunan (konut almak için borçlanma ihtiyacında olan) bireylere aktarması ve bu fonksiyonunu gerçekleştirirken, tasarruf sahiplerine bir getiri sağlaması diğer yandan da bu fonları alarak borçlanan kesime geri ödeyebileceği kredi

[77] Nükhet Eriş, "Teminatlı Borç Yükümlülükleri", **SPK Yeterlilik Etüdü**, Ankara, 2007, s. 3-8.

koşullarını sunması gerekmektedir. Konut finans sisteminin etkinliği, piyasada arz edilen yeterli miktarda uzun vadeli konut kredilerinin varlığı ile değerlendirildiğinde, bu ancak finans ve sermaye yapılarının gelişmişlik düzeyine bağlı olmaktadır.[78]

1.3.2.1.1. Konut Finansmanı Sistemleri

Genel olarak konut finansman sistemleri, dört grupta toplanmaktadır.

Doğrudan Finansman Sistemi, konut edinmek isteyen bireylerin, konut bedelini kendi birikimleri ve/veya yakınlarının birikimleriyle veya konut üreticisinin krediyle satış yapması durumunda tamamını ya da bir kısmını taksitler halinde ödeyerek konut sahibi olma yöntemidir. Kurumsal finansman yapısının gelişmediği ya da talebi karşılayacak düzeyde fon arz edilemediği, mevcut finansal kuruluşların verimli çalışamadığı durumda kullanılan bir yöntemdir. Bu tür konut finansman sistemi kaynak kullanım etkinliği bakımından verimsiz bir yoldur.[79]

Sözleşme Karşılığı Kredi Sistemi, bireylerin bu konuda uzmanlaşmış kurumlara belirli bir süre düzenli olarak tasarruflarını yatırması ve yatırım dönemi boyunca piyasa faiz oranının altında getiri elde etmesi sonrasında, birikimleri oranında kredi almak istediğinde piyasa faiz oranlarının altında faiz ödeyerek konut edinmesini sağlayan bir sistemdir. Ancak potansiyel alıcının ihtiyaç duyduğu fonun bir kısmını, maksimum %40' ı karşılayabildiği için diğer sistemler ile birlikte kullanılmalıdır. Ucuz bir kredinin öngörülmesi amacıyla bununla birlikte vergi açısından verimli bir tasarruf yöntemi olarak özellikle Batı Almanya'da ve Fransa'da sıkça kullanıldığı görülmektedir.[80]

Mevduat Finansmanı Sistemi, mevduat toplayan fon kurumları yoluyla konut finansmanı için kaynak yaratılması esasına dayanmaktadır. Ticari bankalar, Tasarruf bankalar (Saving Banks), Tasarruf ve Kredi Birlikleri (Saving and Loan Asso.) Emeklilik Fonları (Pension Funds), Yapı Toplulukları (Building Societies) gibi bu konuda uzmanlaşmış finans kurumları tasarruf sahiplerinden piyasa faiziyle topladıkları mevduatların bir kısmını veya tamamını yine piyasa faiz oranlarıyla

[78] İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar- Kurumlar- Araçlar)**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 1999 s. 394.
[79] **A.e.**, s. 395.
[80] Mark Boleat, **National Housing Finance Systems**, London, Croom-Helm, 1985, s. 9.

(bazıları devletçe sağlanan özel vergi munzam disponibilite indirimi vb. gibi nedenlerle) ihtiyaç sahiplerine konut (ipotek) kredisi olarak arz ederler. Ancak özellikle kısa vadeli mevduat ve kısa vadeli krediler konusunda uzmanlaşan ticaret bankalar için bir kaynak-kullanım dengesizliği olabileceği için uzun vadeli kredi sağlama konusunda isteksiz olabilmektedir.[81] Mevduat finansman sisteminde bankalar finansal kaynağı, topladıkları mevduat hesaplarından ve yurtdışından alınan sendikasyon kredilerinden sağlanmaktadır.[82]

İpotek Bankası Yöntemi, Bankalar konut için kullandırdıkları ipotek kredilerini, tekrar likidite etmek için bu krediler karşılığında, ikincil ipotek piyasasına ipoteğe dayalı menkul kıymetleri ihraç ederek, verdikleri fonları geri almaya çalışırlar. Bu piyasada aktif kurumlar olan ipotek bankaları ve tasarruf bankaları, çeşitli faiz ve vade yapısına sahip bu menkul kıymetleri özellikle Emeklilik Fonları ve Sigorta şirketleri gibi bu piyasanın uzmanlaşmış kurumlarına satmaktadır. Bu sayede kısa vadeli fonlara bağımlı olmadan, vade ve faiz açısından kaynak-kullanım dengesi daha güçlü oluşturulmaktadır.[83]

İpotek bankası (mortgage bank) veya ipotek tahvil sistemi (mortgage bond sistem) olarak tanımlanan sistemde yer alan ipotek bankaları gibi konut finansman kurumları, konut alıcılarına genelde sabit faiz oranıyla ipotek kredileri temin etmektedirler. Bu kurumlar, verdikleri kredileri ise cari faiz oranıyla sermaye piyasalarında satmış oldukları menkul kıymetlerden/tahvillerden sağlamaktadır. Dolayısıyla bu sistemde, uzman kurumların yer aldığı, etkin ikincil ipotek piyasasına ihtiyaç vardır.[84]

Mortgage, gayrimenkulün borç bitene kadar rehin verilmesine diğer bir ifadeyle, bir taşınmazın alınan bir kredi karşılığında rehin olarak verilmesine denir. Kısacası, ipotek olarak belirtilen mortgage* kelimesi, verilen kredinin yanı sıra sistemin genelini ifade etmekte de kullanılmaktadır. Sistemin fon akışı açısından kredi kuruluşları,

*TDK, ipoteğe dayalı konut finansmanı sistemi olarak anılan mortgage için "tutsat" veya "tutulu satış" terimlerini önermektedir

[81] İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **a.g.e.**, s. 395.

[82] Ali Alp, **Modern Konut Finansmanı**, 2. bs., No. 51, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2000, s. 24.

[83] İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **a.g.e**., s. 395

[84] Mark Boleat, **a.g.e.**, s.10, 11.

birincil piyasada, bireylerin kredi taleplerini karşılamakta iken, ikincil piyasada, kredi alacakları karşılığında menkul kıymet ihraç etmektedir. Mortgage faaliyeti yürüten finansal kurumlar, söz konusu menkul kıymetleri alarak yatırımcıya sunmaktadır.[85] İkincil piyasalar, fon arz ve talep edenler tarafından, önceden çıkarılan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı; finansal işlemlerin gerçekleştirilmesinde uzmanlaşmış aracı birimlerin ve kuruluşların aracılık faaliyetlerinde bulunabildiği finansal piyasalardır. İkincil piyasalar, ihraç edilmiş menkul kıymetlerin finans piyasasındaki likiditesini artırarak birincil piyasada talebin artmasına, yatırımcı tabanının genişlemesine ve bu piyasanın gelişmesine katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte söz konusu menkul kıymetlerin fiyatının seyrini göstermektedir.[86] Kısaca mortgage/ipotek piyasası, mortgage kredisinin düzenlendiği birincil piyasalar ile bu kredilere dayalı menkul kıymetlerin ihraç ettiği ve yatırımcıların satın aldığı ikincil piyasalardan oluşmaktadır.[87] İkincil piyasanın, birincil piyasaya fon sağlamasının yanında, sermaye piyasası da mortgage garantili menkul kıymetlerin elden çıkarılarak, birincil pazarda verilen ipotek kredisi için ipotek piyasasına fon arzı sağlamaktadır.[88]

Türkiye'de de konut finansmanı (mortgage) sisteminin kurulmasına yönelik olarak ipotek finansmanı kuruluşları (İFK) 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.) ile yeni bir hukuki alt yapı oluşturulmuştur. 17.07.2014 tarih ve 29063 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan III-60.1 sayılı İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile de SPKn.'nun Kuruluna verilen yetki kapsamında ilk defa İFK' lar düzenlenmiştir.[89] Tebliğde, İFK' lar, geniş yetkili aracı kurumlar, varlık kiralama şirketleri, TOKİ vb. kuruluşlar ile Kurulca uygun görülen kurum ve kuruluşlar şeklinde tanımlanmaktadır. Bununla birlikte devraldığı veya teminat olarak aldığı kredi

[85] Gökben Altaş, "İpotekli Konut Finansmanı Sistemi", **Gündem**, S. 60, TSPAKB, 2007, s. 16.
[86] Ahmet İncekara, **Bankacılık ve Finansal Kurumlar**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Yayın No: 3, 2011, s. 28-30.
[87] Faruk Demir vd., "ABD Mortgage Krizi", **BDDK Çalışma Tebliği**, S. 3, Ankara, Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, Ağustos 2008, s. 3, 6, 24.
[88] İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **a.g.e**., s. 397, 403, 404.
Frank J. Fabozzi ve Moorad Choudhry, **a.g.e**., s. 3.
[89] T.C. Resmi Gazete, 17.07.2014, S.: 29063, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/07/20140717-8.htm, (03.04.2019).

ve alacaklar karşılığında sermaye piyasası aracı ihraç edecek bir ikincil piyasa kuruluşu olarak tasarlanmaktadır.[90]

İpotek Finansmanı Kuruluşların iki ana iş kolunda faaliyet göstermesi beklenmektedir: Bu iş kollarından biri likidite faaliyeti (liquidity facility) olup, likidite faaliyetinde konut finansmanı kuruluşları[91], bilançolarında bulunan konut kredilerini İFK' ya teminat olarak göstermekte ve karşılığında İFK' dan kaynak kullanmaktadır. İFK, konut finansmanı kuruluşlarına likidite sağlarken kaynak için gerekli olan fonu, başta borçlanma olmak üzere çeşitli sermaye piyasası araçlarının ihracından elde etmektedir. Likidite faaliyeti aşamasında, İFK'ya teminat olarak gösterilen konut kredileri, konut finansmanı kuruluşunun bilançosunda kalmaktadır. Diğer iş kolu ise menkul kıymetleştirme faaliyeti (securitization) ise bilanço dışı bir finansman yöntemi olup, bu faaliyette bulunan İFK' lar, devraldıkları konut kredilerine dayalı olarak, konut finansmanı fonu kurmak suretiyle veya kurmaksızın ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir.[92]

1.3.2.1.2. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler ile İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin Karşılaştırması

Menkul kıymetleştirme neticesinde ihraç edilen varlığa veya ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin yanı sıra, "ipotekli tahviller" (mortgage bonds veya covered bonds) zaman zaman menkul kıymetleştirme ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler kavramı içinde değerlendirilse de bu iki menkul kıymet arasında; kanuni düzenleme gerektirip gerektirmemesi, ihraççısı, kaynak şirketin sorumluluğu, alacakların kaynak şirketin mal varlığına dahil olması, bilançodaki görünümleri, sermaye yeterliliği ve kaynak şirketin iflası bakımından önemli farklılıklar bulunmaktadır (Tablo 1.6). Mortgage Kanunu'ndaki ismi ile ipotek teminatlı menkul kıymetlerin (İTMK), yani ipotekli tahvillerin, bu amaçla kurulan banka veya başka bir finansal kuruluşun, kendi

---

[90] SPK, İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140717/0, (03.04.2019).

[91] …h) Konut finansmanı kapsamında doğrudan tüketiciye kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar ile BDDK tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketlerini…
T.C. Resmi Gazete, 17.07.2014, S.: 29063.

[92] SPK, İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ.

aktifindeki ipotek teminatı taşıyan alacaklar karşılığında ihraç edilen menkul kıymetlerin düzenlemesinin yapıldığı görülmektedir. Kanun'da İTMK, menkul kıymetleştirmenin bir aracı olarak nitelendirilmektedir. Ancak yazında, farklılıklarından dolayı menkul kıymetleştirme kavramının dışında tutulması gerektiği de belirtilmektedir.[93]

2007 tarihli Mortgage Kanunu, Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkındaki 5582 sayılı Kanun ile düzenlenmiştir.[94] Mortgage Kanunu ile Madde 7'deki 2499 sayılı SPKn 3' üncü maddesine aşağıdaki eklenen bent ile,

> *"k) İpotekli Sermaye Piyasası Aracı: İpotek teminatlı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen hisse senedi dışındaki sermaye piyasası araçları ve konut finansmanından kaynaklanan alacaklara dayalı olarak veya bu alacakların teminatı altında ihraç edilen diğer sermaye piyasası araçlarıdır."*

Madde 8'deki 2499 sayılı SPKn 13/A maddesinde değiştirilen,

> *"Madde 13/A- İpotek teminatlı menkul kıymetler, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleridir."*

İTMK' lara ilişkin ilk düzenlemenin yapıldığı 2007 yılı ve sonrasında 2014 yılında yeni SPKn çerçevesinde yapılan değişikliklerin ardından, 2015 yılında bankalar İTMK programları oluşturulup, ilk ihracı 2015 yılında gerçekleştirmiştir.[95]

İpotek teminatlı menkul kıymetlerde teminat havuz genellikle en yüksek 'üçlü-A' kredi notunu almak için oluşturulur. İpotekli tahviller, en çok derecelendirilen menkul kıymetlerle ilgilenen tahvil yatırımcılarına hitaben, gelişmiş ülke devlet

---

[93] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 8, 18-23, 300.

[94] T.C. Resmi Gazete, 06.03.2007, S.: 26454, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/03/20070306-1.htm, (03.04.2019).

Türkiye Katılım Bankaları Birliği, SPKn Seri: III, No: 33 İTMK İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, http://www.tkbb.org.tr/duzenlemeler-detay/spk--ipotek-teminatli-menkul-kiymetlere-iliskin-esaslar-hakkinda-teblig-seri-iii-no-33-rg-04082007-26603, (03.04.2019).

T.C. Resmi Gazete, VTMK ve İTMK ilişkin düzenlemelerin tek bir tebliğde birleştirildiği SPKn Seri: III-59.1 sayılı Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140121-14.htm, (03.04.2019).

[95] TCMB, Merkezin Güncesi, http://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/bankalar_ihrac_piy#dipnot1_link, (25.04.2019).

menkul kıymetlerine bir alternatif sunmaktadır. İpotekli tahvillerin değerlemesinde hem ihraççı kredibilitesine hem de temel teminatın riski (kalitesi) etkili olmaktadır.[96]

İpotekli tahvillerin en belirgin özelliği, ikili başvuru (dual recourse) hakkına sahip borç enstrümanları olmaları yani yatırımcılara sunulan korumanın ikili niteliğidir. (1) Geri ödemesinden sorumlu olan çoğunluğu banka olan finansal kuruluşlar tarafından verilen ipotekli tahvillerde, anapara ve faiz ödemesi için yatırımcılar öncelikle ihraç eden finansal kuruluşa başvurmaktadır.[97] (2) İTMK sahiplerinin, alacak haklarının karşılanmasında, ihraççının tüm malvarlığı ile sorumlu olmasının yanı sıra ihraççının ihraççı niteliğinin kaybı, ekonomik durumunun kötüleşmesi ya da iflası hallerinde vb. İTMK sahiplerine teminat konusu varlıklar üzerinde öncelik hakkı bulunmaktadır.[98] İpotekli tahviller, yatırımcıların öncelikli hak talebinde bulunabilecekleri, çoğunlukla yüksek dereceli ipotek veya devlet borcundan oluşan özel bir teminat havuzu ile desteklenmektedir. Sonuç olarak, çift taraflı koruma ipotekli tahvilleri hem teminatsız borç hem de ipoteğe dayalı/varlığa dayalı menkul kıymetlerden ayırmaktadır. İhraççının mali durumuna bağlı kredi itibarına ek olarak bir teminat havuzu ile güvence altına alınmaları, banka bonolarına göre ipotekli tahviller için daha yüksek bir derece alınabilmektedir.[99]

İpotekli tahvillerde, teminat havuzu ihraççının bilançosunda kalır ve varlıklar değiştirilebilir. Yasal gereklilikleri karşılayan bir kredi mevcut havuza dahil edilir. Bununla birlikte kredinin geri ödenmemesi vb. kalite kriterlerini karşılamaması durumunda derhal geri çekilir. Bu şekliyle ipotek teminatı havuzları dinamiktir ve sınırsız sürelidir.[100] Örneğin Danimarka modelinde mortgage bankaları yeni kredileri, günlük bazda onaylayarak yine günlük olarak İTMK ihraç etmektedir.[101]

---

[96] Frank Packer vd., "The Covered Bond Market", **BIS Quarterly Review**, 2007, s. 43.

[97] https://www.moodys.com/research/Moodys-publishes-covered-bonds-primer-as-US-market-prospects-improve--PR_199070, 03.05.2019.

Steven L. Schwarcz, "The Conundrum of Covered Bonds", **Business Lawyer**, C. 66, 2011, s. 566.

[98] Ayça Akkayan Yıldırım, ''Konut Finansmanı Çerçevesinde İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler'', (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2008, s. 44, 203, 207.

Renzo G. Avesani vd., "The Use of Mortgage Covered Bonds", **IMF Working Paper**, WP/07/20, International Monetary Fund, 2007, s. 6.

[99] Frank Packer vd.**, a.g.e.,** s. 44.

[100] Renzo G. Avesani vd., **a.g.e**., s. 4.

[101] TBB, **Türkiye Mortgage Piyasası için Sermaye Piyasası Çözümleri Geliştirilmesi**, 2012, s. 17.

İDMK' de ipoteklerin "special purpose vehicles (SPV)" olarak bilinen özel amaçlı kurumlara devredilmesi, bankanın artık kredi riskini taşımaması anlamına gelmektedir. Bu, ipotekli tahvillerde ise ipotek havuzunun havuz büyüklüğünü korumak amacıyla sürekli ayarlanmasından dolayı, ihraç eden bankanın ipoteklerin kredi riskini üstlendiği durumdur. Bu nedenle İDMK yatırımcıları ipotek havuzlarının içeriği hakkında daha fazla bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Bununla birlikte İDMK destekleyen ipotek havuzu statik olduğundan, daha geniş bir tahvil seti oluşturmalarına izin verir. Spesifik olarak, İDMK tahvillerin çoğunlukla dilimlenmesi, geri ödeme vadesinde ve güvenliğinde farklılık göstermesini neden olmaktadır.[102] Bankaların kredi riskini elde tutulması, ipotekli tahvil işleminde teminat görevi görecek yüksek kaliteli varlıkları seçmek için güçlü bir teşvik yaratmaktadır.[103] Temerrütlerin ve erken geri ödemelerin genellikle yatırımcılara tamamen geçtiği VDMK/İDMK değişken faiz oranlarına sahip iken, ipotekli tahvillerde genellikle sabit oranlı ödemektedir. Yatırımcılar açısından ipotekli tahvillerde, kredi riskine maruz kalmanın bir aracı olarak görülmemesi, devlet tahvillerinden daha yüksek getirili bir alternatif olarak tercih edilebilmektedir. [104]

BIS' in raporuna göre ipotekli tahvil işlemlerinin teminatlı bilanço niteliği, varlıkları kilitlemekte bunun sonucu olarak, kurumun likidite yaratma kabiliyetini sınırlandırmaktadır. ABD' de piyasa katılımcılarının çoğunluğu, ipotekli tahvillerin bilanço kapasitesi kısıtlamaları ve yerel konut piyasasının büyüklüğü nedeniyle menkul kıymetleştirmenin yerini alabileceğinden şüphe etmektedir.[105]

[102] Richard J. Rosen vd., ''Are Covered Bonds a Substitute for Mortgage-Backed Securities?'', **Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper**, WP-14, 2011, s. 7.
[103] Steven L. Schwarcz, ''The Conundrum of Covered Bonds'', s. 576.
[104] Frank Packer vd., **a.g.e.**, s. 44, 45.
[105] BIS, "Report on Asset Securitisation Incentives", Basel, Switzerland, 2011, s. 8, https://www.bis.org/publ/joint26.pdf, (12.04.2019).

Tablo 1.6: İTMK ve İDMK' lerin Temel Özellikleri

Özellikler	İTMK	İDMK
İhraç yapanın motivasyonu	Refinansman (yeniden finansman)	Risk azaltma, düzenleyici arbitraj, refinansman
İhraç yapan	Genellikle kredileri sahibi/kredi yaratıcı	Özel bir kuruluş
Kredilerin sahibine/kredi yaratıcına rücu	Evet	Genellikle hayır
Yapı	Varlıklar ihraççının bilançosunda kalır ancak teminat havuzuna ait olarak belirlenir	Varlıklar özel bir kuruluşa devredilir, bilanço dışına çıkarılır
İhraç yapanın sermaye yeterlilik rasyosuna etkisi	Yok	Olumlu etkisi var
İhraççı veya ilgili teminat üzerindeki yasal kısıtlama	Evet (teminatlı tahvil mevzuata göre düzenlenmişse)	Hayır
Varlık havuzunun yönetimi	Genellikle dinamik	Ağırlıkla statik
Varlık havuzunun şeffaflık düzeyi	Kısıtlı (fakat varlık kalitesi mütevelli veya derecelendirme kuruluşları tarafından düzenli olarak kontrol edilir)	Genellikle yüksek
Varlıkların erken ödenmesi	Ödeme aktarmalı yöntem kullanılmaz, erken ödenen varlıkların değiştirilmesine izin verilir	Genellikle tam ödeme aktarmalı yöntem (pass through) kullanılır, yatırımcılara tamamen geçer
Parçalara ayırma/ dilimleme (Tranching)	Yok	Yaygın
Kupon ödemesi	Ağırlıkla sabit	Ağırlıkla değişken

Kaynak: Frank Packer vd., "The Covered Bond Market", **BIS Quarterly Review**, 2007, s. 45.

18. yy'dan itibaren Avrupa' da yaygın kullanılan ipotekli tahviller, Bank of America' nın Mart 2007 yılında ilk ihracını gerçekleştirmesiyle nispeten Amerikan piyasası için yenidir.[106] Pazar profiline bakıldığında, ihraç edilen tahvillerin ihracı ve tutarları 1990'ların ortasından bu yana önemli ölçüde artmış, coğrafi kapsamı genişlemiştir. İpotek teminatlı tahvil ihracı 1990' ların ortalarında 100 milyar Euro'dan 2006' da 350 milyar Euro'ya yükselmiştir.[107] ECBC 2018 raporu verilerine göre dünyada 2017 yılı sonu çıkarılan ipotekli tahvillerin satış hacmi yaklaşık 2,5 trilyon Euro'yu bulmaktadır. 2017 yılında en çok ipotekli tahvil ihraç eden ülke sırasıyla Danimarka, Almanya, Fransa, İspanya ve İsveç'tir. Teminat varlıkları ana kategorileri ipotek kredileri, kamu sektörü kredileri ve gemi kredilerinden oluşmaktadır. Gemi kredileri ile desteklenen teminatlar sadece Almanya ve Danimarka'da bulunmaktadır.[108] Tablo 1.7'de, ipotekli tahviller içinde kamu sektörü kredileri payının 2006 yılından itibaren azaldığı, ipotek kredileri payının arttığı görülmektedir.

[106] Steven L. Schwarcz, ''The Conundrum of Encore Bonds'', s. 563, 564.
[107] Frank Packer vd., **a.g.e**, s. 45.
[108] European Covered Bond Council (ECBC), **Fact Book 2018**, ed. Wolfgang Kälberer vd., 2018, s. 138, 140, https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2018/08/ECBC-Fact-Book-2018-final.pdf, (18.04.2019)
Bkz. Ek-1: Tüm Dünya Ülkelerine Ait Ödenmemiş İTMK/İpotekli Tahvil Hacmi (2003-2017).

Tablo 1.7: Teminat Gösterilen Varlıklara Göre Toplam Ödenmemiş İTMK/İpotekli Tahviller, (2003-2017)

	Kamu Sektörü (Public Sector)	İpotek Kredileri (Mortgage)	Gemi Kredileri (Ships)	Diğer (Others)	Total CB Outstanding EUR million
2003	886.979	601.413	10.087	-	1.498.479
2004	879.320	665.071	9.542	-	1.553.933
2005	894.944	772.081	10.586	-	1.677.611
2006	915.003	958.415	11.341	-	1.884.759
2007	899.500	1.112.594	12.167	-	2.024.262
2008	815.550	1.447.235	16.327	-	2.279.112
2009	733.076	1.644.362	15.151	-	2.392.589
2010	653.022	1.836.449	14.527	-	2.503.998
2011	616.551	2.041.648	12.640	-	2.670.839
2012	543.977	2.254.388	13.571	506	2.812.442
2013	464.761	2.131.211	11.306	506	2.607.784
2014	408.617	2.088.468	9.824	1.006	2.507.915
2015	371.530	2.116.116	10.379	1.006	2.499.031
2016	335.525	2.146.478	8.295	1.006	2.491.304
2017	312.556	2.140.270	7.367	505	2.460.699

Kaynak: European Covered Bond Council (ECBC), **Fact Book 2018**, ed. Wolfgang Kälberer vd., 2018, s. 582, 584-615, https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2018/08/ECBC-Fact-Book-2018-final.pdf, (18.04.2019).
2003-2008 yılları ECBC Fact Book excel datası için; ECBC Fact Book & Statistics/ECBC Covered Bond Statistics, https://hypo.org/ecbc/publications/fact-book/, (06.04.2019).

Teminatlı tahviller ve ABS'ler arasındaki yapısal farklılıklar, farklı yatırımcı tabanlarına yansıtılmaktadır. Farklı bir yatırımcı tabanına erişmek, daha geniş bir yatırımcı sınıfına girmelerini sağlayarak özellikle MBS ihraç etmenin yanında bankaların teminatlı tahvil ihraç etme motivasyonlarından biridir.[109]

1.3.2.1.3. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

İpoteğe dayalı menkul kıymetler (Mortgage Backed Securites), ipoteğe bağlanmış gayrimenkul kredilerinin anapara ve faiz taksitlerine (ipotekle teminat bağlanmış alacaklara) dayanan bir kıymetli evraktır. Vadesi 30 yıla kadar uzanan konut, ticari, sinai ve tarıma ait gayrimenkullerin ipotek kredilerine, ipoteklerine

[109] Frank Packer vd**., a.g.e**., s. 46.

dayanan ipoteğe dayalı menkul kıymetler, teminatının sağlamlığı nedeniyle diğerlerine oranla daha güvenilir bir yatırım aracı olmaktadır. Menkul kıymetleştirme sistemi aracılığıyla, ipotek kredisi veren banka ve diğer uzman kuruluşların riskinde bekleyen ipotekli krediler için ikincil bir piyasa yaratılmakta ve bu sayede kurumlar tekrar likiditeye dönebilmekte, risklerini dağıtmakta, az miktarda fonlarla daha fazla ipotek kredisi arz edebilme imkanına kavuşmaktadır. Bu yatırım aracı, piyasa koşullarına uygun, pazar getirili olmakla birlikte dalgalı yüksek faizli, çeşitli vadelerde işlemlerin yapıldığı para piyasasındaki diğer araçlarla rekabet gücü de yüksektir.[110]

İkincil el piyasasının oluşumunda, ilk önce, kendi fonları ile (ipotek bankaları, tasarruf ve kredi birlikleri, tasarruf bankaları gibi) veya kısa vadeli borçlanarak temin edilen fonları kredi olarak arz eden uzman kurumlarca kredi açılmaktadır. Bu kurumlar, büyük miktarlarda benzer nitelikteki kredileri bir paket halinde satmaktadır. Ancak satılan kredinin faiz oranı diğer yatırımlara kıyasla daha cazip olmalıdır. İkincil piyasada ipotek satın alan kamu veya özel sektör finansal kurumlar, bu ipotekli kredileri menkul değere dönüştürüp birikim sahiplerine sunmaktadır. Menkul kıymetleştirmeyi ilk borç veren de yapabilmektedir. Ancak ipotekli borçların yatırımcıda güven oluşturabilmesi ve piyasada alıcı bulabilmesi açısından ihraç eden kurumun itibarı yanında bir sigorta şirketinin sigortasının veya kamu kuruluşunun garantisinin olması gerekmektedir. Ayrıca güven unsurunun yanı sıra bir yatırım aracı olarak ne ölçüde sağlam ve verimli olduğunun tespiti derecelendirme şirketleri (raiting company) tarafından yapılmaktadır.[111]

ABD uygulamasında, bankalar kredileri doğrudan GSE' lere (Government-Sponsored Enterprise – Devlet Destekli Kuruluş) ve özel yatırımcılara satabildiği gibi kendileri de kredilerini ipoteğe dayalı menkul kıymetlere dönüştürebilmektedir. GSE, hükümet sözleşmesi ve desteği olan[112] ve Amerikan ekonomisinin belirli sektörlerine kredi akışını sağlayan kuruluştur. Federal bir devlet kurumu olan Ginnie Mae ise ipotek üzerindeki aylık ödemenin yapıp yapmamasına bakılmaksızın, anapara ve faiz

[110] İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **a.g.e.**, s. 419.
[111] **A.e.**, s. 402, 403.
[112] OCC, ''Safety and Soundness, Asset Quality, Mortgage Banking'', **Comptroller's Handbook**, Washington, 2014, s. 3, 217, https://www.occ.treas.gov/publications-and-resources/publications/comptrollers-handbook/index-comptrollers-handbook.html, (19.03.2019).

ödemelerini doğrudan İDMK sahiplerine geçirmekten sorumlu olup yapılacak ödemeleri garanti etmektedir.[113] Ajans veya GSE, ipotek kredilerinde borçlunun temerrüde düşme riskinin yanı sıra kredi verenlerin iflas veya iflaslarından kaynaklanan riskleri de üstlenmektedir.[114]

Menkul kıymetleştirmeler borçlunun kredisine göre sınıflandırmaktadır. Piyasa genel olarak birincil borçlulara (prime borrowers) ve sub-prime borçlulara (sub-prime borrowers) ayrılabilir. Birincil borçlular iyi kredi geçmişlerine, kredileri ödemeye yetecek geliri olan yüksek kredi kalitesine sahip borçlular olarak görülmektedir. Bu tür kişilere verilen krediler düşük oranlı kötüye kullanım ve temerrüt görülen birincil krediler olarak adlandırılır. Sub-prime borçlular ise kötü kredi geçmişine ve kredi itibarı sahip, genellikle daha düşük gelir seviyelerine ve daha az varlık olan daha düşük kredi kalitesine sahip borçlular görülmektedir. Bu krediler önemli ölçüde daha yüksek temerrüde düşme olasılığı olan sub-prime krediler/yüksek faizli krediler (daha yüksek kredi riskinden dolayı yüksek oranlar taşıyan) olarak sınıflandırılır. Sub-prime borçlularının kredi temerrütlerinden kaynaklanan potansiyelini zararlara karşı kredi sigortası kapsamında borçlunun kredi riskini değerlendirmek için geleneksel olmayan önlemler uygulanmaktadır.[115]

Konut ipoteği kredilerinde, ajans anlaşmalarında kredi havuzuna Ginnie Mae, Fannie Mae ve Freddie Mac' in taahhüt standartlarını karşılayan birincil krediler, ajans anlaşmaları olmayan kredi havuzuna üç kurumun taahhüt standartlarını yerine getirilmediği birincil krediler ve sub-prime anlaşmalarında kredi havuzunda bulunan sub-prime kredileri dahil edilmektedir. Ginnie Mae, Fannie Mae ve Freddie Mac'in sigorta standartlarını karşılayan en üst düzey tahvil sınıfı için üçlü-A derecesi konut ipoteği kredileri birincil krediler olarak görülmektedir. Çünkü kredilerin yüksek kredi kalitesi, kredi geliştirmeyi oldukça kolaylaştırmaktadır.[116]

[113] Michael Drayne, **a.g.e**., s. 6, 7.
[114] SIFMA, "Federal Agency and Government Sponsored Enterprises", s. 1.
[115] Frank J. Fabozzi ve Vinod Kothari, **a.g.e**, s. 21, 23.
[116] **A.e**, s. 22, 26.

İpotek altına alınmış bir varlık portföyüne dayalı olarak gerçekleşmekte ise ipoteğe dayalı menkul kıymet olarak ifade edilmektedir. İkincil piyasalarda alım-satım işlemleri aracı kurumlar kanalı ile gerçekleştirilen bir üründür.[117]

İpoteğe dayalı menkul kıymetler ikiye ayrılmaktadır:[118]

- Konut ipoteğine dayalı menkul kıymetler (residential mortgage backed securities – RMBS), gerçek kişilerin ikamet amaçlı olarak kullandığı gayrimenkul kredilerine dayalı menkul kıymetlerdir.

- Ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetler (commercial mortgage backed securities – CMBS), ticari amaçlı kullanılan gayrimenkul kredilerine dayalı menkul kıymetleridir.

Bunlardan özellikle ikamet amaçlı konut kredilerinin menkul kıymetleştirmesi (RMBS), genel olarak menkul kıymetleştirme uygulamasının temelini oluşturmakta ve en fazla işlem hacmi diğer teminatlara kıyasla bu grupta gerçekleştirilmektedir. RMBS genellikle pass-through yöntemi ile yapılmaktadır. İpotek/mortgage pass-through menkul kıymetlerin ihraççısı veya servis sağlayıcısı, ikamet amaçlı konut kredilerine ait belirli bir havuzda bulunan ipoteklerin aylık ödemelerinden sağladığı nakit akımına bağlı olarak yatırımcılara ödenecek aylık anapara ve faiz ödemelerine aktararak bu menkul kıymet türlerini çıkarmaktadır. RMBS' ler Amerika uygulamasında olduğu gibi devlet destekli Ginnie Mae ve GSE tarafından veya ticari bankalar, müteahhit ve özel aracılar gibi özel sektör tarafından da ihraç edilebilmektedir. İhraç edilen RMBS' lerin birçoğu 'AA' veya daha yüksek bir nota sahip olduğu gibi sub-prime veya 'Alt-A' kredileri gibi teminatlandırılmış düşük değerli menkul kıymetler için büyük bir pazarın varlığı görülmektedir.[119]

[117] Şenol Babuşçu, **a.g.e.**, s. 110.
[118] Vinod Kothari, **a.g.e.**, s.323, 363, 364.
[119] SIFMA, "General Description of Mortgage Securities and Other Related Products", **Uniform Practices Manual**, Chapter 5, 1999, s. 1, 2, https://www.sifma.org/resources/general/tba-market-governance/, (12.03.2019).

1.3.2.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Literatürde ipotek dışı alacakların desteklediği menkul kıymetlere atıfta bulunmak üzere varlığa dayalı menkul kıymet -VDMK (Asset backed securities) terimi kullanılmaktadır.[120]

Genellikle kısa vadeli alacaklara dayalı olduğu için varlığa dayalı menkul kıymetler de benzer bir vade yapısına sahiptir. Diğer taraftan daha uzun vadeli kredilere alacaklarına dayalı menkul kıymetler ise vade 15-30 yıl aralığına çıkabilmektedir.[121] Kredi kartları, konut özkaynakları vb. alacakları genellikle kısa ömürlü olduğu için ihraççılar, bu varlıkların menkul kıymetleştirilmesini nakit akışlarının yönetimini kolaylaştıracak şekilde yapılandırmaktadır. Örneğin, beş ile on ay arasında bir ömüre sahip statik bir kredi kartı alacakları portföyün menkul kıymetleştirmesi işleminde, alınan anapara ve faiz ödemeleri, yatırımcılara, menkul kıymet nakit akışı kademeli – bir dönen aşama, ardından bir itfa aşaması – olarak dağıtılmaktadır. İlk dönem boyunca, yalnızca faiz ödemesi yapılır. Anapara ödemeleri belirlenmiş hesaplarda yaratılan yeni alacakları satın almak için kullanılmaktadır. Örneğin, müşteriler kredi kartlarını kullanmaya devam ettiği sürece ilave alacaklara eklenebilir. Ana bakiyeler kısa bir süre için geri ödendiğinden (kredi kartı borç ödemesi), menkul kıymetin ömrü büyük ölçüde bu dönemin uzunluğu ile belirlenir. Sonrasında bir itfa aşaması başlar ve faiz ödemeleriyle birlikte yatırımcılara anapara ödemeleri yapılır. Bu aşamada, yatırımcıların anapara tahsilatları payı, artık yeni alacak satın almak için kullanılmamakta ve kazançlar, alındıklarında yatırımcılara iade edilmektedir. Ancak yatırımcılar daha istikrarlı anapara iadeleri tercihinde bulunursa, bazı ihraççılar anapara ödemelerini yatırımcılara iletmek yerine anapara ödemelerini bir güven hesabında (birikim hesabı) biriktirmek için yapılar oluşturdular.[122]

1.3.2.3. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri

Teminatlı borç yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligation-CDO); tahviller, krediler, kredi kartları, yapılandırılmış menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer

[120] Vinod Kothari, **a.g.e.**, s. 40.
[121] Özcan Çikot, **a.g.e**., s. 12.
[122] OCC, "Safety and Soundness, Liquidity, Asset Securitization", s. 7, 25, 26.

borçlanma araçları gibi genel olarak sabit getirili finansal araçlardan oluşan bir teminat havuzuna dayalı olarak farklı risk derecelerini içeren sınıflarda ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Finansal yenilik ile varsayılan varlık türlerinden oluşan portföyleri güvence altına almak için ortaya çıkan finansal enstrümanlardır. Finansal yenilik, notların getiri yapısının tasarımında yatmaktadır. Farklı yatırımcı gruplarının risk iştahı ve yatırım kısıtlamalarını hedef alan risk/getiri profilleri sunmak için yapılandırılmıştır.[123] Varlığa dayalı menkul kıymetlerin genişletilmiş bir türü olmakla birlikte, havuzda toplanan varlıkların benzer özelliklere sahip olma zorunluluğunun olmaması yani havuzları heterojen bir yapıya sahip olması CDO' ların farklı bir özelliğini göstermektedir.[124]

1990'lı yılların ortalarına kadar genelde yüksek getirili tahvil portföyüne dayandırılan CDO' lar, artık varlığa dayalı menkul kıymetler, kredi temerrüt swapları (CDS) gibi varlıklara* dayalı olarak da ihraç edilmektedir. Kredi aracı olarak CDS, anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi durumunda yükümlülüklerinin karşılanmasını sağlamaktadır.[125] Kredi türevleri ürünlerinden biri olan CDS, temerrüdüne karşı sigorta korumasına benzemektedir. CDS alıcısı bir kredide beklenmedik bir gelişme sonucu (kredi olayı) oluşabilecek kayıplardan kendini korumak amacıyla CDS satıcısı ile anlaşma yaparak, sözleşmede belirtilen finansal varlık üzerinden miktar, vade, referans kuruluş ve kredi olayı oluşturan durumlar belirtilir. CDS alıcısı, satıcıya prim; temerrüt gibi bir kredi olay gerçekleştiğinde ise satıcı, CDS alıcısına anlaşmada belirtilmiş miktarı ödemektedir. Kredi olayından kaynaklanan kredi riskinden korunma yanında, tahvil piyasasında likiditenin ve işlem

*Kredi riskine karşı genellikle kredi satışları veya menkul kıymetleştirme gibi geleneksel yöntemler kullanılmaktaydı. Kredi riski yönetimi ile ilgili 1990'lı yılların başında yaşanan gelişmelerin neticesinde kredi türevleri denilen yeni finansal araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Şirketler forward, opsiyon ve swap sözleşmeleri ile finansal varlığın sahipliğini değiştirmeden riskin transfer edilmesini sağlayarak risk yönetimini gerçekleştirmektedir.

Turhan Baran Erdil, "Finansal Türevler ve Kredi Temerrüt Swaplarının Teori ve Uygulamaları", (Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2008, s. 3.

[123] Philipp Schönbucher, **Credit Derivatives Pricing Models: Models, Pricing and Implementation**, John Wiley & Sons, 2003, s.46.

[124] Nükhet Eriş, **a.g.e**., s. 3.

[125] Faruk Demir vd., **a.g.e**., s. 14.

hacminin artması yönünde fayda sağlamaktadır. Likiditenin artması ise tahvil fiyatına olumlu yansımaktadır.[126]

Kredi riskinin aktarılmasını sağlayan kredi türevi aracı olan CDO' lar, kredi portföylerindeki riskin yatırımcılara aktarılmasını sağlamaktadır. Banka, varlıkların kredi riskinin bir kısmını bilânçosundan çıkarabilmek için CDS ihraç edebilir. Ancak büyük bir borç havuzunun riskini uzaklaştırmak için CDO' yu tercih edecektir.[127] Dayanak varlıktan farklı risk ve getiri profiline sahip menkul kıymet ihraç etmek için dilimleme (tranching) yapılır. Üst dilimler getiri ve kayıp ihtimalinin düşük yani az riskli, alt dilimler ise yüksek getiri ve riskin olduğu dilimlerdir. Dayanak varlıktan elde edilen nakit akışları öncelikle ayrıcalıklı/kıdemli/üst dilimlere ödenirken bu risk grubu daha fazla teminatlandırılmış olmaktadır. Kredi borçluların ödemelerinde aksama olduğu takdirde kayıplar, alt dilimdeki gruplardan başlanacak şekilde yatırımcılar tarafından karşılanır. Bu sayede, kredi riski dilimler arasında dağıtılarak, farklı risk-getiri profilindeki yatırımcılara hitap eden finansal ürünler oluşturulmaktadır.[128]

Kazgan' a göre teminatlı borç yükümlülükleri, tekil kredilerin bir araya getirilip, bunların tekrar bölünüp paketlenecek hale getirilip, ikincil piyasada alım-satımı yapılabilir olan türevlerdir. CDO' ların 2001 krizini izleyen FED faiz indirimi döneminde kullanımı artmıştır.[129] Vergi kurallarındaki değişiklikler ve düşük faiz ortamı ile birlikte finansal yenilik, 2000'li yıllarda birçok ülkede kaldıraç oranının artmasına katkıda bulunmuştur. ABD'de, Fannie Mae ve Freddie Mac'in muhasebe sorunları nedeniyle yetkililer tarafından kısıtlandığı dönemde sub-prime kredileri içeren ipotekler ve konut ipoteği destekli menkul kıymetler (RMBS) ihracı yapılmaktaydı. Söz konusu RMBS' ler, CDO artışının temel bir bileşenini oluşturmaktaydı.[130]

---

[126] Batchimeg Sambalaibat, "A Theory of Liquidity Spillover Between Bond and CDS Markets", Available at **SSRN** 2404512, 2018, s. 1, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2404512, (20.09.2019).
[127] Faruk Demir vd., **a.g.e.**, s. 14.
[128] Onur Salttürk, "Dünyada Menkul Kıymetleştirme", **Gösterge**, TSPB, kış 2018, s. 54.
[129] Gülten Kazgan, ''2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğitimi'', **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2012/98, 2012, s. 5.
[130] Adrian Blundell-Wignall, "Structured Products: Implications for Financial Markets", **Financial Market Trends**, S. 2, OECD, 2007, s. 30.

Teminatlı borç yükümlülükleri, teminat varlıkların çeşidine göre sınıflandırılabilir.

1.3.2.3.1. Teminatlandırılmış Kredi Yükümlülükleri

Teminatlı kredi yükümlülükleri (Collateralized Loan Obligation – CLO), teminat havuzu sadece kredilerden oluşan finansal araçlardır. CLO' lar yalnızca bir kredi portföyü ile desteklenmektedir. Bu portföyde yer alabilen finansal varlıklar; ipotekli konut kredileri, varlığa dayalı menkul kıymetler, banka kredileri (otomobil kredileri, tüketici kredileri vb.), sendikasyon kredileri, KOBİ'lerin borçları ve bununla birlikte krediye bağlı menkul kıymetler gibi kredi türevleri, diğer teminatlı borç yükümlülükleri (CDO' nun kendisinin de yeni bir CDO için teminat olması durumu) teminat olarak kullanılabilmektedir. CDO' lar, bu varlıkların sadece bir çeşidinden oluşan portföye dayalı olarak veya birden fazla varlıklardan oluşan bir portföye dayalı olarak ihraç edilebilmektedir. Tek bir varlık çeşidinden oluşan portföye dayalı olarak ihraç edilen teminatlı borç yükümlülüklerine örnek olarak,

- varlığa dayalı menkul kıymetlere dayalı teminatlı borç yükümlülükleri (CDOs of Asset Backed Securities – CDO ABSs),

- ipoteğe dayalı menkul kıymetlere dayalı teminatlı borç yükümlülükleri (CDOs of Mortgage Backed Securities – CDO MBS),

- diğer teminatlı borç yükümlülüklerine dayalı teminatlı borç yükümlülükleri (CDOs of CDOs – CDO^2) gösterilebilmektedir.[131]

1.3.2.3.2. Teminatlandırılmış İpotek Yükümlülükleri

Teminatlı ipotek yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations – CMO), İpoteğe dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymet (MPS) yapısında erken ödeme risklerini azaltmak amacıyla ikinci el ipotek piyasasında oluşturulan bir menkul kıymet türüdür. Başka bir deyişle, piyasa faiz oranlarının düşmesi sonucu, kredi borçlularının kullandıkları ipotek kredilerini vadelerinden önce kapatmaları durumunda, bu tür kredilere dayandırılarak çıkartılan menkul kıymetler vadelerinden önce itfa

[131] Nükhet Eriş, **a.g.e**., s. 8, 9.

edilmektedir. Erken ödeme riskinin azaltılması amacıyla CMO' 1ar yaratılmıştır. MPS' lerden farklı olarak, CMO' ların nakit akımlı (pay-through) bir yapıya sahip olmaları nedeniyle bunlar, ihraççı kurumun pasifinde yükümlülük olarak yer almaktadırlar.[132] İpotek kredi grubu ya da MBS portföyü veya her ikisine de dayanarak ihraç edilen CMO' lar, oluşturulan portföyün nakit akımlarına dayandıklarından türev menkul kıymetler olarak da adlandırılmaktadırlar. CMO' ların dayandıkları ipotek grubundan ya da MBS' lerden sağlanan nakit akımları, CMO sahiplerine önceden belirlenen kriterlere göre dağıtılırken teminatlı ipotek yükümlülüklerinin faiz oranları ise dayandıkları ipotek kredi grupları ya da MBS' lerden farklılık göstermektedir.[133]

Varlık menkul kıymetleştirmesi kullanan şirketlerden farklı amaç taşımakla birlikte ajans ve GSE' ler de CMO ihraç etmektedir. Menkul kıymetleştirme, şirketler için sermaye piyasalarına erişim sağlamak ve bir fonlama aracı edinmek amacını taşımaktadır. Bu nedenle temel yapılandırma unsurları, ajans anlaşmalarından ve menkul kıymetleştirme sürecindeki değerlendirmelerden farklılık göstermektedir. Ajans anlaşmaları temelde arbitraj işlemleridir. GSE' ler teminat olarak satın alınan menkul kıymetler havuzunun maliyetini aşan gelirler elde etmek için tahvil sınıfları yaratmaktadır.[134]

1.3.2.3.3. Teminatlandırılmış Tahvil Yükümlülükleri

Teminatlı tahvil yükümlülükleri (Collateralized Bond Obligation – CBO), teminat havuzu sadece tahvil türlerinden oluşan finansal araçlardır. Bu portföyde yer alabilen finansal varlıklar; gelişmekte olan ülkelerin borçlanma araçları, özel sektör tahvilleri, yüksek getirili tahviller, yatırım derecesine sahip tahviller teminat olarak gösterilebilmektedir.[135]

1.4. Menkul Kıymetleştirme Süreci

Menkul kıymetleştirme işlemi, ihraççının sahip olduğu varlıkların seçimi ve havuzun oluşturulmasıyla başlamakta, daha sonra ihraç işlemi, yasal çerçevede

[132] Ali Hepşen, **a.g.e.**, s. 96.
[133] Erhan Eroğlu, "Mortgage Sisteminde İkincil Piyasa Ürünleri ve Dünya Uygulamaları", **İşletme Araştırmaları Dergisi**, C.2, S. 4, 2010, s. 24.
[134] Frank J. Fabozzi ve Vinod Kothari, **a.g.e**, s. 65, 80.
[135] Nükhet Eriş, **a.g.e**., s. 9.

yapılandırılmaktadır. Aşağıda sırasıyla işleme konu olan varlıklar, yer alan taraflar ve işlemin aşamaları ele alınmaktadır.[136]

1.4.1. Menkul Kıymetleştirme İşleminde Varlıklar

Menkul kıymetleştirme, konut kredisi alacakları (uygun olmayan konut kredileri dahil),* ticari krediler alacakları, otomobil kredisi alacakları, kredi kartı alacakları, finansal kiralama alacakları, otel ve konaklama alacakları, sağlık hizmeti alacakları, öğrenci kredileri, belediye ücretleri ve imtiyaz ücretlerini vb. içeren çok çeşitli varlık kısaca gelir akışı olan her türlü varlık menkul kıymetleştirme işlemlerine konu edilebilmektedir.[137]

Bir kaynak şirketin varlık menkul kıymetleştirme ihracında teminat olarak kullanılabileceği varlıklar iki tipe ayrılır:[138] (1) mevcut varlıklar / alacaklar ve (2) gelecekte ortaya çıkacak varlıklar / alacaklar. Birinci kategoriye giren varlık örnekleri olarak gösterilen konut ipoteği kredileri, ticari ipotek kredileri, şirket kredileri, otomobil kredisi ve öğrenci kredileri gibi bu teminat türüne ilişkin işlemlere mevcut varlık menkul kıymetleştirmeleri adı verilir. İkinci kategoride, sağlayacakları nakit akımları önceden belirlenebilir niteliğe sahip olan kredi kartı alacakları[139], uçak bileti alacakları, petrol ve gaz telif hakları ve vergi geliri alacakları gibi örneklerin sayılabildiği gelecekte ortaya çıkacak varlık / alacak işlemlerine ise gelecekteki akış menkul kıymetleştirmeleri adı verilir. Gelecekteki nakit akış (veya gelire dayalı) menkul kıymetleştirme türü finansman genellikle gelişmekte olan piyasalar ve proje finansmanı ile ilişkilidir. Varlıklar, şirketin normal iş akışı sırasında elde edilen

* Uygun olmayan konut ipoteği, GSE' lerin menkul kıymetleştirilmesi için taahhüt kriterlerini karşılamayan konutla ilgili kredilerdir. Uygun olmayan konut ipoteği portföyde tutulabilir veya özel kurumlar tarafından menkul kıymetleştirilebilir.

[136] Saadet Tantan, **a.g.e**., s. 12-17.

[137] Board of Governors of the Federal Reserve System, **Report to the Congress on Risk Retention**, Oct 2010, s. 17-21, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/securitization/riskretention.pdf , (25.05.2019).

[138] Frank J. Fabozzi ve Vinod Kothari, **a.g.e**, s. 7-8.

[139] Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s. 113.

gelirleri, üretici veya mülk sahibinin; ihracat alacaklarını, ücret bazlı gelirleri, kira akışlarını vb. içermektedir.[140]

1.4.2. Menkul Kıymetleştirme İşleminde Taraflar

Geleneksel finansman yöntemlerine göre daha karmaşık bir yapıya sahip olan menkul kıymetleştirmenin her aşamasındaki işlemlerin farklı kurumlarca yürütüldüğü görülmektedir. Yapı içerisinde yer alan tarafların tamamlayıcı ilişkileri aşağıda açıklanmaya çalışılmaktadır.[141]

1.4.2.1. Kaynak Şirket/Kredi Veren Kurum

Kaynak şirket (Originator), sahip olduğu alacaklarının menkul kıymetleştirme işlemi ile yatırımcılara satılması sonucu elde edilen fonu kullanan şirkettir. Kaynak şirket kendi faaliyetlerinden doğan müşteri alacaklarını veya ikincil piyasalardan satın aldığı alacakları menkul kıymetleştirerek finansman sağlayabilmektedir. Örneğin bir banka, müşterilerine açmış olduğu taşıt veya konut kredileri ya da kredi kartı kullanımından vb. doğan alacaklarının yanı sıra menkul kıymetleştirilmek üzere satın alınan alacakları da menkul kıymetleştirebilmektedir.[142]

Kaynak şirket, varlığa dayalı menkul kıymetlerin dayanağı olan alacak havuzunu oluşturur ve bu havuzu, menkul kıymet ihraç etmesi için özel amaçlı kuruluşa satar veya devreder. Böylece varlıkların kredi riski ile kaynak şirketin kredi riski birbirinden ayrılır. Kaynak şirket sağladığı bu hizmetlerinin karşılığında servis ücreti almaktadır.[143]

Menkul kıymetleştirme ile finansman kaynağı yaratan bu kuruluşlar, ticaret bankaları, büyük sanayi şirketlerinin ve bunların finans şirketleri, tasarruf kurumları, Federal İpotek Kuruluşları (GNMA, FNMA, FHLMC), finansman şirketleri, sigorta

[140] Alexander Batchvarov vd, "Mechanics of Securitisation", **The Handbook of European Structured Financial Products**, ed. Frank J. Fabozzi and Moorad Choudhry, New Jersey, John Wiley & Sons Inc, 2004, s. 22.
[141] Ali Hepşen, **a.g.e**., s. 22, 23.
[142] Halil Doğru**, a.g.e.**, s. 67.
[143] Ali Hepşen, **a.g.e**., s. 24.

şirketleri, finansal kiralama şirketleri, menkul kıymet alım-satımı ile uğraşan firmalar, bilgisayar otomobil ve uçak firmaları (imalatçılar) şeklinde sayılabilir.[144]

1.4.2.2. Özel Amaçlı Kuruluş

Kaynak şirketin, bilançosunda bulunan varlıklarını VDMK olarak doğrudan satması mümkün olmamaktadır. Ancak özel amaçlı kuruluş veya fon aracılığıyla menkul kıymetleştirebilir.[145] Özel amaçlı kuruluş (Special Purpose Vehicle – SPV), kaynak şirketin oluşturduğu alacak havuzunu satın veya devralarak buna dayalı menkul kıymetler ihraç etmek amacıyla kurulur. Kaynak şirket ile varlıkların kredi risklerini birbirinden ayırmak ve yatırımcıları korumak amacıyla özel amaçlı kuruma ihtiyaç duyulmaktadır.[146] Menkul kıymetleştirme işleminde özel amaçlı kuruluşun asıl fonksiyonu, alacaklar için güvenli bir liman (safe harbor) sağlamaktır.[147] SPV ayrı bir tüzel kişilik olarak kurulmakta ve ihraç eden banka iflas ederse menkul kıymet/tahvil sahiplerine yasal koruma sağlamaktadır. Bu yasal ayrılık ile yasal muhasebe standartları açısından ipoteğe, 'satılan ve bankanın sahip olmadığı' şeklinde muamele edilebileceği anlamına gelebilmektedir. Bu durumda, ABD gibi bazı ülkelerde olduğu gibi bankanın yasal sermaye gereksinimlerinin SPV' deki ipoteklere uygulanmadığı anlamına gelir. İspanya gibi diğer ülkelerde, bir SPV' deki varlıkların banka bilançolarında konsolide edilmesi gerekliliğinden dolayı ipoteği menkulleştiren İspanyol bankalarından SPV' deki kredilere karşı sermaye bulundurmaları istenmektedir.[148]

Menkul kıymetleştirmenin temel yapısal özelliği, tipik olarak, girdilerin (ödeme hakları) kaynak şirketin kredi riskinden yasal olarak izole edilmesi gerekliliği düşünülmektedir. Bu durum, genellikle, devretme işleminde yasal olarak kaynak şirketin girdi varlıklarının "gerçek satışı" ile gerçekleştirilir. Bir menkul kıymetleştirme işlemi, varlıkların "gerçek satış" ını içermiyorsa, bu varlıkları, kaynak şirketin iflas işlemine maruz bırakılması ihtimalini doğurduğundan varlığın değerini düşürebilir. SPV, sermaye piyasası menkul kıymetleri ihraççısı olarak kabul görmek

[144] Saadet Tantan**, a.g.e.**, s. 26.
[145] **A.e.**, s. 27, 28.
[146] Ali Hepşen, **a.g.e.**, s. 25.
[147] Halil Doğru, **a.g.e**., s. 69.
[148] Richard J. Rosen vd., **a.g.e**., s. 5.

için "iflastan uzak" olarak yapılandırılmalıdır. Bu iflas uzaklığı, SPV' nin, kurucunun iflasından olumsuz şekilde etkilenmeyeceği anlamına gelir. Hukuk akademisyenleri menkul kıymetleştirmelerin "gerçek satışlar" olarak değerlendirilmesinin gerekip gerekmediğini tartışmaktadır. Genel olarak, menkul kıymetleştirmede gerçek bir satışın olması gerekliliği görüşü, kabul edilmekle birlikte[149] yatırımcının, yatırım kalitesine sahip olması durumunda, çoğu menkul kıymetleştirme işleminin, bu tür bir yasal izolasyona zorunda olmadığı ileri sürülmektedir.[150]

Menkul kıymetleştirme işleminde teminat olarak kullanılan varlıkları yasal olarak finansman isteyen şirketten ayırmasından dolayı kaynak şirketin kendi kredi notundan daha yüksek bir kredi notuna sahip tahvil ihraç edebilmesinin anahtarı SPV' dir.[151]

1.4.2.3. Yatırım Bankaları

Yatırım bankaları (investment bankers – underwriters), varlığa dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetleri halka arz ederek veya halka arz edilmeksizin yatırımcılara satışına aracılık ederler. Menkul kıymetlerin yatırımcılara ulaştırılmasında özel amaçlı kuruluş iki yöntem kullanabilmektedir:[152]

Yatırım bankaları menkul kıymetlerin halka arzında aracılık yüklenicisi (underwriter) konumunda iken, menkul kıymetleri özel amaçlı kuruluştan halka arz etmek üzere satın alırlar. Çok sayıda yatırımcı olması ve yüksek hacimli ihraçların gerçekleşmesi ile aracılık yüklenim riski arttığından, yatırım bankalarının aracılık komisyonları da yükselmektedir.

Özel plasman işleminde ise ihraç eden kurumun bir acentası gibi hareket ederek satıcıyla az sayıdaki yatırımcıyı bir araya getirmek için aracılık yaparlar. Doğrudan satış yönteminde, düşük hacimli ihraçlar ile az sayıdaki yatırımcıya ulaşmasından dolayı, ihraççı kurum yatırımcılara yüksek faiz primi ödemektedir.[153]

---

[149] Jonathan C. Lipson**, a.g.e**., s. 1239, 1240.
[150] Steven L. Schwarcz, "What is Securitization? and for What Purpose?", **Southern California Law Review**, C. 85, S. 5, July 2012, s. 1286.
[151] Frank J. Fabozzi ve Vinod Kothari, **a.g.e**, s. 15, 16,25.
[152] Ali Hepşen**, a.g.e.**, s. 26.
[153] Nursen Vatansever, " ", **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, C.1 S.1, 2000, s. 264.

1.4.2.4. Hizmet Veren Kuruluş

Hizmet veren kuruluş (Servicer), menkul kıymetleştirilen alacakların tahsilat ve takip hizmetini veren kuruluştur. Bu kuruluşun sorumlulukları arasına; alacakların anapara ve faizinin vadesinde toplanması, zamanında ödenmeyen hesapların takibi, yatırımcı haklarının kontrat süresi boyunca korunması, dağıtılan fonlardan kalan anapara ve sigorta miktarı, fon işlemine ödenecek ücret gibi konularda raporların tutulması girmektedir.[154] Tahsil edilen alacaklardan toplanan nakdi, VDMK sahiplerine ödemek veya özel amaçlı kuruluşa teslim etmek üzere görevlendirilecek olan hizmet veren kuruluş, uygulamada çoğunlukla görüldüğü üzere kaynak şirketin kendisi olabileceği gibi banka veya benzeri bir mali kuruluş da olabilir.[155]

1.4.2.5. Güvence Sağlayan Kuruluşlar

Güvence Sağlayan Kuruluşlar (Credit Enhancers), menkul kıymetleştirme işleminde güvence sağlama fonksiyonu ihraç edilen VDMK'in sahiplerine yapılacak ödemelerin aksamamasını sağlamak üzere devreye sokulan araçlardır. Özel amaçlı kuruluş alacak havuzundaki nakit akışın bozulmasında veya alacakların ödenmemesi durumunda, nakit sıkışıklığına girerse önce güvence mekanizmalarına başvurur ve ödenmeyen alacağa bağlı teminatlara müracaat eder.[156]

VDMK piyasasında sıklıkla uygulanan menkul kıymet ihraçlarının genel kredi riskini azaltan güvence sağlama yöntemi sayesinde, VDMK' lerin kredi değeri yükseltilmekte böylelikle fiyatlandırılmasına olumlu katkı sağlanmakta ve pazarlanabilirliği arttırılmaktadır.[157]

Güvence mekanizmaları, içsel (internal credit enchacements) ve dışsal güvence mekanizmaları (external credit enchacements) olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır:[158] İhraççının kredi değerini yükseltmek amacıyla sağladığı içsel güvence mekanizmalarında; öncelikli sistem (senior subordinated structure), fazla/aşırı

[154] Ali Hepşen, **a.g.e.**, s. 25.
[155] Halil Doğru**, a.g.e.**, s. 71.
[156] Gökçen Turan, **a.g.e.**, s. 53,54.
[157] Nursen Vatansever, **a.g.e**., s. 264.
[158] Ali Hepşen, **a.g.e.**, s. 26-29.

teminatlandırma (over collaterallization), marj hesap/fon yaratılması (spread/reserve account) olmak üzere üç yöntem kullanılır.

Üçüncü kişilerin yani banka ya da sigorta şirketinin sağladığı dışsal güvence mekanizmalarında; satıcı garantör/rücu etme (recourse to seller), destekleme kredisi (standby letter of credit) ve kefalet senedi/havuz sigortası (surety bond/pool insurance) şeklinde olabilmektedir.

1.4.2.6. Derecelendirme Şirketleri

Özel yatırım işlemlerinde belirli kurumsal yatırımcılar hariç çoğu yatırımcı, yatırım yaptıkları şirketlerin finansal durumunu ve ihraç edeceği varlığa dayalı menkul kıymetlerin güvenilirliğini ve taşıdığı riskini tam olarak araştırabilecek zaman ve kaynaklara sahip olmamasından dolayı yatırımcılar açısından, ilgili derecelendirmeler özel bir önem taşımaktadır. Yatırımcılar, belirli bir yatırımda kabul edecekleri minimum getiriyi belirlemek için "derecelendirme (Rating) kuruluşları" olarak yaygın yatırımcı kabulü kazanmış çeşitli bağımsız özel şirketler tarafından belirlenen derecelere güvenerek değerlendirmelerde bulunmaktadır.[159]

Kurumsal yatırımcıların çoğu, finansal varlıklarının kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen bir kredi notuna sahip olmasını ister. Bu sebeple kredi derecelendirme kuruluşları yapılandırılmış kredi ürünlerinin pazarlanmasında önemli bir rol oynamaktadır.[160]

Üç büyük uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu, yapılandırılmış kredi ürünleri de dahil olmak üzere tüm uzun vadeli sabit tespitli menkul kıymetlerin göreceli temerrüt riskini sıralamak için benzer harf dereceli ölçekleri kullanır. Bu ürünleri derecelendirmek için kullanılan metodolojilere tabi olduğunu göstermek amacıyla bazı stilize yapısal kredi ürünlerinin örneklerini kullanır. Standard & Poor's ve Fitch Ratings, en az riskli krediler için “AAA” da başlayan ve daha riskli olan yükümlülükler için “C” ye (AA, A, BBB, BB, B, CCC ve CC üzerinden) giden bir harf notu ölçeğini

[159] Steven L. Schwarcz, “The Alchemy of Asset Securitization”, s. 133, 136.
[160] IMF, “Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness”, s. 61.

kullanmaktadır. Moody's, "Aaa" dan "C" ye (Aa, A, Baa, Ba, B, Caa ve Ca üzerinden) giden bir ölçek kullanmaktadır.[161]

Türkiye'de de her yılki sayılarında az miktarda değişiklikle birlikte Kasım 2018 verilerine göre 8 adet derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır.[162]

Menkul kıymetleştirme ile ''yatırım yapılabilir'' bir derecelendirme notu sahibi olan bir şirket, SPV' nin daha yüksek bir yatırım notu derecesine sahip varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç etmesi sonucu daha düşük faiz oranlarında sermaye piyasasından fon temin edebilirler.[163]

1.4.2.7. Yatırımcılar

İhraç edilen VDMK'leri satın alan gerçek ve tüzel kişilerdir. VDMK'lere yatırım yapanlar kişisel tasarruflarını değerlendirmek isteyen bireysel yatırımcılar olabileceği gibi yatırım bankaları, yatırım fonları, emeklilik ve sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları vb. kurumsal yatırımcılar da olabilir.[164] Menkul kıymetleştirme ile elinde fon bulunduran tasarruf sahipleri VDMK satın alarak, kaynak şirketin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamış olmaktadır.[165]

Yatırımcılar, VDMK 'lerin düşük riskli ve prim getirili olmaları nedeniyle tercih etmekte böylelikle hem portföy çeşitlenmesi sağlayarak kredi riskini hem de ikincil piyasanın varlığına bağlı olarak likidite riskini azaltmaktadır. Güvenli yatırım alternatifleri elde edilmesiyle varlığa dayalı menkul kıymet pazarının gelişmekte ve finans piyasalarında yatırım araçları da çeşitlendirilebilmektedir.[166]

1.4.2.8. Yed-i Emin

Yed-i Emin (Güvenilir Kişi/Trustee), ihraç edilen VDMK ile hizmet sunan, kredi garantisi veren ve yatırımcılar arasında aracılık yapmaktadır. Sürecin işleyişi hakkında

---

[161] **A.e.**, s. 63.
[162] SPK, "Aylık İstatistik Bülteni", Kasım 2018, bölümV-1, http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri, (15.02.2019)
[163] Steven L. Schwarcz, ''The Alchemy of Asset Securitization'', s. 137.
[164] Cihan Hakyemez, ''Menkul Kıymetleştirmede Örnek Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneriler'', (Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış YL Tez), Ankara, 2012, s.12.
[165] Halil Doğru, **a.g.e**., s. 74.
[166] Nursen Vatansever, **a.g.e**., s. 265, 266.

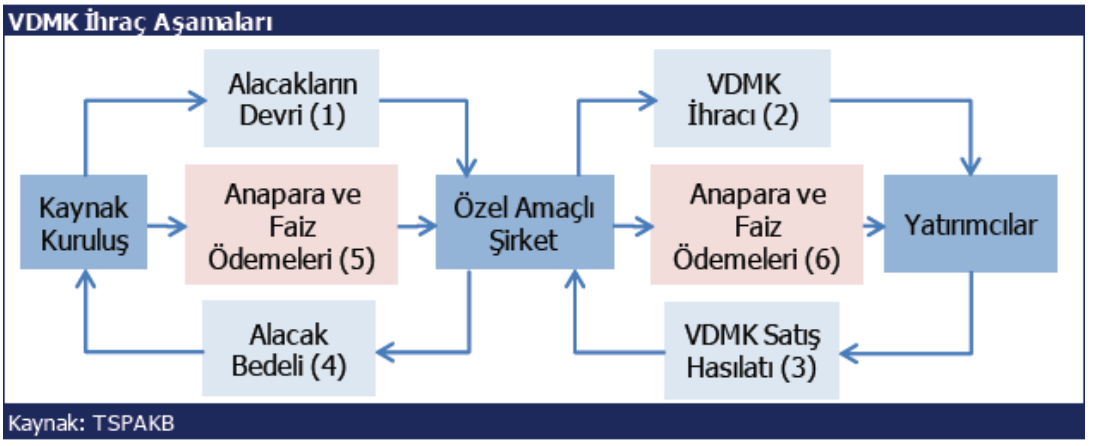
raporları yatırımcılara iletmek ve sertifikalarını iletmek yükümlülükleri arasında yer almaktadır. Hizmeti sunan görevini yerine getiremediğinde bu görevi üstlenir.[167]

1.4.3. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Aşamaları

Hukuksal olarak yapılandırılmış ve konusunda uzman olan söz konusu kurumların birbirleriyle olan ilişkisi, menkul kıymetleştirme yapısı içindeki gerçekleşen olayları Şekil 1.5' de açıklamak mümkündür:

VDMK satışına aracılık edecek yatırım bankası, kaynak şirketi (dolayısıyla menkul kıymetleştirilecek alacakları) belirledikten sonra özel amaçlı şirket kurulur ve üç kurum arasında aracılık yüklenim sözleşmesi akdedilir. Yatırım bankası, diğer katılımcıların katkısıyla hukuki yapının kurulmasında gerekli işlemleri organize eder. Alacakların bilanço dışına çıkarılıp çıkarılmayacağı, derecelendirme kuruluşu, hukuk büroları, gereken güvence ve bu güvenceleri sağlayacak kurumlar belirlenir, alacakların iskonto oranına göre satış fiyatı tespit edilir. Satış öncesinde yatırım bankası, ''road show''a çıkarak yatırımcılar ile görüşerek menkul kıymetin fiyatını ve yatırımcısını belirler. ('book-building' olarak tanımlanan safha). Sonrasında özel amaçlı şirket tarafından ihraç gerçekleşmektedir.[168]

Şekil 1.5: VDMK İhraç Aşamaları



Kaynak: Özcan Çikot, "Borçlanma Araçları", **Gündem,** S. 115, TSPAKB**,** Mart 2012, s. 12.

[167] Saadet Tantan, **a.g.e.**, s.32.
[168] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 70, 80, 83, 84.

VDMK ihracı yapılan bir menkul kıymetleştirme işleminde;[169] (1) kaynak şirket, işleme konu edeceği alacaklarından bir havuz oluşturur ve havuz, genellikle sadece bu alacaklar karşılığında VDMK ihraç etmek amacıyla kurulmuş olan özel amaçlı şirkete devreder veya satar. Alacaklar kaynak kuruluşun bilançosundan çıkıp özel amaçlı şirketin bilançosuna girdiği için bilanço dışı finansman türünde bir işlem yapılmakta ve verilen kredilerden alacaklardan doğan kredi riski, işlemde yer alan diğer taraflara devredilmektedir. (2) Özel amaçlı şirket bu alacaklara dayalı VDMK ihraç ederek yatırımcılara satar. Bu esnasında, yedd-i emin kuruluş, portföyün saklanması, değerlenmesi ve nakit akımlarının kontrolü gibi yükümlülüklerini yerine getirmek üzere sürece dahil olur.[170] (3) Satıştan elde edilen hasıla ise (4) kaynak şirketten alınan alacakların bedeli olarak kaynak şirkete aktarılır. Böylelikle fon ihtiyacını karşılamış olur. (5) Kaynak şirket söz konusu alacaklarını (öncesinde verilen kredi borçluları) tahsil ettikçe bunları özel amaçlı şirkete aktarır. Nakit akımı devam etmektedir. (6) Özel amaçlı şirket ise belirlenen dönemler çerçevesinde bu ödemeleri VDMK sahibi yatırımcılara aktarır.

Alacaklardan yapılacak tahsilat ile VDMK ödemeleri arasında vade ve miktar uyumsuzluğundan yeterli nakit yoksa ödemeleri karşılamak için güvence sağlayanlardan kredi alma yoluna gidilir.[171] VDMK ödemelerinin tamamı bittiğinde, fazla/aşırı teminatlandırma ile fazla alacaklar ve tahsilatlar varsa özel amaçlı şirket bu alacakları, fazla/aşırı teminatlandırmanın maliyetini yönetmek adına kaynak şirkete iade eder.[172]

1.5. Menkul Kıymetleştirmenin Sağladığı Faydalar

Şirketler açısından:

Menkul kıymetleştirme, hanehalkı ve işletmelerin kredi maliyetini düşürebilecek ekonomik faydalar sağlamaktadır. Bu faydalar, birkaç farklı mekanizma ile gerçekleştirilen fonlama maliyetindeki bir azalmadan kaynaklanmaktadır.[173]

[169] Özcan Çikot, **a.g.e**., s. 12.
[170] Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s. 12.
[171] Halil Doğru, **a.g.e.,** s. 84, 85.
[172] Steven L. Schwarcz, ‘‘The Alchemy of Asset Securitization’’, s. 142.
[173] Board of Governors of the Federal Reserve System, **a.g.e**., s. 8, 9.

Menkul kıymet ihraç etmenin temel avantajı, likidite sağlamaktır. Menkul kıymetleri elinde bulundurmaya istekli olabilecek yatırımcıların kapsamı genişletilir. Böylece fon arzı artmakta ve fonlar için ödenen fiyat düşmektedir.[174] Sermaye piyasasından kaynak sağlama imkanı "yatırım yapılabilir" derecesine sahip olmayan ancak fon kaynağı arayan şirketler alacaklarının menkul kıymetleştirme ile daha likit sermaye piyasalarına erişebilmektedir.[175]

Menkul kıymetleştirmenin hedefi, bir kaynağın/şirketin alacaklarının tamamının veya bir kısmının, kaynak ile ilişkili risklerden ayrılması yoluyla geleneksel finansmandan daha düşük maliyetle sermaye piyasasından fon elde etmektir.[176] SPV tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ödenecek faiz oranı, doğrudan bir kaynak tarafından ihraç edilen menkul kıymetler üzerinde ödenmesi gereken faiz oranından normal olarak daha düşüktür. Bu şekliyle şirket maliyet tasarrufu sağlamaktadır.[177] Yatırımcıları menkul kıymetleri satın almaya ikna eden faiz oranı, genellikle SPV' nin borçlanma senetlerinin aldığı "derecelendirmenin" bir işlevidir. Bu doğrultuda şirketin, ihraç olunan varlıkların yatırım sınıfı kategorilerindeki derecelendirmesi ne kadar yüksek ise yatırımcıları menkul kıymetlerini satın almaya teşvik ettiği düşük faiz oranı sonucunda sağladığı fonun maliyetini de o kadar düşük olur ve menkul kıymetleştirmeden fayda sağlanabilir.[178]

Menkul kıymetleştirme işleminin bir şirkete kabul edilebilir risk seviyeleriyle gerçek fonlama maliyetini belirlemek için şirketin, (i) banka kredileri gibi diğer finansman kaynakları için ödenmesi gereken faiz ile SPV tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere ödenecek faiz arasındaki fark (ii) alternatif fonlama opsiyonları arasındaki işlem maliyetlerindeki beklenen fark ile karşılaştırmalıdır. Kısmen de olsa kaynak şirketin menkulleştirmeyi yapılandırdığı yönteme bağlı olarak işlem maliyetleri geniş bir aralıkta değişebilmektedir.[179]

---

[174] Ronald Anderson vd., "Securitizing Development Finance: The Role of Partial Guarantees and Commodity Contingency", **Commodity Risk Management and Finance**, ed. Theophilos Priovolos ve Ronald C. Duncan, ch. 10, The World Bank, Oxford University Press, 1991, s. 141.
[175] Halil Doğru, **a.g.e**., s. 57.
[176] Steven L. Schwarcz, ''The Alchemy of Asset Securitization'', s. 133, 136.
[177] Steven L. Schwarcz, ''Securitization and Structured Finance'', s. 4
[178] Steven L. Schwarcz, ''The Alchemy of Asset Securitization'', s. 136, 137.
[179] **A.e**., s. 137, 138.

Aktif bir ikincil piyasanın varlığı, menkul kıymetin, fiyatı üzerinde büyük bir etkisi olmadan hızlı bir şekilde satılabilmesini sağlamaktadır. Bununla birlikte ikincil alım satım menkul kıymetin, kredi riski kolayca değerlendirildiğinde de desteklemektedir. Bir kaynak şirketin kredi itibarı iyi değilse bile ayrı ve güvenilir bir kurum tarafından garanti altına alınmaları durumunda menkul kıymetler çok daha likit olabilmektedir.[180]

Yatırımcılar açısından, menkul kıymetleştirilen araçlar:

Karşılaştırılabilir derecelerdeki ve vadelerdeki menkul kıymetler üzerinden ilgi çekici prim yaratacak şekilde çok çeşitli ürün seçenekleri sunması bakımından, muhafazakar ve daha düşük riskli yatırım yapmak isteyen yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler. Özel ve benzersiz yatırımcı ihtiyaçlarına cevap verecek şekilde uyarlanabilir.[181]

SPV, ihraç edilen menkul kıymetleri gelecekte yatırımcıları geri ödemesini finanse etmek için kaynaklardan alınan alacakları kullandığından, yatırımcılar sadece bu alacaklardan kaynaklanan nakit akışları ile ilgilidir.[182] Menkul kıymetleştirme işlemi kaynak şirket ile ilgili tüm riskleri anlamak ve mali durumunu değerlendirmek yerine finansal varlıklara odaklanması ve değerlendirilmesi, bu nedenle yatırımcılar ve üçüncü taraflar yani kredi arttırıcılar arasında bilgi asimetrisinin azaltılmasına yardımcı olabilir.[183]

Piyasalar açısından:

Marc Levinson'a göre menkul kıymetleştirilen varlıkların satışı, ticari olarak karmaşık olan ve değerlemesi zor olabilecek mülk veya ekipman kiralama gibi bazı varlık türleri için faydalı olabilecek halka açık fiyatlar yaratmaktadır.

---

[180] Ronald Anderson vd., **a.g.e**., s. 141.
[181] Angelos Delivorias, "Understanding Securitisation: Background –Benefits –Risks", **European Parliamentary Research Service**, PE 569.017, 2015, s. 11, http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA%282015%29569017_EN.pdf, (01.03.2019).
[182] Steven L. Schwarcz, "The Alchemy of Asset Securitization", s. 136.
[183] Steven L. Schwarcz, "Securitization and Structured Finance"**,** s. 4, 5.

Menkul kıymetleştirme, finansal kuruluşların portföy faaliyetleriyle ilgili risklerini (kredi, faiz oranı ve piyasa) geniş çapta sermaye piyasalarına aktararak risklerini azaltabilecekleri kullanışlı bir mekanizma sunar.[184]

1.6. Menkul Kıymetleştirmenin Taşıdığı Risk ve Sakıncalar

1.6.1. ABD'de 2007 Yılında Ortaya Çıkan Mortgage Krizinde Menkul Kıymetleştirmenin Rolü

Temmuz 2007 yılında başlayan küresel mali krize ilişkin; güçlü bir makroekonomik büyüme oranlarına sahip, modern risk yönetiminin teknikleri ile dünyada kredi riski denetimini en iyi yapabildiği düşünülen bir ülkede, finansal mühendislikte alkışlanan bir şeyin nasıl bu kadar yanlış gidebildiğine dair şaşkınlık yarattığını[185]; mali krizin öncesinde son on yılda gelişen yeni karmaşık yapılandırılmış finans ürünleri, pazarlar ve iş modellerinin ilk testini temsil ettiğini[186]; iç içe geçen bankacılık ve sermayenin ilk menkul kıymetleştirme krizi olma özelliğini taşıdığını belirten bazı akademisyen ve araştırmacıların ifadeleri yer almaktadır. Buna karşın, ABD ekonomisinin 1857 yılı krizinde demiryolu çiftliği ipoteği/kredisi (RRFM) ve bu varlıkların menkul kıymetleştirilmesi ile ihraç edilen RRFM destekli menkul kıymetler ve 1890 yılı çiftlik ipoteği borçlanma hareketindeki menkul kıymetleştirmeler sonucu yaşanan batı çiftlik ipoteği krizinin, mali kriz ile benzerlik gösterdiğini ifade eden görüşler de bulunmaktadır. Sonuç olarak, birbirinden farklı görüşlerle birlikte sub-prime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, mali krizdeki etkisi nedeniyle sorgulanmaktadır.[187]

ABD'de, 2000'li yılların ilk yarısında, ipotekli konut finansmanının gelişmesiyle giderek daha fazla hanenin ev sahipliği girişimi ile, konut piyasası patladı ve ev sahipliği oranı 2004' te %69' a ulaştığı belirtilmektedir. Bu patlama döneminde,

---

[184] Angelos Delivorias, **a.g.e**., s. 11.
[185] Gerard Jr Caprio vd., "The 2007 Meltdown in Structured Securitization", **Policy Research Working Paper**, WPS4756, The World Bank, 2008, s. 2, 10.
[186] IMF, "Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness", s. 54, 59.
[187] Timothy J Riddiough, **a.g.e**., s. 7, 8, 17.
Kenneth A. Snowden, "Mortgage Companies and Mortgage Securitization in the Late Nineteenth Century", s. 1, 30.
Kenneth A. Snowden, "Covered Farm Mortgage Bonds in The Late Nineteenth Century", **NBER Working Papers,** WP 16242, 2010, s. 1, 2, 4.

geleneksel ipotek finansı yöntemleri bir dizi değişiklik geçirdi.[188] Geleneksel ipotek kredilerin yanı sıra, ayarlanabilir oranlı/ opsiyonlu esnek/ opsiyonlu değişken ipotek kredisi (adjustable-rate mortgages – ARMs)*, negatif itfa sözleşmeleri, eş anlı ikinci ipotek kredisine (piggyback mortgage) dayalı peşinatsız krediler (zero-downs with a piggyback) gibi geleneksel olmayan ipotek krediler ile düşük belgeleme kredisi/ belgesiz ve sadece faiz ödemeli ipotek kredisi (no-doc interest-onlys) gibi nadir bulunan ipotek ürünleri yaygınlaştığı görülmektedir.[189] Bu yeni ürünler, Fannie Mae ve Freddie Mac'in (GSE'ler) kapsamı dışındaki kendi ilkelerini, normlarını ve katılımcılarını geliştiren özel menkul kıymetleştirmenin genişletilmesiyle büyük ölçüde finanse edilmektedir.[190]

ABD'de ipotekli konut/mortgage kredileri, belirli gelir ve varlıklara sahip olan ve bunu ayrıntılı olarak belgeleyebilen kesimlerin sınıfına göre aktarılmaktadır. Risk yapısına uygun faiz oranı üzerinden kredi kullandırılabilmesi için kredi talep edenler kredibilitesine göre; prime (üst gelir grubu), alt-A (orta gelir grubu), devlet garantili/sigortalı, sub-prime/eşik-altı (alt gelir grubu) şeklinde kredi gruplarına ayrılmaktadır.[191] Bu terimler herhangi bir düzenleyici otoritenin resmi bir tanımına göre değil, FICO puanına göre kredi talep eden bireyin kredi geçmişi bilgisinden dolayı ne kadar riskli olabileceğine dair atıfta bulunmak üzere kullanılmaktadır. Tipik olarak 640'ın altında bir FICO puanına sahip olan sub-prime grubundakiler, belirli bir dönem içindeki bazı borç ödemelerinde suçlu bulunmuş ve yüksek faizli borçluları oluşturmaktadır.[192]

---

[188] Benjamin J Keys vd., "Mortgage Financing in the Housing Boom and Bust", **Housing and the Financial Crisis**, ed. Edward L. Glaeser and Todd Sinai, London, University of Chicago Press, 2013, s. 143, 144.

*2/28 ARM ve 3/27 ARM gibi çeşitleri bulunan hibrit yapıya sahip yüksek faizli kredilerdir. İlk iki yıl (2/28 için) veya üç yıl (3/27 için) sabit faiz oranına sonrasında faiz oranı güncellenerek kredi veren kurum faiz oranı ve kredi riskine karşı korunur ancak borçlu da evin değerine göre yeniden finanse edilir. Gary B. Gorton, "The Subprime Panic", NBER Working Paper, WP 14398, 2008, s. 4, 5.

[189] Yener Coşkun, "Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme", **Taşınmaz Değerleme Günleri 2009 isimli etkinliğinde sunulan Bildiri Metni**, 2009, s. 2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1970151, (20.03.2019).

[190] Benjamin J Keys vd., "Mortgage Financing in the Housing Boom and Bust", s. 144.

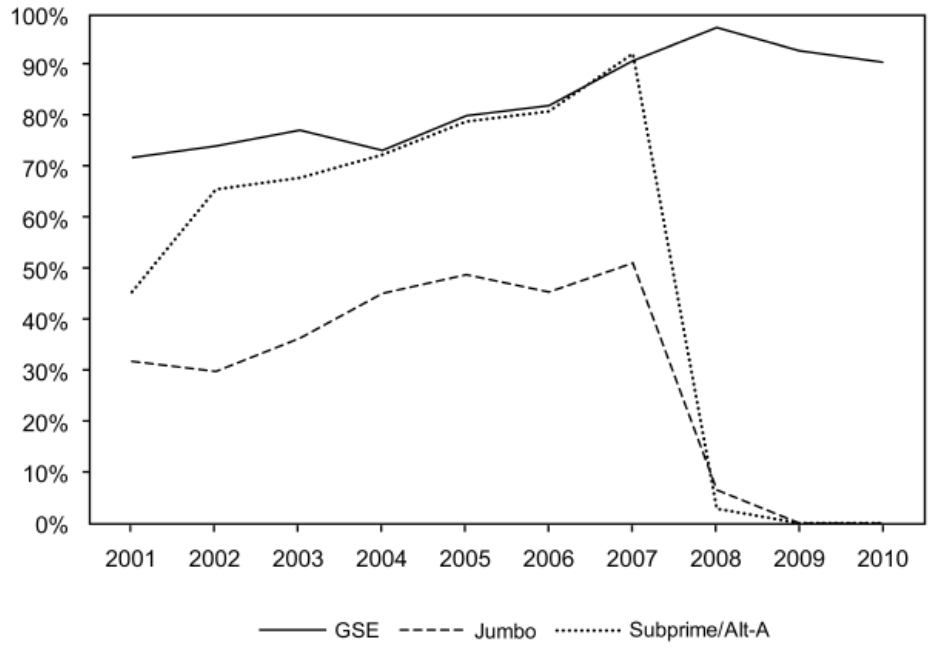
[191] Faruk Demir vd., **a.g.e.**, s. 15.

[192] Gary B. Gorton, **a.g.e.**, s. 2.

Fair Isaac & Company tarafından geliştirilen kredi puanları 300 ila 850 arasında değişmektedir. FICO puanı ne kadar yüksekse kredi geri ödeme şansı o kadar iyi ve borçlunun riski düşüktür.

ABD mortgage borcunun yaklaşık %60' ı ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde işlem görmekte olup, Ocak 2006 yılında 3,6 trilyon dolarlık menkul kıymetleştirme hacminin büyük bir kısmı, Freddie Mac, Fannie Mae ve Ginnie Mae tarafından ihraç edilen pass-through havuzlarından oluşmaktadır. Geriye kalan kısmı yaklaşık olarak, Ocak 2006 itibariyle 2,1 trilyon doları bulan menkul kıymetleştirme hacmi, özel kurumlarda menkul kıymetleştirilmiştir. GSE'ler dışı MBS piyasası, ABD ipotek piyasasında yüzdesel olarak nispeten küçük olsa da mutlak para bazında büyüktür.[193] 2006 yılında, ABD sub-prime kredilerinin* değerinin 1,5 trilyon dolar hacmi ile 10 trilyon dolarlık konut ipoteği pazarının yüzde 15'i olduğu tahmin edilmekteydi. Ancak ipotek piyasası kriz sonrası dönemde, hızlı bir şekilde, mevcut standartlar, ürünler ve finansmanın "muhafazakar" durumuna geri döndü.[194]

Grafik 1.1: GSE ve Özel Pazarda Menkul Kıymetleştirme Oranları



Kaynak: Benjamin J Keys vd., "Mortgage Financing in the Housing Boom and Bust", **Housing and the Financial Crisis**, ed. Edward L. Glaeser and Todd Sinai, London, University of Chicago Press, 2013, s. 149.

[193] Benjamin J. Keys vd., "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans", **Quarterly Journal of Economics**, C. 125(1), MIT Press, 2010, s. 307, 308, 314.

* Sub-prime piyasası, 1990'ların ortalarında, kredi kısıtlaması bulunan (geçici olarak) veya nakit akışı kısıtlı olan yani "uygun" standartlara göre daha az kredi itibarına sahip borçlulara kredi sağlama çabaları ile geliştirildi. Bu nedenle kredilerin ek riskini dengelemek için daha yüksek faiz oranları getirildi.

[194] Benjamin J Keys vd., "Mortgage Financing in the Housing Boom and Bust", s. 144.

Grafik 1.1'de, GSE' lere satılan uygun kredileri ile jumbo ve sub-prime/alt-A kredilerinin menkul kıymetleştirme oranları sunulmaktadır. GSE kredilerinin konut patlaması üzerinde yıllar itibariyle menkul kıymetleştirilme oranlarının belirli bir seyirde olduğu, ancak jumbo ve sub-prime / alt-A kredilerinin her ikisinin de menkul kıymetleştirme oranlarını çok daha çarpıcı biçimde artırdığı görülmektedir. Grafik, sub-prime/alt-A kredilerinin menkul kıymetleştirme oranlarının 2001'de yüzde 50'den az olduğunu, 2006'da yüzde 80'e yükseldiğini, 2008 sonrasında sub-prime kredi piyasasının çöktüğünü göstermektedir.

Özellikle 2003'ten itibaren özel bankalar MBS/ABS'lerin en büyük ihraççıları oldu ve yüksek riskli sub-prime ve alt-A mortgage kredileri içeren MBS' lerin riskinin yüksek olması, alıcı bulmayı zorlaştırdı. Bu menkul kıymetleri satabilmek için CDO'lardan* (teminatlandırılmış borç yükümlülükleri) yararlanıldı. CDO'ların geliştirilmesi ile sub-prime krediler beraber bir havuza alınıp ve risk-getiri profili farklı dilimler haline bölünerek yatırımcılara pazarlanmaktaydı.[195] Bir yatırım bankasının SPV' in varlık havuzuna dayanarak daha fazla katmanlı CDO' lardan CDO' lara dönüştürdüğü karmaşık araçlar (yani CDO-kare) çoğaldıkça, temel varlıkların kompozisyonu ve kalitesinin değerlerini anlamak, ihraççı ve kredi derecelendirme kuruluşu dışındaki taraflar için zorlaşıyordu.[196] Bu kredi havuzlarından ihraç edilen bu menkul kıymetlerin risklerinin değerlendirilmesine ilişkin aşırı iyimser bir görüşün mevcudiyetiyle, ABD konut piyasasında genel bir sıkıntı yaşanması durumunda en kıdemli dilimde bile büyük kayıplara yol açabileceği kabul edilmedi. Başlangıçta, Federal Rezerv Kurulu (FED) ve Hazine'nin de bu görüşü benimsemesi, borçluların kalitesini ve bu menkul kıymetlerin dayandığı ipoteklerin kalitesini kontrol eden prosedür bozulmasına ve risk yönetimi düzenlemelerini çarpıtılmasına neden oldu.[197]

---

* Düşük riskli yüksek getiri vaat eden CDO' ların yaratılmasındaki süreçde; yatırım bankası bir dizi ipoteği bir araya getirmekte ve en fazla koruma verilen en kıdemli dilimler ile onları farklı risk kategorilerine ayırmaktadır. En kıdemli dilimlerin kayıp verebilmesi için önce büyük miktarda zarar olması gerektiğinden oldukça risksiz menkul kıymetler olarak kabul edildiler.
M. Kutluğhan Savaş Ökte, ''The Financial Crisis of 2008 In The USA: An Overview'', **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, C.62, 2012, s. 84, 85.

[195] Sitikantha Pattanaik, "Gaping Fault Lines in the Global Financial Stability Architecture: Lessons from the US Sub-Prime Crisis", **Journal of International and Area Studies**, C. 15, S. 2, 2008, s. 89.
[196] Gerard Jr Caprio vd., **a.g.e.**, s. 12.
[197] M. Kutluğhan Savaş Ökte, **a.g.e.**, s. 85,86.

ABD' de, riskli borçlular da dahil, ev sahipliğini arttırmak amacıyla bankalar ve diğer borç verenler üzerinde, konut kredisi kullanabilme konusunda önemli hükümet baskısı vardı.[198] ABD Başkanı George W. Bush yönetiminin seçim öncesi dönemde verdiği taahhütlerinin başında özellikle düşük gelirli aileleri ve azınlıkları hedef alan konut edindirmeye yönelik politikaları nedeniyle her türlü esneklik sağlanması sonucu sub-prime ve değişken faizli konut kredilerinin sayısında artış oldu.[199] Sub-prime kredilerde, borç veren konut fiyatlarına duyarlıdır. ARM' lerde uygulandığı gibi konut değerinin belirlenmesi ile her iki veya üç yılda bir yeniden finansmana temel olabilmektedir. Bu yüzden borç veren için yeniden finansman seçeneği çok önemlidir.[200] Alt gelir grubuna verilen sub-prime kredilerin ev-değer takdirinin borç alanların daha düşük oranlı ipoteklere yeniden değer vermesini sağlayacağını tahmin ediyordu. Ancak bu model, Büyük Buhrandan bu yana ABD' de konut fiyatları genel olarak artmakta iken, 2007 ve 2008 yılında, ev fiyatlarının önemli ölçüde düşüş gösterdiğinde başarısız oldu. Konut fiyatlarındaki düşüşü sonrası borçlular, borç geri ödemesini yeniden finanse edemedi. Ayrıca artış gösteren ayarlanabilir oranlı mortgage kredisinin oran artışlarını karşılayamayan borçlular, temerrüt etmeye başladı. Birçok İDMK menkul kıymetleştirme işlemi, finansal varlıklar düşük faizli krediler içerdiği için, bu kredilerden temerrüde düşenlerden dolayı İDMK sahibi olan yatırımcıları etkilemiştir.[201] Nakit akışı, büyük ölçüde, temel ipoteklerin yeniden finansman yoluyla ödenmesine göre yapılmaktadır. Sub-prime ipotek altındaki havuzların performansını ölçen (ön ödeme ve temerrüt) tetikleyicilere bağlı olduğundan bu tetikleyiciler potansiyel olarak yapıdaki nakit akışlarını yönlendirebilir.[202] 2008 Şubat ayı rakamlarına göre prime kredilerin %3,4'ü, alt-a kredilerin %1,5' i ve sub-prime kredilerin %21,5' i ödeme sorunuyla karşılaştı.[203]

Konut ipoteği piyasasında mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinde, menkul kıymetleştiricilerin ve yatırımcıların sponsorları kendisini her zaman riskten korunmayı zorunlu kılmaktaydı. Ancak kriz öncesinde, kaynak şirketler,

[198] Steven L. Schwarcz, ''Securitization and Structured Finance'', s. 13.
[199] Faruk Demir vd., **a.g.e**., s. 16, 49.
[200] Gary B. Gorton, **a.g.e**., s. 4, 5.
[201] Steven L. Schwarcz, ''Securitization and Structured Finance'', s. 13, 14.
[202] Gary B. Gorton, **a.g.e**., s. 7.
[203] Faruk Demir vd., **a.g.e**., s. 15.

sponsorlar ve yatırımcılar genellikle bu varlıklara ilişkin aşırı değerlemede bulunmuştur. Varlık-fiyat balonlarının irrasyonel karakteristiğinden dolayı konut fiyatlarının düşme riskinin asla gerçekleşmeyeceğine inanmışlardır.[204]

Menkul kıymetleştirmenin suistimalleri küresel mali krize katkıda bulunmasında, pazar başarısızlığında iki temel neden gösterilmektedir: karmaşıklık ve değişim. Menkul kıymetleştirilecek finansal varlık türlerindeki değişiklikleri her zaman öngörülemeyebilir ve finansal değişim artan riskin kritik bir şekilde farkına varmadan aşamalı olarak gelişebilir. Bu düşünce doğrultusunda, Profesör Judge, piyasa katılımcılarının ve düzenleyicilerinin en son gelişmelere ilişkin miyop odaklarının "büyük resmi" görmelerini ve katmanlı karmaşıklığı ve beraberindeki sistemik riski dikkate almasını engellediğini savunmaktadır.[205]

Konut ile ticari ipoteklerin ve tüketici borcunun geleneksel menkul kıymetleştirmeleri yıllardır uygulanmaktaydı. Ancak geleneksel olmayan menkul kıymetleştirmelerin, 2003'ten 2007 ortasına kadar katlanarak büyümesi ve bu işlemlerin birincil piyasasının, 2007 yılının ortalarında dramatik bir şekilde çöküşü sebebiyle bu ürünlerin alınıp satıldığı ikincil piyasa fiyatları 2007 ve 2008 yılları boyunca hızla düştü. 2007 ve 2008 yıllarında açıklanan kayıplarının çoğunu oluşturan, başta ABS CDO' ları olmak üzere CDO' lar ve birincil olmayan krediler (nonprime loans) ile desteklenen özel mortgage destekli menkul kıymetlerin (MBS) fiyat düşüşleri, büyük mali aracılar için kayıplar yaratarak 2008 yılının sonlarında tam bir sistemik krizin tetiklenmesine yardımcı oldu. [206] 2007 yılı itibariyle krizin yatırım bankaları kanalıyla hızla bankacılık sektörüne yayıldığı bir sürece girildiği görüldü. 2008 yılında iflas eden, ülkenin iki büyük kredi kuruluşu Fannie Mae ve Freddie Mac kamulaştırıldı [207] Koordine edilmiş merkez bankası işlemlerine ve faiz indirimlerine rağmen bir aylık ve üç aylık bankalararası faiz oranları yükselmeye devam etti. Finansal kurumların menkul kıymetleştirilen finansal varlıkların değerlemesi ve

[204] Steven L. Schwarcz, ''Securitization and Post-Crisis Financial Regulation'', **Cornell Law Review Online**, C. 101, 2016, s. 125, 126.
[205] **A.e**., s. 138.
[206] Sergey Chernenko vd., "The Rise and Fall of Demand for Securitization", **NBER Working Paper,** WP 20777, National Bureau of Economıc Research, Inc., 2014, s. 1,6.
[207] Nilgün Erdem ve Ferda Dönmez Atbaşı, "Finans Sermayenin Kriz Döngüsü: Merkez-Çevre Yakınsaması", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, C. 66, No. 4, 2011, s. 39.

finansmanı konusundaki açıklamaları belirsizlikler ve karşı taraf riski endişelerini artırdı ve finansal kuruluşların bilançoları zayıfladı. Kredi ve likidite riskinin etkileşimi piyasa değerlemelerini teorik varsayımların altındaki seviyelere düşürdü.[208] Öte yandan, risk tutma mekanizmalarındaki yapılan tespitlerde, kısa vadeli konut ipoteği destekli menkul kıymetleştirme piyasasındaki sağlanan teşvikler ile diğer varlık destekli menkul kıymetleştirme pazarlarıyla karşılaştırıldığında, tüm "menkul kıymetleştirmelerin" aynı şekilde yaratılmadığı yani ürünler arasında finansal aracılık niteliğinde farklılıklar olduğu belirtilmektedir. Kredi kartı ve oto kredisi menkul kıymetleri piyasası ile GSE'ler tarafından destekli menkul kıymetler pazarı, özel menkul kıymetleştirme pazarına benzer bir çöküş yaşamamıştır.[209]

Sonuç olarak, menkul kıymetleştirilen finans ürünlerinin ve piyasanın amaçlanan faydaları sağlayabilmesinde suistimaller dahilinde barındırabilecekleri riskleri göz önünde bulundurarak hem resmi hem de özel sektörlerin – finansal kuruluşlar, derecelendirme şirketleri vb. – sistemik zayıflıkları ele alma gerekliliği hakkında önemli sorular sormaya ve yoğun tartışmaların başlamasına neden oldu.[210]

1.6.2. Menkul Kıymetleştirmenin Menfi Yönleri

Karşı/Ters seçim (adverse selection)* menkul kıymetleştirme işleminde, kredilerinin kalitesi hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi olan kaynak şirket düşük riskli varlıklarını portföyünde tutup riskli varlıklarını yatırımcılara satabilir. Aksi durumda riskli varlıklarını tutup daha fazla riski üstlenerek düşük riskli varlıklarını satabilir. Asimetrik bilgi nedeniyle bilançonun kalitesi bozulabilir.[211]

Menkul kıymetleştirme eğilimindeki artış, mevduat kurumlarının mevduat toplama gereksinimi duymadan kredi verebilme imkanı doğurabileceğinden para politikası uygulamaları ile ilgili sorunları ortaya çıkarabilir. Banka sermayesi, bilanço dışı yükümlülükleri desteklemekle birlikte mevduata gerek kalmayacaktır. Bunun

[208] IMF, "Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness", s. 54, 55.
[209] Benjamin J Keys vd., "Mortgage Financing in the Housing Boom and Bust", s. 195.
[210] IMF, "Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness", s. 80, 81.
* Ters seçim (adverse selection) problemi, taraflar arasındaki saklı bilgiden kaynaklanan bir asimetrik bilgi problemidir. Saklı bilgi, varlıkların yanlış fiyatlandırılmasına ve hatalı seçimlere neden olur.
[211] Saadet Tantan, **a.g.e**., s. 138, 139.

yanında bankaların itibar ve güvenirliklerine mi yoksa yeni ödeme araçlarına mı önem verileceği sorunsalı doğabilir. [212]

Menkul kıymetleştirme sonucu ihraç edilen finansal ürünün fiyatlandırması kritik öneme sahiptir. Piyasaya ilk çıktığında kısa dönemde karlı görünen ürünler uzun dönemde zararlı olabilir. [213]

Menkul kıymetleştirme fonu içermeyen yapılandırılmış finansman özellikle kötüye kullanıma açıktır, istismar edilebilir. Örnek olarak Enron' unun durumu gösterilebilir.[214]

Finansal kriz, menkul kıymetleştirmenin potansiyel kusurını ortaya çıkardığı belirtilmektedir:[215]

- Menkulleştirme, matematiksel modeller üzerindeki aşırı güveni artırabilir,

- Menkul kıymetleştirme işleminde, yatırımcılar derecelendirme kuruluşların derecelendirmelerine aşırı derecede güvenebilir.

- Sub-prime ipotekleri, menkul kıymetleştirilmemesi gereken sorunlu bir varlık türü olmasına rağmen krizden önce politik baskı ile geliri yersiz bireylerin konut sahibi olabilmesi amacıyla finansmanı kolaylaştırmak için riskli sub-prime ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesine göz yumuldu. Finansal kriz, bize politika ve finansmanın karıştırılmasının tehlikesini gösterdi.

Yapılandırılmış ürünlerin dayanak varlıklarının piyasada fiyatlandırılan hisse senedi vb. (ikincil piyasa) kıymetlerden farklı olarak piyasada fiyatlandırılmayan ürünlerden oluşuyor olması, bu ürünlerin fiyatlandırılmasının karmaşık bir yapıya sahip olmasına sebebiyet vermiştir. Buna ek olarak 2008 krizinde görüldüğü gibi borsa dışı organize olmayan ve tezgahüstü piyasa (OTC) olarak tabir edilen piyasalarda ihraç edilen bu ürünlerin fiyatı, alış ve satış yapan taraflar haricinde bilinememektedir.[216]

---

[212] **A.e**., s. 140.
[213] **A.e**., s. 140.
[214] Steven L. Schwarcz, ‘‘Securitization and Structured Finance’’, s. 12
[215] **A.e**., s. 15, 16.
[216] Özden Çelik, “Yapılandırılmış Finans ve Yapılandırılmış Finansal Ürünler Üzerine Bir İnceleme”, (Dokuz Eylül Üniverisitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış YL Tezi), İzmir, 2016, s. 95.

İhraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin güvenilir olduğunu düşündürecek derecelendirilmelere sahip olması ve güvenli liman olarak görülen SPV varlığı, menkul kıymetleştirmenin riskli şirketler için büyük fayda sağlayabileceği beklenebilir. Ancak bu beklenti kısmen doğru olmaktadır. Bir şirket finansal istikrarsızlık yaşıyorsa, menkul kıymetleştirmenin faydası kısıtlı olmaktadır.[217]

1.7. Menkul Kıymetleştirmenin ABD Uygulaması

Hem yerli hem de yabancı yatırımcılara düzenli olarak ve önemli miktarlarda tedarik sağlayan ABD, Avustralya ve Avrupa pazarları uluslararası pazarlar olarak görülmektedir. Piyasaları, yapılandırılmış finansal menkul kıymetler ve bunlara ilişkin varlık havuzları hakkındaki sağlanan bilginin genişliği, derinliği ve kalitesi, yatırımcıların çok yönlülüğü, kullanılan araçların türü açısından ABD pazarını lider olarak görülmektedir.[218]

1990' ların başından beri, Amerika Birleşik Devletleri' nde baskın sermaye oluşum araçlarından biri olan menkul kıymetleştirmenin hacmi, ikincil piyasalardaki likidite eksikliği ve birincil ihracın azalması nedeniyle hızla düşüşün gerçekleştiği 2008 mali krizinden önce, 2007 yılında en üst seviyeye ulaştı ve önemli bir finansman kaynağı olmaya devam etmektedir.[219]

Küresel finansal piyasalardaki menkul kıymet piyasasının dünyadaki hacmine bakıldığında Tablo 1.8'de, 2007 yılı itibarıyla menkul kıymet piyasa hacmi 149,1 trilyon dolardır. Toplam içindeki payın %60,8'sini oluşturan konuta dayalı menkul kıymetlerin %89,2'si ABD'de ihraç edilmektedir. Bireysel mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler piyasasında ABD'nin piyasa lideri olması nedeniyle yaşadığı tüm dalgalanmalar global piyasaları anında etkilemektedir.[220]

---

[217] Steven L. Schwarcz, ''The Alchemy of Asset Securitization'', s. 137.

[218] Alexander Batchvarov, "Overview of the Structured Credit Markets: Trends and New Developments", **The Handbook of Structured Finance**, ed. Arnaud de Servigny ve Norbert Jobst, Standard & Poor's, 2007, s. 2.

[219] BIS, **a.g.e**., s. 1.
Jonathan C. Lipson, **a.g.e**., s. 1231,1232.

[220] Faruk Demir vd., **a.g.e**., s. 8.

Tablo 1.8: Global Menkul Kıymetler Piyasası

Piyasa Türü	Piyasa Araçları						Toplam (Trilyon $)		Toplam İçindeki Payı (%)	
Hükümetler ve Bankalar	Para Piyasası						6.4		9,1	
	Devlet Borcu						25.8	70.7	36,5	47,4
	Banka Mevd.						38.5		54,4	
Şirketler	Şirket Tahvilleri	Yatırım Yapılabilir Sınıf (Investment Grade)				10.2	11.0		16,2	
		Yüksek Getiri				0.8				
	Şirket Kredileri	Yatırım Yapılabilir Sınıf (Investment Grade)				5.6	6.1	67.7	9,1	45,4
		Kaldıraç				0.5				
	Özsermaye						50.6		74,7	
VDMK	Ticari MK VDMK						0.7		6,5	
	Konut MK VDMK	Avrupa				0.7				
		ABD	Kurumsal			4.0	6.5	10.7	60,8	7,2
			Kurum. Olma.	Jumbo	0.5	1.8	5.8			
				Alt A	0.6					
				Subprime	0.7					
	MK Dışındaki						3.5		32,7	
GLOBAL PİYASA								149.1		100,0

Kaynak: Faruk Demir vd., "ABD Mortgage Krizi", **BDDK Çalışma Tebliği**, S. 3, Ankara, Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, Ağustos 2008, s. 8.

2008 yılı mali krizi sırasında, menkul kıymetleştirme işlemlerinde 2 trilyon doların üzerinde RMBS ihracı gerçekleşti. 2000' li yılların başlarında, her ne kadar ağırlık konut mülklerinde olsa da diğer alacak hakları da (oto kredileri, kredi kartları ve öğrenci kredileri gibi), yeni menkul kıymetleştirme işlemlerine girdi sağladı.[221]

ABD'de menkul kıymetleştirme işlemleri kendine özgü hukuk sistemi ve gelişmiş finans piyasalarının işleyişleri göre şekillenmiştir. ABD'de menkul kıymetleştirme işlemine yönelik hususlar için özel yasal bir düzenleme bulunmamakta, işlemler Ticaret Kanunu esas alınarak gerçekleştirilmektedir. Bunun yanında menkul kıymetleştirme işlemi sonucu ihraç edilen VDMK' lerin halka arz ve satışı, menkul kıymet ve borsa düzenlemelerine tabi gerçekleşmektedir. Söz konusu düzenlemeler, 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu, 1934 tarihli Borsalar Kanunu ve ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından anılan kanunlarda düzenlenmektedir.[222]

ABD'de finansal kriz sonrasında finansal denetim sistemine ilişkin olarak ABD Kongresinde kabul edilerek Temmuz 2010'da yürürlüğe giren Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketiciyi Koruma Yasası'na (Dodd-Frank Wall Street Reform and

[221] Jonathan C. Lipson, **a.g.e.**, s. 1248.
[222] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 199, 200.

Consumer Protection Act) göre ekonomik açıdan sıkıntıya düşen şirketlerin devlet tarafından kurtarılması yerine tasfiyeleri Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC) tarafından yürütülerek oluşan kayıptan şirket hissedarları ve güvencesi olmayan alacaklılar sorumlu olacaktır. Sermaye piyasasında türev araçlara ilişkin olarak ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (U.S. Securities Exchange Commission – SEC) ve Emtia Piyasası Vadeli İşlemler Komisyonunu'nun (Commodity Futures Trading Commission – CFTC) tezgah üstü piyasaları düzenlemesine karar verilmiştir.[223] CFTC, şu anda vadeli işlem piyasasının yaklaşık on iki katı olan 400 trilyon doların üzerindeki takas piyasasını da denetlemektedir.[224] Dodd-Frank Yasası ile oluşturulan yeni kurumlardan biri, piyasa disiplinin artırılması ve finansal istikrarı korumak üzere Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (Financial Stability Oversight Council – FSOC)[225] ve diğeri Finansal Araştırma Ofisi (Office of Financial Research – OFR)[226] kurulmuştur.

Mali kriz sonrasında ABD' de menkul kıymetleştirmeye yönelik yasal düzenlemeler, öncelikle Dodd-Frank Yasası'nda ve sermaye yeterliliği konusunda Basel III' de yapılmıştır. ABD uygulamasında, menkul kıymetleştirme konusuna yönelik düzenlemeler dört kategoride düzenlenmiştir:[227]

- *detaylı açıklama,* Dodd-Frank Yasası'nın 942 (b) bölümü, ihraç edilen menkul kıymetlerin her bir sınıfında yer alan finansal varlıkların bilgilerinin açıklanmasını gerektirmektedir. Yatırımcıların kredi taahhüt eksiklikleri olan varlıkları tespit edebilirleri için geri alım taleplerini açıklamaları gerekmektedir. ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun (U.S. Securities and Exchange Commission - SEC) genişletilen ilan kuralları ile ilgili bilgilerinde verilerin standartlaştırılması gibi konularda detaylı açıklama gerekliliği tartışılmaktadır.

---

[223] Yakup Ergincan ve Ümit Yayla, "2008 Finansal Krizi Sonrasında AB ve ABD'de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası Kanunu'na Etkileri", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S. 60, 2013, s. 56, 57.

[224] Commodity Futures Trading Commission (CFTC), Commodity Exchange Act & Regulations, https://www.cftc.gov/LawRegulation/CommodityExchangeAct/index.htm, (16.03.2019).

[225] Gökben Altaş, ''Gelişmiş Ülkelerde Mevduat ve Yatırım Bankacılığının Ayrılması'', **Gündem**, TSPAKB, S. 132, 2013, s. 8.

[226] Office of Financial Research (OFR), https://www.financialresearch.gov/about/, (16.03.2019).

[227] Steven L. Schwarcz, ''Securitization and Post-Crisis Financial Regulation'', s. 117-120.

- *risk tutma,* Dodd-Frank Yasası bölüm 941, kredi kaynaklarına dayalı menkul kıymetleştirmelerde dayanak olunan finansal varlıkların kalitesini iyileştirmek amacıyla menkulleştiricinin kredi riskinin bir kısmını muhafaza etmesini gerektirir. Örneğin, yönetmelik gereği, menkul kıymetleştiriciler, varlık destekli bir teminatın verilmesi yoluyla aktardıkları, sattıkları veya ilettikleri nitelikli olmayan konut ipoteği kredisi varlıkları için kredi riskinin en az %5' ini elinde tutmak zorunluluğundan dolayı varlık ile ilgili olarak bulundurmaları gereken kredi riskini doğrudan veya dolaylı olarak hedging veya başka bir şekilde transfer etmelerini yasaklamaktadır. Ayrıca bölüm 941, Finansal Piyasası Denetim Kurulu'nun (Financial Services Oversight Council – FSOC), emlak piyasasının dengelenmesine ilişkin risk tutmanın gayrimenkul varlık fiyat üzerindeki makroekonomik etkilerini incelemesini gerektirir. Bölgesel veya ulusal piyasa koşullarının bir fonksiyonu olarak, risk tutma yüzdesini proaktif olarak ayarlayarak emlak balonlarını en aza indirecek düzenlemelerin bağımsız bir düzenleyici kurum tarafından mı yoksa para politikası ile uyumlu mu yapılması gerektiğine dair bir değerlendirme analizini içerecektir.

- *derecelendirme kuruluşlarını yeniden düzenleme,* Dodd-Frank Yasası'nın 943. bölümü, SEC' in ulusal kabul görmüş istatistik derecelendirme kuruluşun (A nationally recognized statistical rating organization – NRSRO), herhangibir kredi derecelendirmesine ait bir raporda, yatırımcılara sunulan temsiller, garantiler ve uygulama mekanizmaları ve benzer menkul kıymetlerin ihraç edilmesindeki temsillerden, garantilerden ve icra mekanizmalarından nasıl farklılaştığını gösteren düzenlemeleri öngörmesini gerektirir.

- *sermaye yükümlülükleri,* Basel III' de düzenlenen sermaye yükümlülükleri, firmaları/bankaları ekonomik şoklara karşı korumak için tasarlanmaktadır. Likidite karşılama oranı (LCR), bankaların asgari miktarda yüksek kaliteli likit varlıkları (HQLAs) muhafaza etmesini gerektirmektedir. Genel olarak, ABD, ABS yatırımları için daha yüksek sermaye gereksinimlerini zorunlu kılan Basel III sermaye gereksinimlerini takip etmektedir.

Volcker kuralı, Dodd-Frank Yasası'nın 619. Maddesi, mevcut Bankacılık Kanununa bir ekleme yapmıştır. (1) Bankaların kurum portföyü işlemleri yani, kısa vadeli (spekülatif) fiyat hareketlerinden gelir elde etme amacıyla yapılan her türlü

menkul kıymet, türev ürün, vadeli emtia sözleşmeleri ile opsiyon işlemleri yasaklanırken, banka dışı finansal kuruluşların kurum portföyü işlemlerine çeşitli sınırlandırmalar getirilmiştir. FED' e bankalar hariç portföy yönetim şirketleri, aracı kurum gibi finansal kuruluşları denetleme yetkisi de verilmiştir. Buna göre gerek ABD'li bankaların ülke dışında yaptıkları işlemlerde gerekse ABD' li olmayan bankaların ABD'de yaptıkları işlemlerde, belirli istisnalar dışında kendi portföylerine gelir amaçlı alım-satım işlemleri yapamayacaktır. Diğer bir ifadeyle, uluslararası alanda faaliyet gösteren büyük bankaların da ABD piyasasında yaptıkları kurum portföyü işlemlerine de sınırlama getirilmiştir. (2) Volcker kuralında, bankaların serbest yatırım fonu ve girişim sermayesi fonu edinmesi ya da bu araçlara yatırım yapmasına ve bu araçlara destekçi (sponsor) olmasına da izin verilmemiştir.[228]

1933 yılında kabul edilen Bankacılık Kanununda yer alan, ticari ve yatırım bankacılığını birbirinden ayıran Glass-Steagall düzenlemesinde, Volcker kuralına benzer mantık esasına göre ticari bankalar yatırım aracı alım satımı ve halka arz işlemi gerçekleştiremediği gibi menkul kıymet ve türev alım satım aracılığı, menkul kıymet ihracı, halka arz, piyasa yapıcılığı işlemleri vb. yatırım işlemi yapması da sınırlandırılmıştı. Bu bankaların iştirakleri de yatırım işleminde bulunamazdı. 1960'lı yıllardan itibaren ticari bankaların bu kısıtlamalar kalkmaya başlamış ve en sonunda 1999 yılında Glass-Steagall düzenlemesinin kanundan çıkarılmıştı. Bununla karşın, Glass-Steagall düzenlemesi ile Volcker kuralı karşılaştırıldığında, Volcker kuralının ticari bankalar için daha az faaliyet alanında sınırlamalar getirmektedir.[229]

2008 Konut ve Ekonomik İyileştirme Yasası (Housing and Economic Recovery Act of 2008 – HERA) ile Federal Konut Finansmanı Ajansı (The Federal Housing Finance Agency – FHFA) kurulmuştur. Fannie Mae, Freddie Mac'in ve 11 Federal Konut Kredisi Bankalarını (FHL Banks) ve Maliye Ofisini içeren Federal Konut Kredi Bankası Sistemi' nin (Federal Home Loan Bank System) etkin denetim, düzenleme ve konut finansmanı sağlama görevini gözetmekten sorumludur.[230]

[228] Gökben Altaş, ''Gelişmiş Ülkelerde Mevduat ve Yatırım Bankacılığının Ayrılması'', s. 8-10.
[229] **A.e.**, s. 8, 9, 12.
[230] Federal Housing Finance Agency (FHFA), https://www.fhfa.gov/AboutUs, (05.04.2019.)

1.8. Menkul Kıymetleştirmenin Türkiye Uygulaması

Menkul kıymetleştirme işlemi neticesinde çıkarılan varlığa dayalı menkul kıymetler ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında ilk kez 1992 yılında SPKn 13/A maddesi ve SPK'nın Seri: III, No:14 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir.[231] Düzenlenen tebliğ hükümlerine göre menkul kıymetleştirme işlemine konu edilebilecek varlıklar; tüketici ve konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden ve ihracat işlemlerinden doğan alacaklar, bankalar dışındaki mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan senede bağlanmış alacaklar, T.C. Ziraat Bankası'nın Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verdiği bireysel kredilere ilişkin alacakları, T. Halk Bankası'nca esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacaklar şeklinde belirtilmektedir. Sözü edilen varlıklara dayalı ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler, iskonto esasına göre satılabileceği gibi dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak da satılabilir. Varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilecek kuruluşları; bankalar, finansman şirketleri, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile genel finans ortaklıkları olarak belirtilmektedir.[232]

Ülkemizde, ilk VDMK ihracı İnterbank A.Ş. şubelerinde satışa sunulmuştur. İlk olarak finansal kiralama alacakları kullanılarak yapılan menkul kıymetleştirme işlemini, konut ve tüketici kredileri ile kredi kartı alacakları takip etmiştir.[233]

Kanunda düzenlenen SPK Tebliği'nin yürürlüğe girmesinden sonra SPK bültenlerine göre 1992 yılından itibaren gerçekleşen VDMK ihraçları yıllar itibariyle dağılımı Tablo 1.9 'da gösterilmektedir.

1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile SPK'na dahil olan SPK'nın Seri: III, No:14 sayılı Tebliği'nde iki ayrı yöntem ile VDMK ihracı öngörülmüştür: Birincisi, bir

[231] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 246.
[232] Burak Aytunç, ''Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları'', **SPK Yeterlilik Etüdü**, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara, 2002, s. 7.
[233] Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s. 78, 103.

şirketin kendi aktifinde bulunan alacaklar karşılığında, özel amaçlı bir kuruluşa devretmeden, kaynak şirket kendi aktifindeki alacaklar karşılığında VDMK ihraç edebilmektedir (doğrudan ihraç usulü). Oysa, VDMK' leri diğer menkul kıymetlerden ayıran en önemli fark; menkul kıymetleştirilen alacakların özel amaçlı kuruluşa devri ve VDMK' in bu kuruluştan ihracı ile VDMK sahiplerinin alacaklar üzerindeki haklarının korunmasının sağlanmasıdır. Bu sayede VDMK sahipleri, kaynak şirketin iflası durumunda alacaklar üzerinde öncelik hakkına sahip olabilecektir. Bu bağlamda, 1999 yılında 4487 sayılı Kanun ile SPKn 13/A maddesine eklenen hüküm ile kaynak şirketin alacaklar üzerindeki tasarruf yetkisinin sınırlanması ve alacaklar üzerinde üçüncü kişilere yönelik haciz yasağı getirilmesi amaçlanmaktadır. Ancak söz konusu Kanun hükmü, VDMK sahiplerine alacaklar üzerinde bazı haklar sağlasa da alacaklardan elde edilen nakdin her durumda VDMK sahiplerine ödenmesini sağlamamaktadır.[234]

İkincisi ise Tebliğ ile kuruluş şartları belirlenmiş olan genel finans ortaklıkların (GFO), belirtilen türdeki alacakları devralmak suretiyle bu alacaklar karşılığında VDMK ihraç edebilmektedir. ABD' deki özel amaçlı kuruluşun Türk mevzuatındaki karşılığı olmakla birlikte SPK, GFO' yu faaliyet alanı sürekli VDMK ihraç etmek olan bir ticari işletme olarak düzenlemiştir. Tebliğ, GFO' nun zorunlu sahip olması gereken asgari sermaye tutarını (1992 yılında 10 milyar TL) oldukça yüksek tutmuştur. GFO' nun diğer finansal kurumlar gibi belirli bir sermaye yeterliliğine sahip olma zorunluluğu, sermayenin maliyeti ve sermayenin işletilmesi sonrası elde edilecek gelirlerden doğacak vergiler nedeniyle VDMK ihracının maliyetine yansımasına sebep olmaktadır. Menkul kıymetleştirmede söz konusu kuruluşların sağlayacağı kar, fonlama maliyetini arttırarak menkul kıymetleştirmenin önemli bir avantajını yok etmekte ve menkul kıymetleştirmede kullanılmalarını olumsuz etkileyecek duruma getirmektedir.[235]

6 Mart 2007 yılında 5582 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklikle SPKn. Md. 13/A'daki varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin hükümler metinden çıkartılmış, bunun yerine SPKn. md. 38/B ve C'de varlığa dayalı menkul

[234] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 248, 251, 252, 253, 259, 260, 266.
[235] **A.e.**, s. 253, 267, 268.

kıymetler ihraç edecek olan "varlık finansmanı fonu" ve ipoteğe dayalı menkul kıymetleri ihraç etmek üzere "konut finansmanı fonu" ismiyle iki yeni tür yatırım fonu kurulmuştur. Menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluş olarak işlev görecek konut/varlık finansmanı fonlarının düzenlemesi, alacakların fona giriş ve çıkışı sırasında oluşabilecek "vergi riskini" bertaraf edilesini sağlamıştır. Konut/varlık finansmanı fonlarının kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur. Bunun yanında İDMK ve VDMK itfa edilinceye kadar fon mal varlığının başka bir amaçla tasarruf edilememesi, haczedilememesi ve iflas masasına dahil edilememesi, İDMK ve VDMK sahiplerinin haklarının korunması bakımından, fonun kullanılması avantaj sağlamaktadır.[236] 2007 yılındaki kanun değişikliği ile VDMK'lerin bilanço dışı bir enstrüman olarak tasarlanması ve sadece varlık finansmanı fonu tarafından ihraç edilebilmesine imkan tanınmaktadır. VDMK' lar yatırımcılara halka arz edilebileceği gibi nitelikli yatırımcılara tahsisli olarak da satılabilecektir. Ayrıca halka arz edilen VDMK' lar borsada işlem görebilecektir. Halka arz edilecek VDMK' ların en az bir yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından derecelendirilmesi Tebliğ gereği zorunludur.[237]

Mart 2007 tarihinde resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren "Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması" hakkındaki bu kanunun konut kredilerine ek olarak menkulleştirme sistemine de yer verilmesi, ülkemizdeki konut sorununa çözüm üretmesinde katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu Kanun kapsamında borç alan tüketiciler için korunma mekanizmaları konurken, banka konut kredileri de çeşitlendirilmiş ve bankalara yapılacak konut kredi taleplerinin karşılanabilmesi için gerekli olan ikinci el piyasalarının oluşturulması sağlanmıştır.[238]

Son olarak 30.12.2012 tarihli 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan düzenlemelere uyum sağlanması ve Seri: III, No: 35 ile Seri: III, No: 34 sayılı Tebliği' nde düzenlenen ve yapı itibariyle benzer araçlar olan VDMK ve İDMK ile, benzer

[236] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 248, 276, 278, 279.
[237] SPK, Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/2008827/1, (05.02.2019).
[238] Suat Teker ve Çağrı Özkan, "Konut Kredileri ve Menkulleştirme İçin Bir Model Önerisi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD)**, S. 37, Ocak 2008, s. 26- 28.

nitelikte olan varlık finansmanı fonları ile konut finansmanı fonlarına ilişkin düzenlemelerin tek bir tebliğde birleştirilerek mevzuatın sadeleştirilmesi amacı ile SPK tarafından hazırlanan III-58.1 sayılı "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği" 09/01/2014 tarih ve 28877 sayılı Resmi Gazete' de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.[239]

Tablo 1.9: SPK Tarafından İhraç Belgesi Onaylanan VDMK İhraçları (1992-2018)

(Bin TL)
(Thousand TRY)

YILLAR Years	VDMK ABS		TOPLAM Total
	Halka Arz	Halka Arzedilmeksizin	
1992	14.480,59	0,00	14.480,59
1993	52.756,39	0,00	52.756,39
1994	42.299,37	0,00	42.299,37
1995	113.928,45	0,00	113.928,45
1996	41.628,50	0,00	41.628,50
1997	23.000,00	0,00	23.000,00
1998	11.000,00	0,00	11.000,00
1999	0,00	0,00	0,00
2000	0,00	0,00	0,00
2001	0,00	0,00	0,00
2002	0,00	0,00	0,00
2003	0,00	0,00	0,00
2004	0,00	0,00	0,00
2005	0,00	0,00	0,00
2006	0,00	0,00	0,00
2007	0,00	0,00	0,00
2008	0,00	0,00	0,00
2009	0,00	0,00	0,00
2010	0,00	0,00	0,00
2011	0,00	191.807,49	191.807,49
2012	0,00	697.650,00	697.650,00
2013	0,00	816.600,00	816.600,00
2014	0,00	200.000,00	200.000,00
2015	0,00	0,00	0,00
2016	0,00	375.000,00	375.000,00
2017	0,00	1.500.000,00	1.500.000,00
2018*	0,00	4.302.000,00	4.302.000,00

* 2018 yılı rakamları kasım ayı dahildir

Kaynak: SPK, "Aylık İstatistik Bülteni", Kasım 2018, Birinci El Piyasa ve Menkul Kıymet İhraçları bölüm I-1, http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri, (15.02.2019).

[239] SPK, Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği Hakkında Basın Duyurusu, http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140109/0, (05.02.2019).
T.C. Resmi Gazete, 09.01.2014, S.: 28877, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, (05.02.2019).

Tablo 1.9 ’da görülebileceği gibi 1998 yılı sonrası 10 yılı aşkın bir aradan sonra Ekim 2011’de Aktif Yatırım Bankası tarafından İhraç başvuru tutarı 192 milyon TL olan bir VDMK ihracı gerçekleştirmiştir. Bu işlem, bireysel kredilere dayalı olarak ihraç edilen ilk VDMK olmuştur.[240] 5 Aralık 2018’de Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.’nin kurucusu olduğu Varlık Finansmanı Fonu tarafından 3 milyar 15 milyon TL nominal değerinde VDMK ihraç edildiği görülmektedir. T.C. Ziraat Bankası A.Ş., Türkiye Halk Bankası A.Ş., Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., Türkiye Garanti Bankası A.Ş. oluşan dört kaynak kuruluşa ihraç büyüklüğü kadar likidite sağlanmıştır. 5 yıl vadeli ve 3 ayda bir sabit kupon ödemeli olan VDMK’ ların yatırımcılarına yapılacak ödemeleri ise söz konusu dört kaynak kuruluşun sahip olduğu konut kredileri ve ipotek teminatlı menkul kıymetlerin (İTMK) nakit akışları ile sağlanmaktadır.[241] Böylece 2018 yılındaki VDMK ihraç tutarı bir önceki yıla göre yaklaşık 3 kat artış göstererek 4 milyar 302 milyon TL rakamına ulaşmıştır.

[240] Özcan Çikot, “Türkiye'de ve Dünyada Özel Sektör Borçlanma Araçları”, **Gündem**, S. 116, TSPAKB**,** Nisan 2012, s. 20, 21.

[241] Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Varlık Finansmanı Raporları, TKYB Varlık Finansmanı Fonu İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesi, Aralık 2018, https://kalkinma.com.tr/biz-ne-yapiyoruz/yatirim-bankaciligi-ve-faaliyetleri/sermaye-piyasalari-danismanligi/ihrac-belgeleri-ve-ilgili-dokumanlar, (20.06.2019).

Tablo 1.10: Seküritizasyon Kredileri

(milyon $)
(million $)

YILLAR Years	Seküritizasyon Kredileri		TOPLAM Total
	TP	YP	
1992	0,00	0,00	0,00
1993	0,00	0,00	0,00
1994	0,00	0,00	0,00
1995	0,00	0,00	0,00
1996	0,00	0,00	0,00
1997	0,00	0,00	0,00
1998	0,00	0,00	0,00
1999	0,00	0,00	0,00
2000	0,00	0,00	0,00
2001	0,00	0,00	0,00
2002	0,00	0,00	0,00
2003	0,00	2.846,89	2.846,89
2004	0,00	3.677,01	3.677,01
2005	0,00	7.038,11	7.038,11
2006	212,30	10.207,68	10.419,98
2007	257,58	12.889,79	13.147,37
2008	198,37	12.234,49	12.432,87
2009	199,24	10.690,67	10.889,91
2010	194,05	9.097,26	9.291,31
2011	0,00	8.378,47	8.378,47
2012	0,00	6.994,82	6.994,82
2013	0,00	7.734,62	7.734,62
2014	0,00	10.228,77	10.228,77
2015	0,00	11.548,43	11.548,43
2016	0,00	13.378,28	13.378,28
2017	0,00	13.963,45	13.963,45
2018	0,00	13.733,22	13.733,22

Kaynak: BDDK, Aylık Bankacılık Sektörü Verileri, https://www.bddk.org.tr/BultenAylik/tr/Home/Gelismis, (10.12.2019).

Türkiye'deki menkul kıymetleştirme uygulaması Türk kaynak şirketlerin alacaklarının yurt dışı piyasalarda menkul kıymetleştirmesinden dolayı 1998 yılından sonra VDMK ihracı yapılmamıştır.[242] BDDK'nın yayınladığı aylık bültenlerde belirtildiği üzere ''sekuritizayon kredisi'' olarak adlandırılan menkul kıymetleştirme işlemleri Tablo 1.10' da gösterilmektedir.

[242] Halil Doğru, **a.g.e.**, s. 247.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ HEDEFİ VE STRATEJİSİ

2.1. Para Politikası Tanımı

Para politikası, paranın miktarı, maliyeti ve iktisadi aktörlerin bekleyişlerini etkileyerek temel hedeflere ulaşılmasına yönelik oluşturulan stratejilerin bütünü şeklinde tanımlanabilmektedir.[1]

Para politikasının kontrolü, uygulanması, ilke ve stratejilerinin belirlenmesinden merkez bankaları sorumlu olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, para politikası kararları Para Politikası Kurulu (PPK) tarafından alınmaktadır.[2]

Merkez bankaları, bankacılık sisteminde bankaların bankası konumu ile para arzının kontrolü ve bütçe açıklarının finanse edilmesi görevini üstlenmektedir. Bununla birlikte ülkenin finansal sisteminin kontrol edilmesini, finansal piyasaların geliştirilmesini, ödemelerin ve takas sisteminin sürdürülmesini sağlamaktadır.[3] Menkul kıymet piyasasını kontrol etmemekle birlikte bono piyasalarında – ABD' de hisse senedi piyasasında – alım satım yapmaktadır.[4]

Merkez bankası, beklenti hipotezi aracılığıyla gelecekteki politikalar hakkında iktisadi aktörler ile yeterli iletişimi sağlayarak faiz oranlarının vade yapısının, orta ve uzun vadeli faiz oranlarını etkileyen getiri eğrisinin kısa vadeli ucuna yön vermek için para politikası uygulaması yürütmektedir.[5] Getiri eğrisi veya verim eğrisi aynı risk, likidite ve vergi özelliklerine sahip borçlanma senetlerinin getirileri ve vadeleri arasındaki ilişkiyi grafiksel olarak gösteren bir araçtır. Bu grafikte bir ucu en kısa vadeli

---

[1] TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, haz. Ali Vefa Çelik vd., Ankara, 2006, s. 5.

[2] TCMB, Para Politikası Kurulu Kararları, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/ppk, 16.06.2019.

[3] Memduh Aslan Akçay, ‘‘Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar’’, **Devlet Planlama Teşkilatı Yayınlanmış Uzmanlık Tezi**, Yayın No: 2483, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı, Ekim 1997, s. 11.

[4] İlker Parasız, **Modern Bankacılık: Teori ve Uygulama**, 2. bs., Bursa, Ezgi Kitabevi, 2007, s. 400.

[5] Ulrich Bindseil ve Juliusz Jabłecki, “The Optimal Width Of The Central Bank Standing Facilities Corridor And Banks' Day-To-Day Liquidity Management”, **European Central Bank Working Paper**, WP 1350, Frankfurt, 2011, s. 6.

diğer ucunda ise en uzun vadeli tahvilin getirisi yer almaktadır. Getiri eğrisinin kısa ucunu, yani kısa vadeli faiz oranlarına merkez bankaları müdahale edebilirken eğrinin uzun ucu, yani uzun vadeli faiz oranları, finansal piyasalarda piyasa katılımcıları tarafından daha çok enflasyona ilişkin beklentileri göre şekillenmektedir.[6] Beklentiler teorisine göre bir uzun vadeli faiz oranı, bugünün kısa vadeli faiz ortalaması ve beklenen kısa vadeli faiz oranına vade prim ortalaması dahil edilerek belirlenmektedir.[7] Merkez bankası, piyasa beklentileri yoluyla uzun vadeli tahvil getirilerini etkileyen bir para politikası aracı olarak kısa vadeli bir politika oranı kullanmaktadır.[8] Dolayısıyla, merkez bankası tarafından kontrol edilebilen kısa vadeli faiz oranı ile daha uzun vadeli faiz oranlarında aynı yönde değişikliklere neden olması önemlidir ve hem uzun vadede hem de kısa vadede beklentileri bağlı olarak politikalar uygulamaktadır.[9]

Merkez bankasının bilançosu, para politikası uygulamalarının şeffaf bir şekilde takip edilebileceği bir kaynak olmaktadır. Bilanço kalemlerinin belirli parasal büyüklükleri göstermesi nedeniyle, politikalarını oluştururken alınan kararlar neticesinde, bilanço kalemlerinde meydana gelen değişikliklere bakılarak politikasının yönü ve başarısının takip edilebilmekte ve finansal sistemin analizi için önemli bir rol oynamaktadır.[10] Örneğin, zorunlu karşılık oranlarının artırılması sonucunda, bankaların borç verme miktarının azalmasına ve bununla birlikte merkez bankası bilançosunda zorunlu karşılıklar kaleminin büyümesine neden olmaktadır. Böylece

---

[6] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, ed. Denise Clinton, 7. bs., New York, Pearson Addison Wesley, 2004, s. 127, 128.

Getiri eğrisi, finansal varlıkların fiyatlandırılması, tahvil portföylerinin oluşturulması, risk algısının yönetilmesi ve iş çevrimlerinin analiz edilmesinde dikkate alınmaktadır.

Bkz. Yunjong Eo ve Kyu Ho Kang, "The Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy on Forecasting the Yield Curve", **Working Papers,** No. 2019-08, University of Sydney, School of Economics, 2019, s. 2.

[7] Gordon H. Sellon, "Expectations and the monetary policy transmission mechanism", **Economic Review**, C. 89(Q IV), Federal Reserve Bank of Kansas City, 2004, s. 10-13.

TCMB, **Enflasyon Raporu**, 2019/II, Ankara, 2019, s. 75, 76. https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/enflasyon+raporu/2019/enflasyon+raporu+2019+-+ii, (12. 09.2019).

[8] Yunjong Eo ve Kyu Ho Kang, **a.g.e**., s. 21.

[9] Rania Al-Mashat vd., "Managing Expectations", **Advancing the Frontiers of Monetary Policy**, ed. Tobias Adrian, Douglas Laxton, and Maurice Obstfeld, Washington, IMF, 2018, s. 31-33.

Sharon Kozicki ve Gordon Sellon, "Longer-term perspectives on The Yield Curve And Monetary Policy", **Economic Review**, C. 90, S. Q IV, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005, s. 14.

[10] TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, s. 31, 55- 61.

merkez bankasının bilançosu, sıkı para politikası uyguladığını göstermektedir.[11] Enflasyon hedeflemesi veya yakından ilgili politikalar altında, merkez bankasının bilançosu, merkez bankası operasyonları ve zorunlu karşılıkların bir kombinasyonu şeklinde yapılandırılmıştır.[12]

2.2. İktisat Okullarının Para Politikası Yaklaşımları

Para politikasının uzun vadede nominal faizler aracılığıyla mı, yoksa paranın miktarını etkileyerek mi yürütüldüğü sorusu, iktisat okulları arasında yaşanan tartışmanın önemli bir konusunu oluşturmaktadır. Teoride gözlenen bu görüş ayrılığının, merkez bankacılığı uygulamasına da yansıdığı ve birçok merkez bankasının para politikası stratejilerini oluştururken farklı uygulamalara yöneldiği görülmektedir. Özellikle 2008 mali krizi sonrasında bazı merkez bankalarının stratejilerinde politika değişkeni olarak parasal büyüklüklere yer verdiği, bazılarının da para olmadan enflasyonu, nominal faizleri ve milli geliri belirlemeye çalıştığı görülmektedir.[13]

2.2.1. Klasik İktisadi Teorinin Para Politikası Görüşleri

Adam Smith' in *Milletlerin Zenginliği* (1776) adlı eseri ile John Stuart Mill' in *Politik Ekonominin İlkeleri* (1848) adlı eserinin yayınlandığı dönem Klasik akım olarak tanımlanmaktadır.[14] Geleneksel denge yaklaşım iki döneme ayrıldığında; ilk dönem, Klasik iktisatta piyasa ekonomisini kuran iktisatçılar, ikinci dönemde ise piyasa ekonomisi anlayışının eksik noktaları gidermeye ve daha teknik incelemeye uğraşan

---

[11] Cenk Cavusoglu, "Elektronik Paranın Gelişimi ve Merkez Bankası Bilançosu ile Para Politikası Uygulamaları Üzerine Etkisi", (TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi), Ankara, 2015, s. 47.

[12] Garreth Rule, "Understanding The Central Bank Balance Sheet", **Centre for Central Banking Studies (CCBS) Handbook,** No. 32, London Bank of England, 2015, s. 19, https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/understanding-the-central-bank-balance-sheet.pdf, (20.05.20199).

[13] K. Azim Özdemir, "Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler", **Central Bank Review**, C. 9, S. 2, 2009, s. 25, 26, 46, 47.

[14] 'klasik' dönemi tanımı anlamına göre üç şekilde ifade edilmektedir. 'eski' anlamındaki A. Smith' in görüşleri etkisi altında iktisat literatüründeki dönemi; Lord Keynes'in A. Marshall ve onun yakın takipçilerinin öğretilerini ifade ettiği kısaca Keynesyen ekonomi öncesi anlamı; J.A. Schumpeter' in 1790'lar ile 1860'ların sonu arasındaki süredir.

Joseph A. Schumpeter, **History of Economic Analysis**, ed. from manuscript by Elizabeth Boody Schumpeter and with An Introductıon by Mark Perlman, Published by Routledge and published in the Taylor & Francis e-Library, 2016, s. 48, 358, 359.

Neoklasik iktisatçıları yer almaktadır.[15] Smith'in denge teorisi, meta arzı ve talebinin işleyişi çerçevesinde, fiyat hareketleri üzerine inşa edilmektedir.[16]

Klasik modelde ekonomi, parasal ve reel sektör olarak birbirinden ayrı analiz edilmektedir. "Klasik Dikotomi" olarak adlandırılan bu ilkenin bir sonucu olarak paranın yansız olduğu öne sürülmekte ve para miktarındaki gibi parasal kesiminde meydana gelen değişmelerin reel değişkenleri etkileyemediği kabul edilmektedir. Dikotomik analizde kaynak tahsisi, reel sektörde paradan bağımsız olarak nispi fiyatlara bağlı gerçekleşmektedir. Para politikası; fiyat düzeyi, toplam harcamalar gibi nominal değişkenleri etkilemesine karşın, istihdam, reel faiz oranı, çıktı/hasıla gibi reel değişkenler üzerinde bir etkisi söz konusu olmamaktadır. Para arzı ile üretim düzeyi arasında ilişki bulunmamaktadır. Klasik para görüşü Say Yasası, paranın nötralitesi ve Miktar Teorisi bağlamında açıklanmaktadır.[17]

Toplam üretim miktarını arz koşulları belirlemektedir. Üretim faaliyeti, gelir ve satın alma gücünü meydana getirdiğinden yani emek piyasasıyla uyumlu toplam talep ile arz eşit olduğundan ekonomi daima tam istihdamdadır. Toplam harcamalar, tam istihdam düzeyindeki üretim miktarını satın almaya yeterli olmakta ve toplam talep yetersizliğinden kaynaklanan tam istihdama engel teşkil edecek bir durum söz konusu olmamaktadır.[18] Say Yasası' da Mal→ Para→ Mal çevriminde paranın, alışverişi kolaylaştırmak için araç olduğu varsayımına dayanmaktadır. Paranın sadece değişim aracı işlevine sahip olduğu yaklaşımı doğrultusunda servet biriktirme fonksiyonu bulunmamaktadır.[19]

Klasik modelde, reel faiz milli gelirin tüketim harcamaları ve tasarruf düzeyi ile yatırım harcamaları kompozisyonunu belirlemekte tüm gelir harcanmaktadır. Modern para ekonomilerinde olduğu gibi elde edilen gelirin bir kısmının atıl olarak tutma ihtimalini kabul etmemektedir. Tasarruflar, reel faizin artan bir fonksiyonu ve bu

[15] Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, 6. bs., Yayın No: 430, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2013, s. 209.
[16] Joseph A Schumpeter, **a.g.e**., s. 183.
[17] M. Hanifi Aslan, **Makro İktisat Politikası**, Bursa, Alfa Aktüel, 2008, s. 133, 282.
[18] Brian Snowdon ve Howard R. Vane, **Modern Makroekonomi, Temelleri, Gelişimi ve Bugünü**, Ankara, Efil Yayınevi, 2012, s. 41, 44.
[19] Yılmaz Aydın, "Say Yasası: Keynes'in Yorumu ve Son Dönem Tartışmaları", **İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 63, 2013/1, 2013, s. 111, 113, 114.

tasarruflara olan talebin de azalan fonksiyonudur.[20] Faiz oranının gerçek bir ödül olarak görülmesiyle oluşan tasarruf, sermaye piyasasında ödünç verilebilir fon azını oluşturmaktadır. Yatırım harcamaları, sermaye piyasasında ödünç verilebilir fonlara olan talebi temsil etmektedir. Firmaların yatırım harcamalarından beklenen getirisi, sermaye mallarını satın almayı sağlayan fonların maliyetine eşit olması ile ayarlanabilir. Faiz oranının artması fonların maliyetini artırmaktadır. Faiz oranındaki değişimler, ödünç verilebilir fonların arz ve talebi dengeleyerek toplam talebin hiçbir zaman yetersiz olamamasını sağlamaktadır. Örneğin, hanehalkının daha az tüketimle birlikte tasarrufunda meydana gelen artışı, ödünç verilebilir fon arzını artırmaktadır. Bu durum faiz oranının düşmesini ve buna karşılık yatırımların artmasını sağlamaktadır. Tüketim harcamalarındaki azalış yatırım harcamalarındaki artışa denk olacağından kompozisyon değişse bile toplam harcamaların düzeyi aynı kalmaktadır.[21]

Klasik modelde reel değişkenlerin denge değerlerinin belirlenmesinde Say Yasası' yla desteklenen sermaye ve emek piyasalarının işleyişi ile üretim ve istihdamın belirlenmesi teorik bir sistem içinde açıklanmasının yanı sıra paranın miktar teorisi ile birlikte nominal değişkenler analize dahil edilmektedir.[22]

16. yy da fiyat devrimlerinin[23] yaşandığı dönemde, Jean Bodin 1568' de yazdığı *Boy Malestrait' nun Paradoksuna Bir Cevap* adlı eserinde, fiyat düzeyinin yükselmesine ilişkin nedenlerin en önemlisi, piyasaya sunulan altın ve gümüş arzındaki artış gösterilmektedir. Daha önce metalist argümanlar ile dile getirilse de Paranın Miktarı Teorisi, Bodin sayesinde ortaya koyulduğu belirtilmektedir.[24] Bununla birlikte David Hume' un *Para Üstüne* (1752) isimli eseriyle klasik makroekonomide etkili olmuş ve monetarizmin temel önermesini oluşturmaktadır.[25] Hume' e göre para ticaretin konularından biri değildir bir malın diğeriyle değişimini kolaylaştıran araçtır. Emtia fiyatları daima para miktarındaki artış ile orantılıdır. Dolayısıyla para miktarının

[20] Merih Paya, **a.g.e**., s. 212, 213.
[21] Brian Snowdon ve Howard R., **a.g.e**., s. 42, 43.
[22] **A.e**., s. 34, 44.
[23] 1500-1620 yılları arasında kıymetli madenlerin bolluğundan kaynaklanan üretim genişlemesini izleyen fiyatlardaki hızlı yükselme sonucu iktisat tarihçileri tarafından Fiyat İhtilali (Devrimi) Çağı olarak adlandırılan dönemdir. Bazı Avrupa ülkelerinde fiyatlar genel düzeyi %300-400 civarında yükselmiştir.
Tevfik Güran, **İktisat Tarihi**, İstanbul, Acar Matbaacılık, 1993, s. 91, 92.
[24] Joseph A Schumpeter, **a.g.e**., s. 296, 297.
[25] Brian Snowdon ve Howard R. Vane, **a.g.e**., s. 44, 45.

– ticari açıdan – bir sonucu bulunmamaktadır. Hume, fiyat hareketlerine vurgu yaparak para miktarının artışını izleyen belli bir süre sonrasında fiyatlar yükseltmekle birlikte, tüm mallarda eş zamanlı artış gerçekleşmediğini belirtmektedir. Paranın dolaşımı hızı ve artan paranın belli sayıda üretici ve tüccarın eline geçmesi faktörü göz önüne alındığında; para kazanımı ile fiyatların yükselmesi arasında, ara durumda, artan para miktarı yeni kazançlar ile endüstrileri uyarabilir, üretim ve istihdamı artırabilmektedir.[26] Ancak fiyat-madeni para akımı mekanizmasında (price-specie flow mechanism), para miktarındaki artışın kısa dönemde yanılsama olarak değerlendirilmesi yani fiyatların ve ücretlerin gecikmesi sebebiyle, üretimi yükseltmesi ve efektif talebi artırmasıyla ekonomik faaliyette canlanma sağlanmakta iken uzun dönemde reel faaliyetler eski düzeyine gelmektedir. Kısaca, reel faaliyet üzerindeki etkisi geçici ve uzun dönemde para yansızdır.[27]

Klasik iktisatçılar, "Paranın Miktar Teorisi" varsayımına dayalı olarak fiyatlar genel düzeyinin para arzı aracılığıyla belirlendiğini öne sürmüşlerdir. 1930' lu yıllara kadar parasal analizlere hakim olan miktar teorisi, Fisher Yaklaşımı ile Marshall ve Pigou' nun geliştirdiği Cambridge Nakit-Ankes Yaklaşımı olmak üzere iki yorumu ile tanımlanmaktadır.[28]

Miktar teorisinin üç temel varsayımı; paranın sadece işlem amacıyla talep edilmesi, para miktarı değişikliklerin üretim ve istihdam düzeyini etkilememesinden dolayı ekonominin daima tam istihdam düzeyinde dengede olması ve paranın yansız olması diğer bir deyişle, paranın ekonomideki nispi fiyatları etkilememesi şeklinde sıralanabilmektedir.[29]

Fisher' in miktar teorisi yaklaşımının dayanağı mübadele özdeşliğidir. Özdeşliğin teoriye dönüştürülmesinde değişkenler hakkında varsayımlar yapılmakta ve

[26] David Hume, "Of Money", **Political Discourses**, 2. bs., Edinburg, Printed by R. Fleming, 1752, s. 41, 47, 48.
[27] Robert W. Dimand, "David Hume and Irving Fisher on the Quantity Theory of Money in the Long Run and the Short Run", **The European Journal of the History of Economic Thought**, C. 20, S. 2, 2013, s. 289, 290, 299, 300.
[28] Rudiger Dornbusch ve Stanley Fischer, **Makroekonomi**, çev: Salih Ak vd., İstanbul, McGraw Hill-Akademi, 1998, s. 390.
[29] İlker Parasız, **Makro Ekonomi: Teori ve Politika**, s. 152.

nedensel bir ilişki olduğu vurgulanmaktadır.[30] Bu özdeşlikte; (MV) para tarafını, malların fiyatları ve takas edilen malların miktarları ise mal tarafını göstermektedir:

$M.V = P.T$ şeklinde ifade edilmektedir.

Fisher' a göre varsayılan koşullar altında, para miktarı (M), ortalama fiyat düzeyine (P) etki etmekte iken, paranın dolanım hızı (V) ile ticaret hacmi (T) değişmemektedir. Paranın miktar teorisi, para miktarındaki değişmelerin doğrudan ve aynı oranda satılan mal ve hizmet fiyatlarında değişmelerine neden olduğunu belirler. (M) değişince, (V) ile (T) değişmez ise para ve mal tarafı eşitlenmesi için (P)'nin değişmesi gerekmektedir. Paranın dolanım hızı, sayısız bireyin alışkanlıklarına, nüfus yoğunluğuna, ticari geleneklere, taşımacılığın hızı gibi genel faktörlere ve diğer teknik koşullara bağlıdır. Ancak para miktarına veya fiyat düzeyine bağlı olmamaktadır. Ticaret hacmi, doğal kaynaklara ve teknik koşullara bağlıdır. Tüm üretim, nakliye ve satış makineleri vb. fiziksel kapasite ve teknik konuyu kapsamaktadır.[31] Dolayısıyla, dolanım hızı ve ticaret hacmindeki değişmeler para miktarındaki değişmelerden bağımsız gerçekleşmekte bununla birlikte ekonominin tam istihdam düzeyinde dengede olması durumunda, para miktarındaki değişmelerin fiyat düzeyinden önce (V) ve (T) yi etkilemesi mümkün olmamaktadır.[32]

Fisher' in Miktar Teorisi, doğrudan bir para talebini göstermemektedir. Ancak para talebini ifade eden bir ilişki çıkarılabilmektedir. Ekonominin denge düzeyinde para arz ve talebi eşit olacağı için para talebi;

$M_s = M_d$ ise $M_d = \frac{1}{V} PT$ şeklinde ifade edilmektedir.

Denklemde V sabit kabul edildiği için nominal olarak tutulan para miktarı, (P) ve (T) tarafından belirlenir. Tüketim, yatırım ve dış ticaret oluşan toplam reel geliri (y), ticaret işlem hacmi (T) yerine koyulduğunda $M.V = P.y$ mübadele denklemi elde edilebilir.[33]

---

[30] Don Patinkin, "Irving Fisher, the Cambridge School, and the Quantity Theory", **mimeo**, Distinguished Lecturer Program Report Series 90-01, Seoul, Korea, Development Institute, 1990, s. 6, 7.
Rudiger Dornbusch ve Stanley Fischer, **a.g.e**., s. 390.

[31] Irving Fisher, **The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises,** 2. bs., New York, MacMillan Company, 1912, s. 25, 26, 27, 29, 31, 32, 152, 153, 155.

[32] İlker Parasız, **Makro Ekonomi: Teori ve Politika**, s. 152.

[33] Merih Paya, **a.g.e**., s. 78, 79.

Fisher'a göre miktar teorisinin önermeleri uzun vadeli bir yapıda gerçekleşmektedir.[34] Geçiş dönemlerinde, (M)' deki bir artışın sadece (P) üzerinde değil, denklemdeki tüm değişkenler üzerinde etki yaratmaktadır.[35] (M)' deki değişimin (P) üzerindeki etkisi uzun dönemde aynı oranda olacağı ve kısa dönemde ekonomik faaliyet üzerinde, parasal şokların geçici ancak ihmal edilemez nitelikte dalgalanmalara neden olacağı konusunda Hume ile Fisher'in görüşleri aynı doğrultuda olduğu ifade edilmektedir.[36]

Fisher' in yaklaşımına göre para sadece işlem/değişim aracı olmasından dolayı talep edilir iken; Cambridge yaklaşımına göre işlem aracı olmasının yanında bir servet/değer öğesi olması sebebiyle elde tutulmak istenmektedir. Bu yaklaşımda, bireyin nakit tutma talebi, yıllık gelirin 1/4 ü veya 1/3 ü gibi bir orana göre belirlenmekte ve bu oran paranın dolaşım hızının tersini ifade etmektedir. Para miktarının gelire oranını, (k) yi göstermektedir. Buna göre miktar teorisinin Cambridge yaklaşımı;[37]

$k = 1/V$ ise $M = k.P.y$ şeklinde ifade edilmektedir.

Paranın üstlendiği rol açısından bakıldığında iki yaklaşım birbirlerinden farklılık göstermektedirler. (k) katsayısı, Fisher' da, bireylerin tutmak zorunda oldukları parayı, Cambridge yaklaşımda ise tutmayı arzuladıkları parayı ifade etmektedir. Pigou, servet/değer saklama amaçlı servetin bir kısmının tutulduğu belirtmektedir. Pigou' nun serveti içeren denklemi;

Ms = Md ise $M_d = k.P.w$ şeklinde ifade edilmektedir.

Denklemde yer alan (w), ekonomideki reel geliri; (P.w), ekonomideki servetin parasal değerini ve dolayısıyla, servetin bir kısmının tutulduğu para stok büyüklükleri göstermektedir.[38]

---

[34] Don Patinkin, **a.g.e**., 1990, s. 11.
[35] Irving Fisher, **a.g.e**., s. 159.
[36] Fisher, ABD ekonomisi bağlamında, beklentilerin ve para faiz oranlarının yavaş ve eksik ayarlanması nedeniyle, bu tür parasal şokların geçiş dönemlerinde on yıl sürebilen gerçek etkilerini görmüştür. Robert W. Dimand, **a.g.e**., s. 285, 286, 297.
[37] İlker Parasız, **Makro Ekonomi: Teori ve Politika**, s. 152, 153.
[38] Merih Paya, **a.g.e**., s. 79, 80.

Miktar teorisine dayalı para politikası aktarım kanalında, talebin reel gelir ve faiz oranı gibi diğer belirleyicilerinin dikkate alınmadığı bir durumda; para arzında bir artış doğrudan toplam talepte artışa neden olmaktadır. Doğrudan parasal aktarımın gerçekleştiği bu durum, merkez bankaları tarafından finanse edilen hükümet harcamalarında görülmektedir. Önemli enflasyon dönemlerinde – savaş dönemlerinde olduğu gibi merkez bankasından borçlanma yoluyla gerçekleşen hükümet harcamalarındaki artışın toplam talebi arttığı ima edilmektedir. Bu aktarım kanalında para arzı dışsal olarak belirlenmekte ve parasal değişkenlerdeki artış ile enflasyon arasında ilişki kurulmaktadır. Ancak, bütçe açıklarının merkez bankalarından finanse edilmediği ve finansal piyasa sisteminin geliştiği modern ekonomilerde bu aktarım mekanizmasının prensipleri ile uyumlu olmadığı ifade edilmektedir.[39]

2.2.2. Keynesyen İktisadi Teorinin Para Politikası Görüşleri

Keynesyen görüş, 1930'lu yıllarda yaşanan Büyük Buhran döneminde, krizin etkilerine karşı sistematik bir sonuç alınmasını sağlayan John Maynard Keynes' in 1936 yılında *İstihdam Faiz ve Paranın Genel Teorisi'* nde sinde Klasik görüşe karşı geliştirdiği alternatif önerilerini yansıtmaktadır. Keynes, yaptığı ekonomik analizde, toplam talebi, hükümet ve özel talebin birbirini tamamlayıcı nitelikte olduğunu tanımlayarak istihdamı artırmayı sağlayıcı politikanın belirleyebileceği değişkenleri ortaya koymaktadır. Keynes, miktar teorisinin aksine, gerçek değişkenlerin parasal ve finansal değişkenlere temelde bağlı olduğunu; fiyat seviyesinin yalnızca para miktarına bağlı olmadığını ve geçiş süreçlerinin ekonomik politikaya uygun şekilde müdahale edilmediği takdirde istikrarlı bir dengeye gelemeyeceğini belirtmektedir.[40] Bu yaklaşım politika yapıcılar tarafından genel kabul görmüş, özellikle maliye politikası ve bunun yanında para politikası uygulamaları ile enflasyon ve işsizlik sorunlarının çözümünde 1970'li yıllara kadar oldukça başarılı olmuştur. Bu dönemde toplam talep

[39] Peter Bofinger, **Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments**, Oxford, Oxford University Press Inc., 2001, s. 75-77.
M. Hanifi Aslan**, a.g.e**., s. 333, 335.
[40] Hyman P. Minsky, **John Maynard Keynes**, London, Columbia University Press, The Macmillan Press Ltd., 1975, s. 2, 7.

üzerinde etkili olabilmek için para otoriteleri, para arzını kontrol etmek amacıyla en önemli para politikası aracı olan faiz oranlarını kullandığı görülmektedir.[41]

Keynes' in görüşünde, para politikası ve reel ekonomi arasındaki ilişki faiz oranı üzerinden kurulmakta, reel ve parasal kesim arasında makro bütünlük sağlanmaktadır. Faiz oranının belirleyicileri parasal faktörlerdir ve para talebine ile para arzına odaklanılmaktadır. Toplam para talebi, makro düzeyde, faize duyarlıdır ve faiz oranı değişimleri ile ters yönde hareketlilik göstermektedir. Para arzı ise merkez bankası tarafından belirli miktardaki paranın ekonomiye enjekte edilmesi suretiyle artırılır yani para arzı egzojen/dışsaldır.[42] Ancak, Genel Teori sonrası çalışmalarında bankaların para arzı üzerindeki kontrolleri vurgulamasından[43]dolayı para arzını endojen/içsel hale getirdiği belirtilmekle birlikte,[44] tespitlerine karşın, Keynes' in çalışmalarında para arzını dışsal bir değişken olarak kabul ettiği görülmektedir.[45] Daha sonraki süreçte, Post-Keynesyen iktisatçılar, ekonomik birimlerin para ve kredi taleplerinin genelde bankacılık ve finans sektörü tarafından karşılandığını belirterek para arzının içselliğine dikkat çekmişlerdir.[46]

Keynes' in para politikasında, kısa dönem analizde, para talebinin faiz karşısındaki elastikiyeti ve yatırımların faiz oranlarına karşı duyarlığı vurgulanmaktadır. Ancak girişimcilerin yatırım kararları için faiz oranı yanı sıra asıl önemli olan yatırımların marjinal etkinliği ile ilişkili beklentilerdir. Reel faiz oranını düşük olduğunda diğer bir deyişle, finansman maliyeti azaldığında bile kar beklentisi düşük ise yatırımlarda artış gerçekleşmemektedir. Yatırımlar, iktisadi büyüklüklerden ziyade girişimcilerin beklentileri doğrultusunda oluştuğundan egzojen bir büyüklüktür.

---

[41] TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, Ankara, 2013, s. 2. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES&CVID=, (16.06.2019).

[42] Merih Paya, **a.g.e**., s. 87, 286-288.

[43] John Maynard Keynes, "Alternative Theories of The Rate of Interest", **Economic Journal**, C. 47, No. 186, Jun. 1937, s. 248.

[44] Selahattin Togay, "Finans Güdüsüyle Para Talebi: Önemi ve Yarattığı Sonuçlar", **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, C. 3, S. 1, 1998, s: 133, 136, 143.

Erkan Tokucu, "Yapısalcı Post Keynesyen İçsel Para Arzı Yaklaşımı ve Türkiye Ekonomisinde Geçerliliği: 1986–2005", (Marmara Üniversitesi SBE Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2008, s. 17, 18.

[45] Asuman Koç Yurtkur, "Para Arzının İçselliği Hipotezi: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz (2006-2018)", **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, S. 24, 2019, s. 134.

[46] M. Hanifi Aslan**, a.g.e.,** s. 273.

Bu durumda, para arzı ve para talebi arasında oluşan denge, faizi; faiz ise sermayenin marjinal etkinliği* ile ilişkili yatırımları etkilemektedir. Böylece yatırım ve tüketim harcamaları efektif talebin değişmesine neden olmaktadır.[47]

Keynes, iktisadi aktörlerin belirsizlik altında, nakit para tutma istekleri ve parayı elden çıkarmalarına neden olan etkenleri Likidite Tercihi Teorisi ile açıklamaktadır. Keynes' e göre işlem ve ihtiyat güdüsüyle para talebinden farklı olarak servetlerin bir bölümünün, faiz oranlarındaki değişmelerden yararlanmak ya da kar sağlayan menkul kıymet alımında kullanabilmek için spekülasyon güdüsü ile de para talep edilmektedir. İlki dolaşımdaki aktif parayı temsil etmekte; ihtiyati ve spekülatif para talebi ise aktif olmayan nakit varlıkları temsil etmektedir. Ancak, ihtiyati ve spekülatif güdüyle nakit varlık tutmayı belirleyen faktörleri göz önünde alındığında birlikte sınıflandırılmamaktadır. İşlem ve ihtiyati amaçlı elde tutulmak istenen nakit miktarı, paranın maliyetinden yani faiz oranından sınırlı bir dereceye kadar etkilenmektedir.[48] İşlem ve ihtiyat para talebi, gelirin fonksiyonu iken spekülatif para talebi faizin bir fonksiyonudur. Bununla birlikte iktisadi aktörler, faiz oranı ile ilgili farklı beklentilere sahiptir ve spekülatif amaç için para tutmanın temel nedeni olmaktadır.[49] İlaveten, organize bir piyasanın varlığı, faiz oranının geleceği konusundaki belirsizliği ve yatırımcıların farklı tahminleri bağlı spekülatif davranışlarından dolayı likidite tercihindeki geniş dalgalanmalar için bir fırsat vermektedir.[50] Faiz oranları ile tahvil fiyatları değişimleri ters yönlü olmakla birlikte, para ve tahvilden** oluşan bir portföyde; eğer, yatırımcılar gelecekte faiz oranı yükselmesini veya faiz gelirinin artışı kadar tahvil fiyatlarının düşmesini bekliyorsa, parasını tahvilde tutmak yerine servetini nakit parada tutmayı tercih edecektir. Eğer, yatırımcılar gelecekte faiz oranının

* Keynes, sermayenin marjinal etkinliğinin, sermaye malının/varlığının cari arz fiyatı ve gelecekteki getirisi arasındaki ilişkiye bağlı olduğunu ve bir sermaye türünde yatırım arttıkça marjinal etkinliğinin azaldığını belirtmektedir. Sermaye üretme tesislerine uygulanan baskı, arz fiyatının artmasına neden olmakta bunun sonucunda, gelecekteki verimi düşürmektedir. Kısa dönemde denge üretimi önemli iken uzun dönemde bu görüş daha önem arz etmektedir.

John Maynard Keynes, **The General Theory of Employment, Interest and Money**, 4. bs., C. 7, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Cambridge University Press, 2013, s. 136.

[47] Merih Paya, **a.g.e**., s. 270, 271, 272, 304.

[48] Alvin H. Hansen, **A Guide to Keynes**, Economics Handbook Series, ed. Seymour E. Harris, New York, McGraw-Hill Book Company, 1953, s. 126-128.

[49] İlker Parasız, **Makro Ekonomi: Teori ve Politika**, s. 154-156.

[50] John Maynard Keynes, **The General Theory of Employment, Interest and Money**, s. 169, 170, 171.

** Keynes analizinde, 'cansol' denilen vadesiz tahvilleri kullanmaktadır. Spekülatif para talebinde, vadeleri farklı finansal aktifler ile nakit arasındaki değişim ilişkilendirilmemiştir.

düşmesini veya tahvil fiyatlarının yükselmesini bekliyorsa, düşük fiyatlı tahvil satın almak için mevcut nakit parayı tahvile çevirmeyi isteyecek tüm servetini tahvilde tutacaktır. Bu durumda, faiz oranı ile spekülatif para talebi değişimleri ters yönde olmaktadır.[51] Keynes' in, herhangi bir zamanda var olan nakit para miktarı ile servet tutma arzusunu dengeleyen fiyat şeklinde ifade ettiği faiz oranı düştüğünde, nakit para ödülünün azalması nedeniyle arz miktarını aşan elde tutulmak istenen nakit miktarı oluşmakta buna karşın faiz oranı yükseldiğinde, elde tutmak istenmeyen nakit fazlası oluşmaktadır. Çünkü para tutmanın maliyeti yükselmekte ve talep edilen miktar azalmaktadır. Bu durumda, para miktarı (M) ile birlikte likidite tercihi (L), belirli şartlarda, faiz oranını (r) belirleyen bir başka faktördür. M = L(r) eşitliği, likidite tercihin, faiz oranına karşılık bireylerin tutacağı para miktarını sabitleyen potansiyel eğilimini ve para miktarının ekonomik sisteme girdiği yeri göstermektedir.[52] Kısaca para miktarındaki değişiklik likiditeyi değiştirmekte, kısa vadeli faiz oranı bu likidite etkisinin bir ölçüsünü yansıtmaktadır.[53] Bu noktadan hareketle, para miktarının artması likidite etkisi ile faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Bunun ilk etkisi, işlem güdüsüyle daha fazla para talep edilmesidir. Faiz oranındaki düşüşün milli geliri artırması durumunda, işlem güdüsüyle tutulan para miktarı, gelir artışıyla orantılı olarak artar; bununla birlikte hazırda tutulan para, nakit ödeme kolaylığının maliyeti azaltılacaktır. İkinci etkisi, faiz oranındaki her düşüş, bireylerin spekülatif güdüyle elde etmek isteyecekleri nakit miktarını artırabilmektedir. Gelecekteki faiz oranını hakkında piyasa görüşlerinden farklı tahminlerine bağlı olarak kar fırsatlarını beklemek isteyebilirler.[54] Keynes, para talebini, miktar teorisinde paranın mübadele aracı olmasının yanında bireylerin para tutma nedenlerini açıkladığı likidite tercihi ile göstermektedir; [55]

$M^d = kY + L(r)$ şeklinde ifade edilmektedir.

k: işlem ve ihtiyat sebebiyle para tutma

[51] İlker Parasız, **Makro Ekonomi: Teori ve Politika**, s. 156.
[52] John Maynard Keynes, **The General Theory of Employment, Interest and Money**, s. 167, 168.
[53] Allan H. Meltzer, "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", **Journal of Economic Perspectives**, C. 9, S. 4, 1995, s. 52.
[54] John Maynard Keynes, **The General Theory of Employment, Interest and Money**, s. 170- 172.
[55] Ahmet İncekara, Ferda Yerdelen Tatoğlu ve Halil Tunalı, **Para Talebi Olgusu ve Türk Halkının Para Talebinin İncelenmesi**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı, 2010, s. 17.
Hasan Özyurt, **Para Teorisi ve Politikası**, Trabzon, Derya Kitabevi, 2006, s. 156, 161, 162.

Y: nominal geliri

L: spekülasyon sebebiyle para tutma

r: faiz oranı

(kY) işlem ve ihtiyat güdüsüyle para talebini gösterirken (L(r)) spekülasyon güdüsüyle para talebini göstermektedir.

Keynes, para talebi için Genel Teori' den sonra yazdığı makalelerde likidite tercihi çerçevesinde firmaların finans güdüsüyle para talebinde bulunduğunu eklemiştir.[56] Yatırım kararında, yatırımlar tamamlamadan yatırım faaliyetinin sonucu ortaya çıkan aktif bakiyelere olan talepten farklı olarak ilave finansman sağlamak için ek bir para talebinde bulunmaktadır. Ancak bu talep, planlanan yatırım artışlarına karşılık gelen tasarruflar, gerçekleşmeden ve bu tasarrufları kimin yapacağı bilinmeden önce, geçici bir para talebidir.[57] Diğer bir deyişle, planlanan faaliyet ölçeğinde artış tasarruf miktarına bağlı olmaksızın likidite talebini artırmaktadır.[58] Bankadan borçlanma talebi ile para talebi farklıdır ve para bulundurmak isteyen firmalar, bankalardan borçlanmayı kısmen ve geçici olarak karşılayabilmektedir. Keynes, gereksinim duyulan fonları tedarik etmek için finansman biçimleri arasındaki farklığa dikkat çekerek, eğer firma kendi öz kaynaklarıyla piyasaya girip fon toplamak yerine bankadan borçlanmaya yönelirse ve banka ödünç vermeye istekli değilse, finansman talebindeki artışa karşılık faiz oranını artırması muhtemeldir.[59] Ancak, ilave finansman ihtiyacından kaynaklanan para talebi, faiz oranı üzerinde baskı yaratmamaktadır.[60] Şöyle ki, bankaların müşterilerine ait kullanmadığı kredi verme imkanları yani kullanılmayan fazla çekim oranları doğrultusunda var olan bir miktar paranın, finans için artan bir talebin, bankalar üzerindeki etkilerini azaltmak için ideal bir bankacılık sistemi vardır. Kullanılmayan kredilerin varlığı, firmanın daha yüksek bir aktivite ölçeğine geçişini, likidite talebi ve faiz oranı üzerinde daha az baskı ile gerçekleştirilebilmesine olanak tanımaktadır.[61] Bankaların gücüne vurgulayarak, eğer

[56] Ahmet İncekara, Ferda Yerdelen Tatoğlu ve Halil Tunalı, **a.g.e.,** s. 17.
[57] John Maynard Keynes, "Alternative Theories of The Rate of Interest", s. 245-247.
[58] John Maynard Keynes, "The Ex-ante Theory of The Rate of Interest", **Economic Journal**, C. 49, No. 188, Dec.1937, s. 667.
[59] John Maynard Keynes, "Alternative Theories of The Rate of Interest", s. 245-247.
[60] Selahattin Togay, **a.g.e**., s. 133, 136.
[61] John Maynard Keynes, "The Ex-ante Theory of The Rate of Interest", s. 669.

bankalar fon sağlama olanaklarını kısıtlarlarsa, kısa dönem kredi piyasasında yaşanan sıkışıklık yani nakit kıtlığı nedeniyle faaliyet ölçeği artışını engelleyecektir. Yani tasarruf kıtlığı nedeniyle değil nakit kıtlığından dolayı yatırımlar gelişememektedir.[62]

Keynes' in para talebi ve paranın dolaşım hızının faize karşı değişkenliği konusundaki görüşlerini izleyen iktisatçılar yeni bulgular ile modelin gelişmesinde katkıda bulunmuşlardır. Baumol ve Tobin, işlem amacıyla tutulan nakit paranın da değerlendirilebilmesi için faize duyarlı olabileceğini savundu. Tobin, bireylerin farklı türdeki yatırım araçlarının risk ve getirileri ölçüsünde optimal bir portföy oluşturduğunu öne sürüp, Keynes' in sıfır opsiyonlu yani iki aktifin bulunduğu portföy yaklaşımını geliştirdi. Portföy teorisinin iki ana kolundan biri olan Makro Ekonomik Portföy Teorisi yaklaşımının temellerini atmıştır. Her ne kadar Keynes' in yaklaşımını tam yansıtmadığı belirtilse[63] de, John Hicks' in faiz kanalına dayanan ve mal ve para piyasalarını içeren IS-LM modeli, ekonominin işleyişi konusunda bir anlatım tarzı olmuştur.[64] Para politikası faiz kanalı aktarımı, kısa vadeli faiz oranlarının reel ekonomi üzerindeki etkileri IS-LM modeli ifade edilmektedir.[65]

2.2.3. Monetarist İktisadi Teorinin Para Politikası Görüşleri

Milton Friedman, *Paranın Miktar Teorisi: Bir Yeniden Yorumlama* (1956) adlı makalesinde, miktar teorisini yeniden yorumlayarak bir para talebi teorisi geliştirmektedir.[66] Friedman, para talebine ilişkin formülasyonu:

$M^d/P = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m)$ şeklinde ifade edilmektedir.

M^d/P: Talep edilen reel para miktarı

Y_p: Sürekli gelir (beklenen ortalama uzun vadeli gelir)

r_m: Paradan beklenen getiri

r_b: Tahvillerden beklenen getiri,

r_e: Hisse senetlerinden beklenen getiri

[62] John Maynard Keynes, "Alternative Theories of The Rate of Interest", s. 247, 248.
[63] Hicks' in IS-LM modeli eleştirisinin detaylı bilgisi için bkz. Hyman P. Minsky, **a.g.e**., s. 31-37.
[64] Merih Paya, **a.g.e**., s. 87- 92, 281.
[65] Peter Bofinger, **a.g.e**., s. 82-86.
[66] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 528.

π^e: Beklenen enflasyon oranıdır

Friedman'ın modern miktar teorisine göre parayı bir varlık olarak görmekte ve varlık talebi teorisini paraya uygulamaktadır. Bir varlığa talep edilen miktar, servetle pozitif ilişkili olduğu için; para talebi, sürekli gelir ile pozitif bir şekilde ilişkilidir. Friedman' ın servet kavramı ifade eden sürekli gelir, çok daha az kısa vadeli dalgalanmalara sahiptir. Örneğin, bir iş döngüsünün durgunluğu sırasında, gelir düşüşünün çoğu geçicidir ancak, ortalama uzun vadeli gelir yani sürekli gelir daha az düşer. Dolayısıyla, para talebinin iş döngüsü hareketleriyle fazla dalgalanmayacağını belirtmektedir. Bir birey, servetini paranın yanı sıra tahviller, hisse senetleri ve mallar olmak üzere üç varlık şeklinde elinde tutabilir ve beklenen para getirisine göre bu varlıkların her birinin beklenen getirisi ile temsil edilir. Bu ilişkide $(r_b - r_m)$ veya $(r_e - r_m)$ yükseldiğinde, getirinin karşılaştırılmasına göre (r_m) düşmekte ve negatif ilişkide olduğundan para talebi düşmektedir. $(\pi^e - r_m)$, paraya göre malların beklenen getirisini temsil etmekte ve bu terim yükseldiğinde, malların beklenen getirisi artmakta ve para talebi düşmektedir. [67] Diğer bir ifadeyle, para tutmanın fırsat maliyeti diğer varlıkların getirisi olmaktadır.[68]

Y_p dışındaki değişkenler (k) ile ifade edildiğinde,

$\frac{M}{P} = k.f(y)$ ve buradan $M = k.P.y$

Cambridge yaklaşımında olduğu gibi $k = \frac{1}{V}$ dir. Yeni miktar teorisi,

$M.V = P.y$ şeklinde ifade edilmektedir.

Yeni Miktar Teorisi, iki noktada farklılık göstermektedir: Birincisi, paranın dolanım hızı (V) ve tutulan para miktarının gelire oranı (k), sabit olarak kabul edilmemekle birlikte, farklı türdeki aktiflerin faiz oranları, beklenen enflasyon oranı vb. bazı değişkenlerin istikrarlı bir fonksiyonudur. İkincisi, (y), sürekli geliri ifade etmektedir. Keynes' den farklı olarak, cari gelir yerine belirli bir dönemde gelir akımı sağlayan varlığın bugünkü değerini veren serveti kullanmaktadır.[69]

[67] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 87, 529, 530.
[68] İncekara, Ahmet, Ferda Yerdelen Tatoğlu ve Halil Tunalı, **a.g.e**., s. 11.
[69] Merih Paya, **a.g.e**., s. 99, 100.

Friedman'm Miktar Teorisi, bireyin toplam servetini, çeşitli varlıklar arasında seçimini ve bölüşümünü açıklayan mikro yaklaşımdan makro düzeyde reel para talebini açıklayan bir teori geliştirmekte ve reel para talebinin faiz elastikiyetinin zayıf ve faiz oranlarına duyarsız olduğunu kanıtlamaktadır.[70] Friedman, para arzını dışsal olarak belirlemekte ve fiyat düzeyini para miktarındaki artış ile açıklamaktadır. Para arzındaki çok hızlı büyüme enflasyon ile sonuçlanmaktadır. Bunun yanında, paranın önemli olduğunu, para arzındaki değişmelerin nominal değişkenler ve kısa dönemde hasıla, istihdam vb. reel değişkenler üzerinde etkisi olabilmektedir. Artan para miktarı, ekonomik faaliyetleri genişleterek toplam talebi arttırmaktadır. Para miktarının artışı ekonomide reel para arzı artmasına ve faizlerin düşmesine neden olmaktadır. Finansal piyasalardaki değişiklikler, mal ve hizmet piyasalarında harcamaları uyarmaktadır. Böylece toplam talep artışı ve genişleme süreci başlamış olmaktadır.[71]

Monetarist/Parasalcılar, borçlanma ve yatırım kararlarının reel faiz oranları dikkate alarak belirlendiğini, Keynesyen görüşün aksine nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki olduğunu ifade etmektedir. Ayrıca para politikasının sadece faiz oranları ile değil birçok kanal ile toplam talebi etkilediğini ileri sürmüşlerdir. [72]

Parasalcılara göre uzun vadede para otoritesi, sadece paranın miktarını etkileyebilmekte buna karşın enflasyon hedefi ve nominal faizleri doğrudan kontrol edememektedir. Enflasyon hedefiyle tutarlı bir şekilde parasal büyümeye izin verdiği takdirde, enflasyon, belirlenen hedefi kadar gerçekleşecektir. Diğer bir deyişle, para otoritelerince uzun vadede doğrudan kontrol edilemeyen nominal faiz oranları, parasal büyüme tarafından belirlenen enflasyon hedefi ve denge reel faiz oranı ile belirlenmektedir.[73] Friedman'a göre para politikası, faiz oranlarını çok kısıtlı süre için kontrol edebilmektedir. Kontrol edebileceği alternatif büyüklükler arasında, döviz kurları, fiyat seviyesi ve parasal toplamlar yer almaktadır. Bunların içinde en önemli olan fiyat seviyesi ile politika eylemleri arasındaki bağlantı, politika eylemleri ile çeşitli

[70] İncekara, Ahmet, Ferda Yerdelen Tatoğlu ve Halil Tunalı, **a.g.e**., s. 13.
Merih Paya, **a.g.e.,** s. 100.
[71] M. Hanifi Aslan, **a.g.e**., s. 157, 303, 307.
[72] TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, s. 2.
Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 610, 611.
[73] K. Azim Özdemir, **a.g.e**., s. 28.

parasal toplamlarla olan bağlantısına göre daha dolaylıdır. Bununla birlikte parasal toplamlar ile karşılaştırıldığında, parasal eylemin fiyat seviyesini etkilemesi daha uzun sürmekte ve gecikme süresi ile etkinin büyüklüğü koşullara göre değişmektedir. Belirli bir parasal eylemin fiyat seviyesi üzerinde nasıl ve ne zaman bu etkiye sahip olacağını tam olarak tahmin edilemeyeceğinden, doğrudan fiyat seviyesini kontrol etmeye çalışmak sorun yaratabilir.[74]

Friedman'ın, para politikasının uzun ve değişken gecikmelerle çalıştığı gözlemi yanında diğer bir eleştirisi, enflasyon ve işsizlik arasında uzun dönemli bir dengesizlik olmadığı yönündedir. Genişletici para politikası ekonomik aktiviteyi artırıp ve işsizliği kısa süreler için azaltabilse de, nominal ücretlerin geçici olarak yapışkanlığı sebebiyle işçilerin kendi ekonomik çıkarlarını doğrultusunda, enflasyonun artışı ardından, daha hızlı ücret artışları talep edeceklerdir. Sonuç olarak, uzun vadede, genişletici para politikası sadece enflasyonun etkilenmekte, üretim ve işsizlik doğal oranlarına geri dönmekte, reel gelirin tam istihdamdan sapması geçici olmaktadır.[75]

Monetaristlere göre ekonomik dalgalanmalar geçici olduğundan ekonomik istikrar için aktivist politikaların uygulanmaması ve politikanın para arzının belli bir oranda artması ile sınırlandırılması gerekmektedir.[76] Friedman'a göre para otoritesinin politikadaki keskin dalgalanmalardan kaçınması gerekmektedir. Büyük Buhran gibi diğer tüm büyük daralma dönemlerinden edinilen deneyimler, para politikasının paranın kendisinin önemli bir ekonomik rahatsızlık kaynağı olmasının önüne geçmesi gerektiğini göstermektedir.[77]

2.3. Para Politikasının Amaçları

Para politikası tanımında belirtilen merkez bankasının temel/nihai hedef ve amaçları tarih boyunca değişiklikler göstermektedir. 1970' li yıllar öncesinde sürdürülebilir büyüme ve tam istihdam hedeflerine ulaşılmasında destekleyici

[74] Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy", **The American Economic Review**, C. 58, S. 1, Mart 1968, s. 5, 14, 15,
[75] Ben S. Bernanke vd., **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, Princeton, Princeton University Press, 1999, s. 11-14.
M. Hanifi Aslan, **a.g.e**., s. 157-159.
[76] M. Hanifi Aslan, **a.g.e**., s. 159, 160.
[77] Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy", s. 12, 15, 16.

uygulamaları olan para politikasının, 1970' li yıllarda yaşanan petrol kriziyle başlayan yüksek enflasyon süreci sonrasında temel amacı, fiyat istikrarı sağlamaya yönelik olmuştur. Nihayetinde, 2008 yılı küresel finans krizinin ardından, fiyat istikrarını tehdit edebilecek makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla tasarlanan yeni politika stratejisinde, fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın sağlanmasını da amaç edinen bir yapıya kavuşmuştur.[78]

2.3.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarının amacı, ekonomide hem uzun süreli ve yüksek enflasyon hem de deflasyondan kaçınmak anlamına gelir. Kısaca fiyatlar genel seviyesindeki artışı, düşük ve istikrarlı tutmayı ifade etmektedir.[79] Genellikle, tek haneli ve düşük yıllık enflasyon oranları ve enflasyon riskinin ihmal edilebilir seviyede olduğu anlamına gelmektedir.[80] Fiyat istikrarı, çeşitli yollar ile yüksek düzeyde ekonomik büyüme ve istihdama yönelik katkıda bulunmaktadır:[81]

- Fiyat istikrarı, ekonomik birimlerin, her bir mal veya hizmetin fiyatlarındaki hareketleri, genel fiyat seviyesindeki değişikliklerden ayrılabilmesini ve izlenilebilmesini kolaylaştırmaktadır. Göreli fiyatlardaki değişiklikler söz konusu mal ve hizmetlerin arz ve taleplerinde meydana gelen değişikliklerden kaynaklanmakta ve "nispi kıtlığındaki" değişiklikleri yansıtmaktadır. Böylelikle tüketim ve yatırım kararları alınırken piyasanın, kaynakları daha verimli bir şekilde tahsis etmesini desteklemektedir.

- Ekonomik birimler, gelecekte fiyatların istikrarından emin olduklarında, uzun vadede nominal varlıkları tutmakla ilişkili riskleri telafi etmek için "enflasyon risk

---

[78] TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, s. 1, 12.
Erdem Başçı ve Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **TCMB Çalışma Tebliği**, No: 11/08, Ankara, 2011, s. 2, 3.

[79] TCMB, Fiyat İstikrarı ve Enflasyon, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/, (28.08.2019).
Hasan Özyurt, **a.g.e**., s. 213.

[80] A. Hakan Kara ve Musa Orak, "Enflasyon Hedeflemesi", **Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, İstanbul, 2008, s. 2, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Calismalar/TCMB+Bunyesinde+Yapilan+Calismalar/, (14.04.2019).

[81] European Central Bank, **The Monetary Policy of the ECB**, Frankfurt, 2011, s. 56, 57.

primi" talep etmeyeceklerdir. Bu durum, reel faiz oranlarını düşürürerek sermaye piyasalarının kaynak tahsisine katkıda bulunur ve böylece yatırım yapma teşviklerini artırmaktadır.

- Fiyat istikrarının sürdürülmesi ile ekonomik birimler, kaynaklarını enflasyona karşı korumak amacıyla verimsiz kullanımlara yönelme ihtimalini azaltabilir. Örneğin, yüksek enflasyonlu bir durumda ekonomik birimler, reel malların, para veya belirli finansal varlıklara göre değerini daha iyi koruyabildiği düşüncesiyle mal stoklama eğiliminde bulunur. Mal stoklamak verimli bir yatırım kararı olmamakla birlikte, ekonomik büyümeyi engellemektedir.

- Çoğu durumda, mali sistemler vergi oranlarının ve sosyal güvenlik katkılarının enflasyon oranına endekslenmesine izin vermemektedir. Bu olumsuz durum, enflasyon veya deflasyon ile daha da artmaktadır. Fiyat istikrarı, enflasyonun vergi ve sosyal güvenlik sistemlerinin bozucu etkisinden kaynaklanan maliyetleri ortadan kaldırmaktadır.

- Finansal varlıkların ani bir şekilde yeniden değerlenmesi, bankaların bilançolarının bozulmasına, sektörün zayıflamasına, hanehalklarının ve firmaların servetlerinin azalmasına sebep olabilmektedir. Buna karşılık, para politikasının fiyat istikrarını sürdürülebilmesi, nominal varlıkların reel değerini enflasyonist ve deflasyonist şoklardan koruyabilir. Böylelikle fiyat istikrarına yönelik uygulanan para politikası, finansal istikrarın sağlanmasına da katkıda bulunmaktadır.

Bu argümanlar, fiyat istikrarının sağlanması halinde, yaşam standartları ve ekonomik faaliyetlerin seviyesini arttıracağını ve daha iyi istihdam olanakları yaratılmasında önemli katkı sağladığını göstermektedir. Enflasyon ve büyüme arasında negatif bir ilişkinin varlığına dair yapılan ampirik çalışmalarla desteklenmektedir.

2.3.2. Finansal Sistemde İstikrar

Modern merkez bankalarının önemli görevlerinden biri olan finansal sistemin istikrarının sağlanması ile politika yapıcıların, hisse senedi, bono piyasaları gibi pek çok piyasanın düzgün ve etkin çalışması, finansal paniklerin engellenmesi veya

durdurulması amaçlanmaktadır.[82] Politikalarının etkileri, ülkelerin finansal piyasaların yapısı ve gelişimine bağlı olarak değişmektedir.[83] Varlık fiyatlarında patlama, hızlı kredi genişlemesi ve ortalamanın üzerinde seyreden sermaye birikimi gibi semptomların birleşimi finansal istikrarsızlığı doğurabilmektedir. Bununla birlikte düşük enflasyonlu bir ekonomide finansal dengesizliklerin birikmesi finansal sıkıntıya sebep olabilmektedir.[84] Kredi sisteminin finansal istikrarsızlık ile ilişkilendirilmesinde, kredilerin finansal hızlandırıcı etkisinin yanında, kredi büyümesi ile diğer önemli makro değişkenlerin dahil olmasıyla finansal sektörün kendi şoklarını yaratabileceğine yönelik analizler ortaya koyulmaktadır. [85]

Dünyadaki çoğu merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarı olmasına karşın finansal istikrarın sorumluluğu çoğu durumda daha az resmi olmakta veya devlet otoritesine verilmektedir. Örneğin, Avrupa Merkez Bankası' nın para politikası, finansal istikrar, fiyat istikrarı amacına tabidir. Fiyat istikrarı, finansal istikrar için bir önkoşuldur ve para politikasının finansal istikrarın desteklenmesi için yapabileceği katkı konusunda, fiyat istikrarının sürdürülmesi ve güçlendirmesine yönelik olması gerekliliği görüşü benimsemektedir. Finansal istikrar aynı zamanda, para politikasının aktarım mekanizmasının düzenli bir şekilde çalışmasını sağlayabilmektedir. Dolayısıyla, uzun vadeli bir perspektiften, finansal istikrar ve fiyat istikrarı politika hedeflerini karşılıklı olarak desteklerken kısa vadede, finansal istikrar ve fiyat istikrarı her zaman uyumlu gitmeyebilir. Fiyat istikrarı sağlanabildiği durumda bile, finansal dengesizlikler oluşabilir ve fiyat istikrarının korunmasını zorlaştırabilir.[86] Ekonomik birimlerin banka ve finansal piyasalara olan güven kaybı, düşük riskli alternatiflere talebi artırabilmekte ve yatırımcılar ile tasarruf sahipleri arasındaki aracılık faaliyetlerinin etkinliğini bozabilmektedir. Örneğin, otomobil kredisi ya da konut ipoteği elde edilmesinde kredi piyasası ihtiyaca cevap veremeyecektir. Finansal piyasalarda volatilitenin şiddetinin artma olasılığı bir sistematik risk tipidir.

[82] İlker Parasız, **Modern Bankacılık: Teori ve Uygulama**, s. 404, 405.
[83] Memduh Aslan Akçay**, a.g.e**., s. 12.
[84] Claudio Borio ve Philip Lowe, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", **BIS Working Papers** No: 114, Bank for International Settlements, 2002, s. 1, 27.
[85] Moritz Schularick ve Alan M. Taylor, "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", **American Economic Review**, C. 102(2), American Economic Association, 2012, s. 1042, 145, 1058.
[86] European Central Bank, **The Monetary Policy of the ECB**, s. 83.

Dolayısıyla merkez bankaları finansal sitemdeki istikrarsızlığın bütün ekonomiyi kapsayan ve bundan tüm ekonomik birimlerin etkilendiği sistematik riski, hızlı bir şekilde hareket ederek önlemeli veya kontrol etmelidir. Böylece finansal sistemin düzgün bir şekilde işleyişi ile ekonomik faaliyetlerde ilerleme sağlanabilir.[87]

TCMB Kanunu'na (Kanun no: 1211) göre Bankanın temel görevleri arasında, ‘‘(g) finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak’’ ibaresi yer almaktadır.[88] TCMB finansal istikrarı, fiyat istikrarının sağlanması amacı doğrultusunda vazgeçilmez bir öğe olarak değerlendirmekte ve finansal istikrarı yakından gözeten esnek para politikası uygulandığını belirtmektedir. Mali piyasaların izlenmesi, finansal istikrar ile ilgili ulusal ve uluslararası gelişmelerin takibi ve bu gelişmeler karşısında makro ölçekte tedbir amaçlı politikalar üretilmesi amacıyla her ay toplanan Para Politikası Kurulu’ nda değerIendirilmektedir.[89]

2.3.3. Tam İstihdam ve Ekonomik Büyüme

Tam istihdamın sağlanmasında, ekonominin genelinde tüm üretim faktörleri, özelinde emek faktörü amaçlanmaktadır. Para politikası açısından ise yapısal, konjonktürel, mevsimlik ve friksiyonel/arızi işsizlik türlerinin giderilmesi yoluyla istihdam hacmini arttırılmasını içermektedir. Gelişmiş ülke ekonomisinde ortalama %3, gelişmekte olan ülkelerde %5 oranında işsizlik normal kabul edilmektedir. Bir ekonomide var olan işsizlik oranı ve ekonomik büyüme koşullarında, Okun yasasına göre işsizliğin l puan azaltılmasına karşılık ekonomik büyümenin 2.2 puan artırılması gerektiğinden ekonomiler enflasyon sorununu ile karşı karşıya kalmaktadır.[90]

---

[87] İlker Parasız, **Modern Bankacılık: Teori ve Uygulama**, s. 401, 404, 405.

[88] TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu**, Kanun No: 1211 Kabul Tarihi: 14/1/1970, s. 1, 2, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4b4d0592-f3e1-46d2-9814-11e0ad94ab7c/TCMB_Kanun.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4b4d0592-f3e1-46d2-9814-11e0ad94ab7c-m4fukXa , (02.09.2019).

[89] TCMB, Merkez Bankası ve Finansal İstikrar, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Merkez+Bankasi+ve+Finansal+Istikrar/, (02.09.2019).
TCMB, Finansal İstikrar ile İlgili Politika Uygulamaları, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Finansal+Istikrar+-+Politika+Uygulamalari, (02.09.2019).

[90] İlker Parasız, **Para Teorisi ve Politikası**, 2. bs., Bursa, Ezgi Kitapevi, 2009, s. 297.

Ekonomik büyüme, firmaların yatırım yapabilmeleri için uygun koşulların sağlanması veya tasarruf arttırıcı tedbirlerin alınması[91] yoluyla daha fazla fon yaratılabilmesi için ekonomik birimlerin tasarrufa teşvik edilmesiyle gerçekleşmektedir. Bu noktada, para otoriteleri, reel sektördeki gelişmelere uygun biçimde parasal ihtiyaçlar karşılanması yani ekonomik daralmanın yaşanmasını önlemek amacıyla gerektiğinde para arzı arttırma yoluna gidebilmektedir. Ancak salt para arzının artırılmasıyla ekonomik büyümenin sağlanmaya çalışılması mümkün olmadığından, iktisadi kalkınmanın gerçekleşebilmesi için birçok kurum ile uyumlu biçimde politika yürütülmesi gerekmektedir.[92] Bu doğrultuda, merkez bankaları, fiyat istikrarı hedefini göz önünde bulundurarak, istihdam ve dengeli ekonomik büyümeyi sağlayıcı ekonomik politikaları desteklemektedir.[93]

2.3.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi

Ödemeler bilançosu dengesinin iyileştirilmesi konusunda, para politikasının katkısı ülkenin döviz kuru sistemi gibi başka etkenlerin mevcudiyetine bağlı olmaktadır. Ödemeler dengesinin iyileştirilmesi para politikası açısından en basit haliyle, ihracatın arttırılması ve ithalatın kısılmasına yönelik olabilmektedir. Ancak uygulanacak politika aracının seçimi önemlidir. Örneğin ekonomide var olan bir dış ticaret açığı olsun, ithalatı kısıcı ve ihracatı artırıcı politika uygulamasında, belirlenen açığı giderilmesi ölçüsünde para arzı ve kredi hacminin daraltılması ekonomik aktivitenin de daralmasına sebep olabilir. Bunun yerine deflasyonist para politikası ya da döviz kuru politikası yoluyla ithalatı kısıcı veya ihracatı arttırıcı politikalar uygun olabilmektedir.[94]

---

[91] TCMB, **Tasarruf-Yatırım Dinamikleri ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri**, Ankara, 2015, s. 2, 20, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1c433a55-1f29-4115-acd7-70dc3861772b/TCMB_KITAPCIK_2015_1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1c433a55-1f29-4115-acd7-70dc3861772b-m5lk1bu, (12. 09.2019).
[92] Hasan Özyurt, **a.g.e**., s. 216, 217.
[93] European Central Bank, **The Monetary Policy of the ECB**, s. 57.
[94] Hasan Özyurt, **a.g.e**., s. 218, 219.

2.3.5. Faiz Oranı İstikrarı

Faiz oranlarındaki dalgalanmalar ekonomik birimlerin yatırım kararlarını etkilemektedir. Girişimcilerin makine ve teçhizat yatırımlarını, hanehalkının uzun vadeli konut yatırımlarını güçleştirmektedir.[95]

Finansal yatırımlar açısından faiz oranları değişmesi birçok menkul kıymetin fiyatlarının dalgalanmasına sebep olmaktadır. Menkul kıymetler özellikle piyasadaki faiz oranlarının değişmesinden kaynaklanan faiz oranı riskinden etkilenir. Bu durum sabit getiri sağlayan menkul kıymetler için de geçerlidir. Faiz oranlarının yükselmesi durumunda sabit getirili bir menkul kıymetin fiyatını/değerini düşecektir. Faiz oranı riski, adi hisse senedi ve yatırım fonları gibi diğer uzun vadeli yatırımları da etkilemektedir. Faiz oranı arttığında, yatırımın değerini düşürür ve bunun tersi de geçerli olmaktadır.[96]

Beklenen ve gerçekleşen enflasyon arasında büyük farklar oluşması, duruma göre finansal aracıların büyük kar elde etmelerine veya büyük zarara uğramalarına neden olabilmektedir. Bu nedenle merkez bankaları faiz oranlarındaki dalgalanmalar son derece duyarlı olmakta ve istikrarı sağlayacak stratejiler geliştirmektedir.[97]

2.4. Para Politikasının Hedefi, Ara ve Ana Göstergeleri

Merkez bankası kullanmakta olduğu politika araçlarıyla ulaşmak istediği temel/nihai amaçlara doğrudan etki edememektedir. Bu sebeple, MB politika sürecinde, politika araçlarına daha duyarlı olan operasyonel hedefler ile nihai amaçları doğrudan etkileyebilecek ara hedefler olarak adlandırılan bir değişken grubunun seçildiği bir strateji izlemekte ve amacına ulaşmaya çalışmaktadır. Bunun yanında, MB' nın para politikasının nihai amaçlara yönelik etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadır. Politika sürecinde ara ve operasyonel hedefleri kullanılması, MB' nın uzun vadeli politikaların sonucunu beklemeden politikalarının doğruluğu veya düzeltme gerekip gerekmediği konusunda hızlı karar verebilmesini sağlamaktadır.[98]

---

[95] İlker Parasız, **Para Teorisi ve Politikası**, s. 299, 300.
[96] Scott B. Smart vd., **Fundamentals Of Investing**, 13. bs., New York, Pearson Publishers, 2017, s. 169, 170.
[97] Merih Paya, **a.g.e**., s. 170, 171.
[98] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 414, 415.

Şekil 2.1' de görüldüğü gibi merkez bankası, istihdam ve fiyat seviyesi amaçlarına yönelik doğrudan etkisi olan parasal büyüklükler (M1, M2 veya M3) veya faiz oranları (kısa veya uzun vadeli) gibi ara hedefler olarak adlandırılan bir dizi değişken seçer. MB politika araçlarıyla bu ara hedef değişkenlerini doğrudan etkilemeyebilir. Bu noktada, politika araçlarına daha duyarlı ve ara hedefleri etkileyebilecek rezerv büyüklükler (rezervler, ödünç alınmayan rezervler, para tabanı, ödünç alınmayan para tabanı unsurları) veya faiz oranları (kısa vadeli faiz oranı, ABD için federal fon oranı veya Hazine bonosu oranı) gibi operasyonel hedefler denilen başka bir değişkenler seti seçerek politika süreci kurgulanmaktadır.[99]

Şekil 2.1: Para Politikası Operasyonel ve Ara Hedefleri

Kaynak: Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, ed. Denise Clinton, 7. bs., New York, Pearson Addison Wesley, 2004, s. 416.

Politika oluşturma sürecinde politika araçları ile nihai amaçlar arasında "hedef" veya "gösterge" olarak kabul edilen ara değişkenler/ölçümler yer almaktadır. Hedefler, merkez bankasının amacına ulaşmasını destekleyen değişkenlerdir ve kullanım özelliklerine göre ara hedefler ve operasyonel hedefler şeklinde adlandırılmaktadır. Ara değişkenler grubu genel olarak, finansal olmayan sektörlere kullandırılan krediler ve döviz kuru gibi piyasa önlemlerini, dar ve geniş para stoğu ölçümleri ile faiz oranlarını vb. içermektedir. Ara değişkenlerin birçoğu para politikasının ara hedefleri ve/veya ara göstergeleri olarak kullanılabilmektedir. Bununla birlikte belirtilmesi gereken husus, bazı ara değişkenlerin para politikası sürecinde birden fazla kullanım alanı bulması sınıflandırılmayı zorlaştırmaktadır.[100] Örneğin, bankacılık sisteminin

[99] **A.e**, s. 414, 415.
[100] Richard G. Davis, "Introduction", **Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey**, Federal Reserve Bank of New York, 1990, s. 2, 3.

rezervleri olarak işlev görebilen ve merkez bankasının yükümlülükleri olan parasal enstrümanlardan oluşan para tabanı, üç farklı şekilde kullanılabilmektedir. (1) merkez bankası eylemleri ile para, kredi ve fiyatların davranışları arasındaki ilişkileri açıklayan analitik bir araç olarak; (2) en yaygın şekli, parasal büyüklükler gibi bir ara hedefin istenilen davranışını elde etmenin bir aracı olarak operasyonel hedef olarak; (3) uzun dönemli nihai hedefi fiyat istikrarına ulaşma çabalarında merkez bankasına rehberlik etmek için bir ara hedef ya da bir gösterge niteliğinde kullanımıdır.[101]

Ara hedefler, para politikası araçları ile doğrudan kontrol edilemeyen ancak nihai amaçlar ile yakından ilişkili olan değişkenlerdir. Bu değişkenlere, faiz oranları, parasal büyüklükler ve döviz kuru vb. örnek gösterilebilir. Uygun bir hedef seçilmesinde, değişkenin politika eylemlerinin etkinliğinin değerlendirilebilmesi için ölçülebilir olması; değişkenin hedeflenen yolundan saptığında merkez bankasının tepki olarak araç ayarlarını değiştirebilmesi ve tekrar yola taşınması için bir dereceye kadar kontrole tabi olması; en önemli kriter olarak, nihai hedefle ilişkisinin yüksek ve öngörülebilir olması gerekmektedir. [102]

Ara parasal hedeflerin faydası, hangi değişkenin daha uygun olduğu ve hatta strateji içinde olup olmaması konusu literatürde her daim tartışılmaktadır. Bu tartışmalarda, ara hedefin nihai hedeflerle olan ilişkisinde bir miktar belirsizliği, kısa vadeli istikrarsızlığı ve uzun dönem içinde sapmanın olacağı ve politika araçları ile kontrol gücünün zayıflığı nedeniyle istenilen düzeyde sonuca ulaştıramayacağı ileri sürülmektedir. Bununla birlikte ara hedef kullanımının, merkez bankasının hesap verebilirliği ve kamuoyu ile daha iyi iletişim kurabilmesi, nominal bir çapa sağlanması ve kısa dönemli enflasyonist politikaların önlenmesi gibi potansiyel faydaları sağlayabilmektedir. Ayrıca kontrol edilemese bile öncü gösterge özelliğiyle politika sürecinde hizmet edebilirler. [103]

Parasal göstergeler iki şekilde yorumlanmaktadır. İlki, para politikası duruşunun bir ölçüsünü gösterebilir. Politikanın sıkılığı/gevşekliği ve derecesi hakkında sinyal

[101] Ann-Marie Meulendyke, "Possible Roles for the Monetary Base", **Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey**, Federal Reserve Bank of New York, 1990, s. 20
[102] Richard C. Barth, "The Framework of Monetary Policy", **Macroeconomic Management: Programs and Policies**, ed. Mohsin S. Khan vd., Washington, IMF, 2002, s. 139- 141, 160.
[103] Richard G. Davis, **a.g.e.,** s. 5- 7.

vermektedir. İkincisi, uygulanan politika sonucunda ekonominin mevcut durumu veya gelecekteki gelişmeler hakkında bilgi sağlayıcı öncü gösterge olarak yorumlanmaktadır.[104] Göstergeler, merkez bankasının kontrol etmek istemediği, politika eylemlerinin belirlediği hedefleri ne ölçüde etkilediği veya etkileyeceği konusunda bilgi sağlayan değişkenlerdir. Nominal GSMH, faiz oranları, para arzı ve banka rezervleri gibi parasal büyüklükler, para miktar tanımları, enflasyon beklentileri gibi çok sayıda gösterge büyüklükler vardır. Gösterge büyüklüğün seçilmesinde kriterlerden biri, merkez bankası politikasının hedef değişkendeki etkisini göstermesidir. Örneğin, para miktarında, mevduat kurumlarının ve hanehalkının davranışı; faiz oranlarında ise kredi piyasası, enflasyon bekleyişleri vb. dış faktörlerin etkisi olması nedeniyle merkez bankası para arzı ve faiz oranı üzerinde tam kontrol sağlayamamaktadır. Bu durumda uygulanan politikanın hem merkez bankası hem de piyasa ve hanehalkı tarafından yanlış değerlendirilmesine neden olabilmektedir. Bu sebeple, gösterge büyüklüğün hedef değişken ile ilişkili, diğer faktörlerden en az düzeyde ve politika araçlarından kısa sürede etkilenen değişkenlerin gösterge büyüklük olarak seçilmesi gerekmektedir.[105]

Operasyonel hedef ise merkez bankasının tam kontrole sahip olduğu parasal araçları içeren operasyonel çerçevesinde, günlük operasyonları için yeterince kontrol edilebilen ve birincil para politikası hedefine ulaşılmasını etkili bir şekilde destekleyebilen bir değişkendir.[106] Operasyonel hedef, para politikası araçlarıyla ara hedefler arasında yer alır. Para politikası uygulama sürecinde merkez bankası politika araçlarını ara hedefleri etkilemek için doğrudan kullanamasalar da belirlediği ara hedefi doğrudan etki edebileceği bir operasyonel hedefine yönelik kullanabilmektedir. Merkez bankasının kısa dönemli ekonomik koşullara yanıt olarak da değiştirebildiği taktik hedeflerdir. Bu değişkenlere rezerv büyüklükler ve kısa vadeli faiz oranları vb. örnek gösterilebilir. [107]

---

[104] **A.e**., s. 3, 4.
[105] M. Hanifi Aslan, **a.g.e**., s. 356-358.
[106] Nils Mæhle, "Monetary Policy Implementation: Operational Issues for Countries with Evolving Monetary Policy Frameworks", **IMF Working Papers,** No. 20/26, International Monetary Fund, 2020, s. 4.
[107] Richard C. Barth, **Macroeconomic Management: Programs and Policies**, s. 140.

Operasyonel hedeflerin, hızlı ve doğru bir şekilde ölçülebilmesi, para politikası araçları ile merkez bankası kontrolü altında olması ve ara değişken üzerinde öngörülebilir bir etkiye sahip olmaları gerekmektedir. Bir operasyonel değişkeninin seçimi, belirlenen ara hedef değişkenine göre belirlenmekle birlikte, bazı ülkelerde ara hedefler olmaksızın nihai hedef ile doğrudan bir bağlantı oluşturulabilmektedir.[108]

Merkez bankası operasyonel hedef olarak üreteceği baz paranın fiyatını veya miktarını kontrol ederek parasal aktarım mekanizmasının ilk aşamasını başlatmaktadır. Fiyat hedeflemesine karar ve kısa vadeli faiz oranlarını (baz paranın fiyatını) tercih eder ise baz para miktarı piyasa tarafından belirlenmekte ve böylelikle merkez bankası bilançosu endojen bir konuma gelmektedir. Miktar hedeflemesini seçtiği durumda bilanço büyüklüklerine hakim olur ve bazı büyüklükleri izler. Bu durunda bilanço egzojen bir konuma gelir.[109]

2.5. Para Politikası Stratejileri

Enflasyonun kontrol altına alınması ve fiyat istikrarının kalıcı hale getirilmesi için hangi politikanın uygulanması gerektiği konusunda, kurala bağlı politikalar ve duruma (takdir/ihtiyari/iradi) bağlı politikalar ayrımındaki tartışma literatürde sıkça yapılmaktadır. Duruma bağlı politikaları savunanlar, katı kuralların öngörülemeyen şoklarla veya ekonominin yapısındaki değişikliklerle başa çıkamadığını vurgulamakta ve değişen iktisadi koşullara göre merkez bankasının esneklik avantajına sahip ihtiyari para politikalar uygulaması gerektiğini ileri sürmektedir. Kurala bağlı politikaları savunanlar ise para politikalarının belirli kurallara göre yürütülmesi sayesinde para otoritelerinin keyfi ve kısa dönemli istikrar sağlayıcı girişimlerini engelleyeceğini ve böylece enflasyonist eğilimi ortadan kaldıracağını ileri sürmektedir.[110]

Kurala bağlı politikaların önemli bir argümanı Kydland-Prescott (1977), Barro-Gordon (1983) tarafından geliştirilen zaman tutarsızlığı sorunudur. Zaman tutarlı politikalar, politika otoritesinin her bir zaman dilimi için optimal bir politika belirlediği dönemsel optimizasyon içeren politikalardır. Ancak başlangıçtaki belirlenen en uygun

[108] **A.e**., s. 142.
[109] Merih Paya, **a.g.e**., s. 178.
[110] Ben S. Bernanke ve Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **Journal of Economic Perspectives**, C. 11, S. 2, spring 1997, s. 104.

politika sonraki süreçte yürütülmediği için zaman tutarsızlığı sorunu ortaya çıkmaktadır. Zaman tutarlı politikalar kısa dönemde sosyal fayda getirse bile istikrarsızlığa sebep olmakta ve ekonomik birimlerin dönemsel politikaları öngörmesine ve dolayısıyla otoritenin kredibilitesini kaybetmesine neden olmaktadır. Kydland-Prescott' e göre duruma bağlı politikalar zaman tutarsızlığı sorunu yaratmakta ve kısa dönem için optimal politikalar yüksek enflasyona sebep olabilmektedir.[111] Bu sebeple, dönemden döneme değişen optimizasyon kararları yerine bugün ve gelecekte uygulanacak para politikalarının bir politika kurala göre belirlenmesi gerekmektedir. Bu noktada, para politikasında sabit kurallar ve geri beslemeli kurallar arasında ayrım vardır. Geri beslemeli (feedback) kurallar, belirli bir formülü olmasının yanında ekonominin şartlarına göre politikanın değişmesine izin verir iken, sabit kurallar uygulanması gereken politikada esnekliğe izin vermemektedir. Sabit kural için Sabit Parasal Büyüme Kuralı, geri beslemeli kural için Taylor Kuralı örnek gösterilmektedir.[112]

Para politikası davranışı için öngörülen rehber olarak tanımlanan para politikası kuralları, hedef kural (targeting rule) ve araç kural (instrument rule) ayrımıyla ele alınmaktadır. Genel olarak, hedef kural, amaca ulaşmak için hedef değişkenleri veya tahminleri, bu değişkenlerin hedef seviyelerini ve minimize edilecek kayıp fonksiyonunu belirtmektedir.[113] Araç kural ise para politikasının belirlenen operasyonel hedefin bir kural çerçevesinde değişkenlere karşı bir tepki (reaksiyon) fonksiyonu ile yürütülmesini gerektirmektedir. Ayrıca herhangi bir kayıp fonksiyonunun minimizasyon probleminin çözümünü gerektirmemektedir.[114]

Svensson' a göre bir araç kural, enflasyon ve çıktı ile ilgili düzenli olarak verilerin toplandığı ve basit bir formül ile bu girdilere göre araç ayarlarının hesaplandığı tamamen mekanik kuraldır. Bu kuralların örneğin Taylor kuralında

---

[111] Hülya Kanalıcı Akay, "Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 56, S. 2, 2006, s. 142, 152, 160.
Richard C. Barth, **Macroeconomic Management: Programs and Policies**, s. 151, 152.

[112] M. Hanifi Aslan, **a.g.e**., s. 83.

[113] Lars E. O. Svensson, "What Is Wrong With Taylor Rules? Using Judgment In Monetary Policy Through Targeting Rules", **NBER Working Paper**, WP 9421, Cambridge, 2002, s. 4, 5, 31, 32.

[114] Hakan Naim Ardor ve Serdar Varlık, "İleriye Dönük Yeni Keynesyen Para Politikası Reaksiyon Fonksiyonunun Tahmini: Taylor Kuralı'nın, Mccallum Kuralı'nın, Taylor-Mccallum Melez Kuralı'nın Türkiye Ekonomisinde Geçerliliği", **Ekonomik Yaklaşım**, C. 24, S. 89, 2013, s. 48, 49.

olduğu gibi potansiyel çıktı tahminler oluşturarak ve ardından çıktı açığını hesaplamaktan ibaret olduğunu belirtmektedir. Önemsiz ve politika uygulamalarında pratikte zor olan potansiyel çıktıyı tahmin etmek dışında kara verme yer vermemektedir. Ayrıca operasyonel çerçevede kuraldan ne zaman sapılması gerektiği durumlarda belirsizlik yaratmaktadır Buna karşın hedef kuralları, model dışı çok miktarda bilginin toplandığı, analiz edildiği ve karmaşık karar verme süreçlerinin geliştirildiği ve araç kurallara göre doğrulanması daha kolay olan kurallardır. Kullanılan basit kurallar ve açık formüller yerine, hedef değişkenler veya hedef değişkenlerin tahminleri için kullanılmaktadır. Hedef değişkenler arasındaki dinamik dengelemelerin karmaşık olduğu durumlarda yeni model bilgilerinin kullanımıyla zamanlar arası kayıp fonksiyonunu en aza indirecek tahminleri ve araç yolunu seçebilmesine olanak sağlamaktadır.[115]

Para politikası kurallarının altın standardı sisteminden bugüne değin çok sayıda çalışmayla birlikte ayrıntılı ve uzun bir tarihi olduğu görülmektedir.[116] Bu çalışmada, literatürde bu alanda önemli görülen daha önce uygulanmış veya uygulanmakta olan başlıca para politika kuralları hedef kurallar ve araç kurallar olmak üzere iki kısımda incelenmektedir.

2.5.1. Hedef Kurala Dayalı Stratejiler

Para politikası rejimlerinin temel bir özelliği, bir ara hedef olarak nominal bir çapanın yani, enflasyon oranı, döviz kuru veya para arzı gibi fiyat seviyesini bağlamak için nominal bir değişken kullanılmasıdır. Bu çalışmada, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik uygulanan para politikasında seçilen nominal çapaya ilişkin üç temel para politikası stratejisi olan döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi incelenmektedir.[117]

[115] Lars E. O. Svensson, "What Is Wrong With Taylor Rules? Using Judgment In Monetary Policy Through Targeting Rules", s. 3, 4, 56, 58, 59.
[116] Bengül Gülümser Kaytancı, "Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, C. 3, S. 1, Eskişehir, 2008, s. 14.
[117] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 487.

2.5.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedefleme rejimi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak amacıyla ara hedef olarak döviz kurunun kullanıldığı bir para politikası stratejisidir.[118] Döviz kuru hedeflemesi, ulusal para değerinin, bir dönem altın standardı rejiminde uygulandığı gibi kıymetli bir madene bağlı sabitlenmesi veya sabit döviz kuru rejimlerindeki gibi düşük enflasyon yaşayan bir başka ülkenin parasına sabitlenmesi şeklinde uygulanmıştır.[119]

Sabit döviz kuru rejimi, para otoritesinin ulusal para birimi için döviz cinsinden alım ve satım oranlarını açıkladığı ve bu oranda sınırsız miktarda işlem yapmayı taahhüt ettiği bir sistemi ifade etmektedir.[120] Sabit kur rejiminin, katı sabit kur rejimlerinden daha hafif sabitlemelerin olduğu ara kur rejimlerine kadar pek çok uygulanma biçimleri vardır. Katı kur rejimlerinden Para Kurulu, ulusal para biriminin bir yabancı para birimi ile sabit bir kur üzerinden değiştirilmesine ilişkin açık bir yasal taahhüt temeline dayanır. Yerel para, yabancı varlıklarla bağlı olduğu sürece dolaşımda kalabilmektedir. Para otoritesi parasal kontrolünü ve son borç verme mercii işlevini yitirmektedir.[121] Dolarizasyon ise ulusal para yerine ABD doları gibi güçlü bir yabancı para birimlerinin benimsendiği daha güçlü bir taahhüt içeren sabit kur rejimidir. Yerel para birimi olmadığı için değer değişikliği ve spekülatif saldırı söz konusu değildir. Buna karşın merkez bankası bağımsız bir para politikası izleyememekte, para yaratma, son borç verme mercii işlevi sona ermekte ve senyoraj geliri elde edememektedir.[122] Katı taahhütlerde bulunmadığı daha yaygın kullanılmış Geleneksel Sabit Kur Düzenlemelerinde; yerel para, sabit bir oran üzerinden başka bir ülke parasına veya büyük finansal ve ticari ülke ortakların para birimleri ile oluşturulan para/kur sepetine sabitlenmektedir. Döviz kuru, merkezi bir oran etrafında ± %1 gibi dar bir aralık içinde dalgalanabilmektedir. Ara rejimin farklı bir uygulama olarak sürünen parite/çapa

---

[118] İlyas Şıklar, **Para Teorisi ve Politikası**, ed. Sevgi Gerek, No: 1583, Eskişehir, TC. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2004, s. 144.
[119] Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **NBER Working Papers**, WP 6965, Cambridge, National Bureau of Economic Research, Inc., 1999, s. 2.
[120] Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **The Journal of Economic Perspectives**, C. 9, S. 4, 1995, s. 74.
[121] Andrea Bubula ve İnci Ötker Robe, "The Evolution of Exchange Rate Regime Since 1990; Evidence of De Facto Policies", **IMF Working Papers**, WP/02155, Eylül 2002, s. 14, 15.
[122] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 493.

(crawling peg), belirli aralıklarla yerel paranın, tek para birimi ya da kur sepeti karşısında hafif oranda ayarlandığı döviz kuru rejimidir. Merkez bankası geçmiş veya beklenen enflasyon oranına göre geriye veya ileriye dönük şekilde, resmi ve piyasa kur farklılıkları gibi belirli göstergelere göre müdahale etmektedir.[123] Bu değişiklik, yüksek enflasyonlu ülkelerde aşırı reel kur değerlenmelerini önlemektedir. Diğer sabit kur rejimleri ise yerel paranın önceden açıklanmış sabit bir kurun etrafında belirli limitler içinde (sürünen bant/crawling band) ya da kurların belirlenen bant içinde (aralık içinde dalgalanma/floating within a band) dalgalanmasına izin verilerek uygulanmaktadır. Bu uygulamalar dışsal şokların etkisini azaltılabilmektedir.[124]

Enflasyonu düşürmede etkili bir rejim olduğu kanıtlanan[125] döviz hedeflemesi rejiminin bazı avantajları gösterilmektedir. Birincisi, döviz kurundaki belirsizliğin ortadan kalkması uluslararası ticarete ve yatırıma olumlu etki etmektedir. İkincisi, döviz kurunu düşük enflasyonlu bir para birimine sabitlemeye yönelik bir politika, enflasyon baskılarının kısıtlanmasına yardımcı olmaktadır. Hükümetin aşırı genişlemeci makroekonomik politikaları izlemesine engellemektedir.[126] Zaman tutarsızlığı sorununa karşı para politikasının yürütülmesinde otomatik bir kural oluşturmaktadır. Üçüncüsü, enflasyon beklentileri çapa ülkesindeki enflasyon oranına sabitlenmektedir. Dördüncüsü, döviz kuru hedefinin basit ve açık olması hanehalkı tarafından kolayca anlaşılmasını sağlamaktadır.[127]

Döviz hedeflemesi rejiminin avantajlarına rağmen gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke ekonomilerinde ciddi problemler hatta krizler yaşanmıştır. Temel sorun, para otoritesinin istikrar politikasını kullanamamaktadır. Döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülke ihraç ettiği ürünlerin talebinde ani ve sürekli bir düşme meydana geldiğinde, ithalat ve ihracatın göreli fiyatların kısa dönemde ayarlanabilmesi için para otoritesinin politikasını uygulayamaması, yurt içi istihdam ve üretimin düşmesine neden olmaktadır. Bununla birlikte kur sabit ve sermaye hareketli ise yurt içi nominal faiz oranı yabancı nominal faiz oranına eşit olması gerektiğinden para otoritesi, basitçe

[123] Andrea Bubula ve İnci Ötker Robe, **a.g.e.**, s. 15.
[124] K. Azim Özdemir ve Gülbin Şahinbeyoğlu, "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri", **TCMB Tartışma Tebliği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Eylül 2000, s. 3, 4, 8.
[125] Richard C. Barth, "The Framework of Monetary Policy", s. 160.
[126] Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff, **a.g.e.**, s. 76.
[127] Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", s. 3.

faiz oranlarını düşürerek kısa vadeli talebi teşvik edememektedir. Para arzını genişletmeye yönelik girişimde örneğin, APİ alımında; piyasa aktörleri yabancı faiz oranlarında daha fazla para tutmak isteyecek bu sebeple, sahip oldukları fazla para varlıklarını döviz almak için yerel ülke merkez bankasını satarak gelirini yurtdışına yatıracaklardır. Dolayısıyla yerli para ve tahvil dengesi ilk haline dönmektedir. Bu rejimde, para biriminin döviz kurunu sabitleyen bir para otoritesinin yerli para arzı kontrolünü kaybetmektedir.[128] Ayrıca çapa ülkedeki şokların (faiz oranlarındaki değişiklikler vb.) doğrudan kur hedefi uygulayan ülkeyi doğrudan etkilemektedir.[129] Ek olarak merkez bankasının likidite sağlayıcı son borç veren mercii işlevi kısıtlanmaktadır. Diğer olumsuz bir yönü ise ödemeler bilançosu açıklarının kapatılması için, rezerv bulundurma zorunluluğunun olması gerekmektedir.[130]

İkinci sorun, ülkeleri para birimlerine yönelik spekülatif saldırılara açık bırakmaktadır. Ülkelerin merkez bankalarının büyümenin düşmesi ve artan işsizlik durumunda kur hedefi taahhütlerini yerine getiremeyeceğini düşünen yatırımcıların devalüasyonu kaçınılmaz olarak değerlendirmeleri sonucu spekülatif atak gerçekleşebilmektedir.[131]

Yabancı para cinsinden borçlanmış firmalar, devalüasyon olduğunda firmaların borç yükü artmakta ve net değerinde bir düşüşe yol açmaktadır. Bu sebeple, borç vermede bir düşüş ve dolayısıyla yatırım ve ekonomik faaliyette daralmaya neden olmaktadır. Diğer bir sorun, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun düşürülmesinde başarılı olmasına rağmen spekülatif bir saldırı sonrasında yerel para biriminin keskin bir şekilde değer kaybetmesi enflasyonda dramatik bir artışa neden olabilmektedir.[132]

2.5.1.2. Parasal Hedefleme

Döviz kuru hedeflemesi her ülke için uygun görülmemektedir. Küçük bir ülke para birimini göreceli fiyat istikrarı olan bir çapa ülkesine bağlayarak fiyat istikrarında

[128] Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff, **a.g.e**., s. 73- 75.
[129] Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", s. 4.
[130] Bilal Bağış, "Döviz Kuru Sistemleri", **Uluslararası Finans Teori ve Politika**, ed. Nadir Eroğlu vd., Ankara, Orion Kitabevi, Çağhan Ajans Matbacılık Ltd.Şti, 2016, s. 375.
[131] Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", s. 5, 6.
[132] **A.e**., s. 7, 8.

başarı sağlayabilmektedir.[133] Ancak ABD, Almanya, Japonya veya Avrupa Para Birliği gibi büyük ülkeler, para biriminin nominal çapa olarak işlev görebileceği belirgin bir ülkeye olmadığından döviz kuru hedeflemesi seçeneği mevcut değildir. Dolayısıyla, bu ülkeler için diğer para politikası rejimleri alternatif görülebilir.[134] 1970' li yılların başlarında enflasyonun artışı, Bretton Woods sabit döviz kurları sisteminin çökmesi, parasalcı görüşlerin parasal hedefleri desteklemesi ile birlikte Almanya merkez bankası Bundesbank başta olmak üzere çoğu büyük sanayi ülkesinin merkez bankaları para hedeflemesi stratejisine geçmiştir.[135]

Parasal hedefleme rejimi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak amacıyla ara hedef olarak parasal büyüklüklerin kullanıldığı bir para politikası stratejisidir.[136] Enflasyon ve enflasyonist beklentilerdeki artışlara karşı politika yapıcılar, faiz oranlarındaki hareketlerin yanında banka rezervlerinin ve / veya para stoğunun önlemlerine de başvurmaktadır. Uzun vadeli bir strateji oluşturma çabası doğrultusunda enflasyonla uzun süredir devam eden ilişkisi nedeniyle, para arzının kontrolü önemli bir değişken olarak görülmektedir.[137]

Enflasyon kontrolünü kolaylaştırmak için parasal hedeflerin benimsenmesinin temel nedenlerinden biri, yüksek enflasyon döneminde nominal faiz oranlarının para politikasının duruşunun bir göstergesi olarak yorumlanmasındaki zorluktur. İkinci bir neden, faiz oranlarındaki değişikliklerin parasal hedeflere ulaşma bağlamında içsel hale gelmesinden dolayı faiz oranlarının ayarlanmasına esneklik sağlama gerekliliğidir. Böylelikle merkez bankasına uygun ölçüde kısıtlayıcı oluncaya kadar faiz oranlarını yükseltebilmektedir. Üçüncüsü, iletişim politikası ile merkez bankasının parasal büyüklük hedeflerini açıklanmasının beklentiler üzerinde olumlu etkiler yaratacağı

---

[133] Peter Schmid, "Monetary Targeting in Practice: The German Experience", **Center for Financial Studies Working Paper**, No. 1999/03, 1999, s. 4.

[134] Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", s. 12.

[135] Peter Schmid, **a.g.e**., s. 1.

[136] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 496.

Parasal hedefler para tabanı, geniş parasal veya kredi büyüklüklerine kadar alternatif nominal stoklara odaklanabilmektedir.

Alex Cukierman, "Targeting Monetary Aggregatesand Inflation in Europe", **CentER Discussion Paper**, C. 1996-32, Tilburg University Center for Economic Research, 1996, s. 5.

[137] John Wenninger, "Monetary Aggregates as Intermediate Targets", **Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey**, Federal Reserve Bank of New York, 1990, s. 67, 68.

düşünülmektedir. Bununla birlikte parasal hedeflemenin başarısının, para talebinin istikrarına bağlı olduğu ve buna sağlayan büyüklüklerin seçilmesi gerektiği kabul edilmektedir. Parasal büyüklüklerin artışı ile nominal gelir ve dolayısıyla enflasyon arasında orta dönemde güçlü bir ilişkinin öngörüsü doğrultusunda[138] paranın miktar teorisine göre para otoritesi parasal büyüklük artışını reel büyüme oranı, tutarlı bir enflasyon oranı tahmini ve belirli bir eğilimdeki paranın dolanım hızına göre belirlenmelidir.[139]

Para ve nominal gelir arasındaki güvenilir ilişki doğrultusunda para talebi istikrarlı ise para-gelir ilişkisindeki dalgalanmalar veya para hızı, para talebinin belirleyicilerindeki değişikliklerle ilişkilendirilecektir. Böylelikle politika için parasal büyüklüklerin ara hedefler olarak kullanımı etkili olacaktır. Reel gelir, faiz oranları, enflasyon beklentileri gibi hızın belirleyicilerindeki trend öngörülebilir olduğunda, çıktı büyümesini ve uzun dönemde hedeflenen enflasyon oranını elde etmek için parasal bir hedef belirlenebilmektedir. Kısa vadede, ekonomi şoklarına maruz kaldığında, uzun vadeli nihai hedeflerden sapmalar olsa da bir para arzı hedefi bu tür şoklar karşısında ekonomiyi dengeleyecektir.[140] Ancak, hız trendi kararsız ve parasal büyüklük ile hedef değişken arasındaki ilişki zayıf ise parasal hedefleme çalışmayacaktır.[141] Merkez Bankasının para ve kredi miktarını etkileyebilmek yani likiditeyi istenilen düzeyde tutabilmek için kontrol edebileceği bir parasal büyüklüğü izlemesi gereklidir.

Parasal hedefleme, işlev amaçlı talep edilen bir kısım para için geniş para modeli* ve rezerv para modeli içeren bir finansal modelleme çerçevesine

---

[138] Paul Atkinson vd., "The Efficacy Of Monetary Targeting: The Stability Of Demand For Money In Major OECD Countries", **OECD Economic Studies**, No. 3, 1984, s. 146, http://www.oecd.org/economy/growth/economicstudies.htm, (20.06.2019).

[139] Máiréad Devine ve Daniel McCoy, "The Formulation of Monetary Policy in EMU", **Research Technical Papers**, No. 2/RT/98, Central Bank of Ireland, Dublin, 1998, s. 6.

[140] Paul Atkinson vd., **a.g.e.**, s. 146.

[141] Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", s. 13.

* Geniş para modeli (Broad monetary program – BMP), mali, parasal ve ödemeler dengesine ait aylık, altı aylık veya yıllık makroekonomik hedeflerin belirlendiği bir çerçevedir. Para ile fiyat seviyesi arasındaki istatistiksel bir ilişkiye dayanan bu geniş parametreler, parasal büyüklüklerin tahminlerini vermektedir.

Rezerv para modeli (Reserve money program – RMP), geniş para modelinden türetilmektedir. Geniş para ve rezerv para arasında para çarpanı formunda istatistiksel bir ilişkiye dayanmaktadır. Aylık ve üç aylık hedefler belirlenmektedir.

dayanmaktadır. Parasal hedef, paranın hızı, reel GSYİH büyümesi ve hedeflenen enflasyon oranına ilişkin varsayımlara dayanılarak elde edilmektedir. Likidite yönetimine ilişkin rezerv para hedefi, merkez bankasının parasal operasyonlarını kalibre etmek için operasyonel bir hedef sunmaktadır. Merkez bankası, kısa vadeli likidite şoklarını absorbe etmek ve rezerv para hedeflerine ulaşmak amacıyla para politikası yürütmektedir.[142] Bunun yanında, gelişmiş ülkelerin çoğu veya fiili olarak, kısa vadeli faiz oranlarını operasyonel hedef olarak kullanmış olduğu görülmektedir.[143]

Parasal hedefleme rejiminin bazı avantajları bulunmaktadır. Merkez bankası, iç ekonomik sorunlara odaklanarak bağımsız para politikası yürütebilmektedir. Döviz hedefleme stratejisinden farklı olarak, başka bir ülkenin enflasyon hedefine bağlı olmadan çıktı dalgalanmalarına karşı enflasyon hedefinde değişiklik yapabilmektedir. Parasal büyüklüklere ilişkin istatistiksel bilgiler çok kısa sürede raporlanabildiğinden politika sonuçları görülebilmekte ve politika duruşu hakkında piyasalara sinyal gönderebilmekte ve enflasyon beklentilerini yönetebilmektedir.[144]

Parasal hedeflerle politika oluşturma ve parasal hedeflerin kullanımı ile ilgili pratikte birçok sorunla karşılaşılmıştır. İlki, para hız ve para çarpan eğilimleri para-gelir ve taban-para ilişkilerinin istikrarında bozulmalar görülmüştür. Para hızının önemli ölçüde istikrarsızlaştığına ve Ml ile baz arasındaki ilişkinin de kötüleştiğine dair bazı kanıtlar vardır.[145] İkincisi, finansal sistemdeki yapısal değişiklikler ve para arzını ölçmek için en uygun parasal büyüklük tanımlanmasını zorlaştıran finansal yenilikler, parasal hedeflemenin dayandığı kilit ilişkilerde yani para çarpanı ve hızında istikrarsızlığına neden olabilmektedir.[146] Yapılan birçok çalışmada 1970'lerin ortalarından bu yana, finansal sistemin inovasyon ve deregülasyon ile birlikte hızlı değişmesi, parasal büyüklüklerin (özellikle Ml ile ilgili zorluklar nedeniyle) ara hedef niteliğinde kullanım faydasını azaldığı ancak, para politikasında belli ölçüde rehber olarak kullanılabileceği görülmektedir. Deregülasyon etkisiyle piyasa oranları

[142] Bernard J. Laurens vd., "The Journey to Inflation Targeting: Easier Said than Done. The Case for Transitional Arrangements along the Road", **IMF Working Paper**, WP/15/136, 2015, s. 27, 28.
[143] Nils Mæhle, **a.g.e**., s. 5
[144] Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", s. 12
[145] John Wenninger, **a.g.e**., s. 67, 68.
Carl E. Walsh, **Monetary Theory and Policy**, 3. bs., The MIT Press, 2010, s. 529.
[146] Bernard J. Laurens vd., **a.g.e**., s. 9.

değiştikçe bankaların çeşitli mevduat türlerindeki oranları ayarlama şekli ile finansal yenilikler ve bununla birlikte hanehalkının para talebi üzerindeki etkileriyle birlikte Ml'nin bir ara değişken olarak kullanımını daha geniş büyüklüklerin kullanımından daha sorunlu hale getirmiş görünmektedir. [147]

Parasal hedefleme stratejisi, Milton Friedman'ın belirlenen parasal büyüklüğün sabit bir oranda büyümeyi hedeflemesine ilişkin önerisinden farklı olarak, rejimi uygulayan ülkelerin merkez bankaları parasal büyüme için hiçbir zaman katı kurallar uygulamamış hatta bazılarında parasal hedefleme çok ciddiye alınmamıştır. Sadece Almanya ve İsviçre' nin parasal hedeflemeyi uygulayarak enflasyonu kontrol edebildiği görülmektedir.[148] Almanya'daki parasal hedefleme stratejisinin başarısında özellikle belirtilmesi gereken, uzun dönemde parasal istikrar yönelimli ancak belirsizlik dönemlerinde para stoku hedeflerinde bir esneklik derecesi içeren bir stratejiyle devam etme kararlılığı göstermesidir. Bununla birlikte Bundesbank' ın yoğun bir iletişim politikası ve para politikası stratejisinin sürekliliği kredibilitesine önemli bir katkıda bulunmasıdır.[149]

2.5.1.3. Enflasyon Hedeflemesi

Para otoritelerin politikaları doğrultusunda para tabanındaki hareketlerin enflasyon oranını uzun ve belirsiz gecikmelerle etkileyebilmesi, belirlenen parasal hedefler ile enflasyonist beklentilerin istenilen düzeyde yönetilememesi, para talebi istikrarsızlıkları ve yaşanan döviz kuru krizleri gibi deneyimler, ülkelerin enflasyon hedeflemesi rejimine yönelmelerine neden olmuştur.[150] Türkiye[151] dahil çok sayıda ülke enflasyon hedeflemesini kullanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde para otoriteleri, belirlenen nicel bir hedef düzeyinde doğrudan düşük ve istikrarlı bir

[147] John Wenninger, **a.g.e**., s. 68, 87, 88, 91, 94.
NOW hesap adı verilen ve faiz getiren çek hesapları ile vadeli hesap arasında faiz oranı farkına göre Ml talebinin faiz esnekliğinin faiz oranına göre keskin bir şekilde değişmesi ve ticari bankaların fiyatlandırma kararlarının parasal büyüme üzerinde güçlü bir etkisi olabilmektedir.
[148] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 496, 497.
[149] Peter Schmid, **a.g.e**., s. 18, 19.
[150] Jodi Scarlata, "Inflation Targeting", **Macroeconomic Management: Programs and Policies**, ed: Mohsin S. Khan vd., Washington, IMF, 2002, s. 170, 171.
[151] Zafer Yükseler, "Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi (2006-2011 Dönemi)", **TEK Tartışma Metni,** No. 2013/8, Türk Ekonomi Kurumu, 2013, s. 1.

enflasyon hedefine ulaşmaya odaklanmaktadır.[152] Enflasyon hedeflemesi politikasının argümanı, para arzındaki artışın, sadece fiyat seviyesi üzerinde kalıcı etkileri olduğu uzun dönemde üretim ve istihdam açısından tarafsız olduğu; paranın kısa dönemde nötr olmadığı buna karşın, reel değişkenler üzerinde geçici bir etkisi olduğu; enflasyonun kaynak tahsisi ve uzun vadeli büyüme açısından maliyetli olduğu; buna karşın, düşük ve istikrarlı bir enflasyonu sağlayan para politikasının çıktıyı dengeleyebileceği ve uzun dönemde büyümeyi getirebileceği önerilerine dayanmaktadır.[153]

Enflasyon hedefleme rejimi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak amacıyla belirli bir zaman dilimi içinde nicel bir enflasyon hedefi belirlediği ve bu hedefe ulaşmak için mevcut politika araçlarını önleyici olarak kullandığı ileriye dönük bir para politikası stratejisidir.[154] Bu rejimde merkez bankası nicel bir enflasyon hedefi – tipik olarak yılda yüzde 2 – ve enflasyon hedefi etrafında tolerans aralığı/bant – genel olarak $\pm$ 2 puanlık – belirlemektedir.[155] Merkez bankası belirlenen orta vadeli[156] enflasyon hedefini, açık bir şekilde piyasalara ve kamuya ilan ederek hem enflasyon hedefine hem de uzun dönem birincil hedef olan fiyat istikrarına ulaşma konusunda taahhüt oluşturmaktadır. Böylelikle merkez bankasının hedeflerine ulaşma konusunda piyasalara ve hükümete karşı hesap verme sorumluluğu artmaktadır. Bununla birlikte piyasalarla iletişim kurulması para politikası stratejisinin şeffaflığını artırmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin diğer bir unsuru da parasal büyüklüklerin yanında, pek çok değişkenin kullanıldığı, bilgi içeren bir strateji olmasıdır.[157] Ayrıca

---

[152] Lars E. O. Svensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", **European Economic Review**, No. 41(6), Elsevier, 1997, s. 1111, 1112.
[153] Jodi Scarlata, **a.g.e**., s. 171, 172.
[154] Junggun Oh, "Inflation Targeting: A New Monetary Policy Framework in Korea", **Paper for International Symposium on Practical Experiences on Inflation Targeting,** Bangkok, Thailand, 20 October 2000, s. 4.
[155] Lars E. O. Svensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", s. 1112, 1134.
[156] Hedef ufku, merkez bankasının hedeflenen enflasyona ulaşmayı taahhüt ettiği zaman dilimini ifade etmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi genel çerçevesi içerisinde, Türkiye'de enflasyon hedefleri 3' er yıllık dönemler şeklinde belirlenmektedir. 2020, 2021, 2022 yılları için açıklanan hedefler sırasıyla %5, %5, %5 şeklindedir. Enflasyon hedefinde ±2 puanlık, belirsizlik aralığı tanımlanmıştır. TCMB, Enflasyon Hedefleri, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri, (28.05.2020).
[157] Frederic S. Mishkin, "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", **Policy Research Working Paper,** WP 2684, Washington, DC., The World Bank Financial Sector Strategy and Policy Department, October 2001, s. 9, 22.

finansal piyasalara ve kamuya açıklanan enflasyon hedefi ile enflasyonun gelecekteki seyri hakkındaki belirsizliğin azaltılması sağlanmaktadır.[158]

Enflasyon hedefine yönelik yürütülen politikada kazanılan başarı, merkez bankasının bağımsızlığı ve politikaları için kamu desteği oluşturulması için etkili olmaktadır. Merkez bankasının piyasayla olan iletişimi ve şeffaflığı sonucu hesap verebilirliği artması, kısa vadede çıktı ve istihdamı artırmaya yönelik enflasyonist para politikasını uygulanması için merkez bankası üzerindeki siyasi baskıları azaltmakta, uzun dönemde politikasına odaklanmasını sağlamakta ve böylece zaman tutarsızlığına düşme olasılığını azaltmaya yardımcı olmaktadır.[159]

Merkez bankasının tek bir hedef olarak enflasyon oranlarına odaklandığı katı enflasyon hedeflemesinde kayıp fonksiyonu ortaya çıkmaktadır. Ancak enflasyon yanında üretim, istihdam gibi reel değişkenlere belli bir ağırlığın verildiği esnek enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının amaçları ikinci dereceden bir kayıp fonksiyon ile minimize edilmeye çalışılmaktadır. Çıktı istikrarı, iki yıllık enflasyon tahmininin uzun vadeli enflasyon hedefine doğru kademeli olarak ayarlanmasını gerektirir. Kontrol gecikmesi sebebiyle çıktı dalgalanmanın azaltılması bir yıllık enflasyon hedefinden daha yakın hale getirilmektedir. Bu durum, para politikası hedeflerinde, uzun dönemde enflasyon ve çıktı arasında bir uyumun olmaması – politika aracının üretimi bir yıl, enflasyonu iki yıl etkilemesi – nedeniyle bir dönem/zamanlararası kaybı fonksiyonu ile açıklanabilir Merkez bankasının çıktı istikrarı için verilen ağırlığı derecesi ne kadar yüksek olursa, enflasyon tahmininin uzun vadeli enflasyon hedefine doğru ayarlanması o kadar yavaş olmaktadır.[160]

Enflasyon hedeflemesi, para otoritelerinin hedef yola ne kadar ulaştıklarını izlemek ve kontrol etmek için bir prosedürün uygulanmasını da ima etmektedir.

---

[158] Ben S. Bernanke vd., **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, s. 20, 22.

[159] Frederic S. Mishkin, "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", s. 20, 21

[160] Lars E. O. Svensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", s. 1131-1133.

* Merkez bankasının kontrol gecikmesinden dolayı enflasyon hedefinden sapmaları önleyemeyeceği için en iyi ihtimalle iki yıllık tahminin hedeften sapmalarını kontrol edebilmektedir. Bu sebeple, tahmindeki sapmalar gözlemlenebiliyor ise, merkez bankasının gerçekleşen enflasyon sapmalarından ziyade hedefe göre belirlenen tahmin sapmalarından sorumlu tutulması gerekmektedir.

Lars E. O. Svensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", s. 1113, 1120.

Rejimin operasyonel yapısında merkez bankası, cari enflasyon yerine beklenen enflasyonun olduğu bir geri bildirim mekanizması kullanmaktadır. Örneğin, enflasyon iki yıl* için geleceğe yansıtılarak tahmin edilir ve hedef enflasyon ile karşılaştırılır. Merkez bankası, beklenen ve hedef enflasyon oranın arasındaki uyumsuzluğa göre politika oluşturmaktadır. Para politikasını belirlemek için kullanılan yöntem, aşağıdaki para kuralı ile açıklanabilir:[161]

$$\Delta I_t = \gamma(E_t \Pi_{t+j} - \Pi^*)$$

I_t politika aracını, Π_t enflasyonu, Π^* enflasyon hedefini, γ olumlu bir geri bildirim parametresidir. j politikanın enflasyon üzerinde maksimum etkisi olması için gereken zaman dilimidir. $E_t\Pi_{t+j}$ ise t döneminde mevcut olan bilgilere dayanarak, ileriye dönük j dönemleri sonucu beklenen enflasyon oranını ifade etmektedir.

Gelecekteki enflasyon oranı tahmininin, ara hedef olması enflasyon hedeflemesinin ayırt edici bir özelliğidir. Enflasyon hedeflemesinde kullanılan fiyat endeksi, ülkelere göre farklılık göstermekle birlikte tüketici fiyat endeksi (TÜFE) veya çekirdek enflasyon olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, iki endeks arasındaki temel fark, çekirdek enflasyonun ipotek ödemelerinin etkisini içermemesidir. Merkez bankasının, politikasını sıkılaştırma ve faiz oranlarını artırma çabaları, yüksek mortgage kredisi faiz oranlarıyla çekirdek enflasyon oranına kanalize olmamaktadır.[162]

Merkez bankası, değişken ve kontrol gecikmesi sebebiyle enflasyon üzerinde mükemmel bir kontrole sahip olmadığından enflasyon tahmini bir ara hedef haline getirmektedir. Enflasyon tahmini, nihai amaç ile en fazla ilişkili ve daha kontrol edilebilir ve gözlemlenebilir bir değişkendir. Bununla birlikte şeffaf olması, merkez

---

[161] Richard C. Barth, "The Framework of Monetary Policy", s. 157.

[162] Jodi Scarlata, **a.g.e**., s. 169, 179.

TÜFE hanehalkı tarafından kolayca ve anlaşılır şekilde takip edilebilmektedir. Çekirdek enflasyon ise, genel fiyat seviyesindeki temel değişikliği yansıtır. Para politikasının etki alanı dışında kalan geçici şokların (enerji fiyatlar artışı, mevsimsel etkiler, gıda vs.) ve oynaklığı yüksek fiyat değişmeleri endeksten soyutlanmaktadır.

TCMB, "Çekirdek Enflasyon", **Bülten**, S. 21, Ankara, 2011, s. 1, 2.

Türkiye' de hedef değişken olarak TÜFE' nin 12 aylık değişimiyle hesaplanan sene sonu enflasyon oranları esas alınmaktadır.

TCMB, Enflasyon Hedefleri, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri, (28.05.2020).

bankasının piyasa aktörleri ile iletişimini ve para politikasının anlaşılmasını kolaylaştırabilir. Böylelikle para politikasının uygulanmasını ve izlenmesini basitleştirir. Politika aracın enflasyon tahmini üzerindeki etkisi ortalama enflasyona olan etkisiyle aynıdır. Politika aracı, enflasyon tahmini enflasyon hedefine göre ayarlanmalıdır. Bu doğrultuda, enflasyon tahmini belirlenen hedefin üstünde ise faiz oranı artırılmalı diğer bir deyişle, para politikası sıkılaştırılmalıdır (veya tersi). Bu basit kural Svensson' a göre merkez bankası için en uygun tepki/reaksiyon fonksiyonu sağlamaktadır. Diğer bir deyişle, hedef kurala bağlılık, araç kurala bağlılıktan daha iyi bir politika sonucu getirebilir.[163]

Para politikası stratejilerinin kural veya takdir olarak sınıflandırılmasındaki yerine bakıldığında; politika kuralı tanımına göre enflasyon hedeflemesi bir kuraldır.[164] Ancak literatürdeki bazı araştırmacılar, enflasyon hedeflemesinin klasik anlamda katı bir politika kuralı olmadığını belirtmektedir. Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının politikasını nasıl uygulanacağına dair basit ve mekanik talimatlar sunmak yerine, fiyat istikrarı hedefine ulaşılması için ilişkili tüm değişkenlerin ve bilginin kullanılmasını gerektiren bir stratejidir. Bununla birlikte politika yapıcılara önemli ölçüde takdir yetkisi tanımaktadır. Merkez bankası, öngörülemeyen çıktı ile döviz dalgalanmalarına, petrol gibi arz şoklarına ve diğer kısa dönem gelişmelere cevap verebilmekte, etkilerini sınırlayabilmekte ve politikasını, ekonomik koşullara göre değiştirebilmektedir. Ancak, enflasyon hedeflemesi aktivist bir merkez bankasının istenmeyen uzun dönemli sonuçların doğmasına sebep olabilecek, üretimi ve istihdamı teşvik etmek amacıyla kısa dönemli enflasyonu artırma eğilimli politikalarını sınırlayan bir politika yaklaşımı getirmektedir. Enflasyon hedeflemesi, ilan edilen enflasyon hedefine bağlı kalmak suretiyle merkez bankasının hesap verebilirliği altında kısa dönemli istikrar hedeflerine yönelik tutarlı ve rasyonel politika seçimi ile zaman tutarsızlığı sorununun düzeltilmesi için takdir yetkisini kısıtlayan bir çerçeve oluşturmaktadır. Bernanke vd. göre enflasyon hedeflemesi bir politika kuralı değil,

[163] Lars E. O. Svensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", s. 1113-1115, 1120, 1126, 1136- 1138.

[164] Jodi Scarlata, **a.g.e**., s. 169.

Kural, politika otoritesinin, hedef değişkene yönelik parasal koşulları yansıttığı düşünülen bir formülün dönemsel olarak uygulanmasın ifade etmektedir. Takdir yetkisinde ise, dönemsel olarak politika eylemlerinin yeniden düzenlenmesi anlamına gelir.

"sınırlı takdir yetkisi" nin olduğu bir politika çerçevesidir — katı kuralların disiplini ve hesap verebilirliği sağlamak ile ihtiyari yaklaşımın esnekliği arasında bir uzlaşı yaratmaktadır.[165]

Enflasyon hedefleme rejimindeki esnekliğe rağmen bazı ciddi soruna yol açmaktadır. Enflasyonu kontrol etmenin zor olması yani enflasyonun hedef aralığından sapması ve faiz oranları ile döviz kurlarındaki geniş dalgalanmalar enflasyon hedeflemesine getirilen eleştirilerdir. [166] Kısaca hem kural hem takdir yetkisi arasında duran enflasyon hedeflemesi yaklaşımda, merkez bankasının tepki fonksiyonunu nasıl oluşturacağı ve politikanın bir kurala bağlanıp bağlanamayacağı konusu tartışmanın odak noktasını oluşturmaktadır. [167]

2.5.2. Araç Kurallar

Araç kurallar, mevcut değişkenlerin veya eldeki bilgilere dayalı ileriye dönük değişkenlerin beklentilerinin bir fonksiyonu olarak kontrol edilebilen politika aracı üzerine formüle dayalı kural belirlenmesini ifade etmektedir.[168]

Araç kuralların en bilinen örnekleri arasında John Taylor'un (1993) faiz oranı kuralı, Milton Friedman'ın yüzde k büyüme kuralı, Bennett McCallum'un (1988) ve Allan H. Meltzer' in (1987) para tabanını düzenleme kuralı gelmektedir.[169] Aktivist olmayan formülasyonlar üreten Şikago okulu tarafından önerilen kural türlerinin aksine Taylor ve McCallum kuralları, merkez bankalarının gelişen koşullara nispeten aktivist

---

[165] Ben S. Bernanke vd., **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, s. 14, 15, 20, 22, 23.

Ben S. Bernanke and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **Journal of Economic Perspectives**, C. 11, S. 2, spring 1997, s. 104-106

Frederic S. Mishkin, "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", s. 22, 23.

[166] Frederic S. Mishkin, "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", s. 11.

[167] Gülsüm Akalın ve Erkan Tokucu, "Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C. 22, S. 1, 2007, s. 38.

[168] Bennett T. McCallum ve Edward Nelson, "Targeting vs. Instrument Rules for Monetary Policy", **NBER Working Paper**, WP 10612, Cambridge, National Bureau of Economic Research, Inc., 2014, s. 2.

[169] Bennett T. McCallum ve Edward Nelson, **a.g.e**., s. 2.

Alexander William Salter, "An Introduction to Monetary Policy Rules", **Mercatus Working Paper**, Virginia, Mercatus Center at George Mason University, 2014, s. 15.

bir şekilde cevap vermeleri gerektiği inancını taşıyan makroekonomik performans sağlayabilecek basit ve şeffaf kurallar geliştirmeyi çabalayan kurallardır. Modern politika kuralları, merkez bankasına bir miktar takdir yetkisini tanıyan ve ekonomik şokların sürekliliğini en aza indirecek şekilde tepki vermesini sağlayan geri bildirimler içermektedir.[170] Araç kuralların en iyi örnekleri olan bu kuralların metodolojik ayrımı, geri bildirimin McCallum Kuralı için para tabanı ve Taylor Kuralı için kısa vadeli nominal faiz oranının dahil edilme şekli ile ilgili olup bir para politikası kuralı çerçevesinde operasyonel hedef olarak belirlenmektedir.[171]

2.5.2.1. Taylor Kuralı

Taylor'a göre bir para politikası kuralı, performans kriterleri olarak genellikle enflasyonun veya reel GSYİH' nın sapmaları ya da işsizlik oranı gibi değişkenleri baz alarak para politikası kararlarının nasıl verilmesi gerektiğini ortaya koyan beklenmedik durum planı şeklinde tanımlanabilmektedir.[172] Dar bir tanımla bir politika kuralı, merkez bankasının nominal geliri hedeflediği ancak salt isteğe bağlı bir politika olmayacağı bir nominal gelir kuralı içerecektir. Ekonomik performansın iyileştirilmesinde politika kurallarının takdir yetkisine göre büyük avantajları olduğu ve bu sebeple, politika kurallarını tanımlamak için yazılan cebirsel formülleri mekanik olarak takip etmenin pratik olarak çok zor olduğu bir durumda dahi politika kuralı kavramını korumak önemlidir.[173] Yapılan çalışmalarda rasyonel beklentileri ve yapışkan fiyatları olan ampirik para modelleri araştırmalarından türetilen merkez bankalarının faiz oranı kararlarını yönlendirmek için kullanabilecekleri basit normatif kurallara odaklanılmaktadır. Tarihsel deneyimler, para otoriteleri kararları bu kurallar ile tanımlandığında basit kuralların iyi çalışabileceği ve ekonomik performansın daha iyi olduğunu belirtilmektedir. Birçok politika kuralı gibi Taylor kuralı (1993) da 1960' ların ve 1970' lerin enflasyonist eğilimlerin tahrip edici etkilerini – ciddi fiyat ve çıktı

[170] Michael Debabrata Patra ve Muneesh Kapur, "Alternative Monetary Policy Rules for India", **IMF Working Papers**, WP/12/118, 2012, s. 6, 7, 9.
[171] Hakan Naim Ardor ve Serdar Varlık, **a.g.e**., s. 48, 49.
[172] John B. Taylor ve John C. Williams, ''Simple and Robust Rules for Monetary Policy'', **Handbook of Monetary Economics**, ed. Benjamin M. Friedman ve Michael Woodford, Elsevier, C. 3B, chapter 15, Amsterdam, 2011, s. 833, 834.
[173] John B. Taylor, ''Discretion Versus Policy Rules in Practice'', **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, C. 39, North-Holland, 1993, s. 197, 198.

istikrarsızlığını – sona erdirmek için geliştirilmiştir. Bu politika kuralı çalışmalarının ortak bir amacı, parasal şoklar yaratmaktan kaçınacak ve durgunluk, depresyon, deflasyon, enflasyon ve aşırı enflasyon riskini azaltacak basit ve istikrarlı bir para politikasıydı. Politika kuralında politika aracı olarak para arzı yerine faiz oranının kullanıldığı[174] ve fiyat düzeyi ile birlikte reel üretimin de dahil edildiği ve bu sayede, salt fiyat kuralından daha anlamlı sonuç alınabileceğini belirten John Taylor' a göre faiz oranının belirlenmesi için enflasyon hedefinden sapma ve çıktı açığına (çeyrek çıktı açığı ve çıktı deflatörüne dayalı) göre ayarlanması gerekmektedir.[175] Klasik Taylor Kuralının nominal faiz oranının belirlenmesinde basit politika kuralı aşağıdaki şekildedir:

$$i_t = r^* + \pi_t + 0{,}5\,(\pi_t - \pi^*) + 0{,}5\,y_t \qquad , y_t = 100\,(Y - Y^*)\,/\,Y^*$$

Eşitlikte i_t, t döneminde merkez bankası tarafından hedeflenen kısa dönem nominal faiz oranını; r*, denge reel faiz oranını; π_t, son dört çeyreğe göre gerçekleşen enflasyon oranını, π*, hedeflenen enflasyon oranını; Y, gerçekleşen üretim düzeyini; Y*, potansiyel üretim düzeyini; y_t, t döneminde çıktı açığını (reel GSYİH' nın potansiyel seviyesinden yüzde sapması) gösterir. Eşitlikte temel politika kurallarını tanımlayan parametre değerleri ise denge reel faiz oranı tahmini yüzde 2, hedeflenen enflasyon oranını yüzde 2, potansiyel GSYİH oranını ise değişkenin Amerikan ekonomisinde belirli yıllar arasındaki trendine göre yüzde 2,2 olarak belirlemektedir. Reaksiyon fonksiyonunda yer alan enflasyon açığı katsayısı ve üretim açığı katsayısını 0,5 düzeyde belirlemiştir. Kurala göre reel GSYİH' nın trendinden uzaklaşması ve hedef enflasyon oranının sapması aynı katsayıya sahiptir. Diğer bir deyişle, gerçekleşen ve potansiyel GSYH arasındaki fark ile gerçekleşen ve hedeflenen enflasyon oranı arasındaki sapmalar ile kısa dönem nominal faiz oranlarının aynı yönde değişmesi gerekmektedir.[176]

[174] John B. Taylor ve John C. Williams, **a.g.e**., s. 829-832.
[175] John B. Taylor, ''Discretion Versus Policy Rules in Practice'', s. 202, 209.
Athanasios Orphanides, "Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data", **American Economic Review**, C. 91, No: 4, American Economic Association, 2001, s. 964.
[176] John B. Taylor ve John C. Williams, **a.e.g**., s. 834, 835.
John B. Taylor, ''Discretion Versus Policy Rules in Practice'', s. 202.

Faiz oranı reaksiyon fonksiyonunda yer alan enflasyon açığı katsayısı h ve çıktı açığı katsayısını g gösterdiğinde; bu değişkenlerin tepki katsayısını ifade etmektedir. Taylor Kuralı' nın uygulanması için enflasyon tepki katsayısı $h > 1$ ve büyüme tepki katsayısı $g > 0$ olmalıdır. Buna göre Taylor Kural'ı para politikasıyla ilgili iki özelliği barındırmaktadır. İlki, nominal faiz oranının enflasyondaki hareketlere birebir tepki göstermesi gerekmektedir. Enflasyon, hedeflenen değeri aştığında enflasyonist baskıları azaltmak için reel faiz oranını yükseltmesi gerekir. Enflasyon, hedeflenen enflasyonun 1 puan üstünde ise merkez bankası reel faiz oranını denge değerinin üstünde 50 baz puan (0,5) olarak belirleyecektir.[177] Yani, politika faizi hem cari enflasyondaki artış hem de enflasyon ve hedef enflasyon farkına göre artacaktır. Kısaca nominal faiz oranının enflasyondan daha fazla artması – enflasyonun hedefinden 1 puanlık artışına, nominal faizin 1.5 puan yükselmesi böylece reel faizin 0,5 puan artması – yönünde reaksiyon göstermesi gerekmektedir.[178] Bu özellik Taylor prensibi olarak adlandırılmaktadır. İkinci özellik ise reel GSYİH potansiyel seviyesinin üzerine çıktığında faiz oranını belirli bir miktarda artarak ve reel GSYİH potansiyel seviyesinin altına düştüğünde faiz oranını azaltarak tepki göstermesi gerekmektedir. Bu şekilde, para politikası ekonominin enflasyonu hedefleme oranına ve potansiyel üretim seviyesine geri döndürmesini sağlanmaktadır. Sonuç olarak, kural, enflasyon hedef değerini ve/veya çıktı kapasitesini aşması durumunda para politikasının sıkılaştırılması (i_t nin artırılması) gerektiğini göstermektedir.[179]

Merkez bankası enflasyon oranını belirli bir düzeyde tutmayı amaçlıyorsa enflasyon tepki katsayısı (h) büyüdüğünde, enflasyonist baskıya karşı para politika saptaması gerekmektedir. Üretim açığı tepki katsayısı (g) büyüdüğünde ise para

[177] John P. Judd ve Glenn D. Rudebusch, "Taylor's Rule and the Fed: 1970–1997", **FRBSF Economic Review**, S. 3, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1998, s. 5.
John B. Taylor, "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", **Monetary Policy Rules**, ed. John B. Taylor, University of Chicago Press, 1999, s. 323.
[178] A. Savaş Akat, "Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi", **Gülten Kazgan'a Armağan: Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi,** İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004, s. 8.
[179] Bennett T. McCallum, "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan", **Economic Quarterly**, C. 86, No. 1, Federal Reserve Bank of Richmond, 2000, s. 51.

otoritesi üretim açığı ve işsizlikle mücadele para politikasını yürütmesi gerekmektedir.[180]

Taylor, 2001 yılında, doğrudan ithal malların ve ithal hammaddeye bağımlı ihraç malların fiyatlarını etkileyen döviz kuru değişkenini ilave ederek para politikası kuralını geliştirmiştir.[181] Genişletilmiş Taylor Kuralı' a göre esnek döviz kuru rejiminde uygulanan bir para politikası kuralında faiz oranı, enflasyon ve çıktı istikrarını etkileyebilme gücüne sahip olan döviz kurunun rasyonel beklentilerle birleşen ataletin etkisiyle dolaylı tepki göstermektedir. Örneğin döviz kurunun değer kazanması sonucu harcamaların azalması reel GSYİH' yi düşürmekte ve ithal ürünlerin de fiyatı hızlı bir şekilde artmayarak enflasyonu düşürmektedir. Ancak, bugünün döviz kuru değişimi (t dönemi) bir gecikmeyle gelecekte beklenen enflasyon ve çıktı seviyesini düşürmekte böylece gelecekteki faiz oranlarındaki beklentileri azaltmakta diğer bir deyişle, merkez bankasının gelecekteki faiz oranını düşürme olasılığını artırmaktadır (t + 1 döneminde). Rasyonel beklentiler ile gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarının düşük olması beklentisi sonucu, bugün uzun vadeli faiz oranlarını düşürme eğilimine yansımaktadır. Dolayısıyla politika kuralı uygulandığında, parasal aktarım mekanizmasında döviz kurunun ataletsel etkileri nedeniyle, döviz kurunun değerlenmesi bugün faiz oranlarında bir düşüşe neden olmaktadır. Bununla birlikte döviz kurlarının faiz oranları üzerindeki dolaylı etkisinin daha az dalgalanmaya neden olması bakımından doğrudan etkiye göre avantaj sağladığını belirtmektedir.[182]

Tarihsel bağlamda 2001 durgunluğunu izleyen politika faizi basit bir politika kuralıyla ilgili olarak Taylor Kuralı ile tutarlılık göstermektedir.[183] FED araştırmacılarının yaptığı analizde ise Taylor tipi reaksiyon işlevlerinin tarihsel dönemlere göre birbirlerinden önemli farklılıklar gösterdiğini belirtmektedir.[184] Formülasyonda bulunan değişkenlerin özellikle potansiyel GSYİH ve denge reel faiz

---

[180] A. Savaş Akat, "Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi", s. 6, 7.
[181] Pelin Karatay Gögül ve Mehmet Songur, "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Araç Kural "Taylor Kuralı" mı? (2006-2015)", **Maliye Araştırmaları Dergisi**, Yıl. 2, C. 2, S. 1, 2016, s. 26.
[182] John B. Taylor, "The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules", **American Economic Review,** C. 91, S. 2, American Economic Association, May 2001, s. 266, 267.
[183] Ben S. Bernanke, "Monetary Policy and the Housing Bubble", **FED at Annual Meeting of the American Economic Association**, Georgia, 2010, s.10. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/bernanke20100103a.pdf , (20.09.2019).
[184] John P. Judd ve Glenn D. Rudebusch, **a.g.e**., s. 12, 13.

oranına ait değerlerin belirsizliği tartışmalara konu olmaktadır.[185] Taylor kuralı baz alınarak yapılan analizlerde, enflasyon ölçüsü seçimi ve çıktı açığının gerçek zamanlı olarak ölçülmesi önemli olabilir. 1993 yılındaki çalışmasında Taylor, enflasyonu, GSYİH deflatörünü kullanarak ölçtü.[186] Ancak reaktif politika kuralların bilgi sorunlarından dolayı belirsizlik içermesi tartışma konusu olmaktadır. Mevcut olan veriler yerine revize edilmiş eski verilere dayanan analizlerin tarihsel politikanın yanıltıcı şekilde yorumlanmasına neden olabilmektedir. Retrospektif olarak, politika kuralını formüle etmek için belirli bir çeyreğe ilişkin değerlendirilen veriler daha sonraki yorumlarıyla farklılık gösterebilmektedir. Taylor' ın kuralını formüle etmek için kullandığı örneğe odaklanarak yapılan bir çalışmada, kurala göre belirli bir çeyrek için alınan öneri revizyonlarının çok büyük olduğu gösterilmektedir.[187] Bununla birlikte birçok merkez bankası çekirdek enflasyonu bazı ürün – gıda, enerji vb. – fiyat değişimlerinin para politikasının kontrolü dışında gerçekleşmesi nedeniyle dışlayarak hesaplamaktadır.[188]

2.5.2.2. McCallum Kuralı

McCallum, para tabanının para politikasının merkezinde olması gerektiğini savunmaktadır. Para tabanı önerisinin altında yatan temel varsayımı, zorunlu karşılık oranlarının azaltılmasından kaynaklanan para tabanında 1 birim para artışın, açık piyasa işlemleri veya iskonto penceresi borçlanması yoluyla elde edilen para tabanında 1 birim para artışı ile aynı para politikası etkisine sahip olmasıdır.[189] Bir geri bildirim

---

[185] Alan Greenspan, "Rules vs. Discretionary Monetary Policy", **At the 15th Anniversary Conference of the Center for Economic Policy Research at Stanford University**, California, 5 Sep 1997, s. 13, 14, https://web.stanford.edu/~johntayl/PolRulLinkpapers/Rules_vs_Discretionary_Monetary_Policy_Greenspan-1997.docx.pdf, (19.09.2019).

[186] Ben S. Bernanke, "Monetary Policy and the Housing Bubble", s. 7.

[187] Athanasios Orphanides, **a.g.e.**, s. 964, 965, 984.

[188] TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, **Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu**, Yayın No. 2001/1, Ankara, 2001, s. 7, 8.

[189] Joseph H. Haslag ve Scott E. Hein, "Does It Matter How Monetary Policy Is Implemented?", **Research Paper**, No. 9009, Federal Reserve Bank of Dallas, 1990, s. 1-3, 8, https://www.dallasfed.org/~/media/documents/research/papers/1990/wp9009.pdf, (28.05.2019).

Para tabanı, açık piyasa işlemleri, iskonto penceresi borçlanmaları veya zorunlu karşılık oranı yapılarındaki değişiklikler yoluyla uygulanan merkez bankası para politikası eylemlerini doğrudan yansıtmaktadır. Zorunlu karşılık oranı değişimlerinden kaynaklanan makroekonomik etkilerin nominal miktarlardaki değişikliklerden örneğin açık piyasa işlemleri kaynaklananlara eşit olduğu fikri, McCallum ve Friedman para politikası önerilerine dayanmaktadır.

kuralı olan McCallum Kuralı, merkez bankası tarafından kontrol edilebilen operasyonel araç olarak para tabanının kullanılarak belirli bir niceliksel kural ile hedeflenen nominal GSYİH' yı istenilen düzeyde tutma esasına dayanmaktadır.[190] Prodüktivitenin büyüme oranı ve toplam talep dalgalanmaları hesaba alınarak hedeflenen enflasyon oranına göre para tabanının büyüme oranını ayarlanmaktadır.[191]

McCallum'un kuralı hem toplam talepte değişmelere neden olan dolaşım hızındaki değişmeleri hem de ani ve beklenmedik salınımların istenmeyen etkilerini en aza indirgemek için nominal geliri açıkça dikkate alarak değişiklik olasılığını hesaba katmaya çalışır.[192] Mc CALLUM kuralı, mübadele denkleminden türetilmekte ve $M.V = P.y$ şeklinde gösterilmektedir. Denklemde M para miktarını, V paranın dolaşım hızını, P fiyat düzeyini ve y reel GSYİH' yı ifade etmektedir. Mübadele denkleminde $M1$ ve $M2$ gibi parasal büyüklükler merkez bankası tarafından etkilenmekte ancak, tam olarak kontrol edilememektedir. Buna karşın, merkez bankası para tabanını doğrudan kontrol edebilmektedir. Bu nedenle McCALLUM, para miktarının tanımı için para tabanını esas almakta ve böylece operasyonel hedef olarak mekanizmaya dahil etmektedir. Denklemde V ise para tabanının dolaşım hızıdır.[193]

McCallum' un tarafından önerilen para tabanı için kuralı şu şekilde ifade edilebilir:[194]

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t^a + \lambda(\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) \qquad \lambda>0 \qquad (1)$$

Formülde, Δb_t para tabanın t-1 ve t dönemleri arasındaki yıllık yüzde büyüme oranıdır. Δx_t nominal GSYİH' nin yıllık yüzde büyüme oranı ve Δx^* hedeflenen nominal GSYİH' nin yıllık yüzde büyüme oranıdır. Hedeflenen değer, $\Delta x^* = \pi^* + \Delta\gamma^*$ olarak belirtilir, buradaki terimler sırasıyla, hedeflenen enflasyon oranı ve reel GSYİH' nin uzun dönem ortalama büyüme oranıdır. Δv_t^a para tabanın son dört yıla (16

[190] Bennett T. McCallum, "Targets, Indicators, and Instruments of Monetary Policy", **NBER Working Paper,** WP 3047, 1989, s. 8, 9, 20, 21, 27.
[191] İlker Parasız, **Para Teorisi ve Politikası**, s. 328.
[192] Alexander William Salter, **a.g.e**., s. 22.
[193] İlker Parasız, **Para Teorisi ve Politikası**, s. 328.
[194] Bennett T. McCallum, "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan", s. 52.
Bennett T. McCallum, "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example", **Economic Review**, C. 73, No. 5, Federal Reserve Bank of Richmond, Sep 1987, s. 13, 14.

çeyrek) göre ortalama dolaşım hızının yüzde büyüme oranıdır. Para tabanı hızı, $v_t = x_t - b_t$ şeklinde belirtilir, teknolojik gelişmelerin ile düzenleyici değişikliklerin uzun süreli ve kalıcı etkilerine bağlı olarak değişmektedir.

Bu koşullara, politika aracı ile hangi yönde tepki verileceği formülasyonun son kısmı göstermektedir. Δx_{t-1} t döneminde nominal GSYİH' nın büyüme oranının bir dönemlik gecikmesini, $\Delta x^* - \Delta x_{t-1}$ nominal gelir açığını göstermektedir. Eğer, Δx_{t-1} Δx^* in altına düştüğünde, para tabanının artırılacağını yani para politikasının gevşetileceğini belirtmektedir. λ parametresi, para arzındaki büyümenin nominal GSYİH' nın hedef yolundan ayrılmasına tepki olarak nasıl değişmesi gerektiğini ifade etmektedir. Sıfırdan büyük pozitif bir geri besleme katsayısı olan λ tepkinin büyüklüğünü* belirtmektedir.[195]

Özetle kurala göre para tabanının, hedef ent1asyon oranı artı reel GSYİH' nın uzun dönem ortalama büyüme oranından yani Δx^* den, para tabanının dolaşım hızının ortalama büyüme oranının çıkarılması sonucu çıkan değere eşit oranda arttırması gerekmektedir. Kural, merkez bankasının ortalama olarak para tabanının büyüme oranı ile belirlediği enf1asyon hedefine ulaşılmasını sağlayacaktır.[196]

Orijinali geriye dönük olan McCallum Kuralı, daha sonra ileriye dönük hale getirildiğini gösteren çalışmaların olduğu görülmektedir. Denkleme, nominal GSYİH' nın büyüme oranının ileriye dönük değeri, nominal döviz kurundaki oransal değişimi, para tabanı düzleştirme değişkeni ilave edilmektedir.[197] Bunun dışında McCallum,

---

* McCallum çalışmalarında, λ tepki katsayısı için büyüme oranı tipi yerine seviye tipindeki tutarsızlıklara tepki veren değişkenlere göre farklı değerlerin göz önünde bulundurulabileceğini ifade etmektedir. Örneğin, reel GSYİH' nin yıllık büyüme oranı %3, hedef enflasyon oranı %0 (ve bu durumda hedeflenen nominal GSYİH büyüme oranı %3), λ değeri 0,25 alındığında, nominal GSMH'nin hedef yolundan her %1 sapması için bir yıl başına ilave %1 para tabanı büyüme anlamına gelmektedir. McCallum sonraki çalışmasında hedef enflasyon oranı %2, λ tepki katsayısını 0,5 olarak belirlemektedir.
Bennett T. McCallum, "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan", s. 52, 55.
Bennett T. McCallum, "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example", s. 13, 14.

[195] Bennett T. McCallum, "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan", s. 52.
Hakan Naim Ardor ve Serdar Varlık, **a.g.e**., s. 55.

[196] İlker Parasız, **Para Teorisi ve Politikası**, s. 329.

[197] Hakan Naim Ardor ve Serdar Varlık, **a.g.e**, s. 55, 56.

sonraki çalışmalarında, Taylor kuralı ve kendi kuralının araç ve hedef değişkenlerinin kombinasyonlarında oluşan iki kural belirtmektedir:[198]

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t^a - 0.5 h_t \quad (2)$$

ve

$$\Delta R_t = \bar{r} + \Delta p_t^a - 0.5(\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) \quad (3)$$

McCallum, para tabanının operasyonel hedef olduğu (2) nolu kuralda melez hedef değişkeni, $h_t = \Delta p_t^a - \pi^* + \tilde{y}_t$ şeklinde tanımlamaktadır. Buradaki terimler sırasıyla, son enflasyon oranlarının (veya tahmini bir değerin) ortalaması ile merkez bankasının hedef enflasyon oranı arasındaki farkına, gerçek ve kapasite çıktı değerleri arasındaki yüzde farkının ilave edildiği Taylor tarzı bir hedef spesifikasyonu göstermektedir. (3) nolu kural ise Taylor kuralına benzer politika aracının faiz oranı olduğu bir nominal GSYİH kuralını önermektedir.[199] Burada, ΔR_t, merkez bankasının aracı veya operasyonel hedefi olarak kullandığı kısa vadeli nominal faiz oranı, $\bar{r}$ uzun vadeli ortalama reel faiz oranıdır, Δp_t^a son enflasyon oranlarının ortalamasını göstermektedir. Nominal ve hedeflenen GSYİH farkına göre Taylor kuralında olduğu gibi faiz oranı aracıyla tepki verilmektedir. McCallum, seçtiği üç ülke için Taylor kuralı ve ileri sürdüğü diğer üç kuralın karşılaştırmalı analizini sunmaktadır. Örneğin, ABD için yaptığı analiz sonucuna göre (4) nolu kuralın, hedef değişkenin çıktıdaki büyüme bileşeninden kaynaklanan düzensiz patikası haricinde, Taylor kuralı ile benzerlik göstermektedir. Bu sonucun yanı sıra dikkat çeken diğer bir bulgu ise para politikası stratejisinde bir araç değişken seçiminin hedef değişkeni seçiminden daha önemli olduğunu göstermektedir.[200]

---

[198] Bennett T. McCallum, "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan", s. 51, 53.

Buradaki hedef değişken terimi, politika kuralının alınacak referanslardan sapmalarını azaltmak için bir şekilde tepki verilmesine yönelik tasarlanmış değişkeni ifade etmektedir. Hedefleme stratejisinde kayıp fonksiyonda kullanılan değişken anlamında değildir.

[199] Weshah A. Razzak, "Is the Taylor Rule Really Different from the McCallum Rule?" **Reserve Bank of New Zealand Working Paper**, No. DP2001/7, 2001, s. 1, 6.

[200] Bennett T. McCallum, "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan", s. 51, 53-57, 77.

2.6. Para Politikası Araçları

Para politikası araçları, merkez bankasının para politikası uygulamalarında belirlenen hedeflere ulaşabilmek amacıyla çeşitli araçları kapsamaktadır. Tarihsel olarak, ekonomik gelişmelerin para politikasının amaçları üzerinde yarattığı değişiklikler, merkez bankalarının bu amaçlara ulaşmak için belirledikleri hedef değişkenler ile birlikte kullandığı araçları değişim göstermiştir.[201]

2.6.1. Geleneksel Para Politikası Araçları

Geleneksel para politikası araçları doğrudan para politikası araçları ve dolaylı para politikası araçları olmak üzere iki gruba ayrılmak üzere incelenebilmektedir.[202]

2.6.1.1. Doğrudan Para Politikası Araçları

Doğrudan para politikası araçları, merkez bankasının ticari bankalara ve diğer finansal kurumlara yatırılan paranın miktarını veya faiz oranını ve krediyi kontrol etmek için doğrudan müdahale yoluyla uygulanan araçlardır. Banka kredileri veya mevduatın büyümesine ilişkin limit koyma miktar kontrollerine; banka kredisi veya mevduat oranları veya resmi döviz kurları, fiyat kontrollerine örnek olarak verilebilir. Kontrol için kullanılan araçlar, merkez bankasının bilançosunu kullanmamaktadır.[203] Belli finansal kuruluşlara uygulanan özel kontrol aletleri, seçilen bu kuruluşlara kredi arzını sınırlamak için ile uygulanabilmektedir.[204]

Doğrudan müdahale ile uygulanan araçları;[205] faiz oranı kontrolleri, kredi tavanları, farklılaştırılmış reeskont oranları, disponibilite uygulaması, özel mevduatlar, tüketici kredilerin kontrolü, finansal kurumların portföylerinin yeniden düzenlenmesi, hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kredilerin kontrolü, ithalat için depozito zorunluluğu, asgari ödeme oranı, özel mevduatlar, taksitli satışlar, merkez bankasının

[201] Memduh Aslan Akçay, **a.g.e**., s. 3, 10.
[202] **A.e**., s. 12.
[203] Simon Gray ve Nick Talbot, "Monetary Operations", **Centre for Central Banking Studies,** London, Bank of England, 2006, s. 32.
[204] İlker Parasız, **Para Ekonomisi**, 2. bs., Bursa, Ezgi Kitapevi, 1999, s. 72-74.
[205] Timur Önder, "Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması", (TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2005, 61-65.
Dilek Koçyiğit, "Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri", (TCMB Yayınlanmamış Uzman Yeterlilik Tezi), Ankara, 2009, s. 11-17.

moral takviyesi, reklam ve resmi olmayan öğütler, sözlü müdahale olarak çeşitli türlerde ayrılmaktadır.

Doğrudan kontrol uygulamaları, az gelişmiş finansal piyasalarda veya dolaylı parasal kontrol teknikleri yetersiz olan merkez bankalarının veya özellikle geçici kriz durumunda, banka kredisinin fiyatını veya miktarını kontrol etmek etkili, hızlı veya uygulanabilir yaklaşımı oluşturabilirler. Ancak bu uygulamalar, piyasa gelişimine olumsuz etkisi olabilmektedir. Bununla birlikte zaman içinde etkisinin azalmasından dolayı dezavantajları görülebilmektedir. Örneğin bazı merkez bankaları, sermaye akışlarını kontrol etmek için yaptığı döviz kontrollerinde net bir başarı gösteremediği belirtilmektedir.[206] 1970 li yılları ve sonrası döneminde, piyasa mekanizmasına dayalı dolaylı para politikası araçlarına geçiş dönemi olarak ifade edilmektedir. [207]

2.6.1.2. Dolaylı Para Politikası Araçları

Merkez bankasının piyasalarda, para arzı ve faiz oranlarını manipüle etmek için kullandığı para politikası arasında; rezerv miktarını ve para tabanını etkileyen açık piyasa işlemleri, para tabanını etkileyen reeskont politikaları ve para çarpanını etkileyen zorunlu rezerv oranı yer almaktadır.[208] Çalışmada, söz konusu politika araçları ve döviz işlemleri incelenmektedir.

2.6.1.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Para politikasının piyasada en etki yaratan aracı olan açık piyasa işlemleri (APİ), çeşitli türdeki tahvil ve senetlerin merkez bankası aracılığıyla alım ve satımının yapılmasıdır.[209] İşleme konu olan senetler; hazineye ait bono ve tahviller (devlet iç borçlanma senetleri vb.) ile özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri, döviz ve altın gibi likidite kaynaklarını kapsamaktadır.[210] Merkez bankası, APİ' nin çoğunu piyasada en likit ve en büyük işlem hacmine sahip olan hazineye ait bono ve tahvilleri üzerinden

[206] Simon Gray ve Nick Talbot, **a.g.e**., s. 32, 33.
[207] TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, s. 4.
[208] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 393.
[209] Merih Paya, **a.g.e.,** s. 181.
[210] Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, 2. bs., Ankara, Gazi Kitapevi, 2011, s. 268.

yürütmektedir. Bu şekilde, piyasada aşırı fiyat dalgalanmaları yaşamadan yüksek miktarda işlem hacmini absorbe etme kapasitesine sahiptir.[211]

Para arzındaki dalgalanmaların ana kaynağı olan faiz oranlarındaki ve para tabanındaki değişimlerin temel belirleyicileri olmasından dolayı merkez bankasının en önemli aracıdır. Merkez bankasının açık piyasa alımı yapması durumunda rezervleri ve para tabanını genişleterek para arzını artırmakta ve kısa vadeli faiz oranlarının düşmesini sağlayabilmektedir. Aynı şekilde, açık piyasa satımı, ile rezervleri ve para tabanını daraltarak para arzını azaltmakta kısa vadeli faiz oranlarını yükselmesini etki edebilmektedir.[212] APİ ile faiz oranlarını yönlendirme ve likiditeyi kontrol etmenin yanında para politikasının duruşunu gösterme işlevini de yerine getirmektedir.[213]

Merkez bankası, faaliyet hedefine bağlı olarak banka rezervlerinin arzını veya fiyatını yönlendirmeyi amaçlamaktadır.[214] Açık piyasa işlemlerinin iki etki bulunmaktadır.[215] Merkez bankasının para piyasasında bankalardan senet/tahvil alım satımı yapması yoluyla bankaların likidite seviyesini etki etmektedir. Böylelikle bankaların rezervleri değişmesine ve para yaratma ve dağıtma politikalarını değişmektedir. Örneğin, merkez bankasının bankalara tahvil satması durumunda bankaların likidite seviyesi düşecek ve bankaların yaratacakları para miktarında azaltıcı ve dağıtacakları kredi verme olanaklarında daraltıcı yönde bir etkisi olacaktır. APİ' nin miktar etkisi önce banka likiditesini sonra kredi çarpanı aracılığıyla para arzını etkilemektedir. Bu durum APİ' nin miktar etkisini göstermektedir. APİ' nin diğer etkisi ise fiyat etkisidir. Merkez bankası para piyasasındaki denge fiyatını değiştirmek için tahvil alım satımı yapabilmektedir. Örneğin, merkez bankasının tahvil satması durumunda fiyatları düşecektir. MB piyasadaki tahvil arz ve talebini değiştirerek onların fiyatlarını etkilemesi APİ' nin fiyat etkisi göstermektedir. Merkez bankasının tahvil talebindeki artışı, piyasadaki toplam tahvil miktarının azalmasına ve bunun sonucu, – tahvilin piyasa değeri yani fiyatı ile getirisi arasında ters ilişkiden dolayı –

[211] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 398.
[212] **A.e**., s. 398.
[213] Máiréad Devine ve Daniel McCoy, **a.g.e**., s. 15.
[214] Darryl King ve Tommaso Mancini-Griffoli, "Monetary Operations", **Advancing the Frontiers of Monetary Policy**, ed. Tobias Adrian, Douglas Laxton ve Maurice Obstfeld, Washington, IMF, 2018, s. 56.
[215] İlker Parasız, **Para Ekonomisi**, s. 68, 69.
Hasan Özyurt, **a.g.e**., s. 234- 238.

tahvil fiyatlarının yükselmesine, tahvilin getirisinin azalmasına neden olmaktadır. Ekonomik birimleri, daha düşük faiz oranında servetinin, daha büyük kısmını para, nispeten küçük kısmını tahvil şeklinde tutmayı tercih etmektedir. Başka bir bağlamda, APİ alımları faiz oranını düşürerek, yatırım harcamalarını artırmakta ve denge reel gelir düzeyini artırmaktadır. Faiz oranlarının azalmasıyla birlikte para arzında genişletici bir para politikası uygulanmış olmaktadır.

Merkez bankasının kısmi bir rezerv bankacılık sistemindeki ana politika eylemi, para politikasını ekonomik faaliyete bağlayan davranışsal sürecinde, fiyatlardaki, reel çıktıdaki veya her ikisindeki hareketleri tahmin etmek için bir miktar bazı para ölçülerindeki dalgalanmalar için potansiyel bir rol sağlamaktadır. Açık piyasa alımları, bankalara rezervler sağlayarak faiz oranlarını azaltıp harcamaları teşvik ederken banka kredilerinin işletme veya hanehalkı harcamalarının finansmanına odaklanmaktadır. Paradaki hareketler öncelikle bankacılık sisteminin bilançosunun kredi tarafında olanları yansıttığı için harcamaları öngörebilmektedir.[216]

Açık piyasa işlemleri; kesin satım işlemleri, ters repo işlemleri, kesin alım işlemleri ve repo işlemleri olarak da kendi içinde sınıflandırılmaktadır.[217] Kesin alış işlemi, Merkez bankasının bankalardan tahvil alması yoluyla bankaların rezervlerini artırması; kesin satış işleminde ise bankalara tahvil satması yoluyla bankaların rezervlerini azaltması ile gerçekleşmektedir. Bu işlemleri, piyasadaki likidite düzeyinde kalıcı bir değişiklik gerçekleştirmek için uygulamaktadır. Ters repo satımı ve repo alımı işlemlerini piyasadaki kısa süreli ve geçici likidite darlığını gidermek üzere yapmaktadır.

2.6.1.2.2. Reeskont Politikası

Reeskont kredisi, merkez bankasının geçici nakit ihtiyacının karşılanması için bankacılık kesimine açtığı kredilerdir. Bankaların bu kredi için merkez bankasına ödeyeceği faiz oranına reeskont faiz oranı (RO) denir. Reeskont, daha önce bir bedel karşılığı iskonto edilen bir menkul değerin merkez bankası tarafından, bir bedel

[216] Benjamin M. Friedman ve Kenneth N. Kuttner, "A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets", **Brookings Papers on Economic Activity**, C. 27(1), Economic Studies Program, The Brookings Institution, 1996, s. 93, 94.
[217] İlker Parasız, **Para Ekonomisi**, s. 70, 71.

karşılığı ikinci kez iskonto edilmesidir. Şöyle ki; bir ticari senet veya devlet tahviline sahip olan kişinin bu senedi, vadesinden önce bir bankaya iskonto ettirmesi ve sonrasında, bankanın da iskonto ettiği bu senedi merkez bankasından yeniden iskonto ettirmesi işlemine reeskont (re-iskonto) denir.[218] Diğer bir deyişle, iskonto oranını ve iskonto kredisi koşullarını belirleyen politika aracına reeskont politikası, merkez bankasının bankalara iskontolu kredi vermesi kanal görevi görmesine reeskont penceresi denir.[219]

Reeskont işlemlerinin reeskont kredileri ve avanslar olmak üzere iki türü vardır. Reeskont kredileri, bankaların ellerindeki vadesi henüz dolmamış iskonto edilmiş ticari senetleri ve vesikaları merkez bankasına vererek reeskonta tabi tutulur ve merkez bankasının cari faiz oranlarıyla iskonto edilir Avanslar ise senetler karşılığı, iskonto uygulanmadan – maddi bir teminatın rehin ve ipoteği karşılığında – belirli bir faiz oranıyla ilgili bankaya verilen kredilerdir.[220]

RO uygulamasında, borç verme kabulünü, uygulanan reeskont oranını ve reeskonta kabul edilen menkul değerleri merkez bankası belirlemektedir. Merkez bankaları reeskont kredilerine karşılık bankalardan istediği teminat olarak hazine tahvilleri veya özel sektör borçlanma senetleri kullanılmaktadır.[221]

Merkez bankası, kendisinin belirlediği faiz oranı ile bankaların senetlerini reeskonta kabul ettiğinde, borçlanmanın maliyetini değiştirmektedir. Reeskont işleminin etkisi, piyasada çeşitli vadelerdeki borçlanma seçenekleri içinde özelikle kısa vadeli faiz oranları üzerinde hissedilir. Bunun sebebi, bankaların iskonto ve avans işlemlerindeki faiz oranını reeskont oranını baz alarak belirlemesidir. Bankalar reeskont faiz oranına, çeşitli komisyonlar ve risk payını ekleyerek kendi faiz oranlarını saptamaktadır. Böylece merkez bankası reeskont politikası ile kısa vadeli iskonto oranlarını değiştirme ihtimali olan bankalar üzerinde caydırıcı veya teşvik edici yönde fiyat etkisi yaratabilmektedir.[222]

---

[218] Hasan Özyurt, **a.g.e**., s. 228, 229.
[219] R. Glenn Hubbard ve Anthony Patrıck O'brien, **Money, Banking, and the Financial System**, Boston, Pearson Education, publishing as Prentice Hall, 2012, s. 446.
[220] Merih Paya, **a.g.e.,** s. 183, 184.
[221] Hasan Özyurt, **a.g.e**., s. 229, 230.
[222] İlker Parasız, **Para Ekonomisi**, s. 67.

Reeskont oranlarının yükseltilmesi, bankaların merkez bankasından ödünç para alma eğilimini azalırken, azaltılması da bu eğilimi arttırmaktadır. Örneğin, merkez bankasının daraltıcı bir para politikasında, reeskont oranını yükseltince, ticari bankalar kendi iskonto oranını yükseltecektir. Bu durumda kredi maliyetinin yükselmesine ve dolayısıyla kredi hacmi düşmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda, efektif talebin azalması ve kaydi para azalmasından dolayı para arzının daralması, enflasyon iki kanaldan baskı altına almaktadır. Para arzı üzerindeki etkisi ise bankalar iskonto oranını yükseltince, yüksek faiz maliyetinden dolayı reeskonta tabi senet miktarı azalmaktadır. Sonuçta, emisyon hacminin, dolayısı ile rezerv para ve parasal tabanının düşmesine ve sonuçta para arzının azalmasına neden olacaktır.[223]

Reeskont politikasıyla bankalara rezerv sağlanması özellikle kriz dönemlerinde önemli bir gereklilik olabilmektedir. Para otoritesinin borç veren son merci rolü, banka ve finansal panikleri önlemek için avantaj sağlasa da istenmeyen durumlara neden olabilir. Bir banka reeskont kredisiyle likidite temin edebileceğinden emin olduğunda, daha fazla risk alma isteği, borç vermeye devam etmesine ve dolayısıyla ahlaki tehlike sorunu yaratabilmektedir.[224] Reeskont işlemleri para-menkul kıymet piyasaların gelişmediği dönemlerde önemli bir politika aracı olduğu ancak, piyasaların gelişmesi sayesinde APİ' nin etkinleşmesi, modern merkez bankacılığında aktif olarak kullanılan bir araç olarak görülmemektedir.[225]

2.6.1.2.3. Kanuni Karşılık Oranı (Zorunlu Rezerv Oranı)

Zorunlu/kanuni karşılık, bankaların ve düzenleyici kurumların gerekli gördüğü diğer finansal kuruluşların, mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirli bir oranı için belirlenen esaslara göre faiz ödenebilen veya ödenmeden merkez bankası nezdinde para veya altın cinsinden tutulan değeri ifade etmektedir. Merkez bankası tarafından

[223] Hasan Özyurt, **a.g.e**., s. 230, 231.
[224] Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, Ankara, İMKB Yayınları, 2002, s. 172.
Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets**, s. 403.
[225] TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, s. 13.

belirlenen zorunlu karşılık oranın değiştirilerek para politikası aracı olarak kullanılmaktadır.[226]

Altın standardının olduğu zamanlarda altın şeklinde ve günümüzde ise genellikle rezerv parada güvenilir bir varlık olarak tutulan zorunlu karşılıklar üç amaç için kullanılabilmektedir: İhtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol. İhtiyati gereksinimler ile tutulan rezervler, bankanın mevduat alma ve ödeme kabiliyeti kısıtlandığında veya bir panik sebebiyle mevduat sahiplerinin ani mevduat çekilişi gibi bir durum ile karşılaşıldığında hem likidite hem de borç ödeme riskine karşı bir miktar koruma sağlamaktadır. Ancak, sermaye yeterlilik ve likidite yükümlülükleri gibi bankacılık düzenleme ve denetleme uygulamaları ile merkez bankasının sağladığı krediler ve mevduat sigortası gibi araçlar sayesinde zorunlu karşılıkların ihtiyari işlevi azalmaktadır.[227]

Zorunlu karşılıklar likidite yönetimi amacıyla para piyasalarındaki likidite dengesizliğinin faiz oranları veya döviz kurları üzerinde baskı oluşturmasını engellemeye yönelik kullanılmaktadır. APİ yanında zorunlu karşılıklar özellikle yapısal nitelikli dengesizlikler için bir seçenek olmaktadır.[228] Bunun yanında, merkez bankası nezdinde tutulan karşılıkların yeterli uzunluktaki – genellikle bir ay – bir dönemde, sabit olmayan ortalama bir şekilde tesis edilmesi imkanının verilmesi koşuluyla, bankaların günlük likidite ihtiyaçlarını, daha sonra telafi etmek üzere zorunlu karşılık bakiyeden kullanabilmektedir. Bu sayede kısa vadeli faiz oranlarındaki dalgalanma azaltmakta ve likiditeyi dengelemek için merkez bankası müdahalesi minimum düzeye inmektedir. Bununla birlikte merkez bankası bankacılık sisteminde bir likidite sıkışıklığı yaratarak kendi kaynaklarına istikrarlı bir talep yaratmakta ve sisteme düzenli likidite sağlayarak likidite yönetiminde etkinliğini artırmaktadır.[229]

---

[226] Koray Alper ve S. Tolga Tiryaki, "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", **TCMB Ekonomi Notları**, S. 11/08, 2011, s. 1, 2.
TCMB, Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Zorunlu+Karsilik+Oranlari/, (14.10.2019).
[227] Simon Gray, "Central Bank Balances and Reserve Requirements" **IMF Working Paper**, WP/11/36, 2011, s. 5-9.
[228] Koray Alper ve S. Tolga Tiryaki, **a.g.e**., s. 2.
[229] Nursel Yavuzarslan, "Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar", (TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2011, s. 67, 68.

Parasal kontrol amacı için kullanımında ise zorunlu karşılıkların para çarpanı ve faiz oranları üzerindeki etkisinden yararlanılmaktadır. Zorunlu karşılıkların para arzını kontrol etmek için kullanılan para çarpanı yaklaşımı, bankaların zorunlu karşılıklarla kısıtlanmadığı sürece kredi portföylerini artırdıkları varsayımına dayanmaktadır. Diğer bir deyişle, rezervlerin seviyesi ile banka borçlanması ve dolayısıyla borç verme kapasitesi ilişkilisine bağlı olarak rezerv yaratılması kısıtlanırsa yani zorunlu karşılık oranı yükselirse, bankaların kredilendirmesinde azalma eğilimi görülecek böylelikle daha az para yaratılacaktır.[230] Zorunlu karşılık uygulamasının bankaların para yaratma mekanizması ile yakından ilişkisinde merkez bankası, zorunlu karşılık oranını değiştirerek mevduat çarpanını etkiler. Zorunlu karşılık oranı artırılınca*, para çarpanı küçülür ve para arzı azalır (veya tersi).[231] Bununla birlikte bankaların her birim mevduat başına düşen kredi miktarının azalması bankaların karlılık oranları da düşmesine sebep olmaktadır.[232] Zorunlu karşılıklardaki değişiklikler para çarpanını etkilediği için para stokunun büyüklüğü üzerinde bir etkisi olmakta ancak, rezerv paraların toplam seviyesini değiştirmemektedir.[233]

Merkez bankasının rezerv para üzerinden kredi büyümesini yönlendirmek amacıyla faiz oranı ile birlikte zorunlu karşılıkları kullanması dolaylı bir yöntem olduğu kabul edilmektedir.[234] Zorunlu karşılıkların makroekonomiye aktarımı maliyet ve likidite olmak üzere iki kanaldan gerçekleşmektedir. Maliyet kanalı, zorunlu karşılık oranındaki değişimin mevduat ve kredi faizleri arasındaki bir farkın ortaya çıkması ve bu faiz yükünün bankalara yansıması ile çalışmaktadır. Maliyet kanalının etkin

---

[230] Simon Gray, "Central Bank Balances and Reserve Requirements", s. 10.

[231] Merih Paya, **a.g.e**., s. 186.

* Zorunlu karşılık oranı formülü, $ZKO = \frac{Zorunlu\ karşılıklar\ (R)}{Mevduat\ (D)}$ 'dir.

Bankacılık sistemde ZKO değişikliği ile parasal büyüklükler ve bankaların ait rezervlerinin kredilendirme eğilimi kontrol edilebilmektedir. $Sistemde\ yaratılan\ para\ = D \times \frac{1}{ZKO}$ şeklindedir.

İktisadi birimlerin nakit ve mevduat arasındaki tercihleri ile bankaların kredi verme ve aşırı rezerv tutması (ER) arasındaki tercihleri sistemde para miktarına etki edebileceği için para çarpanı formülü; $k1 = \frac{M_1}{H} = \frac{1+(C/D)}{(R/D)+(C/D)+(ER/D)}$ şeklindedir.

k1 para çarpanını, M_1 dar para miktarını, H ise para tabanını (Emisyon + Bankalar Mevduatı) göstermektedir. Birey ve banka davranışlarının dikkate alındığında para çarpanı formülünde; C/D iktisadi birimlerin nakit tutma oranını, ER/D bankaların atıl (serbest) rezerv tutma oranını, R/D ise ZKO etkisini göstermektedir. Ayrıntılı bir inceleme için bkz. Nursel Yavuzarslan, **a.g.e**., s. 61-65.

[232] Fatih Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, 3. bs., Ankara, Efil Yayınevi, 2013, s. 447.

[233] Richard C. Barth, **Macroeconomic Management: Programs and Policies**, s. 143.

[234] Simon Gray, "Central Bank Balances and Reserve Requirements" s. 10.

olabilmesi için zorunlu karşılıklara faiz ödemesinin yapılmaması veya geçerli piyasa oranlarının önemli ölçüde altında faiz ödenmesi; finansal piyasalarda kredi müşterisinin alternatif finansman imkanlarına erişememesi veya banka mevduatı dışında farklı finansal araçların olmaması; bankanın sadece mevduat yükümlülüğü ve kredi varlığına sahip olması gerekmektedir. [235] Bu koşullar altında, zorunlu karşılık oranında bir artış gerçekleşirse, bankalar için merkez bankasından sağlanabilen fonların mevduata tam ikame olması durumunda, maliyeti artan mevduatın faizini düşmesine neden olur iken kredi faizleri değişmemektedir. Artan maliyet bankaların mevduata talebini azaltmakta buna karşın risk faktörünü arttırmayan merkez bankası fonlarına talebini artırmaktadır. Bununla birlikte merkez bankasından sağlanabilen fonların mevduat ile tam ikame olmaması durumunda ise bankaların ihtiyaç duyduğu fon kaynağını merkez bankası fonlarından yeteri kadar karşılanamaması ve kalan kredi tahsisini farklı kaynaklardan finanse etmesi sebebiyle toplam fonlama maliyetini artırmakta ve dolayısıyla kredi ile mevduat faiz oranları etkilenmektedir. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejiminde, zorunlu karşılık oranındaki artış, kredi faiz oranlarını yükseltirken mevduat faiz oranları üzerindeki etkisi belirsizdir. Bankalar maliyeti artan mevduata talebi azaltabileceği gibi merkez bankası fonlarına bağımlı olmak yerine fon kaynağı olarak istikrarlı ve güvenilir gördüğü mevduata talebi artırabilecektir.[236]

Likidite kanalı ise bankaların yükümlülüklerin yapısını değiştirmesi ve faiz riski üzerinden çalışmaktadır. Klasik uygulamada, zorunlu karşılık oranlarının artırılması ile piyasadaki likiditenin azalmasına karşın, bankaların merkez bankasının kredi imkanları ile piyasadaki likidite artabilmektedir. Böyle bir durumda, zorunlu karşılık oranlarındaki artış, krediler üzerinde önemli bir etki yaratmamaktadır. Bunun yanında, enflasyon hedeflemesi rejiminde, bankalar merkez bankasının ilan ettiği politika faiz oranından da likidite sağlayabilmektedir. Bankaların zorunlu karşılık oranı artışı ile ortaya çıkan likidite açığını merkez bankasından borçlanma yoluyla gidermesi krediler üzerinde etkili olmaktadır. Şöyle ki, merkez bankasının fonlaması bir haftalık iken mevduatın ortalama vadesi yaklaşık 50 gün olmaktadır. Bankalar, vade uyumsuzluğundan dolayı üstlenmek durumunda kaldıkları bu ilave faiz riski ya borç

[235] Koray Alper ve S. Tolga Tiryaki, **a.g.e**., s. 3, 4.
[236] Nursel Yavuzarslan, **a.g.e**., s. 107.
Simon Gray, "Central Bank Balances and Reserve Requirements", s. 10, 11.

verme oranlarına yansıtmakta ya da yerli para cinsi kredileri azaltmaktadır. Her iki durumda kredi genişlemesi üzerinde caydırıcı bir etki yaratmaktadır.[237]

Zorunlu karşılık oranı değişikliğinin politika faizi değişikliğine göre bir avantajı da merkez bankasının kısa vadeli sermaye girişlerini teşvik etmeden zorunlu karşılık oranı artışı ile para politikasını sıkılaştırmasına izin vermesidir. Bu çerçevede, kısa vadeli faizlerin düşük tutulması sermaye girişlerinde caydırıcı etki yaratırken zorunlu karşılık oranlarının artırılması kredi faizi oranlarını yükselmesine ve talebin azalmasına ve böylelikle kredi artış hızını yavaşlamasını sağlamaktadır.[238]

2.6.1.2.4. Döviz İşlemleri

Döviz kuru işlemleri, bir ülkede tam dalgalı kur rejimi uygulanmadığı takdirde, merkez bankasının politika aracı olarak döviz ve efektif alım/satımı yapabildiği bir uygulamadır. Bu uygulama ile merkez bankasının kurlar yönelik etkisi olduğu gibi piyasadaki yerli para likiditesi üzerinde de etki yaratabilmektedir. Merkez bankası döviz ve efektif satımı gerçekleştirdiğinde mali piyasadaki yerli para likiditesi azalır veya tersi durum geçerlidir.[239] Ancak faiz oranından bağımsız olarak döviz kuruna yönelik merkez bankasının piyasayı manipüle etmesi, yüksek sermaye hareketliliği şartlarında sadece kısa dönemlerde mümkün olmakta, uzun vadede merkez bankası döviz kurunu kontrol edememektedir.[240]

2.6.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Merkez bankası geleneksel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının seviyesini değiştirerek ve aktarım mekanizmaları ile ekonomideki likidite koşullarını etkileyebilmekte ve olağan/normal dönemlerde fiyat istikrarı amacını izleyebilmektedir. Ancak 2008 yılı küresel finans krizi döneminde son derece olumsuz koşullar altında para politikasının aktarım mekanizmasının önemli ölçüde bozulmasından dolayı, ekonomik hedeflerine ulaşılması konusunda geleneksel para politikası eylemleri etkisizleşen merkez bankalarının, krize hem geleneksel hem de

[237] Erdem Başçı ve Hakan Kara, **a.g.e**., s. 7.
[238] Simon Gray, "Central Bank Balances and Reserve Requirements", s. 11, 12.
Erdem Başçı ve Hakan Kara, **a.g.e**., s. 5.
[239] Timur Önder, **a.g.e**., s. 79, 80.
[240] Rania Al-Mashat vd., **a.g.e**., s. 31.

geleneksel olmayan politika önlemleri alarak yanıt verdiği görülmektedir. Olağan dışı dönemlerde, merkez bankalarının amacına ulaşması için geleneksel para politikası araçlarının yetersiz oluşunu iki neden ile açıklanmaktadır. İlk olarak, güçlü ekonomik şoklara karşı nominal faiz oranlarının sıfır düzeyine kadar indirilebildiğini ve politika oranlarının sıfır düzeyinden daha aşağıya düşürülmesi mümkün olmadığından, finansal koşullarda iyileşme sağlanabilmesi geleneksel olmayan politika araçları ile gerçekleşebilir.[241] Politika faiz oranı sıfır alt sınırında iken, merkez bankası faiz oranlarını düşürerek toplam talebi daha fazla artıramayacağı için geleneksel olmayan politika alternatiflerini değerlendirebilir.[242] İkinci olarak, geleneksel olmayan politikalar para politikası aktarım mekanizmaları önemli ölçüde bozulduğunda faiz oranı sıfırın üzerindeyken bile uygulanabilir.[243]

Geleneksel olmayan para politikası, merkez bankasının bankalara, hanehalklarına ve finansal olmayan şirketlere hedeflenen düzeyde dışsal finansman sağlamasında doğrudan maliyetini ve kullanılabilirliğini etkileyen politikaları olarak tanımlanabilmektedir. Ekonomik birimlere sağlanacak finansman kaynakları arasında merkez bankası likiditesi, kredisi ya da sabit getirili menkul kıymetler yer alabilir.[244] Diğer bir deyişle, söz konusu önlemler, kısa vadeli faiz oranlarından başka bazı uzun vadeli risksiz oranları ve likidite ve kredi marjlarını etkilemeye yönelikti.[245]

Küresel finansal sistemin çöküşünü önlemek için finansal piyasalara peşi sıra müdahalede bulunan gelişmiş ülke ekonomilerdeki bazı büyük merkez bankaları, 2008 yılının son aylarında geleneksel parasal genişleme, sıfır sınıra yakın seyrini sürdürürken, bilanço politikalarının kullanımını getirerek odağını fiyatlardan miktarlara kaydırmıştır (Tablo 2.1). Söz konusu politikalar, bankalararası piyasadaki

---

[241] L. Bini Smaghi, "Conventional and Unconventional Monetary Policy", **BIS Review**, No: 52/2009, Speech at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 2009, s. 1-3. https://www.bis.org/review/r090429e.pdf, (02.09.2019).
Simon M. Potter ve Frank Smets, "Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis", **BIS CGFS Papers**, No. 63, Committee on the Global Financial System, 2019, s. 10.

[242] Ben S. Bernanke, Vincent R. Reinhart ve Brian P. Sack, ''Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment'', **Finance and Economics Discussion Series**, 2004-48, Washington, Federal Reserve Board, 2004, s. i, https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200448/200448pap.pdf, (19.05.2019).

[243] L. Bini Smaghi**, a.g.e**, s. 2

[244] **A.e**., s 3.

[245] Simon M. Potter ve Frank Smets, **a.g.e**, s. 10.

baskıları hafifletmek için, özellikle uzun vadelerde bankalara likidite sağlanması; ikincil piyasa likiditesini ve kredi fiyatlandırmasını ve arzını desteklemek için seçilen kredi piyasalarına müdahale ve finansman koşullarını politika faiz indirimleriyle elde edilebilecek seviyenin ötesine taşımayı amaçlayan doğrudan tahvil alımlarını içermektedir.[246] APİ' de kullanılan kağıtların dışında ticari bonolar, uzun vadeli devlet kağıtları yanında hisse senetleri gibi daha riskli varlıkları da kapsayan menkul kıymetlerin alımı ile piyasalara yüklü miktarda para verilmesi ve böylelikle para ve kredi piyasalarında finansal koşulları kolaylaştırmak amaçlanmaktadır.[247] Merkez bankası büyük miktarda varlık alımlarıyla (kısa vadeli finansal varlıklar ve/veya uzun vadeli devlet tahvilleri) hedeflenen varlığın fiyatını veya getirisini etkileyerek fon akışını yönlendirmeyi amaçlamaktadır.[248]

Para tabanının genişletilmesine sağlayan söz konusu politikalar, ekonomiyi aktarım mekanizmasında üç kanal ile etkilemektedir. İlk olarak, piyasa aktörlerinin beklentileri üzerinde doğrudan yaratacağı olumlu bir haber etkisiyle beklentiler kanalı yoluyla gerçekleşmektedir. Menkul kıymet piyasaları aracılığıyla işleyen diğer bir aktarım mekanizmasında, merkez bankası tarafından menkul kıymet alımı, piyasada menkul kıymetin fiyatının artmasına ve getirisinin düşmesine neden olmaktadır. Böylece ekonomik birimlerin servetleri ve harcama eğilimleri artış göstermektedir. Üçüncü bir aktarım kanalı ise kredi arzı üzerinde yarattığı olumlu etki ile çalışmaktadır. Likidite artışının bankaların yeni projelerin finansmanına yönlendirmesi beklenmektedir. Sonuç olarak, geleneksel olmayan para politikasının deflasyon riskinin azaltılması ve ekonominin canlanması amaçlanmaktadır. [249]

---

[246] Hervé Hannoun, "The Expanding Role of Central Banks Since The crisis: What Are the Limits?", **Speech at the 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation,** BIS, Moskova, 2010, s. 2, 3, 7, https://www.bis.org/speeches/sp100622.htm, (20.05.20199).
[247] K. Azim Özdemir, **a.g.e.**, s. 29.
[248] Halil Tunalı ve Yusuf Yalçınkaya, ''Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi'', **İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 66, 2016/2, 2016, s. 72, 75.
[249] K. Azim Özdemir, **a.g.e.**, s. 30, 31.

Tablo 2.1: 2008 Yılı Mali Krizde Merkez Bankalarının Genişleyen Rolü

Geleneksel	**Para politikası araçları**	**İhtiyati (Prudential) politika araçları**
·Fiyat (enflasyon) odaklıdır	·Politika faiz oranı	·Sermaye yeterliliği
·Finansal durumu ve varlık fiyatlarını etkilemede dolaylı bir yaklaşımı vardır	·Zorunlu rezervler	·Likidite zorunluluğu
·Kısa vadeli bankalararası piyasa üzerinde doğrudan etkilidir		
Geleneksel olmayan	**Merkez bankası bilançosu araçları**	
	Yurtiçi finansal piyasalara müdahale	Döviz piyasalarına müdahale
·Fiyat yerine niceliksel büyüklüklere odaklıdır	·Bankalararası para piyasası	·Döviz kurlarına müdahale
·Finansal piyasalara doğrudan müdahele vardır	·Kamu menkul kıymetlerinin işlem gördüğü piyasalar (uzun vadeli devlet tahvilleri)	·Döviz rezervlerinin arttırılması
	·Kredi piyasaları (kurumsal ve teminatlı tahvil, varlığa dayalı menkul kıymetler)	·Döviz swap anlaşması
	·Konut (ipotek) kredisi piyasası	

Kaynak: Hervé Hannoun, "The Expanding Role of Central Banks Since The Crisis: What Are the Limits?" **Speech at the 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation**, BIS, Moskova, 2010, s. 2, https://www.bis.org/speeches/sp100622.htm, (20.05.2019).

Politika yapıcıların politika uygulamalarında etkili olabilmesi için, geleneksel olmayan politikalarının ara hedeflerini açıkça tanımlaması daha sonra bu hedeflere göre finansman koşullarının kolaylaştırılmasına en uygun önlemleri seçmesi gerekmektedir. Bu adımlar, merkez bankasının likiditenin sağlanmasında doğrudan likidite sıkıntısı içinde olan banka ve spesifik pazar segmentlerindeki kredi marjlarının hedeflenmesine kadar değişebilmektedir.[250]

Bu politikaların, global finansal krizin kötü sonuçlarının etkili bir şekilde ele almasını, politika yapıcılara ek politika alanı ve esneklik sağlamasına yardımcı oldukları belirtilmektedir. Getiriler, vade yapısı, kredi hacimleri vb özellikle finansal koşulların iyileştirilmesinde merkez bankalarının krize karşı uygulamalarına tepkinin

[250] L. Bini Smaghi, **a.g.e.**, s. 3.

önce dengesizleştiği ve sonra düzensiz de olsa bir miktar gecikmeyle makro ekonomiyi canlandırdığı, enflasyon beklentileri olumsuz yönde etkilenmediği için deflasyon risklerinden kaçınıldığı ancak fiili enflasyonun hedef enflasyona yavaş ve kalıcı bir şekilde karşılık verdiği belirtilmektedir.[251]

Geleneksel olmayan para politikası araçlarının farklı uygulama seçenekleri bulunmaktadır.[252] Söz konusu politikası araçlarından; (i) varlık alım programı ve alt ayrımında niceliksel/miktarsal genişleme ve kredi genişlemesi (ii) negatif faiz oranı (iii) faiz teminatı/taahhüdü ve geleneksel para politikası araçları arasında olmakla birlikte geleneksel olmayan para politikası kapsamında farklı uygulanışlarıyla (v) faiz koridoru araçları makro-ihtiyatlı para politikası uygulanışı ile ele alınmaktadır.

2.6.2.1. Faiz Teminatı/Taahhüdü

Faiz teminatı, merkez bankalarının politika faizinin gelecekteki seyri hakkında teminatta bulunmasını ve ekonomik birimlerin bilgilendirmesini sağlayarak politika etkinliğini arttırabilmesini sağlayan para politikası aracıdır. Merkez Bankaları faiz teminatı politikası ile politika faiz oranını belirli bir süre boyunca belli bir düzeyde sabit tutacağına dair taahhüt ederek beklentileri yönetebilmektedir.[253] Kısa dönem faiz oranının sıfır olması durumunda merkez bankası, genişletilmiş bir parasal kolaylık politikasını takip etme taahhüdünde bulunarak, politika faizinin beklenenden daha uzun bir süre düşük olacağı konusunda, ekonomik birimlerde şekillenen beklenti ile ekonomiye ilave teşvik yaratabilmektedir. Bu taahhüt, güvenilir ve daha önce beklenmeyen bir durumsa, uzun vadeli faiz oranları düşürebilmekte, diğer varlık fiyatlarını destekleyebilmekte, harcamalar ve yatırımlarla ilgili karar vermede kullanılarak toplam talebi artırabilmektedir.[254] Merkez bankaları para politikası eylemlerinde, kriz döneminde beklentileri nasıl daha etkin yönetebileceğini belirlemeleri gerekmektedir. Woodford ve Eggertsson, merkez bankasının beklentileri etkilemeyen eylemler gerçekleştirmesi halinde, bu eylemlerin önemli olmadığını ileri

[251] Simon M. Potter ve Frank Smets, **a.g.e**., s. 1.
[252] **A.e**., s. 1, 2.
Halil Tunalı ve Yusuf Yalçınkaya, **a.g.e**., s. 74.
[253] **A.e**., s. 82.
[254] Ben S. Bernanke, Vincent R. Reinhart ve Brian P. Sack, **a.g.e**., s. 11.

sürmektedir.[255] Bu noktada, FED' in beklenti yönetimine bakıldığında; Aralık 2008'den Aralık 2012'ye kadar, Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) politika faiz oranı hedefini 0 ile 25 baz puan arasında tuttuğu görülmektedir. Ancak her açıklamasında "bir süre", "uzun bir süre", "en azından 2013' ün ortasında" gibi ifadelerde olduğu gibi tam olarak belirgin olmayan bir tarihe kadar düşük düzeydeki politika faiz oranı destekleyeceği ifade etmiştir.[256] Aralık 2012 tarihinde, FOMC, 0 ile 25 baz puan arasında politika faiziyle ilgili ileriye dönük yönlendirmelerini, belirlediği ekonomik hedeflere doğrudan bağlayarak açıklamada bulunmuştur. Komite, duyurusunda tarih vermek yerine ilk kez, işsizlik oranı yüzde 6- $6^1/_2$ düzeyinde olduğu ve enflasyonun uzun vadeli yüzde 2 hedefinde bir ila iki yıl arasında sabit ve yakın kaldığı sürece federal fonlar faiz hedefinde bir artış beklenmeyeceğini açıkladı. İşgücü piyasasında önemli bir iyileşme görene kadar varlık alımlarına devam edeceğini de belirtti. Komite, mevcut düşük faizli politikasının, en azından belirtilen eşikler gerçekleşinceye kadar düşük düzeyde kalacağını ve uzun vadeli faiz oranları üzerindeki aşağı yönlü baskıyı sürdüreceğini açıklatarak gelecekteki politika hakkındaki netlik sağladığını ifade etti. Bununla birlikte bu formülasyonun gelecekteki para politikasının, kamu için daha şeffaf ve öngörülebilir hale getirmesi gerektiğini belirtti.[257] Bununla birlikte takvime dayalı teminat, niteliksel teminatlara göre daha belirgindir, ancak merkez bankasının elini bağlayabilir. Ayrıca takvime dayalı teminatta yapılan revizyonlar, görünümdeki bir değişiklik olarak yanlış yorumlanırsa, verilen teminat verimsiz olabilir. Ek olarak takvime dayalı teminatın erken sonlandırılması ya da uzatılması, politikanın güvenilirliğini zedeleyebilecek, zaman tutarsızlığına yol açabilecektir.[258]

FOMC' nin ekonomik görünüm, finansal koşullar ve politika niyetleri hakkındaki görüşlerini iletme tarzı zaman içinde gelişmiştir. Şubat 1994 ve Haziran

---

[255] G. B. Eggertsson ve M. Woodford, "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", **Brookings Papers on Economic Activity**, C. 34, No.1, 2003, s, 143, 144, 218.
[256] FED, Timelines of Policy Actions and Communications: Forward Guidance about the Federal Funds Rate, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/timeline-forward-guidance-about-the-federal-funds-rate.htm, (16.09.2019).
[257] Ben S. Bernanke, **Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference**, Dec. 12, 2012, s. 1-5. https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20121212.pdf, (16.09.2019).
[258] Andrew J. Filardo ve Boris Hofmann, "Forward Guidance at the Zero Lower Bound", **BIS Quarterly Review**, 2014/3, 2014, s. 41.

2004'te federal fon oranına yönelik hedefi artırma kararları ile ilgili tarihsel politika kayıtlarından elde edilen bilgileri kullanarak, iletişimlerin finansal piyasalardaki politika beklentileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu araştırmaya göre Şubat 1994'te sıkı politika uygulamaları sırasında, kamuoyu ile politika iletişiminin sınırlı kalmasından dolayı finansal piyasalar FOMC' nin kararını tam olarak öngöremedi. Haziran 2004'ün sıkılaştırma sırasında, risk dengesi ve ileriye dönük rehberliği içeren değerlendirmeleri içeren ifadeler, yatırımcı beklentilerini şekillendirmede etkili oldu. Komite'nin politika iletişimi, Komite'nin ekonomik koşulların nasıl geliştiğine ilişkin değerlendirmesini ve federal fon oranı hedefinin ne zaman yükseltileceği konusundaki düşüncelerini işaret ediyordu.[259]

Faiz taahhüdü politikası uygulamasının etkin olabilmesi için merkez bankalarının gelecekteki faiz oranının düşük seviyesini belirli bir süre daha tutacağına dair kamuoyu ile iletişiminin güçlü olmasının yanında merkez bankasının kredibilitesinin tam olması gerekmektedir.[260]

2.6.2.2. Varlık Alım Programı

Teorik olarak, bu tür geleneksel olmayan para politikası, merkez bankası bilançosunun, boyutu ve kompozisyonu olmak üzere iki unsura göre uygulanabilmektedir. Bilançonun yapısında değişiklik yapılmadan bilançonun genişlemesine karşılık gelen dar anlamda tanımlanan niceliksel genişleme şeklinde uygulanabileceği gibi boyutunu değiştirmeden bilanço kompozisyonunun değiştirilmesine karşılık gelen dar anlamda tanımlanan kredi genişlemesi şeklinde uygulanabilmektedir. Uygulamada ise merkez bankaları, ekonomik şokların türlerine, finansal sistemin yapısı ve merkez bankasının kurumsal düzenlemelerine göre para politikasının genel etkilerini artırmak amacıyla bilançonun, boyut ve yapı değişikliği unsurlarını birleştirilebilmektedir. Bu bağlamda, geniş anlamda tanımlanan niceliksel genişleme, ekonomik şokları absorbe etmek için geleneksel olmayan politika önlemleri paketi olarak daha uygun olmaktadır. Örneğin, 2001-2006 yılları arasında, Japonya

[259] Ellen E. Meade, ''The Effects of FOMC Communications before Policy Tightening in 1994 and 2004'', **FEDS Notes**, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2015. https://doi.org/10.17016/2380-7172.1559, (16.09.2019).
[260] Andrew J. Filardo ve Boris Hofmann, **a.g.e**., s. 38, 39.

Merkez Bankası' nın (BOJ) niceliksel genişleme politikası, finansal ve ekonomik krize karşı politika tepkileri olarak geniş anlamda tanımlanan niceliksel genişleme olarak görülebilmektedir.[261]

Merkez bankası bilançosunun varlık tarafında kredi ürünlerinin doğrudan satın alımlarını, yükümlülük/borç tarafı ise özellikle fazla rezervleri yer almaktadır. Merkez bankası ilkinde, özel finansal aracılık ikincisinde ise piyasalarındaki likidite riskini finanse etmek için bir tampon görevi görmektedir. Bununla birlikte bilançonun iki taraf da yakın ilişki içindedir. Varlık alım programı kapsamında, BOJ ve Fed borç tarafındaki artışların büyük ölçüde rezervlerdeki artışlara bağlı iken, varlık tarafındaki artışta, BOJ ve Fed uygulamaları önemli farklılık gösterdiği belirtilmektedir.[262]

Bilanço politikalarının ayırt edici özelliği merkez bankasının bilançosunu aktif olarak kullanarak piyasa fiyatlarını ve politika faizi oranının ötesinde koşulları doğrudan etkilemektedir. Tarihsel olarak, 1960-1970' lerde uygulanan para politikası ile ilgili akademik çalışmalarda, özel sektör bilançolarının bileşimindeki değişiklikler, bu politikaların bazıları kabul edilmektedir. 2008 krizi sonrasında merkez bankası operasyonlarının odağında olan spesifik piyasa segmenti yeni olan uygulamayı ifade ettiği belirtilmektedir.[263]

Varlık alımları ile – örneğin devlet tahvili – likit menkul kıymetler sayesinde piyasalardaki diğer birçok finansal enstrümanın fiyatlamasını sağlanmaktadır. Uzun vadeli menkul kıymetlerin vadeler boyunca yayılması ile gösterge getiri eğrisi elde edilmesi, benzer vadelerdeki diğer finansal enstrümanların doğru piyasa fiyatlaması kolaylaştırmaktadır.[264]

---

[261] Shigenori Shiratsuka, "Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy", **Bank of Japan IMES Discussion Paper**, No. 2009-E-25, 2009, s. 10, 11.
[262] **A.e**., s. 10-13, 18
[263] Claudio Borio ve Piti Disyatat, "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal", **BIS Working Papers,** No. 292, Bank for International Settlements, 2009, s. 1.
[264] World Bank ve IMF, **Developing Government Bond Markets: A Handbook**, No. 22866, Washington, World Bank Publications, 2001, s. 13.

2.6.2.2.1. Niceliksel Genişleme

Niceliksel genişleme (Quantitative Easing – QE), likidite ve/veya kredi koşullarını kolaylaştırmak için merkez bankasının bilançosunun kompozisyonundaki ve/veya büyüklüğündeki değişiklikleri ifade etmektedir.[265] Politika faizi oranlarının seviyesine bakılmaksızın finansal piyasalardaki likidite sıkıntısının gidermek için merkez bankasının varlık alımı ile bilançosunu genişletmesidir. Bu durum merkez bankasının parasal yükümlülüklerinin artması anlamına gelmektedir.[266] Ekonominin normal dönemlerde, merkez bankaları operasyonel hedef olarak kolay izlenebilmesi ve kontrol edilebilmesinden dolayı para miktarı yerine faiz oranını kullanmayı tercih eder. Niceliksel genişleme, merkez bankasının finansal piyasalara daha fazla para enjekte etmek için faiz oranı yanında para miktarına odaklandığında kullandığı bir para politikası aracıdır.[267] Bazı analistlere göre bilanço artışları yüksek enflasyona neden olabilmektedir. Diğer taraftan, bazı analizler ve merkez bankası deneyimleri, merkez bankasının para enjeksiyonlarının, daha sonraki bir tarihte artışı tersine çevirmeyi taahhüt etmesi ve ekonomik birimlerin artışın geçici olduğunu anlaması ile enflasyonu artırmadan kısa vadeli ekonomik aktivitenin artırılabileceğini ve enflasyon beklentilerinin geçici bilanço artışlardan çok az etkilendiği ileri sürülmektedir.[268]

Son derece olumsuz koşullar altında bir merkez bankası nominal faiz oranını sıfıra kadar tamamen indirebilmesine rağmen ekonomisini canlandırmak için yeterince teşvik sağlayamamaktadır. Niceliksel genişleme politikası yaklaşımında, merkez bankası getiri eğrisini düzleştirebildiği ve/veya risk primlerini azaltabildiği takdirde toplam talebi artırabilirse, para politikası sıfır alt sınırında iken finansal piyasaları yönlendirebilir ve deflasyon döngüsünü kırabilmektedir.[269]

---

[265] Alan S. Blinder, "Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies", **Review**, C. 92, S. 6, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2010, s. 465.
[266] Michael Woodford, ''Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound'', **Jackson Hole Economic Policy Symposium**, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012, s. 232- 234.
[267] R.A. Anil Perera, ''Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary'' **Policies, Central Bank of Sri Lanka International Research Conference**, 2010, s. 15, 18, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1669948, (21.04.2019).
[268] Richard G. Anderson vd., "Doubling Your Monetary Base and Surviving: Some International Experience", **Review**, C. 92(6), Federal Reserve Bank of St. Louis, 2010, s. 481, 482, 502.
[269] Alan S. Blinder, **a.g.e**., s. 466.

Para tabanı genişleterek, istenen toplam nominal harcama seviyesini arttırmak amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda, monetarist doktrine göre yeni yaratılan baz parayla edinilen varlıkların niteliğine bakılmaksızın merkez bankasının parasal yükümlülüklerinin genişlemesi gerekmekte ve merkez bankası varlık alımlarını güvenli uzun vadeli devlet menkul kıymetlerinden yaptığı takdirde en ihtiyatlı politikayı uygulamış olmaktadır. Buna karşın, Woodford' a göre banka rezervlerinin arzı, kısa vadeli faiz oranlarını rezervlere ödenen faiz oranının seviyesine düşürecek kadar büyük olduğunda para tabanının artırılabilir ancak, bunun toplam nominal harcamalara etki etmesi gerektiği net değildir. Bununla birlikte toplam nominal harcamaları arttırabilmesi için para tabanı artışının kalıcı olması gerekmekte ki, QE politikasının bunu sağlayabileceği anlamına gelmemektedir. Çünkü merkez bankasının ileriye dönük normal yaklaşımı olan enflasyon hedefi politikasına geri dönmesi beklenmektedir.[270] BOJ, Mart 2001-2006 yılları arasında banka rezervlerinin arzını artırmaya yönelik yani, bilançosunun yükümlülük tarafı olan cari işlemler dengesi için miktar hedefini belirleyerek varlık − esas olarak Japon Devlet Tahvilleri – alımları yapacağını ve enflasyonu istikrarlı bir şekilde sıfır veya daha yüksek oluncaya kadar politikasını sürdüreceğini taahhüt ederek niceliksel genişleme politikası uygulamıştır.[271] Politika sonucunda, para tabanı genişleme ve cari işlemler dengesinde ortaya çıkan büyük artışa rağmen para arzı üzerinde çok az etkisi olduğu belirtilmektedir. Beş yıl uygulanan QE politikasıyla para tabanındaki yüzde 75 oranında büyük artışa rağmen, toplam nominal harcamalar üzerinde çok az etkisi − politikanın sona erdiği 2006 yılında 2001 yılına göre sadece yüzde 6 artış – olmuş ve deflasyon devam etmiştir. Cari işlemler dengesindeki artışın çoğu, 2006 yılında politikanın bitiminden kısa süre sonra sıfırın biraz üzerinde ölçülen TÜFE enflasyonunun bir sonucu olarak tersine döndüğü ve para tabanının, QE döneminden önceki trendine yakın şekilde devam ettiği belirtilmektedir.[272] Özetle, QE politikasının, sıfır faiz oranlarının devam ettirilmesine yönelik politika taahhüdü ile birleştiğinde,

[270] Michael Woodford, **a.g.e**., s. 232-235, 238, 239.
[271] Shigenori Shiratsuka, **a.g.e**., s. 1-5.
Japon Devlet Tahvilleri yanında kredi genişlemesi tedbirleri çerçevesindeki varlık türlerinden olan varlığa dayalı menkul kıymet ve varlığa dayalı ticari senet alımı da gerçekleştirilmiştir.
[272] Michael Woodford, **a.g.e**., s. 234, 240, 241.

önemli bir likidite etkisi yarattığı ancak, deflasyonu tersine çeviremediği ve düşük ekonomik büyüme ile sonuçlandığı görülmüştür.[273]

2.6.2.2.2. Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi (Credit Easing) politikası, likidite ve kredi koşullarını iyileştirmek amacıyla merkez bankasının belirli kilit piyasalarda hedeflenen varlık satın alımı ile bilançosunun bileşimindeki değişikliklerini ifade etmektedir.[274] Kredi genişlemesi, niceliksel genişleme politikası gibi merkez bankasının bilançosunun genişlemesini içermekle birlikte, kavramsal olarak farklıdır. Bernanke' ye göre QE rejiminde, politikanın odak noktasını merkez bankasının yükümlülükleri olan banka rezervlerinin miktarı oluşturmakta buna karşın, merkez bankasının bilançosunun varlık tarafında yer alan kredi ve menkul kıymetlerin bileşimi önemli olmamaktadır. Bu sebeple, BOJ' nin QE politikasının genel duruşu öncelikle banka rezervleri iken, Federal Reserve' ün CE olarak nitelendirilebilecek kredi piyasalarını destekleme yaklaşımı, kredi programları ve menkul kıymetlerin bileşiminin hanehalkı ve işletmeler için kredi koşullarını nasıl etkilediği üzerine odaklıdır. Bernanke, ABD' deki kredi spreadların çok daha geniş olduğunu ve toplam talebi teşvik etmek için politikanın bu spreadların azaltılması ve özel kredi piyasalarının işleyişinin iyileştirilmesine yönelik olması gerektiğini ileri sürmektedir. Yeterli likidite sağlansa bile, varlık kalitesi ve kredi riski konusundaki olumsuzluklar giderilmeden birçok banka ve aracının kredi verme istekliliğini sınırlandırmaya engel olunamamakta ve ticari menkul kıymet piyasası veya varlığa dayalı menkul kıymetler piyasası gibi kritik banka dışı piyasalarda doğrudan istikrarsızlık ya da azalan kredi kullanılabilirliğine çözüm olmamaktadır.[275] Bu bağlamda, Federal Reserve' ün, kilit kredi piyasalarındaki borçlulara ve yatırımcılara doğrudan likidite sağlanmak amacıyla ticari menkul kıymet ve ipotek destekli menkul kıymetler dahil olmak üzere çeşitli varlık alımlarının yapıldığı ve diğer kıymetli menkul kıymetlerin alımı için finansman sağlamaya yönelik

[273] Shigenori Shiratsuka, **a.g.e**., s. 6, 7.
[274] Vladimir Klyuev vd., "Unconventional Choices for Unconventional Times Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies", **IMF Staff Position Notes**, No. 2009/27, International Monetary Fund, 2009, s. 9.
[275] Ben S. Bernanke, "The Crisis and the Policy Response", **The Stamp Lecture London School of Economics**, London, January 13, 2009, s. 7, 10, 11, https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-ben-s-bernanke-453/crisis-policy-response-9015, (15.11.2019).

bir politika uyguladığı görülmektedir.[276] Fed' in kullandığı politika araçları setinde, kredi piyasalarında AAA dereceli varlığa dayalı menkul kıymet alımının yanında yatırımcıların nakit çıkışlarını önlemek amacıyla para piyasası yatırım fonlarından yüksek kaliteli varlık destekli ticari menkul kıymet alımlarına yer verdiği görülmektedir. Bunun yanında, düşük ipotek oranlarının konut sektörünü desteklemesi amacıyla da GSE ipotek destekli uzun vadeli menkul kıymetlerin satın alımları yapıldığı ve sonucunda ipotek oranlarının önemli ölçüde düştüğü belirtilmektedir.[277]

Merkez bankasının bilançosundaki varlıkların kompozisyonu, para politikası için potansiyel kaldıraç olarak kullanılabilir. Sahip olduğu çeşitli vade veya diğer özellikteki menkul kıymetleri açık piyasadaki alıp satarak bu menkul kıymetlerin göreceli arzlarını önemli ölçüde etkileyebilir. Arzdaki bu değişikliklerin bir finansal varlığın fiyatlandırılmasının, yalnızca durum ve vade koşullarına bağlı ödemelere bağlı olacağından normal koşullar altında, arzdaki bu değişikliklerin etkisi olmayacaktır. Bununla birlikte finansal piyasaların önemli sorunları olduğu normal olmayan dönemde, merkez bankası vade, risk ve likidite primlerini ve dolayısıyla getiriyi etkileyebilir. Dikkat edilmesi gereken konu, varlık türleri arasında ikamenin tam olup olmadığıdır. Varlıkların birbirinin yerine geçmemesi durumunda, bilançodaki kompozisyonun değişikliği geleneksel olmayan bir politika olabilmektedir. Ancak, teoride varlıklar arasında, tam ikame olmama derecesinin küçük olması gerekmektedir. Belirli bir varlık sınıfının büyük alımlarının getirisini etkilemesi, bu alımların yatırımcıların kısa vadeli faiz oranının gelecekteki seyri ile ilgili beklentileri üzerindeki etkisini aşabilmektedir.[278]

2.6.2.3. Negatif Faiz Politikası

Cari ve beklenen enflasyon oranlarının resmi hedeflerin altında kalması, büyümeye yönelik aşağı yönlü riskler, merkez bankası satın alma programları için uygun varlıkların net arzının düşmesi ve ticari bankaların borç vermek yerine fazla rezervleri biriktirmesi sebebiyle bazı merkez bankaları tarafından mevcut politika

[276] Vladimir Klyuev vd., **a.g.e**., s. 32.
[277] Ben S. Bernanke, **a.g.e**., s. 7-10.
[278] Ben S. Bernanke, Vincent R. Reinhart ve Brian P. Sack, **a.g.e**., s. 4, 24, 25, 56.

önlemlerinin gerekli bir tamamlayıcısı olarak politika faiz oranlarının alt sınırının kaldırılması uygun görülmüştür.[279]

Negatif Faiz Politikası (Negative Interest Rate Policy – NIRP) uygulayan merkez bankaları ticari bankalardan fazla rezervleri için faiz ödemek yerine ücret almakta, bu da rezerv biriktirmek için bankaları fiilen vergilendirmesi anlamına gelmektedir. Bu uygulamanın sonucunda bankaların, merkez bankasındaki fazla rezervleri üzerinden bir ücret veya vergi ödemekten kaçınmak için kredileri artırması (kredi kanalı) ve ekonominin canlanmasına katkı sağlaması beklenmektedir.[280]

BOJ, ECB ve birkaç Avrupa ülkesi merkez bankalarının, farklı amaçlar ile negatif faiz oranı politikasını kullandığı görülmektdir.[281] 2009 yılında İsveç Merkez Bankası Riksbank, 2014 yılında ECB euro bölgesinde, 2016 yılında BOJ, Macaristan Merkez Bankası enflasyon beklentilerini dengelemek, deflasyonu önlemeyi, zayıf ekonomik büyümeyi desteklemek amacıyla mevduat oranını sıfırın altına düşürerek NFO politikasını benimsedi. 2012 yılında Danimarka Merkez Bankası, 2014 yılında İsviçre Merkez Bankası ülkeye gelen uluslararası sermaye girişlerini kontrol altında tutmak ve ulusal para biriminin değerlenmesini önlemek amacıyla mevduat faiz oranını negatif bölgeye çekti.[282]

NIRP' lerin çıktı üzerinde bir etkiye sahip olabilmesi nakidin rolüyle ilişkilendirilmektedir. Teorik bir perspektiften, nakitsiz bir ekonomide negatif nominal faiz oranlarının pozitif politika faiz indirimlerinde olduğu gibi genel olarak, piyasa faiz oranlarının yanı sıra banka kredileri ve mevduat oranlarını düşürdüğü kabul edilmektedir. Ancak analize nakit dahil edildiğinde, güvenli varlıklar üzerindeki nominal faiz oranı negatife döndüğünde, nakit tutmak cazip hale gelebilir. Nakdin, sabit bir sıfır brüt nominal getiri oranına sahip olması ve büyük miktarlarda nakit tutmanın maliyeti ve verimsizliği olsa da aracıların ve diğer finansal aktörlerin, varlıklarını nakde çevirebileceği ve daha fazla faiz indirimlerini etkisiz hale

[279] Carlos Arteta vd., "Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications", **Policy Research Working Paper**, WPS7791, Washington D.C, World Bank Group, 2016, s. 5.
[280] **A.e.**, s. 8.
[281] IMF, "Negative Interest Rate Policies- Initial Experiences and Assessments", **IMF Policy Paper**, International Monetary Fund Staff Report, Washington, D.C., 2017, s. 4.
[282] Carlos Arteta vd., **a.g.e.**, s. 9-12.

getirmesinden dolayı, faiz oranlarında etkin bir alt sınırın olması gerektiğini sonucuna ulaşılmaktadır. Bazı araştırmacılar NIRP' lerin finansal istikrarı bozabileceği ve para politikası aktarımını engelleyebileceğini dile getirmektedir. Mevduat faizlerinin negatif politika faizlerini takip edemeyeceği ifade edilmektedir. Büyük miktarda nakit çekme potansiyelinin varlığı, bankalar arası rekabette pazar payı ve itibar endişeleri nedeniyle bankalar, mevduata negatif oranlar uygulamaktan çekinebilir.[283] Bununla birlikte banka sermayesinin ve borç verme kapasitesinin bankacılık sistemi istikrarı üzerinde oluşabilecek risklerinden kaçınmak için bankalar, mevduat sahiplerine negatif oranlar verme konusunda isteksiz olabilirler.[284]

2.6.2.4. Faiz Koridoru Sistemi

Merkez bankası parasal aktarımında, politika faizinin finansal sistemdeki kısa vadeli fonların maliyetini etkilediği konvansiyonel koridor politikaları altında normal zamanlarda uygulanabilirliği kabul edilmekle birlikte, bazı dönemlerde geçerliliğini kaybettiği belirtilmektedir. Ancak, küresel kriz dönemi sonrasında, olağanüstü likidite koşullarında, kısa vadeli piyasa faizlerinin (kredi-mevduat faizleri) ABD ve Avrupa'daki gibi bazı merkez bankası politika faizinden önemli ölçüde farklılık gösterdiği belirtilmektedir.[285] Ülkemizde yapılan çalışmalarda ise düşük politika faizleri ve gelişmiş ekonomilerde uygulanan nicel genişleme politikaları neticesinde sermaye girişlerindeki artışın, yurt içi kredi büyümesine ve Türk lirasının aşırı değerlenmesine neden olduğu belirtilmektedir. Bununla birlikte ithalat talebinin artması dış ticaret ve cari işlemler dengesinde dikkat çekici bir bozulma olduğu tespit edilmiştir. TCMB, 2010 yılı sonlarından itibaren sermaye akışındaki oynaklığın yaratabileceği olumsuz etkilere karşı tasarladığı yeni bir para politikası çerçevesinde kullandığı araçlardan birinin faiz koridoru olduğu görülmektedir.[286]

[283] IMF, **a.g.e**., s. 7, 8, 26, 27.
[284] Ben S. Bernanke, "The New Tools of Monetary Policy", **American Economic Review**, C. 110, No. 4, April 2020, s. 22.
[285] Mahir Binici vd., "Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular", **TCMB Çalışma Tebliği,** No: 16/08, Ankara, Araştırma ve Para Politikası Müdürlüğü, 2016, s. 6, 29.
[286] A. Hakan Kara, "Monetary Policy After the Global Crisis", **Atlantic Economic Journal**, C. 41, S. 1, Springer US, International Atlantic Economic Society, 2013, s. 53- 57.

Finansal piyasalardaki aksaklıkların önlenmesi amacıyla kullanılan geleneksel olmayan para politikası araçlarından bir diğeri de faiz koridoru sistemidir. Faiz koridoru sisteminde, borç verme faiz oranı, politika faiz oranı ve borç alma faiz oranı bulunmaktadır. Kısa süreli likidite ihtiyacı olan bir banka, merkez bankasından borç verme faiz oranı ile borçlanarak fon sağlayabilir. Likidite fazlası olan bir banka ise bu fonu değerlendirip bir faiz getirisi sağlamak için merkez bankasına borç alma faiz oranı ile mevduat şeklinde yatırabilir.[287] Merkez bankasının likiditeyi yönetmek için kullandığı ana araç bir haftalık repo ihaleleridir. Merkez bankasının para piyasasında gecelik borç alma ve borç verme oranları arasındaki bant faiz koridoru olarak tanımlanmaktadır.[288] Diğer bir deyişle, kısa vadeli para piyasası oranları bir koridorun tavanını ve tabanını belirlendiği bir alan içinde dalgalı şekilde seyir etmektedir. [289]

Faiz koridorunun sisteminde, kısa vadeli piyasa faiz oranlarının bir hafta vadeli repo ihaleleri ile fon miktarını ayarlayarak günlük olarak istenilen seviyelerde oluşması sağlanabilmektedir. Üst ve alt sınırları belirlenen koridorun genişliği, merkez bankasının günlük likidite operasyonları yoluyla kısa vadeli piyasa oranlarının değişikliğini işaret eder. Bu sistem, kısa vadeli para piyasası oranlarının bankalararası faiz oranından strateji gereği sapmasına izin vermekte ve böylece kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileme imkanı yaratır.[290] Mahir Binici vd. göre yeni faiz koridoru sisteminde, ilan edilen resmi faiz oranları değiştirilmeden, fonlama kompozisyonunun ayarlanması (aynı koridor parametreleri ile) yapılarak, fiili kısa vadeli faizler ve dolayısıyla merkez bankası politikasının sıkılığı değiştirilebilmektedir. Farlı bir söylemde, fiili ve resmi faizler oranları bilinçli olarak birbirinden farklılaştırılabilmektedir. Analiz sonucunda, bankaların kredi ve mevduat fiyatlamalarında fiili faizlerin belirleyici olduğu yani, merkez bankası politikası aktarımının büyük oranda fiili faizler üzerinden işlediği tespit edilmiştir. Dolayısıyla, kredi ve mevduat faizleri modellenirken hem resmi koridor parametrelerinin hem de fonlama kompozisyonuna bağlı fiili faizlerin de dikkate alınması gerekmektedir.[291]

---

[287] Umut Vural, "Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi", (TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2013, s. 30, 31.
[288] A. Hakan Kara, **a.g.e**., s. 58.
[289] Ulrich Bindseil ve Juliusz Jabłecki, **a.g.e**., s. 6.
[290] A. Hakan Kara, **a.g.e**., s. 59.
[291] Mahir Binici vd., **a.g.e**., s. 2, 11, 27, 28.

Faiz koridoru sistemi avantajlarının yanında bazı sakıncalar doğurabilmektedir. Koridorun çok geniş ayarlanması, merkez bankasının politika sinyallerinin iletilmesini engelleyebilir. Bankaların gecelik bankalararası piyasada kendi aralarında anlaşma yapmalarına ve aynı zamanda bankaların likidite yönetimini zorlaştıracak nispeten yüksek günlük faiz oranı oynaklığına neden olabilir. Ayrıca piyasaya olan güveni olumsuz yönde etkileyerek ticareti engelleyebilmektedir. Uzun vadeli finansal araçlar için pazarın gelişmesi için kısa vadeli oranların iyi sabitlenmesi gerektiği belirtilmektedir.[292]

[292] Nils Mæhle, **a.g.e**., 22, 23.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
PARA POLİTİKASININ AKTARIM MEKANİZMASI VE MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN PARASAL AKTARIM MEKANİZMASINA ETKİSİ

3.1. Para Politikasının Aktarım Mekanizması

Para politikasının aktarım mekanizması, para otoritesi tarafından alınan para politikası kararlarının ekonomiyi ve özelde politika hedefi olan fiyat düzeyini etkilediği süreç olarak tanımlanmaktadır. Parasal aktarım mekanizması, parasal güdülerin reel sektöre aktarılma süreci sırasında, ekonomik birimlerin eylemleri, çeşitli kaynaklardan gelen dışsal şokların etkisi ve birçok mekanizmayı içermesinden dolayı oldukça karmaşıktır. Örneğin, emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar, dünya ekonomik konjonktürü ve maliye politikaları vb. fiyat gelişmelerini doğrudan veya dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Bununla birlikte parasal eylemlerin fiyat gelişmelerini yönlendirmesi aşamasında, dışsal şokların niteliğine ve ekonominin yapısına bağlı olarak belirsiz gecikmeler yaşanabilmekte ve kesin etkinin tahmini zorlaşabilmektedir. Bu nedenle para otoritelerinin, uzun vadeli enflasyon eğilimlerini ve beklentilerini yönlendirmek amacıyla, fiyat istikrarına olumsuz etkileri olabilecek fiyat trendlerini yönlendiren faktörleri ve finansal yapıdaki ekonomik şokların büyüklüğünü, süresini tanımlaması bunun yanında, parasal aktarımın engellenmesini önlemek için aktarım zincirini takip etmesi gerekmektedir.[1]

Parasal aktarım mekanizması, para otoritelerinin politika aracı – kısa vadeli faiz oranı – ile politika hedefi enflasyon arasındaki ilişkiyi haritalandırarak ve ekonomik birimlerin politika eylemlerine nasıl tepki verdiğini ve para otoriteleri ile nasıl etkileşime girdiğini açıklamaya yardımcı olmaktadır. Bu nedenle parasal aktarım kanallarının anlaşılması, para politikasının başarılı bir şekilde yürütülmesi için önemlidir.[2]

[1] European Central Bank, **The Monetary Policy of the ECB**, Frankfurt, 2011, s. 58.
[2] S. Dale ve A.G. Haldane, "Bank Behaviour and the Monetary Transmission Mechanism", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Kasım 1993, s. 478, 488, https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/1993/q4/bank-behaviour-and-the-monetary-transmission-mechanism, (12.06.2019).

Para politikası gecikmeyle çalıştığı için politika yapıcıların fiyat düzeyindeki ve diğer ekonomik değişkenlerdeki değişimlere tepkisi, bu değişikliklere neden olan faktörlerin geçici mi yoksa uzun süreli mi olacağına bağlı olmaktadır.[3] Parasal aktarımın kanallarının anlaşılması, politika yapıcıların finansal piyasalardaki hangi rahatsızlıklara müdahale edeceği ve hangilerinin değişmeyeceği konusunda karar vermesine yardımcı olmakta[4] ve alınan kararların ekonomi üzerindeki etkilerine ve bu etkilerin hangi sürede ve ne kadar büyüklükte gerçekleşeceğine dair fikir verebilmektedir.[5] Aktarım sürecine ilişkin bilgi, politika eyleminin gerçekleştirildiği zaman ile enflasyon, üretim vb. üzerindeki etkilerinin görülmesi arasındaki ara dönem sırasında, gözlemlerin – reel değişkenler ve göreli fiyatlara ilişkin gelen verileri – yorumlanmasına yardımcı olmaktadır.[6]

3.1.1. Doğrudan ve Dolaylı Aktarım Kanalları

Parasal aktarımın ekonomi üzerindeki etkisi, doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki temel aktarım mekanizmasıyla gerçekleşmektedir.[7]

Doğrudan aktarım mekanizması, para arzındaki artışların, doğrudan mal ve hizmetlere harcanan istenmeyen para bakiyelerine neden olan aktarım kanalıdır. Miktar teorisinin takipçileri klasik okul ile Milton Friedman ve 1970' lerin parasalcı okulu bu kanalı benimsemişti. Daha sonra, yeni klasik okul modellerinde dolaylı aktarım mekanizması kullanılmaya başlamıştır.[8]

Dolaylı aktarım mekanizması, Keynesyen görüşe ve IS-LM makroekonomik modellerine dayalıdır. Bu modellerin kapalı ekonomi versiyonlarında, toplam harcamalar; reel gelire göre tüketim, faiz oranına bağlı yatırım ve dışsal olarak belirlenen kamu harcamalarından oluşmaktadır. Dolayısıyla, toplam harcamaların ana

---

[3] Ben S. Bernanke, **a.g.e**., s. 19.
[4] Christina D. Romer ve David H. Romer, "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism", **Brookings Papers on Economic Activity**, C. 21, S. 1, 1990, s. 151.
[5] TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, haz. Ali Vefa Çelik vd., Ankara, 2006, s. 6.
[6] Allan H. Meltzer, "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", **Journal of Economic Perspectives**, C. 9, S. 4, 1995, s. 70.
[7] Jagdish Handa, **Monetary Economics**, 2. bs., New York, published by Routledge, 2009, s. 69.
M. Hanifi Aslan, **Makro İktisat Politikası**, Bursa, Alfa Aktüel, 2008, s. 335, 336.
[8] Jagdish Handa, **a.g.e**., s. 69.

bileşenlerinden hiçbiri doğrudan para miktarıyla ilişkili değildir ve para artışları doğrudan bu bileşenlerin hiçbirine harcanmaz. Dolaylı aktarım kanalında para arzının artması, faiz oranlarını düşürmekte ve yatırımları artırması yoluyla toplam harcama ve gelir artışlarını sağlamaktadır.[9]

Toplam para talebinin kısa vadeli faiz oranına ve gelire bağlı olduğu bir modelde, bir para politikasının kısa vadeli faiz oranlarını etkileyebilmesi genellikle istikrarlı bir para talebiyle ilişkilendirilmektedir. Merkez bankası faiz oranlarını etkileyebilmek için para arzı üzerindeki kontrol gücünü kullanmaktadır. Örneğin, para arzını artırması, kısa vadeli faiz oranlarının düşmesini sağlamaktadır. Ancak para talebi denklemlerinin, para arzındaki belirli bir değişikliğin güvenilir bir tahmini etkisini gösterememesi ve merkez bankası davranışının para arzı üzerindeki tek seferlik değişikliklerle doğru bir şekilde tanımlanamamasından dolayı, modern merkez bankalarının çoğu, para piyasasında işlem yaparak kısa vadeli faiz oranına yön vermektedir.[10] Merkez bankaları para arzını değiştirmek için açık piyasa işlemleri yapmaktadır. Böylelikle faiz oranını değiştirmek ya da ekonominin faiz oranını belirlemek istenmektedir. Para arzındaki değişimler doğrudan hanehalklarına değil, genellikle APİ yoluyla, ilk olarak finansal piyasalara aktarılmasıyla etki etmektedir. Bu nedenle modern makroekonomik politika ve modeller dolaylı aktarım kanalını içermektedir [11]

Para politikasının aktarım mekanizmaları, yapısal model yaklaşımını benimseyen parasal değişkenlerin toplam talebi ve fiyat düzeyini etkilediği kanalların yer aldığı Keynesyen IS-LM ve AD/AS modellerindeki temel parasal aktarım mekanizmaları ile paranın ekonomik faaliyet için önemini analiz eden parasalcı indirgenmiş biçimli modeller altında sınıflandırılabilmektedir.[12] Bu çalışmada, parasal aktarım kanalları, geleneksel faiz oranı kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı, beklenti kanalı ve bunların alt kanalları gibi farklı etki alanları dahil edilerek incelenmektedir.

[9] **A.e.**, s.69.
[10] John B. Taylor, "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", **Journal of Economic Perspectives**, C. 9, No. 4, Fall 1995, s. 14, 15.
[11] Jagdish Handa, **a.g.e**., s. 69.
[12] Frederic S., Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, ed. Denise Clinton, 7.bs., New York, Pearson Addison Wesley, 2004, s. 616, 617.

3.1.2. Para Politikası Aktarım Kanalları

Merkez bankasının para politikası birçok kanal ile reel sektöre ve finansal sektöre etki etmektedir. Söz konusu kanallar aşağıda açıklanmaya çalışılmaktadır.

3.1.2.1. Faiz Oranı Kanalı

Para, yeni yatırımları belirleyen faiz oranını etkileyerek toplam talebi değiştirebilmektedir. Faiz oranının sermaye maliyetini değiştirerek yatırım harcamalarını etkilediği, Keynesyen görüşünü yansıtan bu aktarım kanalı, sadece işletmelerin yatırım harcamaları ile ilgili kararlarını değil tüketicilerin konut, dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları harcamalarındaki kararlarını da açıklamaktadır. Konut yatırımları, işletme yatırımlarına göre faiz oranlarına daha fazla duyarlı olmaktadır. Dolayısıyla, politika aktarım kanalında para arzı artışları ekonomik genişleme yaratırken, parasal bir daralma ise ekonomik aktiviteyi düşürmektedir.[13]

Hubbard' a göre faiz kanalının para politikasının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerini açıklayan analizi dört temel varsayıma dayanmaktadır:[14] (1) merkez bankası, para arzını kontrol eder. (2) merkez bankası, kısa vadeli nominal faiz oranlarını etkileyebildiği gibi fiyatların faiz oranına anında uyarlanamamasından dolayı kısa vadeli reel faiz oranlarını da etkileyebilir. (3) kısa vadeli reel faiz oranlarındaki politika kaynaklı değişiklikler, ekonomik birimlerin harcama kararlarını etkileyen uzun vadeli faiz oranlarını etkiler. (4) para politikası değişikliğine cevaben faize duyarlı harcamalardaki değişiklikler ile gözlenen üretim seviyesi oldukça uyumlu olmalıdır.

Kısa vadeli faiz oranındaki değişimin, döviz kuru ve uzun vadeli faiz oranı üzerinde etkisi vardır. Şöyle ki, nominal faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki bu değişiklikler, ekonomideki katılıklar nedeniyle reel faiz ve reel döviz kurlarını etkilemektedir. Ardından, reel net ihracat, reel tüketim ve reel yatırım ve böylelikle reel GSYİH üzerinde kısa dönemli bir etki göstermektedir. Ancak bir süre sonra, ücretler ve mal fiyatları değişmeye başlamaktadır. Reel GSYİH normale dönmekte, reel faiz ve reel döviz kuru temel seviyelerine gelmektedir. Kısaca bağlantı, kısa vadeli faiz

[13] M. Hanifi Aslan, **a.g.e**., s. 335, 336.
[14] R. Glenn Hubbard, "Is there A 'Credit Channel' For Monetary Policy?", **Review**, C. 77, S. 3, Federal Reserve Bank of St. Louis, May/June 1995, s. 64.

oranlarından döviz kurlarına ve uzun vadeli faiz oranlarına ve son olarak reel GSYİH ve enflasyonda son bulmaktadır. Ancak, para arzındaki değişimin uzun dönemde, reel GSYİH üzerinde bir etkisi olmamakta ve uzun dönem faiz oranı temel ekonomik faktörlerin belirlediği yola geri dönmektedir. Mekanizma, reel GSYH' yi ve enflasyonu bir politika kuralı ya da reaksiyon fonksiyonu aracılığıyla kısa vadeli faiz oranına geri döndürmektedir.[15]

Merkez bankasının genişletici para politikası sonucu para arzındaki artış (M ↑) beklenen fiyat seviyesini (P^e ↑) ve beklenen enflasyonu (π^e ↑) yükselterek reel faiz oranını düşürebilmektedir (i_r = [i – π^e] ↓). Bununla birlikte harcamaları etkileyen unsurun nominal orandan ziyade reel faiz oranı olmasından dolayı, bir deflasyon dönemi sırasında merkez bankası, nominal faiz oranını sıfıra yakın belirlese bile, faiz oranı kanalıyla reel faiz oranı düşmekte ve toplam harcamaları teşvik edilebilmektedir. Reel faiz oranlarının düşmesi, sermaye maliyetinin azalmasına neden olmaktadır. Azalan maliyetler, yatırım harcamalarının artmasını sağlamakta ve dolayısıyla toplam talep ve hasıla artmaktadır:[16]

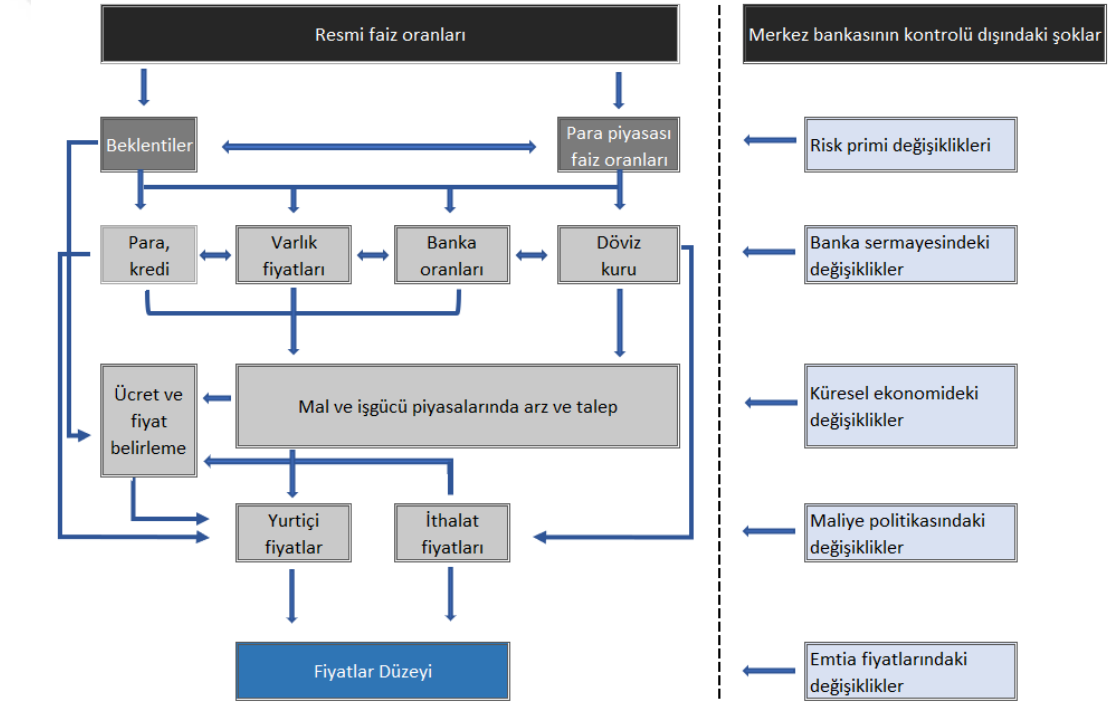
$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Merkez bankası politika uygulamaları ile kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak belirlediği strateji doğrultusunda aktarım mekanizmalarının yardımıyla finansman kanallarını etkileyebilmekte, mal ve hizmet talebine ve dolayısıyla fiyat düzeyine yön verebilmektedirler. Para politikası kararlarını fiyat düzeyiyle ilişkilendiren sebep-sonuç zinciri, Şekil 3.1' de görüldüğü gibi merkez bankasının belirlediği resmi faiz oranlarındaki değişimle başlamaktadır. Merkez bankası genellikle bankalara fon sağlamakta ve bankalar için likidite fonlama maliyetini etkilemektedir. Bunun yanında, bankaların müşterilerine borç verirken bu maliyetleri aşması gerekmektedir.[17] Politika kararlarının faiz kanalı aktarımı, öncelikle mali piyasalar – özellikle bono-tahvil faizleri – üzerinde etkili olması gerekir. Çünkü gecelik faizle fonlama sadece bankalar tarafından yapılabilmektedir. Reel ekonomi, sonraki süreçte, hisse senedi fiyatlarına,

[15] John B. Taylor, "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", s. 14, 18.
[16] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 617.
[17] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 59.

döviz kuruna, daha uzun vadeli faizlere ve risk primine tepki vermektedir.[18] Merkez bankası, para piyasasında kısa vadeli kredi ve mevduat faiz oranlarını yönlendirebilmektedir. Bununla birlikte para piyasası oranındaki değişimin çok uzun vadelerde örneğin, on yıllık devlet tahvili getirileri, uzun vadeli banka borç verme faiz oranları üzerindeki etkisi daha az doğrudan olmakta; çünkü uzun vadeli faiz oranları, önemli ölçüde uzun vadeli büyüme için iktisadi aktörlerin piyasa beklentilerine ve enflasyon eğilimlerine bağlı olmaktadır.[19]

Şekil 3.1: Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: European Central Bank, **The Monetary Policy of the ECB**, Frankfurt, 2011, s. 59.

Faiz oranlarındaki değişikliklerin reel ekonomiye etkisinde, hanehalkının ve firmaların tasarruf, harcama ve yatırım kararlarını etkileme yönünde gerçekleşmektedir. Örneğin, yüksek faiz oranları, hanehalkı veya şirketlerin tüketim

[18] Zelal Aktas vd., "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi", **Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği**, No: 08/11, TCMB, 2008, s. 2, 12.
[19] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 59, 60.

veya yatırımlarını finanse etmek için kredi kullanımını daha az cazip hale getirebildiği gibi tasarrufların getirisini artırdığı için hanehalkının harcama yerine tasarruf eğilimini de artırabilmektedir. Tüketim ve yatırımda oluşan değişiklikler toplam talep seviyesini değiştirmektedir.[20]

Parasal aktarım mekanizmasının faiz kanalı veya para görüşü, bazı açılardan eleştirilmiştir. Keynesyen modelin parasalcı eleştirileri, çoğu zaman para politikasının tam baskısının, kısa vadeli nominal faiz oranındaki hareketlere bağlı olduğu vurgusunu sorgulamaktadır.[21] Keynesyen yaklaşımda, yatırımcıların portföyü, para ve tahvilden oluşan iki aktiften oluşmakta, yatırım yapma olanağı konusunda kredi piyasası dikkate alınmamaktadır. Bununla birlikte kurulan modelde paranın sadece tahvilin yerine mi yoksa hem tahvil hem de reel sermaye dahil olmak üzere tüm varlıkların yerine mi geçeceğini konusu açık bırakılmaktadır.[22]

Parasal aktarım mekanizmasının geleneksel faiz kanalı görüşünde finansal aracılar (bankalar) bilançolarının* varlık tarafında özel bir hizmet sunmamakta sadece bilançolarının yükümlülük tarafında özel bir rol oynamaktadır: Bankacılık sistemi, kısa vadeli tasarruf mevduatını düzenleyerek para yaratmakta ve uzun vadeli yatırım sermayesi sağlamaya çalışmaktadır.[23]

Merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını kontrol edebilse de girişimcilerin yatırım kararları büyük ölçüde uzun vadeli faiz oranlarına bağlı bulunmaktadır. Ancak, modelde vadesi belirsiz sadece tek bir faizden bahsedilmektedir.[24]

Genel olarak, parasal aktarım mekanizmasının ana bulgularından biri, para politikasının ekonomiyi ağırlıklı olarak faiz oranı kanalıyla etkilemesidir. Parasal dürtülerin yerel fiyat seviyesini etki etmesinde, uzun ve belirsiz gecikmeler olmakla

---

[20] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 60.
[21] Peter N. Ireland, "The Monetary Transmission Mechanism", **Federal Reserve Bank of Boston Working Paper,** No. 06-1., 2005, s. 4.
[22] Allan H. Meltzer, **a.g.e**., s. 52.
***** Bankanın bilançosunda yükümlülükleri fon kaynaklarını, varlıkları ise söz konusu fonların nasıl kullanıldığını göstermektedir. Genel olarak bankanın aktifleri (varlıkları); krediler, menkul kıymetler, rezervler ve diğer varlıklardan oluşur. Bankanın pasiflerini (yükümlülükleri) oluşturan kalemler ise mevduatlar, mevduat dışı kaynaklar, öz kaynaklar ve diğer pasif hesaplardır.
Hakan Ertürk, "Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Risk Yönetimi", **Denetişim**, S. 4, Ankara, KİDDER, 2010, s. 63.
[23] R. Glenn Hubbard, **a.g.e**., s. 63.
[24] Allan H. Meltzer, **a.g.e**., s. 52.

birlikte, normal zamanlarda para politikası, temelde faiz kanalı üzerinden işlemektedir.[25]

3.1.2.2. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

Keynesyen modelin parasalcı kilit bir eleştirisi, IS-LM modelinde sadece faiz oranına odaklanılmasıdır. Parasalcı iktisatçılara göre tahvil fiyatlarının yanı sıra diğer nispi varlık fiyatlarının ve reel servetin aktardığı bir aktarım mekanizması ile ekonomi üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Para politikası uygulamalarının, varlık fiyatlarına etkisi, döviz kuru kanalı ve hisse senedi kanalı üzerinden analiz edilmektedir.[26]

Meltzer, diğer varlıkların nispi fiyatlarının aktarım mekanizmasındaki etkisini açıklamakta, parasalcı analizin temel bir noktasını vurgulamaktadır. Sabit oranda ya da döngüden döngüye eşit şekilde değişmeyen birçok göreceli fiyat bulunmaktadır. Merkez bankasının parasal uygulamalarının tek bir kısa dönem faiz oranını veya borçlanma maliyetini değiştirmenin ötesinde çeşitli yerli ve yabancı varlığın fiili ve beklenen fiyatlarının da değiştirdiğini ve parasal dürtülerin kalıcı mı yoksa geçici mi olduğu konusunda belirsizlikler gösterdiğinde, varlık piyasalarının daha hızlı tepki verdiğini belirtmektedir. Bununla birlikte elde tutulan varlıkların stokları farklılık gösterdiği gibi parasal eylemlerdeki değişikliklerin sonucu değişen göreli fiyatlar da farklılık göstermektedir. Nispi fiyatların karşılıklı etkileşimini açıklamak için üç varlığı baz almaktadır: değişim aracı işlevi gören para; nominal getirisi faiz olan tahvil veya menkul kıymetler; dayanıklı tüketim malları, konutlar, üretici sermayesi gibi bir fiyatı bulunan reel varlıklar. İktisadi aktörler, bu varlıkların bulunduğu optimal bir portföye sahip olmakla birlikte, portföy dengesini, elde tutulan varlık miktarı, fiyatlar, üretim düzeyi ve beklentilere göre belirlemektedir. Portföyde tüm varlıklar ikamedir, ancak tam ikame değildir. Aktarım işlemi varlık piyasasında başlamaktadır. Şöyle ki, merkez bankası tarafından yapılan bir APİ, aynı anda para ve menkul kıymet stoklarında ters

[25] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 62.
[26] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 618.

yönde değişime neden olmaktadır. Açık piyasa alımları, parasal tabanı artırırken, bankalar ve kamuya ait borç stokunu azaltmaktadır (veya tersi gerçekleşmektedir).[27]

Piyasadan açık piyasa menkul kıymet alımlarının sonucu hanehalkının mevcut para miktarı artmakta ve varlık/servet sahipleri ek parayı tahvil ve reel sermayeyi almak için kullanmaktadır. Bu durum, faiz oranını düşürürken, varlık fiyatlarını yükseltmektedir. Faiz oranının düşmesi, varlık sahiplerinin portföylerindeki menkul kıymet miktarını azaltmasına neden olmaktadır. Genel olarak para talebi, faiz oranına negatif ve varlık fiyat seviyesine pozitif olarak bağlı olduğundan, faiz oranındaki düşüş ve varlık fiyat seviyesindeki yükseliş, ek para devam ettiği sürece devam edecektir. Varlık fiyatları ve faiz oranına göre portföy dengesi yeniden düzenlenmektedir. Bununla birlikte varlık piyasasında yeni dengeye karşın üretim piyasasında denge bozulmaktadır. Yeni üretimin (değişmeyen) maliyetinin üstünde olan varlıkların fiyatı, yeni üretimin nispi fiyatını düşürmekte ve üretim düzeyi artmaktadır. Düşük bir piyasa faiz oranı, dayanıklı tüketim malları ve sermaye malları gibi yeni üretim maliyetlerini düşürmesi, üretimi artırıcı etkide bulunmaktadır. Yüksek fiyatlar ve üretim düzeyinin artması ile işlemler için daha fazla para talep edilmektedir. İktisadi aktörlerin bu değişimleri kalıcı olmasına yönelik beklentileri, sahip oldukları tahvilleri satmasına ve hisse senetleri ya da diğer reel varlıklar talebi artırabilmektedir. Üretim piyasası; para, tahvil ve reel sermaye talebini yeniden değiştirmekte ve böylece varlık fiyatları ve faiz oranı değişmektedir. Dolayısıyla toplam talep, nispi fiyatlardaki hareketlere göre değişmektedir.[28] Nispi Fiyatlar Teorisi olarak bilinen bu teoride, göreli varlık fiyatların yönlendirilmesi ile servet unsurlarının ikame ilişkisi ve para talebi üzerinde durulmaktadır. Para politikasının aktarım mekanizmasında, para arzındaki artışlar, portföyde bulunan varlıkların bileşimini etkilemekte ve piyasadaki fiyat hareketleri sonucu toplam talebi arttırmakta ve ekonomik faaliyetlerin canlanmasına sebep olmaktadır.[29]

Varlık fiyatlarındaki artış ve akabinde patlama döngüsü, genellikle uzun dönemli genişletici para politikası dönemleriyle ilişkilidir. Uzun süreli varlık fiyat balonu

[27] Allan H. Meltzer, **a.g.e**., s. 50, 51, 53, 54.
[28] **A.e**., s. 55, 57.
[29] Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, 6. bs., Yayın No: 430, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2013., s. 102, 103.

aniden patladığında finansal istikrarı olumsuz yönde etkileyebilir. Aşırı kredi ve likidite yaratma ile ilişkilendirildiğinde bir balonun oluşumu, ekonomideki kaynakların tahsis edilmesi ve makroekonomik istikrarı bozabilmektedir. Aşırı getiri beklentileri keskin bir şekilde düzeldiğinde bir varlık fiyat balonunun çöküşünün ardından ekonomi, deflasyonist eğilime girebilir ve istikrar kazanana kadar ortalamanın altında bir büyüme oranında uzun bir ayarlama dönemi geçirebilmektedir.[30] Kısaca büyük bir balon oluşumu ekonomide, toplam talep ve ekonomik faaliyet üzerinde olumsuz etkileri olabilecek keskin bir pazar düzeltmesi riski yaratmaktadır. Piyasada yaşanan şiddetli düşüş aynı zamanda bilançoları zayıflatarak finansal sıkıntı yaratmaktadır. Bunun yanı sıra, varlık fiyatlarının daha fazla düşmesine ve tahvil piyasalarındaki spreadların* genişlemesine neden olmaktadır. Para otoritelerin uygun bir politika tepkisi olmaması durumunda oluşan ekonomik daralma oldukça büyük olabilmektedir.[31]

Meltzer' e göre belirlenmiş para politikası kuralı, göreceli fiyatların ve servetin dalgalanmalarına sebep olabilecek yanlış algıların ve beklentilerin kaynağını ortadan kaldırarak belirsizliği azaltabilecektir.[32]

3.1.2.2.1. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru, genellikle, ülkeler arasındaki faiz oranlarıyla ilişkili ve döviz kurunun beklenen değerlenme oranına ilişkin bir arbitraj denkleminin bir parçası olarak politika değerlendirme modellerinin çoğunda aktarım mekanizmasına girmektedir. Kullanılan çoğu modelde tam sermaye hareketliliği varsayılmaktadır.[33] Aktiflerin reel getiri oranlarının bu aktiflerin tutulduğu para birimine bağımlı olmaksızın eşit olacağı

---

[30] European Central Bank, **a.g.e.** s. 60, 84.

* Finansal varlıkların alış ve satış fiyatı arasındaki farkı ifade eden spread, dinamik ve sabit olmak üzere iki farklı şekilde uygulanabilir. Sabit spread, piyasa şartlarına bağlı olmaksızın yani piyasada likiditenin artığı ve azaldığı dönemlerde değişmeyen, belirli aralıkta olan spreadir. Dinamik (değişken) spread ise, piyasa koşullarına bağlı, likiditenin artığı dönemlerde daralan, likiditenin azaldığı dönemlerde ise genişleyen spread şeklinde tanımlanır.

[31] Ben Bernanke ve Mark Gertler, "Monetary Policy and Asset Price Volatility", **Proceedings** – **Economic Policy Symposium** – **Jackson Hole**, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, s. 114, 115.

[32] Allan H. Meltzer, **a.g.e**., s. 50.

[33] John B. Taylor, "The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules", **American Economic Review**, C. 91, S. 2, American Economic Association, May 2001, s. 264.

faiz oranı paritesi koşuluna[34] göre veya reel faiz oranı ile reel döviz kuru ilişkisine dayalı bir ilişki mevcuttur.

Şekil 3.1' de görüldüğü gibi döviz kurundaki değişiklikler, birçok kanal üzerinden çalışabilmektedir. İthal mallar, tüketim sepetinin bir parçası olduğu için enflasyonu doğrudan etkileyebilir.[35] Ticaret koşullarını ve dolayısıyla ihracat ve ithalat akışını da etkiler. Kur değişimleri, başka bir ülkede satılan yabancı malların fiyatını etkilemekte ve daha sonra yerel fiyatlara yansımaktadır.[36]

Esnek döviz kuru rejimi ve sermaye hareketliğinin olduğu bir ekonomide, para politikası döviz kuru yoluyla net ihracatı (NX) ve hasılayı etkilemektedir. Şöyle ki; yurtiçi reel faiz oranları düştüğünde, yurtiçi mevduatlarının yabancı para cinsinden mevduatlara göre daha az tercih edilmesi sonucu yurtiçi mevduatın değeri diğer döviz mevduatlarına göre düşmekte ve yerli para birimi değer kaybına uğramaktadır. (E↓, yerel para cinsinden mevduatların değerini gösterir) Döviz kuru ise artmaktadır Yerel para biriminin düşük değeri, yerli malları yabancı mallara göre daha ucuz hale getirmekte böylece net ihracatta ve dolayısıyla toplam hasılada artışa neden olmaktadır. Faiz oranı etkilerinin yansıtıldığı döviz kuru üzerinden işleyen parasal aktarım mekanizmasının şeması şöyledir:[37]

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

3.1.2.2.2. Hisse Senedi Kanalı

Parasal aktarım mekanizmasının hisse senedi fiyatı kanalı kendi içerisinde yatırımlar üzerinde Tobin'in q teorisi kanalı, harcamalar üzerinde servet etkisi kanalı içermektedir.

Tobin'in q Teorisi, para politikasının firmaların hisse senedi fiyatlarına yönelik etkisi ile yatırım kararlarını ilişkilendiren ve bunun sonucu ekonomiyi nasıl etkileyebileceğini açıklayan bir teoridir. Tobin' in teorisinde bulunan q' nun değeri, firmanın piyasa değerinin, firmanın sahip olduğu sermayesinin (varlıkların) yenilenme

[34] İlker Parasız, **Para Teorisi ve Politikası**, 2. bs., Bursa, Ezgi Kitapevi, 2009, s. 481.
[35] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 60.
[36] John B. Taylor, "The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules", s. 264.
[37] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 618.

maliyetine bölünmesi ile bulunmaktadır. Hesaplanan q değeri yüksekse, firmaların piyasa değeri sermaye mallarının yenileme maliyetine göre yüksektir. Firma piyasa değeri yükseldikçe daha az miktarda hisse senedi ihracı ile fon sağlayabilir sermaye mallarını ve yatırımlarını artırabilir.[38]

Genişletici bir para politika sonrası para arzı arttığında hanehalkının harcamaları artmakta ve harcamaların bir kısmı da sermaye piyasalarına yönelmekte böylece hisse senetlerine olan talebi artırmaktadır. Bu durumda hisse senedi fiyatlarını yükselmektedir (Ps). Yüksek hisse senedi fiyatları sonucu daha yüksek bir q değeri, firmanın hisse senedi ihracıyla daha fazla fon sağlayabilmesine ve dolayısıyla daha yüksek yatırım harcamaları yapmasını sağlayabilmektedir. Para politikasının hisse senedi kanalı ile firmaların yatırım kararlarını gösteren aktarım mekanizmasına aşağıdaki şekilde işlemektedir:[39]

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Servet Etkileri, para politikasının hisse senedi kanalı üzerinden işleyen servet değişimlerinin tüketime yönelik etkisini içermektedir. Servet etkisi kanal ile anılan Franco Modigliani' nın tüketicilerin, fayda maksimizasyonu çerçevesinde, sahip olduğu kaynaklarını yaşamı boyunca tüketime en uygun şekilde ayırdıklarını açıklamak amacıyla yaptığı çalışmalarına ve Irving Fisher' in tüketici kuramında dayanarak[40] geliştirdiği Yaşam Döngüsü Hipotezi' ne göre tüketiciler, bugünün kullanılabilir gelirine (toplam net değeri) ve yaşam boyu elde etmeyi bekledikleri kullanılabilir gelirlerine göre tüketim harcamalarını ve tasarruflarını belirlemektedir. Değerli kağıtlar da dahil varlık fiyatlarındaki ya da büyük paradaki değişimin neden olduğu servetteki bir değişiklik, tüketicilerin tüketim planlarını değiştirmelerine etken olabilmektedir. Bu bağlamda, kısa dönemde, servetin tüketim fonksiyonundaki yeri nedeniyle para politikasının varlık ve tüketimin piyasa değeri üzerinden toplam talebi etkileyebileceği anlamına gelmektedir.[41]

---

[38] **A.e**., s. 620.
[39] **A.e**., s. 620.
[40] Franco Modigliani, "Life Cycle, Individual Thrift, and The Wealth of Nations", **The American Economic Review**, C. 76, No. 3, Jun. 1986, s. 299.
[41] **A.e**., s. 310.
Franco Modigliani, "Monetary Policy and Consumption", **Consumer Spending and Money Policy: The Linkages**, No. 5, Federal Reserve Bank of Boston Monetary Conference Series, 1971, s. 12, 13, 34.

Finansal zenginliklerin önemli bir bölümünü oluşturan hisse senetleri kanalı para politikasının aktarımı aşağıdaki şekilde işlemektedir:[42] Merkez bankasının genişletici para politikasında senet alımları, para miktarı artmakta ve faiz oranını düşürmektedir. Bu durumun diğer senetlerin piyasalarını etkilemesi ile finansal varlık fiyatlarını artırmaktadır. Hisse senedi fiyatları yükselmesi ve finansal servet değerindeki artış, tüketimin artmasının sağlamaktadır.

$$M \uparrow \Rightarrow P_S \uparrow \Rightarrow Servet \uparrow \Rightarrow T\ddot{u}ketim \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

3.1.2.3. Kredi Kanalı

Operasyonel düzeyde, para politikasında tahvil alım veya satımı banka rezervlerinin artmasına veya azalmasına yol açmaktadır. Örneğin, sıkı para politikası rezervleri ve dolayısıyla bankaların kredilerini azaltmaktadır. Para otoritesi ile bankacılık sistemi arasındaki bu ilişki, piyasa faiz oranlarının etkisine ek sonuçlar yaratabileceği ifade edilmektedir. Kredi kanalı teorisine göre uygulanan para politikaları, bankalar üzerindeki doğrudan etkileri vasıtasıyla para politikası aktarım sürecini etkilemektedir. Para kanalı açısından politika uygulamaları reel faiz oranlarını ve faize duyarlı harcamaları etkilemektedir. Ancak politika değişikliklerin, fonların toplam gerçek maliyetine etkileri ve finansal piyasalardaki asimetrik enformasyon sorunlarından dolayı farklı borçlu türleri için farklı tepkilere yol açmaktadır. Bu sebeple, kredi kanalı, açık piyasa işlemleri veya düzenleyici faaliyetler vb. para politikasının bu açığı etkileyebileceği kanalları açıklamaya çalışmaktadır.[43]

Kredi kanalı, faiz oranı kanalının bir alternatif değil, faiz oranı etkilerini artıran ve genişleten unsurları açıklayarak geleneksel aktarım mekanizmasının eksikliklerini tamamlamayı amaçlamaktadır. Faiz oranındaki değişikliklerin; reel ekonomiyi güçlü bir şekilde etkilemesi, zamanlaması ve harcama kompozisyonu konusundaki açıklamalar için kredi kanalı kullanılmaktadır. Kredi kanalı teorisine göre para politikasının faiz oranları üzerindeki doğrudan etkisi, aynı zamanda firmaların öz kaynaklarıyla sağladıkları fonların fırsat maliyeti ile dışardan borç aldıkları fonların

[42] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 621.
[43] R. Glenn Hubbard, **a.g.e**., s. 63, 65, 66, 70.

maliyetleri arasındaki fark dış finansman primini doğurmakta ve bu fark dış finansmandaki içsel değişiklikler ile güçlenmektedir. Diğer bir değişle, kredi piyasalarındaki aksaklıklardan dolayı ödünç fon verenlerin beklenen getirileri ile ödünç fon kullananların katlanacakları maliyetler arasındaki fark, dış finansman priminin büyüklüğünü göstermektedir. Piyasa faiz oranlarını yükselten veya düşüren para politikasındaki bir değişim, dış finansman primini aynı yönde değiştirme eğilimindedir ve politikanın bu çift etkisi borçlanma maliyeti üzerindeki etkiyi büyütmektedir. Sıkı para politikasında kredi piyasalarındaki bilgi sorunlarının – eksik bilgi, sözleşmelerin masraflı uygulanması vb. – daha da kötüleşmesinden dolayı dış finansman priminin artması, para politikasının borçlanma maliyetini ve dolayısıyla, gerçek harcama ve reel faaliyetler üzerindeki etkisi artmaktadır.[44]

Kredi kanalındaki kilit nokta, dış finansman primi ile potansiyel borçlunun varlıkların (likit ve likit olmayan) net teminat değeri arasındaki bağlantıdır. Borç alan ile borç veren kurum ilişkilerinde bilgi asimetrisi önemli bir rol oynamaktadır. Asimetrik enformasyon varlığı, borç veren kurumun, borç almak isteyen hakkında bilgi edinmek amacıyla takip ve iflas maliyetlerine denk olan aracılık maliyetini yükseltmektedir. Borç almak isteyenin ihtiyaç duyduğu toplam finansman tutarının sabit olduğu durumda, asimetrik bilgi içeren borç verme modelleri, borçlunun net değerine bağlıdır. Dış finansman primi ile borçlunun net değeri arasındaki ters bir ilişki mevcuttur. Potansiyel borçlunun finansal durumu yetersiz olduğunda veya sıkı para politikasında faizlerin yükselişi ile borçlunun net değeri düştüğünde, borç veren kurum daha yüksek primli aracılık maliyetleri ilave ederek, borçlu için dış fon maliyetinin artmasına neden olmaktadır. Borçlunun ödemesi gereken dış finansman primi, dış kaynak fonunun pahalılaştırır. Borçlunun net değerinin azalması, dış finansman primini ve borçlanma maliyetini artırmakta dolayısıyla sermaye talebinin, harcamanın ve yatırımın azalmasına sebep olmaktadır. Bu etki, finansal hızlandıran (financial accelerator) etkisi olarak adlandırılmaktadır. Borçlunun kâr ve varlık fiyatlarındaki dönemsel değişikliklerin olması dış finansman primi, borçlanma ve dolayısıyla yatırım, harcama ve üretimdeki dalgalanmaları artıracak şekilde dengesizlik yaratabilmektedir.

[44] Ben S. Bernanke ve Mark Gertler, ‘‘Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission’’, **Journal of Economic Perspectives**, C. 9, No: 4, 1995, s. 28, 29, 33, 34, 35.

Borçlunun bilançosunu veya nakit akışlarını etkileyen olumsuz bir şokun finansal hızlandıran etkisiyle ekonomide döngüsel dalgalanmaların artmasına ve yayılımına neden olabilmektedir. [45]

Para politikası uygulamaları ile dış finansman primi arasındaki bağlantı iki mekanizma ile açıklanmaktadır: banka kredi/borç verme kanalı ve bilanço kanalı/net değer kanalı şeklindedir.[46]

3.1.2.3.1. Banka Kredi/Borç Verme Kanalı

Merkez bankası eylemlerinin kredi piyasalarında dış finansman primi üzerindeki etkisinin ilki bankanın borç verme kanalıdır. Bankanın borç verme kanalında, para politikası uygulamalarının kredi arzı üzerindeki olası etkisi vurgulanmaktadır. Banka kredi kanalı, para politikası eylemlerinin banka rezervleri üzerindeki etkisiyle bankaların kredi verme kabiliyeti üzerine doğrudan çalışmaktadır.[47] Genişletici para politikası banka rezervlerini ve banka mevduatları ve dolayısıyla mevcut banka kredisi miktarını artırmaktadır. Faaliyetlerini finanse etmek için banka kredilerine bağımlı olan ödünç alıcılar, kredilerin genişlemesi ile yatırım harcamalarını artmasına neden olacaktır. Parasal aktarımın borç verme kanalı aşağıdaki şemaya göre işler:[48]

$$M \uparrow \Rightarrow Mevduat \uparrow \Rightarrow Krediler \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Sıkı para politikası eylemleri banka rezervlerini ve dolayısıyla kredileri azaltmaktadır. Banka kredisi kullanamayan veya başka bir dış finansman kaynağı olmayan bankaya bağımlı firmalar planlanan harcamaları azaltmaktadır. Bankaların sermayesine yapılabilecek olumsuz bir şok hem bankanın borç vermesini hem de bankaya bağlı borç alanların yatırım harcamalarını azaltmasından dolayı çıktıdaki düşüşü büyütmektedir.[49]

Para politikasının ekonomiyi borç verme kanalından etkilemesi için iki koşul vardır: İlk olarak, bankalar kredileri ve menkul kıymetleri bilançoları aktif tarafında

[45] Ben S. Bernanke, Mark Gertler ve Simon Gilchrist, ‘‘The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework’’, **Handbook of Macroeconomics**, ed. M. Woodford ve J.B. Taylor, C. 1, Amsterdam, Elsevier, 1999, s. 1344, 1345, 1376.
[46] Ben S. Bernanke ve Mark Gertler, ‘‘Inside the Black…’’, s. 35.
[47] R. Glenn Hubbard, **a.g.e**., s. 65, 71.
[48] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 621.
[49] R. Glenn Hubbard, **a.g.e**., s. 66, 71.

tam ikame olarak görmemelidir yani bankalar menkul kıymet azaltarak ve kredi arzını değiştirmeden daralmaya tepki göstermemelidir. Bu durumda, parasal sıkılaştırma gerçekten banka kredisi arzını azalabilmektedir. İkincisi, aynı zamanda firmalar için de krediler ve banka dışı finansman kaynakları bilançolarının yükümlülük tarafında tam ikame edici olmamalıdır yani firmalar, daha fazla menkul kıymet ihraç ederek banka kredisi arzındaki düşüşü masrafsız bir şekilde telafi edememelidir. Böylelikle azalan kredi arzı gerçek etkilere neden olabilmektedir. Sıkı para politikası, krediler ile ticari kağıtların kompozisyonu değişmektedir. Banka kredisi düştüğünde ticari senet ihracının yükselmesi kredi arzının azaldığını göstermektedir. Kredi arzındaki bu değişimlerin yatırımlar ve çıktı üzerinde etkili olduğu ve faiz oranlarını kontrol ettiği belirtilmektedir. [50]

Para politikası aktarımının borç verme görüşü, parasal bir daralmanın ardından envanter ve yatırımın azaldığını ve bu durumun bankaya bağımlı firmalar aleyhine yoğunlaştığını göstermektedir. Bunun nedeni, parasal daralma sürecinde banka kredilerinin azalması sonucu, bankaya bağımlı firmaların yani küçük firmaların kredi sıkışıklığına girmesi ve menkul kıymetler piyasasına hiç erişememesi sebebiyle fon ihtiyacını karşılayamamaktadır. Buna karşılık, büyük firmaların menkul kıymet ihraç edebilmesi ile banka dışı kaynaklardan finansman sağlayabilmektedir.[51] Örneğin, finansman bonosu ihracının artırması vb.

Kredi piyasalarında borç almak isteyen, fonları kullanmak istediği yatırım projelerinin potansiyel getiri ve risklerini borç veren kuruma göre genellikle daha iyi bir bilgiye sahiptir. Yani bir tarafın yeterince bilgi sahibi olamaması asimetrik bilginin varlığını göstermektedir.[52] Bankacılık sisteminin verdiği asıl hizmet, iyi ve kötü borçluları farklılaştırmasıdır. Rekabetçi bir bankacılık sistemi için, kredi aracılık maliyeti (cost of credit intermediation – CCI), tasarruf sağlayanlardan/borç verenlerden güvenilir yatırım projelerini yürütmek için kredi talep eden iyi borçlulara fon yönlendirmenin maliyeti olarak tanımlanabilir.[53] Bankalar, kredi piyasasında borçlu ile

[50] Anil K. Kashyap vd., "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from The Composition of External Finance", **American Economic Review**, C. 83, No. 1, 1993, s. 78, 82, 96.
[51] **A.e.**, s. 83, 96.
[52] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 32.
[53] Ben S. Bernanke, "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", **American Economic Review**, C. 73, S. 3, 1983, s. 263.

borç veren arasındaki eksik veya asimetrik bilgilerin sorunlarını azaltmada bilgi uzmanlıklarını kullanmaktadır. Kredi piyasasının etkin bir şekilde işlemesi engelleyen eksik veya asimetrik bilgi birçok biçimde olabilir: potansiyel borçluların kredibilitesi ve risk profili, önerilen yatırım projelerinin karlılığı vb. Kredi sürecinde uygun yatırımların taranma, değerlendirme ve izlenmesi konusunda bilgilerin toplanması ve damıtılmasında aracı kurumlar (bankalar veya diğer borç verenler), bilgi/kredi maliyetini potansiyel borçluya yansıtılmaktadır. Bilgi sorunlarının giderilmesini sağlayan bankaların, para politikasının yürütülmesi ve parasal dürtüleri iletmede etkileri ortaya çıkmaktadır.[54]

3.1.2.3.2. Bilanço/Net Değer Kanalı

Merkez bankası eylemlerinin kredi piyasalarında dış finansman primi üzerindeki etkisinin ikincisi bilanço kanalıdır. Para politikasının bilanço kanalı, merkez bankası politikasındaki değişimlerin piyasa faiz oranlarını ve bununla birlikte borçluların doğrudan veya dolaylı olarak finansal durumlarını – net değer, nakit akışı ve likit varlıklar gibi – etkilemesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır.[55] Bilanço kanalında, firmaların ve hanehalklarının bilanço ve gelir tabloları dikkate alınmaktadır.[56]

Faiz oranı değişikliklerinin firmaların bilançolarına olan bir etkisi, borçlunun teminatının değerini düşüren veya artıran varlık fiyatları ile ilişkilidir.[57] Faiz oranlarındaki artışın firmanın net değerini düşürmesi neticesi daha düşük bir teminat değeri ve dolayısıyla borç alma yeteneğinin azalması anlamına gelir.[58] İhtiyaç duyduğu fon erişemeyen bu firmalar, planlanan harcamaları azaltmaktadır. Bu görüşe göre reel faiz oranındaki artış ile borç alanların borç-servis yüklerini arttırmakta ve marjinal yatırım fırsatlarını kârsız hale getirmektedir. Dış finansmanın marjinal maliyetini artan firmaların planladıkları yatırım ve istihdamı gerçekleştirme yeteneklerini azaltmaktadır. Kısaca borçlunun bilanço durumları finansal hızlandırıcı modellerine

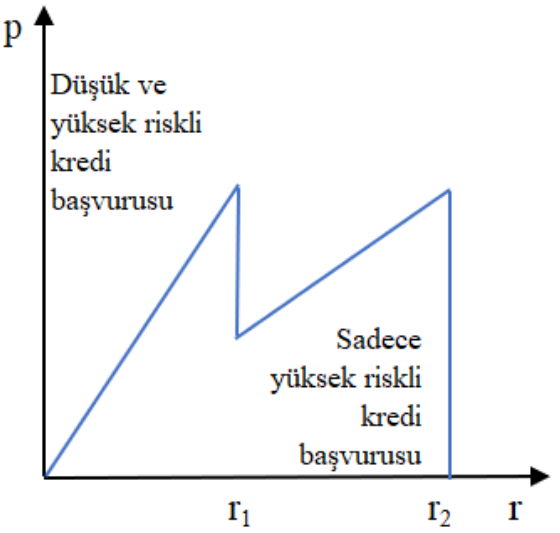
[54] S. Dale ve A.G. Haldane, **a.g.e**., s. 479, 480.
[55] Ben S. Bernanke ve Mark Gertler, ‘‘Inside the Black…’’, s. 29, 36.
[56] James Clouse vd., “Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate Is Zero”, **Finance and Economics Discussion Series (FEDS)**, 2000, s. 28, 29, https://www.federalreserve.gov/econres/feds/monetary-policy-when-the-nominal-short-term-interest-rate-is-zero.htm, (25.05.2019).
[57] Ben S. Bernanke ve Mark Gertler, ‘‘Inside the Black…’’, s. 36.
[58] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 60.

göre harcama kararlarını etkilemekte ve finansal faktörler işletmelerin faaliyetlerinin dalgalanmalarında rol oynamaktadır.[59]

Genişletici para politikasında ise faiz giderlerinin azalması ve varlık fiyatlarını artması kredi akışını artırmakta firmaların ve hanehalklarının mali durumu iyileşmektedir. Bununla birlikte kısa vadeli faiz oranları sıfır veya yakın olduğunda, hazine bonolarının açık piyasa alımları bu iki finansal durumdan herhangi birini doğrudan etkilemeyecektir.[60]

Bilanço kanalı da kredi piyasalarındaki asimetrik bilgi sorunlarının varlığından kaynaklanmakta ve bu durumun çeşitli etkileri görülmektedir. Düşük net değer, borç verenlerin kredileri karşılığında daha az teminat almalarını ifade etmektedir. Bu durumda asimetrik bilgi iki sorunu ortaya çıkarmaktadır: Ters seçim ve ahlaki risk.[61]

Şekil 3.2: Optimal Faiz Oranı (r_1)



Kaynak: J. E. Stiglitz ve A. Weiss, "Credit Rationing In Markets with Imperfect Information", **The American Economic Review**, C. 71, No. 3, 1981, s. 397.

Bankanın beklenen getirisi geri ödeme olasılığına bağlı olduğundan banka geri ödeme olasılığı yüksek olan borçluları, iyi borçluları, tespit etmeğe çalışır. Bu zorlu

[59] R. Glenn Hubbard, **a.g.e.**, s. 65, 70, 71.
[60] James Clouse vd., **a.g.e.**, s. 29, 30.
[61] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 622.

süreçte banka, kredi talepleri seçiminde bazı tarama araçları kullanır. Borç almak isteyenin ödemeye razı olduğu faiz oranı bu araçlardan biridir. Yüksek faiz oranları ödemek isteyenler, ortalama olarak, daha kötü riskliler grubundadır ve kredi almanın zayıf olma ihtimalini algıladıklarından yüksek faiz oranlarıyla borç almaya isteklidirler. Kısaca faiz oranlarının ters seçim yönü/durumu, kredilerini geri ödeme olasılıkları farklı olan farklı türdeki borçluların bir sonucudur. Şekil 3.2' de, (p) bankanın beklenen getirisini yani kredi geri ödenmesini; (r) ise kredi faiz oranını göstermektedir. Güvenli (düşük riskli) grup, sadece r_1 düzeyinde kredi talep etmektedir. Riskli (yüksek riskli) grup ise r_1 ve r_2 düzeyinde borçlanmayı kabul ederek fon talep etmektedir ($r_2 > r_1$). Kredi faiz oranı r_1' i aştığında, güvenli düşük risk grubu kredi başvurusunu geri çekmektedir.[62] Kredi işlemi gerçekleşmeden önce ortaya çıkan bir sorun olan ters seçim, borç verenin olumsuz sonuçlanacak kötü nitelikteki projeleri – en aktif olarak kredi arayan potansiyel borçluları – seçmesi halinde meydana gelir. Bu sebeple borç verenler, iyi nitelikteki projelere kredi kullanmamaya karar verebilirler.[63] Bununla birlikte faiz oranın yükselmesi borçlunun davranışının değişmesine de neden olabilir. Örneğin, faiz oranını yükseltmek, başarılı olan projelerin getirisini azaltabilmekte ya da firmaları başarı olasılığı düşük ancak başarılı olduğunda daha yüksek getiri sağlayacak projeleri üstlenmeye teşvik edebilmektedir. Borç verenin, sözleşme şartlarına faiz oranı dışında kredi miktarı ve kredi başvuru sahibinden talep ettiği teminat veya öz sermaye miktarı gibi teminat gerekliliklerinin arttırılması borçlunun davranışını etkilemesi sonucu borçlunun geri ödemeleri azaltabileceği gibi yatırımcıları daha riskli projeler üstlenmeye teşvik edebilecektir.[64] Kredi işlemi gerçekleştikten sonra oluşan diğer sorun ahlaki tehlike, borç alanın, kredinin geri ödenme olasılığını düşürecek istenmeyen (ahlaki olmayan) faaliyetlerde bulunabileceği, yüksek riskli projeleri tercih edebileceği riskidir.[65]

Sonuç olarak, düşük net değer, borç verenlerin kredileri için daha az teminat almaları anlamına geldiğinden ters seçim ve ahlaki tehlike sorununu arttırmaktadır. Bu

[62] J. E. Stiglitz ve A. Weiss, ''Credit Rationing in Markets with Imperfect Information'', **The American Economic Review**, C. 71, S. 3, 1981, s. 393, 397.
[63] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 32.
[64] J. E. Stiglitz ve A. Weiss, **a.g.e**., s. 393, 394, 408.
[65] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 33.

da kredilerin azalmasına ve dolayısıyla yatırım harcamalarını düşmesine yol açmaktadır.

Para politikası, firmaların bilançolarını etkileyebilmektedir. Örneğin genişletici para politikası, hisse senedi fiyatlarını artırarak firmaların net değerini artırmakta ve tersine seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin azalması ile kredi kullanımını artırmaktadır. Böylece yatırım harcamaları ve toplam talep artmaktadır. Parasal aktarımın bilanço kanalı aşağıdaki şemaya göre işlemektedir:[66]

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow Tersine\ seçim \downarrow, Ahlaki\ risk \downarrow \Rightarrow Krediler \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Kredi kanalına göre kredi piyasalarında asimetrik bilgi kaynaklı sorunların ve kurum maliyetlerin olması ve bununla beraber kredi piyasası krizlerinde bilgi asimetrilerin kötüleşmesi ve buna dayalı kredi vermenin gerçek maliyetlerini arttırması Modigliani-Miller ilgisizlik teoremi artık geçerli olmamaktadır.[67]

3.1.2.3.3. Nakit Akım Kanalı

Nakit akım kanalı, para politikası uygulamalarının firmanın veya hanehalkının bilançosu üzerinden nakit gelir ve nakit harcamalarının farkını etkilemesi sonucu likiditesini artırdığı veya azalttığı diğer bir bilanço kanalıdır. Nakit akım kanalında, faiz oranı kanalındaki yatırımı etkileyen reel faiz oranı yerine nominal faiz oranları etkili olmaktadır. Hanehalkı ve firmaların nakit akışı üzerinde kısa vadeli faiz ödemeleri, uzun vadeli borca göre daha büyük etkiye sahiptir. Genişletici para politikası nominal faiz oranlarını düşürmesi, firmanın veya hanehalkının nakit akımı artırdığı için likiditesi yükselir böylece bilançosunu olumlu yönde etkilenir. Borç veren açısından ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları konusunda daha az riskli durumuna gelen borçlu, kredi alabilmesinden dolayı planladığı harcamaları gerçekleştirebilir ve ekonomik faaliyetlerde artış sağlayabilmektedir. Parasal aktarımın nakit akım kanalı aşağıdaki şemaya göre işler:[68]

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow Nakit\ akımı \uparrow \Rightarrow Tersine\ seçim \downarrow,$$
$$Ahlaki\ risk \downarrow \Rightarrow Krediler \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

[66] **A.e**., s. 622.
[67] B. S. Bernanke, M. Gertler ve S. Gilchrist, **a.g.e**., s. 1344, 1345.
[68] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 622, 623.

Para politikası değişikliği nakit akımı üzerindeki etkileri güçlendirilmesinde de rol oynamaktadır. Borçluların başlangıçtaki finansal durumu ne kadar zayıfsa, nakit akımındaki yayılma etkisi o kadar güçlü olmaktadır. Örneğin, olumsuz bir şokun ilk etkisi, mevcut nakit akışlarını düşürmesi ve firmaların yatırım projelerini elde ettikleri kazançlardan finanse etme kabiliyetini azaltmasıdır. Net değerdeki bu düşüş, dış finansman primini ve yeni yatırımların maliyetini arttırmaktadır. Firmanın yatırım kararından vazgeçmesi, sonraki dönemlerde ekonomik aktiviteyi ve nakit akışlarını düşürür. Böylece ilk şokun etkileri artmaktadır.[69]

3.1.2.3.4. Beklenilmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı

Para politikasının genel fiyat seviyesine etkisi ile çalışan diğer bir bilanço kanalı ise beklenilmeyen fiyat seviyesi kanalıdır. Genişletici para politikasında fiyat düzeyinde beklenmedik bir artışın olması net değeri reel olarak yükseltir. Çünkü borç ödemeleri sözleşmeye bağlı olarak sabit olduğundan beklenmedik bir fiyat artışı, firmanın pasiflerinin yani borçların değerini reel olarak düşmesine buna karşın aktiflerin reel değeri etkilenmez. Gerçek net değerin yükselmesi, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını azaltır ve firma, daha fazla kredi kullanabilir. Sonuçta, aşağıdaki şemada olduğu gibi yatırım harcamalarında ve toplam çıktıda bir artışa yol açar:[70]

$$M \uparrow \Rightarrow Beklenmeyen\ P \uparrow \Rightarrow Ters\ seçim \downarrow, Ahlaki\ tehlike \downarrow$$
$$\Rightarrow Krediler \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Fiyat düzeyindeki beklenmedik hareketlerin toplam talep üzerinde önemli etkileri olduğu borç deflasyonu içeren Büyük Buhran örnek gösterilebilir. 1928 ve 1929 yıllarında hisse senetleri fiyatlarının iki katına çıkmasını aşırı spekülasyon olarak değerlendiren Fed, faiz oranlarını yükselterek sıkı para politikası izledi ve hisse senedi fiyatları düştü.[71] 1929-30 durgunluğunda iki belirgin iyileşme girişimi oldu. Yeni başlayan iyileşme, 1931 yılı ortalarındaki bankacılık sisteminde yaşanan panik ile yeni bir çöküşe dönüştü. Kriz, 1932 yılının başlarında sakinleşse de banka dışı başarısızlıklar kısa bir süre sonra zirveye ulaştı. Yeni bir kurtarma girişimi başlamasına

[69] B. S. Bernanke, M. Gertler ve S. Gilchrist, **a.g.e**., s. 1377.
[70] M. Hanifi Aslan, **a.g.e.,** s. 342.
[71] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 194.

karşın birkaç ay içinde başarısız oldu. Finansal kuruluşlara, özellikle ticari bankalara olan güven kaybı ve borçluların iflasının netleşmesi finansal çöküşün iki ana bileşeni oluşturmaktaydı. Borçlu ve borç verenler arasında finansal taleplerin yerine getirilebilmesi için aracılık ve bilgi toplama hizmetleri gereklidir. Ancak 1930-33'teki aksamalar, finansal hizmetler sektörünün bu hizmetlerdeki işlevinin verimliliği azaltmıştır. Aracılık maliyetleri arttıkça, hanehalkları, çiftçiler ve küçük firmalar başta olmak üzere bazı borçlular için krediler pahalı ve alınması zorlaşmıştır. Bankaların başarısız olacağına dair olumsuz beklenti nedeniyle mevduat sahiplerini paralarını çekmeye başladı ve mevduatların büyük bir kısmı 1934'e kadar bankalara geri dönmedi. Kredi sıkışıklığının toplam talep üzerindeki etkileri, 1929-30 arasındaki benzeri görülmemiş bir gerilemenin uzun süren bir depresyona dönüşmesine yardımcı oldu. Finansal krizin ikinci büyük yönü, her bir borçlu sınıfını etkileyen yüksek temerrüt ve iflas oranlarıydı. Evans Clark' a (1933) göre borç servisinin milli gelire oranı 1929'da %9 iken 1932-33'te %19,8'e yükselmiştir. Yüksek temerrüt oranları borçlular ve borç verenler için sorunlara neden olmuş, "Borç krizi" tüm sektörleri etkiledi.[72] Sonrasında ekonomide yaşanan durgunluğa, tarım sektöründe olumsuz şoklar, 1930'un ortasından sonra hisse senedi fiyatlarındaki devam eden düşüş, 1933'e kadar bir dizi banka çökmesi, işsizlik ve iş koşullarından kaynaklanan belirsizliğin artması, kredi piyasalarında ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını yarattı. Bununla birlikte borç sözleşmelerinin nominal olarak yazıldığı göz önüne alındığında, 1930-1933 döneminde fiyat seviyesindeki %25'lik büyük düşüş ile firmaların borç yükünün artması nedeniyle net değerinde bozulma, borç deflasyonuna neden oldu. Net değerin düşmesi, borç deflasyonu yapılması ve kredi piyasalarında ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarındaki artış, finansal piyasaların verimli yatırım fırsatlarına sahip firmalara fon sağlama kabiliyetini azalttı. Sonuçta, borç verme, yatırım harcamaları ve toplam ekonomik faaliyet uzun süre baskı altında kaldı. 1929-1933 yılları arasında ödenmemiş ticari kredilerin miktarı yarı yarıya düşerken yatırım harcamaları da 1929' dan itibaren %90 oranında azaldı.[73]

[72] Ben S. Bernanke, "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis…", s. 257, 258, 260, 261, 272.
[73] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 192-194.

3.1.2.3.5. Hanehalkı Likidite Etkisi Kanalı

Hanehalkı likidite etkisi, kredi kanalının tüketiciler tarafından yapılan harcamalarına özellikle dayanıklı tüketim mallarına ve konut harcamaları üzerindeki likidite etkisine odaklanmaktadır. Dayanıklı tüketim malları ve konutlar likiditeleri düşük olan varlıklardır.[74] Faiz getiren likit varlıklar ise faiz oranlarına doğrudan bağlı olan ve kolayca paraya çevrilebilen gelir akışına sahip varlıklardır.[75] Olumsuz bir gelir şoku sonucunda, tüketiciler para elde etmek için dayanıklı tüketim mallarını veya konutlarını satmaları gerektiğinde, söz konusu varlıkların kaliteleri konusunda asimetrik bilgileri nedeniyle tam değerinde satamayabilir ve zarar etmeleri riski ile karşı karşıya kalabilirler. Buna karşın, tüketiciler sahip oldukları bankadaki mevduat, hisse senetleri veya tahviller gibi finansal varlıkları tam piyasa değerinde kolayca satabilirler ve nakit elde edebilirler. Bu sebeple, tüketiciler finansal sıkıntı yaşayacakları konusunda olumsuz bir beklentileri yükseldiğinde ellerinde likiditeleri düşük olan varlıkları yani dayanıklı mal veya konut varlıkları daha az tutacaktır. Tüketiciler borçlarına kıyasla daha fazla miktarda finansal varlığa sahip ise finansal sıkıntı olasılığına dair beklentisi düşük olacağından dayanıklı mal veya konut satın almak için daha istekli olacaktır. Para arzının artması durumunda, hisse senedi fiyatları yükselmekte, finansal varlıkların değeri de artmaktadır. Tüketiciler kendilerini daha güvenli bir finansal pozisyonda bulduğunda dayanıklı mal harcamaları artırması hasılaya olumlu yönde yansımaktadır. Para ve hisse senedi fiyatları arasındaki bağlantıya bağlı para politikasının başka bir aktarım mekanizmasına aşağıdaki şemada ifade edilmektedir:[76]

$$M \uparrow \Rightarrow P_S \uparrow \Rightarrow finansal\ aktifler \uparrow \Rightarrow finansal\ sıkıntı\ ihtimali \downarrow$$
$$\Rightarrow\ dayanıklı\ tüketim\ ve\ konut\ harcaması \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Bilanço kanalının, tüketicilerin dayanıklı tüketim malları ve konut harcamaları üzerindeki likidite etkisi Büyük Buhran dönemindeki önemli faktörler arasında olduğu kabul edilmektedir. 1933'e kadar süren hisse senedi fiyatlarındaki düşüş, tüketicilerin

[74] M. Hanifi Aslan, **a.g.e.**, s. 342.
[75] Helen Hughson vd., ''The Household Cash Flow Channel of Monetary Policy'', **RBA Bulletin**, Reserve Bank of Australia, 2016, s. 21.
[76] M. Hanifi Aslan, **a.g.e**., s. 342, 343.

servetlerinin değerini azalmasına ve dolayısıyla tüketimini hızla düşmesine neden oldu. Bu dönemde fiyat seviyesindeki düşüş nedeniyle, tüketicilerinin reel borç seviyesi de %20' nin üzerinde artırdı. Finansal varlıkların değeri, borç miktarına göre düşmesi ve finansal sıkıntı ihtimalinin artması sonucu tüketiciler, dayanıklı tüketim malları ve konutlara yapılan harcamalar hızla azaltarak tepki verdi. 1929-1933 yılları arasında dayanıklı tüketim harcamaları %50' nin üzerinde konut harcamaları ise %80 oranında azaldı.[77]

Parasal genişlemenin düşen faiz oranlarının tüketicilerin nakit akımını artırması dayanıklı tüketim malları ve konut harcamalarındaki artış, bu malların likiditesini de artırmaktadır. Böylece finansal sıkıntı ihtimalini azaltır ve tüketicilerin dayanıklı mal veya konut elde tutma isteğini artırmaktadır. Ancak bu kanaldaki tüketici nakit akımı artışı diğer nakit akımı kanalından farklıdır: Hanehalkı likidite etkisi kanalında, tüketicilerin finansal sıkıntı beklentisi azaldığı için harcama istekliliği gerçekleşmekte ve dolayısıyla toplam talep ve çıktı artmaktadır. Nakit akımı kanalında ise borç verenin tüketicilere borç verme istekliliği harcamaların artmasına neden olmaktadır. Örneğin Parasal daralmanın faiz oranlarını yükseltmesi ve tüketicilerin diğer kredi kaynaklarına erişemediği durumda dayanıklı mal ve konut alımlarında düşüşe neden olmalıdır. Faiz oranlarındaki artışlar hanehalkı bilançolarında bozulmaya ve nakit akımının olumsuz yönde etkilenmesinden dolayı tüketim harcamalarını azaltmaktadır.[78]

3.1.2.3.6. Risk Alma Kanalı

Arz edilen kredilerin miktarına odaklanan banka kredi kanalına ek olarak bankaların kredi sağlama ile ilgili riske girme teşvikinden etkilenmesi risk alma kanalının varlığına ortaya çıkarmaktadır.[79] Aktarım mekanizmasında para politikası değişimlerinin risk algıları ve risk toleransı üzerindeki etkisi olarak tanımlanan risk alma kanalında; ekonomik aracılar tarafından algılanan riskin, portföyün risk derecesi, varlıkların fiyatlandırılması üzerindeki etkisine odaklanılmaktadır. Risk alma görüşüne göre doğrudan veya dolaylı olarak, faiz oranlarındaki değişiklikler ve merkez

[77] Frederic S. Mishkin, **a.g.e.**, s. 624.
[78] **A.e**., s. 623-625.
[79] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 60.

bankasının reaksiyon fonksiyonunun özellikleri, risk algılarını ve risk toleransını etkileyerek ekonomik aracıların davranışlarında risk almayı teşvik edebilmektedir.[80]

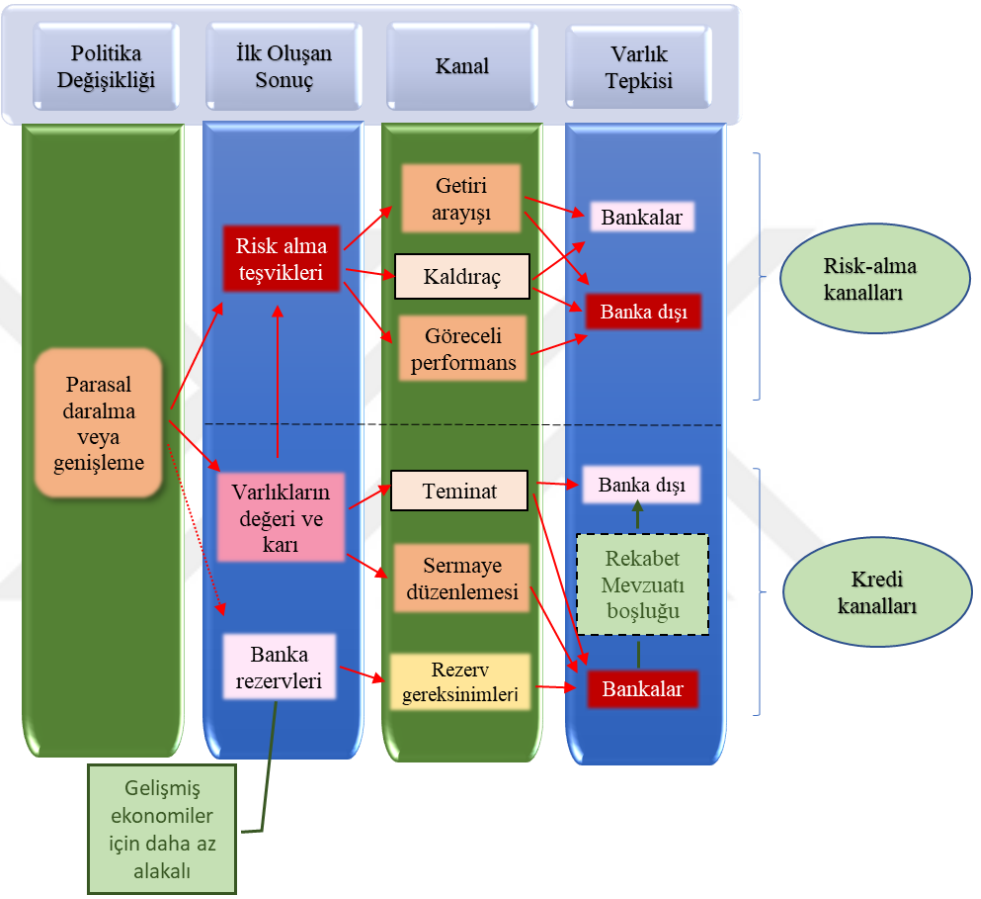
Para politikasının risk-alma kanalı ile kredi arzını etkileyen banka ve banka dışı finansal aracıların rol aldığı mekanizma Şekil 3.3' de yer almaktadır. Şekilde, daha koyu renkli tonlar, daha büyük bir tepkiyi; kırmızı kutular veya oklar, zıt bir etkiyi veya yanıtı ifade etmektedir. Kesikli kırmızı ok, gösterilen kanal üzerinden para politikasının etkisinin tartışmalı olduğunu; yeşil ok ise bir sektörden gelen olumsuz bir tepkinin diğerinden olumlu bir tepkiyi tetikleyebileceği anlamına gelir.[81]

Bankalar gibi yüksek düzeyde borçlu yani yüksek kaldıraçlı kurumlar açısından faiz oranlarındaki bir değişiklik, net değerdeki değişim nedeniyle daha büyük bilanço değişikliklerine neden olmaktadır. Bununla birlikte sahip olunan varlıkların piyasa fiyatlarıyla tutarlı şekilde değerlemesi, bilanço etkilerini güçlendirmektedir. Dolayısıyla, varlıklarını gerçeğe uygun değerleri üzerinden rapor etmesi gereken finansal kuruluşlar, para politikası değişikliklerine daha duyarlı olmaktadır. Para politikası, banka sermaye kanalı üzerindeki etkisi yoluyla banka kredilerini etkilemektedir. Örneğin, parasal genişleme sonrası, sermaye yeterlilik rasyosununa göre düşük sermaye seviyelerine sahip bankaların, borç vermeyi artırmak için özkaynakları artırması gerekmekte ancak; zamanla, düşük faiz oranları, bankaların sermaye kısıtlamasını gevşeterek, kredi arzını artırmasına neden olmaktadır. Kredi kanalı sürecindeki sayılan bu etkilere ek olarak risk unsurunun varlığı, kredi tepkisini değiştirmektedir. Genişletici bir para politikası, finansal kuruluşların risk almasını artırarak kredi arzının artmasına neden olmakla birlikte, performans ölçümü ve risk yönetimiyle ilgili teşvikler, risk alma kanalını daha da geliştirerek, düşük kaldıraçlı banka dışı finansal aracıların bile para politikasının aktarımını güçlendirebilmektedir. Kısa vadeli politika faizlerindeki düşüşün, borçlanma maliyetini azaltması ve böylece ekonomik aktiviteyi artırması uzun vadeli faizler üzerinde büyük bir etkiye sahip

[80] Claudio Borio and Haibin Zhu, "Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in The Transmission Mechanism?", **BIS Working Papers**, No 268, Bank for International Settlements, 2008, s. 2, 9.
[81] IMF, **Global Financial Stability Report: Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era**, World Economic and Financial Surveys, Washington, October 2016, s. 54.

olabilmektedir. Diğer bir deyişle, para politikası, bu kanalda esas olarak risk primlerine etkisi yoluyla uzun vadeli faiz oranlarını etkileyebilmektedir.[82]

Şekil 3.3: Kredi Kanalı ve Risk-Alma Kanalında Banka ve Banka Dışı Finansal Aracıların Tepkisi



Kaynak: IMF, **Global Financial Stability Report: Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era**, World Economic and Financial Surveys, Washington, October 2016, s. 54.

Risk alma kanalının farklı mekanizmalar ile çalıştığı düşünülmektedir. İlk olarak, faiz oranlarının, gelirler ve nakit akışları üzerindeki etkisi ve finansal hızlandırıcının/çarpanın bu etkiyi güçlendirmesiyle gerçekleşmektedir. Düşük faiz oranları gelir ve karların yanı sıra varlık ve teminat değerlerini artırır. Temerrüt kaybı ihtimalindeki düşüş ve servetteki artış risk toleransının artırmaktadır. Risk toleransı üzerindeki etki, varlık değerindeki artışın sürdürülebilir olabileceği inancıyla birlikte

[82] **A.e.**, s. 55-57.

hem borçluları hem de bankaları daha yüksek riskleri kabul etmeye teşvik edebilmektedir.[83] İkincisi, piyasa faiz oranları değişimlerinin hedeflenen getiri oranları (sabit nominal getiri vaat eden finansal kuruluşlar) üzerindeki etkisinden çalışmaktadır. Örneğin, sigorta şirketleri gibi önceden belirlenmiş uzun vadeli sabit oranlı taahhütlere girmiş olan şirketler, faiz oranları düştüğünde, düşük getiri ile güvenli yatırımlarda kalırlarsa, sözleşmelerindeki yükümlülüklerini yerine getiremeyebilirler. Bu sebeple daha riskli ancak daha yüksek getiri yatırımları aramak zorunda kalabilirler. Risk değişimi olarak tanımlanan bu olgu, şirketlerin likidite dahil aşağı yönlü riskleri görmezden gelmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarının düşmesi riskli varlıkları daha cazip kılar ve şirketler belirledikleri getiriyi sağlamak için risk alma eğilimlerini yükseltir. Faiz oranları yükselmesi durumunda ise daha muhafazakar düzeyde risk alınmaktadır.[84] Genişletici para politikasının bankaların risk almalarını artırması, borçlanma standartlarını gevşetmelerine neden olmaktadır.[85] Bankalar söz konusu olduğunda, bu etkiler genellikle, kredi arzında aşırı bir artışa yol açabilmektedir.[86] Üçüncüsü, merkez bankasının iletişim politikası ve reaksiyon fonksiyonu üzerinden çalışmaktadır. Merkez bankasının gelecekteki politika kararlarına ilişkin şeffaflığı veya bağlılık derecesini artırarak gelecekle ilgili belirsizliği ortadan kaldırması bankaların davranışını etkileyebilir. Bununla birlikte merkez bankasının finansal aksaklıklar karşısında genişletici para politikasına dair beklentilerin referans alınması, piyasa katılımcılarının risk almasını destekleyen bir faktör olmaktadır.[87] Dördüncüsü, bankaların takipteki kredilerin, yani varlıkların/alacakların, kötü performans sorununu gidermek için kurulan varlık yönetimi şirketlerinin[88] göreceli performansı, yani aynı nitelikteki diğer fonların performansına göre kazanç sağlamaları, politika aktarımını artırıcı yönde etki edebilmektedir.[89]

---

[83] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 61.
Claudio Borio and Haibin Zhu, **a.g.e**., s. 2, 9.

[84] Raghuram G. Rajan, "Has Financial Development Made The World Riskier?", **Jackson Hole Economic Policy Symposium**, Wyoming, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 25-27 2005, s. 339.

[85] Giovanni Dell'Ariccia vd., ''Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market'', **IMF Working Paper**, WP 08/106, 2008, s. 12.

[86] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 61.

[87] Claudio Borio and Haibin Zhu, **a.g.e**., s. 10.

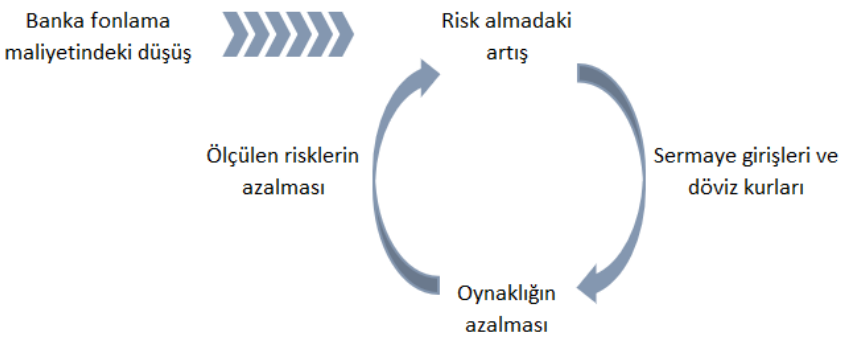
[88] Özen Akçakanat vd., "Varlık Yönetim Şirketleri Sektörü ve Finansal Analizi", **Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 5, S. 31, 2018, s. 527.

[89] IMF, **a.g.e**., s. 57.

Uluslararası bir ortamda küresel bankaların sınır ötesi faaliyetleri aracılığıyla risk alma kanalının işleyişini yansıtan bir modelde, düşük fonlama oranları kredi arzını arttırmakta ve para politikasının ilk şoku risk alma kanalından güçlenmektedir. Daha yüksek risk alma, bir geri besleme döngüsü içinde kur değerlemesi doğrultusunda ölçülen risklerin azalması ile etkileşime girmesi durumunda artmaktadır. Daha düşük kısa vadeli faiz oranlarının beklentisi ölçülen riskleri azaltmakta ve sınır ötesi bankacılık sektörünün sermaye akışlarını teşvik etmektedir. Risk alma kanalı, bankaların kaldıraç artışı sağlayacak para politikasıyla birlikte risk alma teşvikleriyle çalışmakta ve böylece finansal koşulları doğrudan etkilemektedir. Şekil 3.4' da, sermaye akımı alıcı ekonomilerde, bankaların para biriminin fonlama maliyetini düşüren bir para politikası şokunun etkisi, artan kaldıraç ve para biriminin gerçek değeri arasındaki bağlantıyla birlikte risk alma kanalına dahil edilen bir büyütme mekanizması ile gösterilmektedir. Para birimindeki düşük fonlama maliyetlerinden yararlanmaları sebebiyle daha yüksek risk alabilen bankalar yerli şirketlere ve kurumlara borç vermeyi artırmaktadır. Bunun yanı sıra, para biriminin değerlenmesi, yerli borç alanların bilançolarını güçlendirmekte ve kredi veren bankaların kredi defterleri/havuz dengesi daha az riskli hale gelmekte ve dolayısıyla borç para verme kapasitesini artırabilmektedir. Bankaların risk almayı artırması, oynaklığı azaltarak daha büyük risk almaya neden olmaktadır. Bankaların bilanço yönetimi modelinde kaldıraç oranının ölçülmüş risklere duyarlı bir şekilde bağlı olmasından dolayı, ölçülen risklerin düşük olduğu sakin zamanlarda, banka kredisi, borç verme kapasitesindeki boşluğu kullanmak için hızla artmaktadır. İlk döngü, gerçek değerleme ile iyileştirilmiş bilançoların karşılıklı olarak güçlendirici etkisiyle çalışan yukarı fazı ile tamamlanmaktadır. Bununla birlikte döngü bir kez döndükten sonra, büyüme mekanizması tam tersine çalışarak hem borç alanların hem de bankacılık sektörünün mali sıkıntısını güçlenmektedir.[90] Mekanizmanın tersine çalıştığı ikinci döngü, bankaların nominal faiz oranlarında bir artış beklentisi olduğunda ve/veya resmi faiz oranları gerçekten yükseldiğinde meydana gelmektedir.[91]

[90] Valentina Bruno ve Hyun Song Shin, ''Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy'', **BIS Working Papers**, No: 400, Bank for International Settlements, 2012, s. 1, 3, 4, 9.
[91] Philippe Gilles vd., ''Banking Sector and Monetary Policy Transmission: Bank Capital, Credit and Risk-Taking Channels'', **Modern Economy**, C. 4, No. 1, 2013, s. 84.

Şekil 3.4: Sınır Ötesi Durumda Para Politikası Risk Alma Kanalı



Kaynak: Valentina Bruno ve Hyun Song Shin, "Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy", **BIS Working Papers**, No: 400, Bank for International Settlements, 2012, s. 3.

Bankalar kısa vadeli borç alan buna karşın uzun vadeli borç veren aracılar olmasından dolayı verim eğrisinin eğimi, yeni borç vermenin karlılığını etkilemektedir. Uzun vadeli faiz oranlarına kıyasla kısa vadeli faiz oranlarına daha fazla duyarlı olduğu için merkez bankasının politika faiz oranındaki değişimleri, en azından kısa bir süre için verim eğrisi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu sebeple, merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranıyla piyasa beklentilerini yönetmenin önemi artmaktadır. Merkez bankaları politika uygulamalarını piyasaya net bir şekilde ileterek, bankacılık sektörünün risk primlerinin uygulanmasındaki rolü ile doğrudan ekonomiye etki edebilir ve böylece ipotek oranları, kurumsal borç verme oranları gibi tüketim ve yatırımı etkileyen diğer fiyatları da yönetebilmektedir.[92]

3.1.2.4. Beklenti Kanalı

Beklenti kanalında, merkez bankası para politikası ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini şekillendirmekte ve böylelikle ücret ve fiyat politikalarına etki etmekte bu da enflasyona yansımaktadır. Bir varlık fiyatı olan döviz kurunda yapılan

* Dönem sonlarında yabancı paraların değerlemesi ve yabancı para cinsinden senetli veya senetsiz alacaklar ve borçların değerlemesi ile ilgili olarak; yabancı paralar borsa rayici ile değerlenir ancak borsada rayici yoksa, değerlemeye uygulanacak kur Maliye Bakanlığı'nca belirlenmektedir. Maliye Bakanlığı'nca tespit ve ilan edilmediyse, TC. Merkez Bankası tarafından ilan edilen döviz alış kurları ile efektif alış kurları değerlemeye esas alınır.

[92] Valentina Bruno ve Hyun Song Shin, **a.g.e**., s. 2, 4.

bir değerleme*, geleceğe yönelik enflasyon beklentilerinin olumlu olduğu sinyalini verebilmektedir.[93] Bununla birlikte öz kaynaklar ve ipotek gibi uzun vadeli finansal varlıkların fiyatlandırılması, kısmen kısa vadeli faiz oranlarının beklentilerine bağlı olduğundan bir merkez bankası, piyasa katılımcılarının gelecek döneme ilişkin kısa vadeli faiz oranları beklentilerini etkileyerek varlık fiyatlarını ve ekonomik aktiviteyi etkileyebilmektedir.[94] Bu bağlamda, gelecek döneme ait kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin piyasa beklentileri, orta ve uzun vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde etkilidir.[95]

Temel olarak özel sektörün uzun vadeli beklentilerini etkileyerek çalışan beklentiler kanalının etkinliği, sağlam bir para politikası çerçevesine dayanan merkez bankası iletişiminin güvenilirliğine bağlıdır. Yüksek derecede güvenilirliğe sahip merkez bankasının politikası, ekonomik birimlerin gelecekteki enflasyon beklentilerini yönlendirerek ücret ve fiyat belirleme davranışlarını etkileyebilmekte ve böylece fiyat gelişmelerini doğrudan yönlendirebilmektedir. Ekonomik birimlerin, merkez bankasının fiyat istikrarı konusundaki kabiliyetine ve bağlılığına inandığı ölçüde yani sahip olduğu kredibilitesi ve itibarına bağlı olarak, enflasyon beklentileri fiyat istikrarına sıkı bir şekilde bağlı kalacaktır. Bu ortamda, ücret ve fiyat belirleyicilerinin gelecek dönemde daha yüksek enflasyon endişesi yaşamamaları sebebiyle fiyatlarını yukarı doğru ayarlamak zorunda kalmamaları koşuluyla, merkez bankası ekonomideki ücret ve fiyatı belirlemeyi etkileyecektir.[96] Enflasyon beklentilerinin düşmesi, işçilerin gelecek dönemde ücret artışı talebini, kiralar, okul ücretleri gibi uzun vadeli kontratların daha makul düzeylerde belirlenmesini sağlayabilir.[97] Bu sebeple, merkez bankasının fiyat istikrarını kalıcı bir şekilde sürdürmek ve para politikasının görevini kolaylaştırmak için güvenilirlik çok önemlidir. Merkez bankasının kredibilitesini artırmada en iyi stratejisi, ilan ettiği beyanları ile eylemlerini paralel tutmaktır. Uzun vadede, beklentilerin şekillendirilmesi bağımsız bir politika aracı değildir.[98]

---

[93] TCMB, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, s. 10.
[94] Ben S. Bernanke ve Vincent R. Reinhart, ‘‘Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates’’, **American Economic Review**, C. 94, S. 2, 2004, s. 85.
[95] TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, s. 7.
[96] European Central Bank, **a.g.e.**, s. 61.
[97] Timur Önder, **a.g.e**., s. 31.
[98] Ben S. Bernanke ve Vincent R. Reinhart, **a.g.e**., s. 86.

Merkez bankasının beklentileri yönetme konusunda sahip olduğu davranış özelliklerinin ekonomik birimlerin yanlış algılamaları önleyecek bir tavırla yönetmesi gerekmektedir. Örneğin, düşük oran riski, para politikasının etkinsiz kaldığına dair yanlış yorumlama riskini arttırabilmektedir. Gecelik faiz oranının sıfır veya sıfıra yakın tutulması ekonomik birimlerin merkez bankasının kullanabileceği politika aracının kalmadığına veya elinin zayıfladığına yönelik yanlış bir düşünceye kapılmaması sağlanmalıdır.[99] Merkez bankasının şeffaflığı konusunda bazı görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Şeffaflığın arttırılmasının merkez bankasının güvenilirliğine olumlu katkı sağladığı ve böylelikle politika çıktılarını iyileştirdiği yönündeki iddiaya karşın artan şeffaflığın, merkez bankasının itibarını ve özel sektör enflasyon beklentilerini, kendi faaliyetlerine karşı daha duyarlı hale getirdiği de dile getirilmektedir. Bu durumda, ilan edilen enflasyon politikasından sapma maliyetlerini arttırmaktadır. Merkez bankası istihdamı teşvik etmek için enflasyon sürprizlerini – şok para politikası – kullanmasını engellemektedir.[100]

3.2. Para Politikasının İpotek Faizlerine ve Kredilerine Etkisi

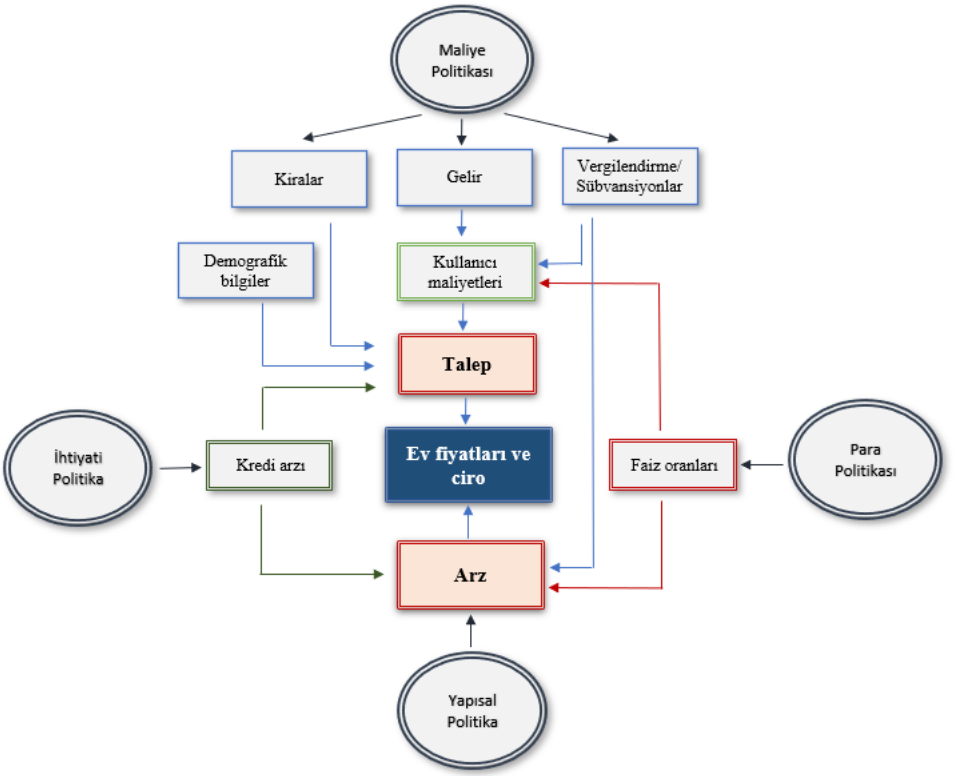
Konut piyasaları maliye, yapısal ve ihtiyati politikaların yanı sıra para politikasından da etkilenmektedir. Para politikası ile kısa vadeli faiz oranları, doğrudan veya uzun vadeli faiz oranları ve enflasyonist beklentileri üzerindeki etkileri – beklentilere göre varlık fiyatlarının artması/azalması – yoluyla konut fiyatlarındaki gelişmeleri önemli ölçüde etkilemektedir. Borçlanma maliyetleri bakımından konut piyasasının arz ve talebini etki etmektedir. Konut talep eden kullanıcının maliyet unsurları arasında ipotek faizi maliyetleri bulunmaktadır. Para politikasının kısa vadeli faiz oranlarının yarattığı değişim bankaların ipotek/konut kredisi faiz oranlarını değiştirmesine neden olmaktadır. İpotek faiz oranları da finansman maliyetlerini belirlemektedir.[101] Örneğin, Kısa vadeli faiz oranındaki artış, finansman maliyetlerini

[99] **A.e**., s. 89.
[100] Lars E. O. Svensson ve Jon Faust, ‘‘Transparency And Credibility: Monetary Policy With Unobservable Goals’’, **International Economic Review**, C. 42, S. 2, Blackwell Publishers Inc, 2001, s. 380, 389.
[101] Paul Hilbers, vd., “House Price Developments in Europe: A Comparison”, **IMF Working Paper**, WP/08/211, International Monetary Fund, 2008, s. 7, 9, 14.

artırarak ve dolayısıyla konut inşaatını azaltarak konut fiyatlarında artışa yol açmaktadır.[102]

Şekil 3.5, konut piyasalarının çeşitli kanallardan para, maliye, ihtiyati ve yapısal politikadan nasıl etkilendiğini göstermektedir. Aynı yönde çalışan politikalar arasındaki koordinasyon fiyat gelişmelerine önemli ölçüde katkıda bulunabilir.

Şekil 3.5: Konut Piyasasına İlişkin İktisadi Politikalar



Kaynak: Paul Hilbers, vd., "House Price Developments in Europe: A Comparison", **IMF Working Paper**, WP/08/211, International Monetary Fund, 2008, s. 11.

Konut piyasasının performansı kredi piyasası koşullarına ve bununla birlikte para politikasına dayalı gelişim göstermektedir. Konut sektörü, faiz oranı değişikliklerine diğer sektörlere göre daha duyarlıdır. Tarihsel olarak, 1970-2000 yılı dönemine bakıldığında, Federal Reserve ekonomiyi canlandırmak veya yavaşlatmak için politika

[102] Zeno Adams ve Roland Füss, ''Macroeconomic Determinants of International Housing Markets'', **Journal of Housing Economics**, C. 19, S. 1, Elsevier, 2010, s. 38, 48.

değişikliğine gittiğinde, konut sektörü diğer sektörlere göre birinci dereceden tepkisini göstermiştir. Enflasyonist baskıya karşı faizleri yükseltmiş ve her resesyonun sonuna doğru faiz oranlarını indirdiğinde konut sektörü toparlanmanın başlamasına yardımcı olmuştur. Bir evin satın alınabilirliği, maliyeti göz önüne alındığında, borçlanıcının borç servis yükünün* belirleyicilerinden olan ipotek faiz oranına bağlıdır.[103]

2000 yılının sonlarında ve 2001 yılının ilk yarısında yatırım harcamalarının düşmesi ve ekonomik faaliyetlerin büyümesindeki yavaşlama ile durgunluk içerisinde olan Amerikan ekonomisinde FED' in faiz oranlarını indirimine brüt yatırım harcaması yeterli cevap veremediği, düşük faiz oranlarına asıl yanıt verenin ipotek piyasası[104] ve ardından konut piyasası olduğu görülmektedir (Grafik 2). FED genişletici para politikası uygulamaya başladığında, 2000 yılındaki yüzde 6,5 olan faiz oranlarını, Ocak 2001 yılında yüzde 6,5' ten yüzde 6,0' a kadar 50 baz puan düşürdü. Yıl sonuna kadar Merkez Bankası 11 defa daha düşürerek faiz oranlarını yüzde 1,75' e kadar indirdi. Haziran 2003 yılına gelindiğinde faiz oranı yüzde 1 düzeyindeydi. Diğer yandan, ortalama 30 yıllık sabit geleneksel ipotek oranı, 2000 yılında ortalama yüzde 8,2 iken 2001 yılında yüzde 7,2 – 6,8' e, 2003 yılında 5,3 oranına geriledi. Faiz oranlarının düşmesi sonucu konut satın alma maliyetleri yaklaşık üçte bir oranında azalmıştı. Yüzde 8,2 sabit faiz oranında, 300.000 ABD Doları tutarındaki geleneksel 30 yıllık ipoteğin aylık ödenmesi (vergi avantajlarından önce) 1.795 $ iken aynı ipoteğin aylık ödemesi yüzde 6,8 sabit faiz oranında 1.565 $; yüzde 5,3 sabit faiz oranında ise 1.333 $' idi. FED' in uyguladığı keskin düşük oranlar, mortgage ve konut piyasalarını güçlü bir şekilde etkiledi ve böylece konut piyasası ekonominin canlanması ile büyümeye katkı sağladı.[105]

İpotek faiz oranlarındaki kümülatif düşüş, iki şekilde hanehalklarını büyük miktarda ipotek borcu almaya teşvik etmiştir. Birincisi, konut satın alımına özendirerek

---

* Borç servis yükü, faiz ve anapara geri ödemelerini içerir.

[103] Karl E. Case, "The Central Role of Home Prices in the Current Financial Crisis: How Will the Market Clear?", **Brookings Papers on Economic Activity**, C. 2008, No. 2, Fall-2008, s. 171, 179.

[104] FED, "Monetary Policy Report to the Congress, Pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act", Washington, February 2002, s. 1, 6, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2002/February/FullReport.htm, (12.05.2019).

FED, "Monetary Policy Report to the Congress, Pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act", Washington, July 2003, s. 3, 4, 6, 8, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2003/july/FullReport.htm, (13.05.2019).

[105] Karl E. Case, **a.g.e.**, s. 180, 181.

mortgage kredisi talebi artmıştır. İkincisi, mevcut ipotekleri yeniden finanse etmeyi ve birikmiş özkaynakların bir kısmını çıkarmayı cazip hale getirmiştir. Bu durumda, refinansman ile ipoteklerin boyutu arttığı için borçlanma artmaktadır.[106] Öz kaynaklarını nakde dönüştüren konut sahipleri, bu nakitleri evdeki iyileştirmelere yani tüketim harcamasına, kredi kart ödemelerine vs. kullanma olanağı sağlamaktadır.[107] Grafik 3.1'de, ABD'de 2000-2008 yılları arasında FED'in hedeflediği faiz oranları ile mortgage kredi işlemleri hacminin seyri gösterilmektedir. FED'in Ocak 2001 yılında başladığı ve art arda gerçekleşen faiz oranı indirimi sürecinde mortgage kredileri hacminde artış yaşandığı görülmektedir. 2003 yılının üçüncü çeyreğinde, 942 milyar dolarlık kaynaklarla şimdiye kadarki en yüksek refinansman hacmi görüldü. Aynı zaman diliminde, konut satın alma kredileri de yaklaşık 350 milyar dolar düzeyindeydi. Sonrasında, 2003 yılının Haziran ayında yüzde 5,3 olan ipotek oranları, Ağustos ayında yüzde 6,3'e yükseltildi. 2003' ün 4. çeyreğinde refinansman yüzde 56 oranında düştü. İpotek faiz oranları, FED' in faiz oranı artırımını takip ederek 2006 yılında yüzde 6,6 yükseldi.[108] FED' in 2004 yılından başlamak üzere 2007 yılının ortalarına kadar faiz oranlarını artırdığı dönemde, toplam mortgage kredi işlemlerinde azalma görülmektedir.

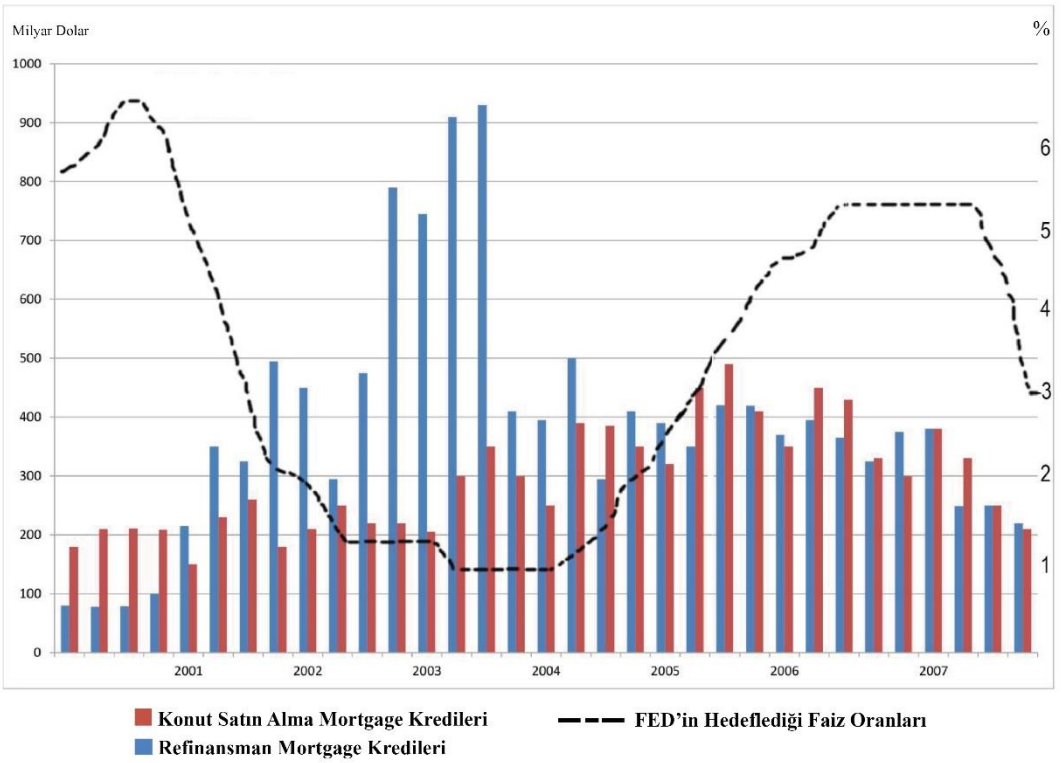
[106] FED, "Monetary Policy Report to the Congress, Pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act", February 2002, s. 9.

FED, "Monetary Policy Report to the Congress, Pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act", July 2003, s. 6.

[107] Alan Greenspan ve James Kennedy, ''Sources and Uses of Equity Extracted from Homes'', **Oxford Review of Economic Policy**, C. 24, No. 1, 2008, s. 121, 122, 139.

[108] Karl E. Case, **a.g.e**., s. 181, 182.

Grafik 3.1: Mortgage Kredi İşlemleri ve Hedef Federal Fon Oranları, (2000–2008)



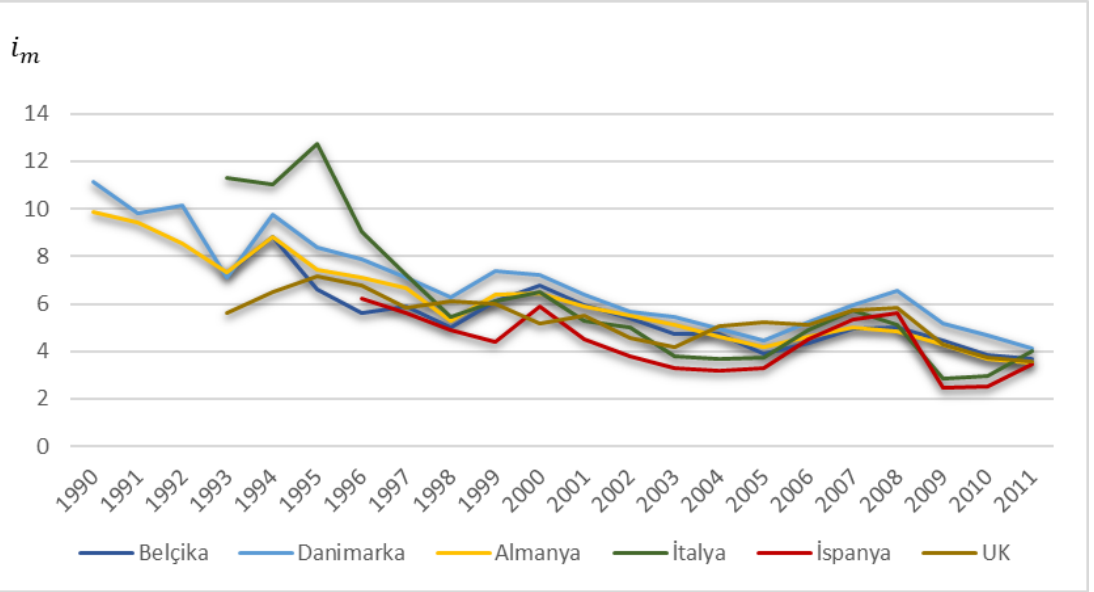
Kaynak: Karl E. Case, "The Central Role of Home Prices in the Current Financial Crisis: How Will the Market Clear?", **Brookings Papers on Economic Activity**, C. 2008, No. 2, Fall-2008, 181.

FED ve diğer büyük merkez bankaları, 2001-2003 döneminde politika faizlerini düşürmüştür. Fed' in, faiz oranlarını uzun bir süre boyunca düşük seviyelerde tutması ve ABD' deki ipotek oranlarının düşmesine, konut piyasaları üzerinde güçlü bir etki yaratmasına neden olduğu görülmektedir.[109] AB ülkelerinde ise 1990' lı yılların başında sıkı para politikası nedeniyle yüksek olan ipotek faiz oranları seviyesinin, 2000'li yıllarda çok düşük seviyelere indiği görülmektedir (Grafik 3.2). 2007 yılından 2008'in 3. çeyreğine kadar, enflasyonist baskılar nedeniyle para politikasında sıkılaştırmanın bir sonucu olarak, ipotek faiz oranlarının genel bir yükseliş eğilimine girdiği; kriz sonrası 2008 yılı sonunda, AB' deki genişleyici para politikasıyla birlikte, ipotek oranlarının düşmeye başladığı ve 2010 yılına gelindiğinde, temsili ipotek

[109] Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff, ''Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes'', **CEPR Discussion Papers,** No. 7606, London, 2009, s. 14, 15, https://www.researchgate.net/publication/227437591_Global_Imbalances_and_the_Financial_Crisis_Products_of_Common_Causes, (14.03.2019).

oranlarında rekor düşüklüğü gözlenmektedir. 2011 yılının ikinci yarısından itibaren para politikalarında tekrar sıkılaşması ve merkez bankalarının politika faizlerindeki yükseliş, ipotek faiz oranlarında ılımlı bir artışa neden olduğu ancak, tarihsel bağlamda düşük kaldığı görülmektedir.[110]

Grafik 3.2: Seçilmiş AB Ülkelerinde İpotek Faiz Oranları, (1990–2011)



Kaynak: European Mortgage Federation, **Study On Mortgage Interest Rates In The EU**, 2012a, Brussels, 2012, s. 60' da bulunan tablodan türetilmiştir.

Genel piyasa faiz oranlarının konut piyasasında İpotek faiz oranlarının seviyesinin yanı sıra türünü de etkilemektedir. Bir ülkeye ait ipotek piyasalarındaki faiz oranı türüne göre dağılımı; genel piyasa faiz oranları, finansman yöntemleri, borçluya verilen seçenekler ve yapılan düzenlemeler vb. faktörler doğrultusunda gerçekleşmektedir. Örneğin, Avrupa Mortgage Federasyonu'nun (EMF) sunduğu çalışmada; AB' de 2002-2007 yılları arasında düşük ve istikrarlı bir faiz oranı ortamında, borçluların değişken faiz oranlı ürünleri tercih etme eğiliminde olduğu, 2007 ve 2008 yıllarında ise Avrupa Merkez Bankası ve diğer merkez bankalarının

[110] European Mortgage Federation, **Study On Mortgage Interest Rates In The EU**, 2012a, Brussels, 2012, s. 5, 6.

enflasyonist baskılar nedeniyle faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak borçluların sabit oranlı ürünlere geçtiği belirtilmektedir.[111]

3.3. Menkul Kıymetleştirmenin Parasal Aktarım Mekanizmasına Etkisi

Menkul kıymetleştirmenin finansal sistem üzerindeki olası etkileri, ülkelerin finansal sistemlerin yapısına veya para politikasının uygulanma şekline göre oldukça farklılık gösterebilmektedir. Ek olarak bu etkiler, bir ülkede menkul kıymetleştirmenin gelişme aşamasına bağlı olarak değişebilmektedir.[112]

Para politikasının aktarım mekanizmasına ilişkin görüşler, merkez bankasının, özellikle geleneksel bankacılık sisteminin yarattığı kredi araçlarının fiyatlandırmasını ve hacmini nasıl etkilediğine dair farklı versiyonlarından oluşmaktadır. Bununla birlikte menkul kıymetleştirmenin, finansal aracılığın değişen rolü dahilinde, parasal aktarım mekanizmasını değiştirme potansiyeline sahip olmasından dolayı, para politikasının aktarımı üzerindeki etkisi sorgulanmaktadır.[113] Parasal aktarımın toplam banka kredisi hacmi üzerinde önemli etkisinin yanı sıra, özellikle, borçluların kısa sürede banka ve banka dışı kredi türleri arasında ikame edebilirliğinin bilinmesi gerektiği ifade edilmektedir.[114] Ekonominin sermaye piyasasına bağlı olarak, menkul kıymetleştirme yoluyla etkin bir sermaye tahsisi sağlaması, tüketim ve yatırım kararlarını etkileyebildiği, nihayetinde reel ekonomiye etki eden para politikasının aktarım mekanizmasını etkileyebildiği veya daimi olarak değiştirebildiği belirtilmektedir.[115]

Menkul kıymetleştirmenin bankalara alternatif bir finansman kaynağı sağlaması ve dolayısıyla merkez bankalarının banka kredi kanalı üzerindeki etkisini

---

[111] **A.e**., s. 7.
[112] BIS, "Asset Transfers and Securitization", **Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)**, Paper No. 124, Basel, Bank for International Settlements, 1992, s.7.
[113] Gary Gorton ve Andrew Metrick, "Securitization", **Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance**, ed. G.M. Constantinides, M. Harris ve R. M. Stulz, C. 2, part A, chapter 1, Amsterdam, Elsevier, 2013, s. 4, 29- 31, 54, 64.
[114] K. Anil Kashyap ve Jeremy C. Stein, "What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy", **American Economic Review**, C. 90, No. 3, 2000, s. 425, 426.
[115] Mangal Goswami, Andreas Jobst ve Xin Long, "An Investigation of Some Macro-Financial Linkages of Securitization", **IMF Working Paper**, WP/09//26, 2009, s. 4.

zayıflatabileceği düşüncesiyle bazı araştırmacılar, menkul kıymetleştirmenin para politikası üzerindeki etkisini araştırmaya başlamıştır. Araştırmacılar, iki farklı mekanizmaya odaklanarak çalışmalarını yürütmektedir. Bu mekanizmaların ilki, menkul kıymetleştirmenin, merkez bankasının faiz oranlarının kontrolündeki rolü ve ikincisi ise menkul kıymetleştirmenin, faiz oranlarının çıktıya esnekliği üzerindeki rolüdür. Bu bağlamda, menkul kıymetleştirmenin etkisi, doğrudan zaman serisi regresyonları yoluyla veya dolaylı olarak banka kredileri üzerindeki etkileri yoluyla analiz edilmektedir.[116]

3.3.1. İlgili Literatür

Kuttner' in, menkul kıymetleştirmenin ve portföy kredilerinin iş çevrimleri üzerindeki büyümesini karşılaştırarak dolaylı kanıt aradığı çalışmasıyla, bu iki finans şeklinin mortgage piyasasında ikame olduğunu ve para politikası etkisini zayıflatabileceğini gösteren hipotezi desteklediği belirtilmektedir. Estrella ise bu çalışmayı doğrudan ve dolaylı olarak analiz ettiği makalesinde, son yıllarda sıfıra yakın bir faiz oranı esnekliği bulduğunu diğer bir değişle, para politikasının faiz oranı dışında farklı bir mekanizma etkisinin olduğunu göstermektedir.[117]

Menkul kıymetleştirmenin, para politikasının faiz oranlarına olan doğrudan etkisini güçlendirdiği ve çıktı için faiz oranlarının esnekliğini azaltdığı bunun yanında, bankaların finansman ihtiyaçlarının karşılanması için sermaye piyasalarına daha fazla bağımlı hale geldiği kanıtlanmaktadır. Altunbas vd., Goswami vd., Gambacorta ve Marquez-Ibanez çalışmalarında, menkul kıymetleştirmeyle birlikte bankaların mevduatlara daha az bağımlı olduğu ve böylelikle faiz oranı şoklarına karşı korunduğu ifade edilmektedir. Bankalar, menkul kıymetleştirme işlemleri için ipotek piyasasına ve sermaye piyasalarına daha fazla bağımlı olduklarında, bu piyasalardaki şoklara daha çok maruz kalmaktadır. Bankaların sermaye piyasalarına daha sıkı bağlanmasıyla birlikte, banka kredileri için faiz oranları daha az önemli olmaktadır.[118]

---

[116] Gary Gorton ve Andrew Metrick, "Securitization", **NBER Working Paper**, WP 18611, 2012, s. 54.
[117] Gary Gorton ve Andrew Metrick, "Securitization", **Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance**, s. 59.
[118] **A.e**., s. 59.
Mangal Goswami, Andreas Jobst ve Xin Long, **a.g.e**., s. 7-9.

Loutskina ve Strahan, Amerika Birleşik Devletleri' nde, GSE menkul kıymetleştirmeleri olan "uygun" ipoteklerle ile federal sigorta için uygun olmayan "jumbo" kredileri ayırarak banka bilançoları ile ipotek kredileri ilişkisini araştırmıştır. Uygun kredilere göre daha az likit ikincil piyasalara sahip olan jumbo kredilerin, varlık likiditesi ve mevduat maliyetleriyle ilişkili olduğunu yani, daha likit bankaların ve düşük maliyetli mevduata sahip bankaların, likit olmayan jumbo ipotek yarattığını ve kredi arzını artırdığını belirtmektedir. Buna karşın, bankanın mali durumu ile uygun kredilerin ilişkili olmadığını ifade etmektedir. Diğer bir deyişle, likid olmayan ya da mevduat-fonlama açısından kısıtlı görünen bankalar, menkul kıymetleştirmenin nispeten kolay olduğu durumlarda mortgage kredilerini azaltmaz iken, zor olduğu piyasalarda kredilerini azaltmaktadır.[119]

Konu ile ilgili literatür, genel olarak, menkul kıymetleştirmenin bankaların likidite ihtiyacını sağladığından dolayı geleneksel fon kaynaklarına bağımlılığını azalttığını ve faiz oranı şoklarına olan duyarlılığını zayıflattığını tespit etmekte tutarlılık göstermektedir. Bununla birlikte sermaye piyasaları tarafından sağlanan bazı faydalar olsa da bankaların, 2008 yılı mali krizinde olduğu gibi menkul kıymetleştirme piyasalarının kırılganlıklarına karşı olan duyarlılığı artırdığı ve merkez bankalarının geleneksel faiz oranı politikasının etkinliğini azalttığı belirtilmektedir.[120]

3.3.2. Menkul Kıymetleştirmenin Aktarım Mekanizmasına Etkisi

Parasal ekonomi literatüründe, 1980' li yıllardan beri finansal yeniliğin artışıyla birlikte finansal sektördeki yapısal değişimin, merkez bankasının politika araçlarını kullanarak reel ekonomiyi, büyüklük, zamanlama ve kompozisyonel açıdan etkileme kabiliyetini azalttığı iddia edilmektedir. Bu literatürdeki çalışmaların çoğu, parasal aktarımın borç verme kanalını araştırmakta, menkul kıymetleştirilen ihracın niteliği ve bunun banka bilançolarına etkisinin, para politikasının aktarımı için kritik olduğu

[119] Elena Loutskina ve Philip E. Strahan, "Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates", **The Journal of Finance**, C. 64, S. 2, Blackwell Publishing Inc, 2009, s. 861-863, 887.
Gary Gorton ve Andrew Metrick, **a.g.e**., s. 59, 60.
[120] **A.e**., s. 60.

belirtilmektedir. Finansal sektörün derinleşmesinin ve inovasyonun bankaların ödünç verilebilir fon yaratma maliyetini düşürdüğünü ve dolayısıyla para politikasının aktarımını sınırlandığı tespit edilmektedir.[121]

Finansal yeniliğin getirdiği yeni finansal araçlar yanında daha derin ve küresel finansal piyasalarla para politikasının daha az etkili hale geldiği ortaya koyulmaktadır. Kashyap ve Stein, dış fonlara erişimi daha kolay olan büyük bankaların para politikası değişikliklerinden daha az etkilendiğini, daha az likit bilançolara sahip ve dış finansman sağlama konusunda kısıtlı olan küçük bankaların ise kredi vermesinde para politikasındaki değişikliklerin daha önemli olduğunu kanıtlamaktadır.[122] Daha fazla küresel operasyona sahip büyük bankalar, iç sermaye piyasaları yoluyla sınırların ötesine fon aktarabilmesi ve likidite krizi durumunda daha fazla esnekliğe ve kendi kendini ayarlama yeteneği sayesinde, para politikasından daha fazla yalıtılmış olmaktadır.[123]

Son birkaç on yılda menkul kıymetleştirmenin kredi piyasalarında değişiklik yaratarak, menkul kıymetleştirmenin iletim mekanizması üzerinde önemli etkileri olabileceği yönünde analizler sunulmaktadır. Estrella, söz konusu etkileri likidite kanalı ve kredi kanalı teorilerine göre sınıflandırmaktadır. Kredi kanalı içinde ise menkul kıymetleştirme ile daha açık ve doğrudan bir bağlantısı olan banka kredi/borç verme kanalına odaklanmaktadır.[124] Bazı yazarlar ise menkul kıymetleştirmenin etkisini, kredi kanalı altında, banka kredi/borç verme kanalı ve risk kanalı şeklinde incelemektedir. Bu çalışmada, sayılan bu üç aktarım kanalı sırasıyla ele alınmaktadır.

3.3.2.1. Menkul Kıymetleştirmenin Likidite Kanalına Etkisi

Likidite kanalı teorileri, menkul kıymetleştirmenin kredi piyasalarının derinleşmesini ve buna bağlı olarak ek likidite ile bu piyasaların işleyişinin nasıl

---

[121] Mangal Goswami, Andreas Jobst ve Xin Long, **a.g.e**., s. 4-6, 8, 25, 26.
Adam B. Ashcraft, "New Evidence on the Lending Channel", **FRB of New York Staff Report**, No. 136, 2001, s. 2-4, 39.

[122] K. Anil Kashyap ve Jeremy C. Stein, "What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy**",** s. 409, 425.

[123] Nicola Cetorelli ve Linda S. Goldberg, "Banking Globalization and Monetary Transmission", **FRB of New York Staff Reports**, No.333, 2009, s. 23, 24.

[124] Arturo Estrella, "Securitization and The Efficacy of Monetary Policy", **FRBNY Economic Policy Review**, C. 8, S. 1, Federal Reserve Bank of New York, May 2002, s. 243, 244.

iyileşebileceği ve gelişebileceği konusunda sonuçlar çıkarmaktadır.[125] Konut ipoteği piyasasının menkul kıymetleştirilmesi, ABD'de 1970' lerden bu yana finansal aracılık sürecini tamamen değiştirdi. Bu değişimin ilk dalgası, devlet tarafından ihraç edilen sigortalı ipotek menkul kıymetlerinin mevduat kuruluşlarının likiditesini artırmasıdır. Finansal inovasyonun getirdiği ikinci dalga, 1980' lerin değişken faiz oranlı çok çeşitli yeni ipotek sözleşmelerinin ve karmaşık ipotek menkul kıymetlerinin yaratılmasına ile gerçekleşti. Bu son yenilik, farklı finansal kurumların işlevlerini büyük ölçüde değiştirerek – kredi sigortası ve portföy işlevlerinin örneğin GNMA veya hükümet destekli FNMA ve FHLMC kurumlara kaydırılması gibi – ipotek ve sermaye piyasaları arasındaki bağlantıyı geliştirmektedir. Bu bağlamda, menkul kıymetleştirmenin, konut ipotek piyasasına sağladığı likiditenin yanında, konut kredilerinin finansmanı sürecinde konut sahiplerine daha düşük uzun vadeli ipotek kredisi maliyetleri sağlayıp sağlamadığı sorusunu öne çıkmaktadır.[126]

Menkul kıymetleştirmenin ipotek piyasası üzerindeki etkisine dair yapılan araştırmalar iki konuda ilerlemektedir. Bunlardan ilki, menkul kıymetleştirmenin ipotek/mortgage piyasası getirileri üzerindeki etkilerini konu edinmektedir. Menkul kıymetleştirmenin mortgage piyasasında önemli bir faktör haline geldiği, 1970'lerden 1980'lerin ortalarına kadar olan geçiş dönemindeki verilerin kullanılarak, menkul kıymetleştirme ve ipotek oranları arasındaki kısa vadeli etkileşimleri gösterilen analizlerde genellikle, tek bir denklem zaman serisi regresyon yaklaşımı kullanılmıştır. Genel olarak, bu çalışmalarda, menkul kıymetleştirmenin konut kredileri faiz oranını düşürme eğiliminde olduğu gösterilmektedir. İkinci araştırma konusu ise menkul kıymetleştirmenin mortgage ve sermaye piyasalarının entegrasyonu üzerindeki etkilerini incelemektedir.[127]

Black, Garbade ve Silber, GNMA menkul kıymetlerinin daha az kredi riski ve hizmet maliyetiyle pazarlanabilirliğini artırdığı pazar modelinde, GNMA menkul kıymetleştirme programının, devlet destekli (FHA) ipoteklerde daha düşük bir kredi

[125] **A.e**. s. 244.
[126] James W. Kolari, Donald R. Fraser, Ali Anari, "The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis", **Real Estate Economics**, C. 26, S. 4, American Real Estate and Urban Economics Association, 1998, s. 677, 690.
[127] **A.e**., s. 678.

maliyetine yol açtığını göstermektedir.[128] Hendershott ve Shilling, Fannie Mae ve Freddie Mac mortgage havuzlarına giren yeni geleneksel sabit oranlı ipoteklerin (FRM' ler) menkul kıymetleştirmesi sonucu, FRM oranın 30 baz puan daha düşürdüğünü ve bunun etkisiyle geleneksel ipotek portföyü kreditörlerinin FRM yatırımlarından daha düşük getiri elde edeceğini belirtmektedir.[129]

Kolari vd., menkul kıymetleştirmenin birincil mortgage piyasasında getiri marjları üzerindeki etkisine ilişkin önceki ampirik araştırmaları genişlettiği – çok değişkenli çerçevede ve 1990 yılların ortalarını kapsayan – çalışmasıyla, ipotek piyasalarında, menkul kıymetleştirmenin artmasıyla ipotek faiz oranlarının azaldığı göstermektedir. Mortgage menkul kıymetleştirme seviyesinde, toplam ipotek yaratımının bir oranı olarak %10' luk bir artışın, uzun vadede ipotek kredilerindeki getiri marjını 20 baz puan kadar düşürdüğü diğer bir deyişle, konut ipoteği piyasasında, menkul kıymetleştirmenin, konut kredilerinin faiz maliyetini önemli ölçüde düşürdüğü sonucuna varmaktadır.[130] Kredilerin normalde olabileceğinden daha düşük oranlarda sunulmasına izin verdiği için menkul kıymetleştirmenin ipotek piyasası için değerli bir araç olduğu savunulmaktadır.[131]

Katz, menkul kıymetleştirmenin ipotek piyasalarının verimliliğinin artması konusunda farklı bir bakış açısı sunarak, menkul kıymetleştirmenin ipotek piyasalarını derinleştirmenin yanı sıra genişlettiğini de savunmaktadır. Menkul kıymetleştirilmiş ABD ipotek pazarının, kurumsal tahvil piyasasının tamamından daha büyük bir büyüme gösterdiğini belirtmektedir. Böylece menkul kıymetleştirme daha derin pazarlar yaratmanın yanında, tek bir derin pazarın gelişimine katkıda bulunduğu ifade edilmektedir.[132]

---

[128] Deborah G. Black, Kenneth D. Garbade ve William L. Silber, "The Impact of the GNMA Pass-through Program on FHA Mortgage Costs", **The Journal of Finance**, C. 36, S. 2, American Finance Association, May 1981, s. 458, 459, 469.
[129] Patric H. Hendershott ve James D. Shilling, "The Impact of the Agencies on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yield", **NBER Working Papers,** WP 2646, National Bureau of Economic Research, Inc., 1988, s. 1, 11-13.
[130] James W. Kolari, Donald R. Fraser, Ali Anari, **a.g.e**., s. 678, 679, 690, 691.
[131] Dwight Jaffee vd., "Mortgage Origination and Securitization in the Financial Crisis", **Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System**, ed. Viral V. Acharya ve Matthew Richardson, Chapter 1, New Jersey, New York University: John Wiley & Sons Inc., 2009, s. 81.
[132] Arturo Estrella, **a.g.e**., s. 244.

Para politikasının aktarım mekanizması açısından bakıldığında, menkul kıymetleştirme seviyesinin içselleştirilmesi, parasal aktarımın sonuçları daha karmaşık hale getirebilmektedir. Artan menkul kıymetleştirme nedeniyle piyasanın derinleşmesi, merkez bankasının faiz oranlarını etkilemesini zorlaştırabilmektedir. Öte yandan, merkez bankası ipotek oranlarını etkileyebildiği ölçüde, döngü boyunca değişebilen likiditede dalgalanmaları yaratabilmektedir. Örneğin, bir genişletici para politikası uygulama döneminde, menkul kıymetleştirmenin yükselme eğiliminde olması, para politikasının faiz oranlarını etkilemesini zorlaştırabilmektedir.[133]

3.3.2.2. Menkul Kıymetleştirmenin Kredi Kanalına Etkisi

Menkul kıymetleştirmenin kredi kanalına etkisine ilişkin yapılan birçok çalışma, varlıkların menkul kıymetleştirilmesinin, para politikasının banka kredi kanalı yoluyla aktarımını önemli ölçüde azalttığını göstermektedir. Menkul kıymetleştirilmenin etkisi, iki ana mekanizmaya bağlanmaktadır. İlk olarak, bilançodaki varlıkların menkul kıymetleştirilmesi, bankaların likiditesini artırmakta ve fon ihtiyacını karşılamakta ve böylece parasal sıkılaştırma durumunda bankaların mevduat vb. fonlama ihtiyaçlarını azaltmaktadır. İkinci olarak, menkul kıymetleştirme, bankaların bilançolarından kredi risklerinin bir bölümünü hızlı bir şekilde pazarlara aktarmalarını ve böylelikle kredi arzı üzerinde pozitif etki yaratan sermaye üzerindeki yasal düzenleme gereksinimlerini azaltmalarını sağlamaktadır. Kısaca bankalar, menkul kıymetleştirme faaliyetindeki kabiliyeti ölçüsünde hem iş döngüsü koşullarına göre yeni krediler sağlama kapasitesini artırmakta hem de bu kapasitelerini risk durumuna bağlı olarak güçlendirmektedir.[134] Bu sebeple menkul kıymetleştirmenin kredi kanalı üzerindeki etkisi, borç verme kanalı ve risk alma kanalı ayrımında incelenmektedir.

Jane Katz, "Getting Secure", **Regional Review**, C. 7, Federal Reserve Bank of Boston, 1997 https://www.bostonfed.org/publications/regional-review/1997/summer/getting-secure.aspx, (09.10.2020).

[133] Arturo Estrella, **a.g.e.**, s. 244, 253, 254.

[134] Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, "Securitisation and The Bank Lending Channel", **European Central Bank Working Paper**, WP No. 838, 2007, s. 5, 9.

3.3.2.2.1. Banka Borç Verme Kanalı Yolu ile Etkisi

Bir sıkı para politikası aktarımında merkez bankası, banka fonlama maliyetleri artırarak kredi arzını kısıtlayabilmekte ve böylece ekonomik faaliyeti yavaşlatabilmektedir. Parasal sıkılaştırma, toplam para miktarını azaltarak, banka karları, nakit akışı ve likidite üzerinde baskı oluşturan likidite şoku olarak etki göstermektedir. Bu durum, daha yüksek politika faizlerinin rezerv mevduatlardaki düşüşe ve toplam borç talebinde azalmasına neden olmaktadır.[135] Banka kredi kanalına ilişkin literatür, parasal bir daralmadan sonra bankaların kredi arzı tepkisinde; büyüklük, likidite ve iyi bir sermaye oranı ve mevduat dışı finansmana erişim derecesi vb. bankalara ait koşulların etkili olduğunu iddia etmektedir. Parasal sıkılaştırmanın etkisi, arz edilen krediler açısından büyük, likit ve iyi sermayeli firmalar ve bankalar için daha az olmasına karşın, likiditeye erişmekte zorlanan küçük şirketlerin yatırım davranışlarında ve mevduat dışı kaynağa ulaşma olasılığı düşük, likiditesi az olan bankaların kredi vermesinde daha fazla olmaktadır.[136] Romer ve Romer' e göre deregülasyon ile birlikte, bankaların alternatif fon kaynaklarına erişimi sayesinde, sıkı para politikasının banka kredilerinin rezerv miktarındaki düşüşlere uyum sağlamasına imkan vermekte ve kredi arzı üzerinde çok az doğrudan etkiye sahip olmasına neden olabilmektedir.[137] Bernanke ve Blinder'in banka borç verme kanalı modelinin, merkez bankasının parasal sıkıştırma sonrası, borçluların çoğunlukla dış finansman için banka kredisine bağımlı ve sermaye piyasasına erişimi kısıtlı olması, tahvil ve kredilerin tam ikame olmaması durumunda yani, kredilerdeki düşüşün şirketlerin sermaye piyasalarına daha fazla erişimiyle dengelenmemesi durumunda çalıştığını bunun yanında, bu varsayımlardan biri terk edildiğinde yeni kredi modellerinin ortaya

[135] Ben S. Bernanke ve Mark Gertler, "Inside the Black...", s. 27, 34.
Christina D. Romer ve David H. Romer, **a.g.e**., s. 150, 151.
[136] Anil K. Kashyap ve Jeremy C. Stein. "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, C. 42, North- Holland, 1995, s. 152, 153, 187, 189.
Stephen. D. Oliner ve Glenn D. Rudebusch, "Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy?", **Economic Review**, Federal Reserve Bank of San Francisco, S. 1, 1996, s. 10.
[137] Christina D. Romer ve David H. Romer, **a.g.e**., s. 198.

çıktığını, firma ve banka bilançosundaki varlıkların kompozisyonundaki değişikliklerin de yatırımları etkilediğini belirtmektedir.[138]

Herman, Igan ve Solé 'nin yaptığı analizde, bir parasal daralmada yüksek faiz oranlarının genel kredi büyümesini engellediğini, ancak varlık sınıfları ve sektörler arasında önemli bir heterojenite olduğunu yani, banka ve banka dışı kredilerin farklı tepkiler verdiğine dair artan kanıtlar olduğunu ifade etmektedir. Özellikle, faiz artışları banka kredilerinin büyüme hızını düşürürken, banka dışı kredileri üzerinde ters etki yaratmaktadır. Bankaların ve banka dışı kurumların politika faizi şoklarına verdiği değişen tepkisini, ABD finansal sisteminin esnekliğinin belirtisi olarak birbiriyle oldukça bağlantılı bir sistemde, finansal kuruluşların politika önlemlerinin sıkılaştırılmasını engellemesinin daha kolay olduğu şeklinde yorumlamaktadır. Daha sıkı bir likidite ortamında bankalar, likit olmayan varlıkları likit fonlara dönüştürmek için menkul kıymetleştirme gibi finansal inovasyonu kullanabilirler ve bu da kredilerin banka dışına yönelmesine yol açabilmektedir. Yazarlar, menkul kıymetleştirmenin likidite şokuna karşı bankalara likit olmayan varlıkları likit varlıklara dönüştürmek için etkili bir kanal sağladığını ve dolayısıyla merkez bankasının kredi arzını daraltma politikalarının etkisini potansiyel olarak dengeleyebileceğini belirten Loutskina ile aynı görüşü paylaşmaktadır.[139]

Loutskina, menkul kıymetleştirmenin bireysel bankaların banka likiditesini ve borç verme yönetimi üzerine yaptığı çalışmasında, bir bankanın banka kredisi portföyü likiditesinin %1 artışına karşın bilanço içi likidite seviyesinin ortalama olarak 28 baz puan azaldığını ifade etmektedir. Grafik 3.3' de görüldüğü gibi ortalama kredi portföyü likidite endeksinin* ise 1970'lerde yaklaşık %1,5' den 2000-2007 döneminde yaklaşık %25' e yükseldiğini ve dolayısıyla, likit menkul kıymetler olarak tutulan toplam

---

[138] Ben S. Bernanke ve Alan S. Blinder, "Is It Money or Credit, or Both or Neither? Credit, Money, and Aggregate Demand", **American Economic Review,** C. 78, No. 2, 1988, s. 435, 436.
Ben S. Bernanke ve Mark Gertler, "Inside the Black…", s. 38.

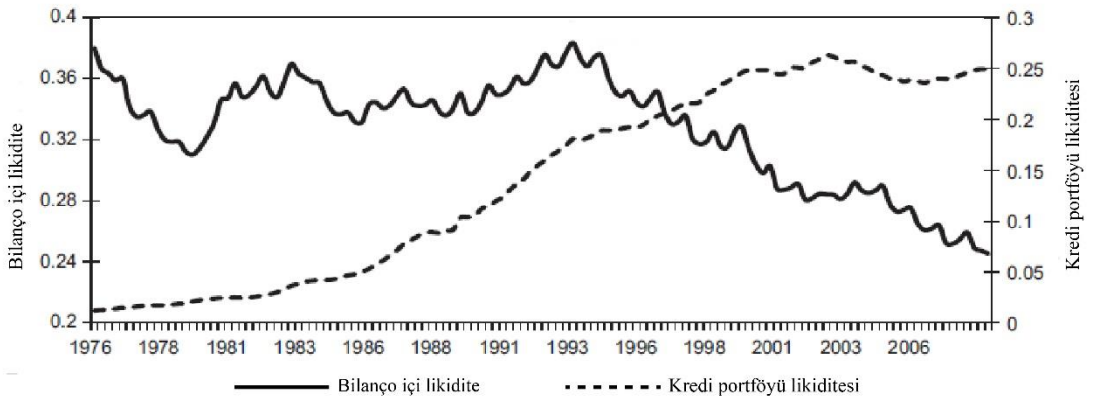
[139] Alexander Herman, Deniz Igan ve Juan Solé, "The Macroeconomic Relevance of Credit Flows: An Exploration of U.S. Data", **IMF Working Paper**, WP/15/143, Washington, International Monetary Fund, 2015, s. 14-16.

* Loutskina, analizinde ağırlıkların bir banka kredisi portföyünün kompozisyonunu yansıttığı belirli bir türdeki kredilerin menkul kıymetleştirilme potansiyelinin ağırlıklı ortalaması olarak düşünülebilecek yeni bir "banka kredisi portföy likidite" endeksi önermektedir. Dolayısıyla piyasa eğilimleri endekste zamana bağlı değişkenlik gösterirken, banka kredisi portföy yapılarındaki farklılıklar, kurumlar arasında farklılık yaratmaktadır. s. 663, 664.

varlıkların yaklaşık %6,6 azaldığını belirtmektedir. Bankalar tarafından tutulan ortalama bilanço içi likidite seviyesinin, 1976 yılında yaklaşık %36' dan 2007 yılında yaklaşık %24' e yani %12 düştüğünü ve dolayısıyla bankaların likit fon varlıklarındaki bu düşüşün yaklaşık yarısının menkul kıymetleştirmeden kaynaklandığını ifade etmektedir. Farklı bir söylem ile, bir banka bilançosunun varlık tarafının iki baskın bileşeninden biri olan likit fonların, toplam varlıkların payındaki %6,1'lik bir azalışı, diğer bileşeni olan kredilerin payında benzer büyüklükte bir artışa yol açması muhtemeldir. Özetle, ilk olarak menkul kıymetleştirmenin, mevduat kurumlarına likit olmayan kredileri likit menkul kıymetlere dönüştürmek için etkili bir kanal sağlayarak, bankaların bilanço likiditesinin yerine geçtiğini ve likidite riski yönetimine katkıda bulunduğunu ifade etmektedir. Bunun bir etkisi, küçük ve büyük bankaların likidite seviyelerinin yakınsamasının sağlanmasıdır. İkincisi, menkul kıymetleştirme, banka kredisi portföylerinin mevduatlar gibi geleneksel finansman kaynaklarının mevcudiyetine karşı duyarlılığını azaltmaktadır. Menkul kıymetleştirme kabiliyetine sahip bankaların kredi arzı, dış finansman maliyetlerindeki şoklara karşı daha az duyarlıdır. Sonuç olarak, bankalar geçmişte olduğundan daha fazla varlıklarını kredilerde tutabilmekte ve bununla birlikte büyük bankalar, kredinin yaratılmasında menkul kıymetleştirmenin faydalarından daha fazla yararlanabilmektedir.[140]

[140] Elena Loutskina, "The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management", **Journal of Financial Economics,** C. 100, S. 3, Elsevier, Haziran 2011, s. 669, 674, 682.

Grafik 3.3: Banka Kredisi Portföy Likiditesi ve Bilanço Likiditesi, (1976-2007)



Kaynak: Elena Loutskina, "The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management", **Journal of Financial Economics**, C. 100, S. 3, Elsevier, Haziran 2011, s. 665.

Tablo 3.1: Küçük ve Büyük Bankaların Bilanço Kompozisyonundaki Değişim, (1976-2007)

	1976Q1 - 2007Q4						1976Q1 - 1980Q4				2001Q1-2007Q4			
	Tüm Bankalar		Küçük Bankalar		Büyük Bankalar		Küçük Bankalar		Büyük Bankalar		Küçük Bankalar		Büyük Bankalar	
	ortalama	medyan	ortalama	medyan	ortalama	medyan	ortalama	medyan	ortalama	medyan	ortalama	medyan	ortalama	medyan
Toplam Varlıklar (1983 milyon $)	255.20	37.36	31.18	26.72	3995.04	933.59	28.17	23.37	2921.47	857.76	36.51	33.41	6307.16	887.90
Likit Varlıklar (Toplam Varlıkların Yüzdesi, Bit)	33.21	31.78	34.62	33.33	25.60	24.09	34.40	33.00	26.57	26.23	28.16	26.07	24.58	22.10
Toplam Krediler (Toplam Varlıkların Yüzdesi)	56.80	58.05	55.41	56.64	61.75	62.86	55.97	57.54	55.21	56.31	62.08	63.76	65.40	67.63
C&I Kredileri (Toplam Kredilerin Yüzdesi)	30.93	27.13	33.33	29.60	24.92	23.55	36.52	32.13	32.37	32.57	26.31	22.89	18.14	15.66
Konut İpotekleri (Toplam Kredilerin Yüzdesi)	25.11	21.92	24.04	21.1	25.45	20.75	19.09	15.85	17.91	14.6	27.83	24.9	28.11	24.74
Çok Aileli İpotekler (Toplam Kredilerin Yüzdesi)	1.10	0.05	0.80	0	2.66	1.00	0.48	0	1.80	0.51	1.32	0.18	3.31	1.64
Çiftlik İpotekleri (Toplam Kredilerin Yüzdesi)	4.75	1.56	5.77	2.69	0.56	0.08	4.93	2.44	0.35	0.07	8.27	4.73	1.06	0.15
Ticari İpotekler (Toplam Kredilerin Yüzdesi)	12.24	9.29	10.49	7.62	15.49	13.36	6.64	5.27	9.42	8.38	17.61	14.46	23.93	23.22
Tüketici Kredileri (Toplam Kredilerin Yüzdesi)	19.51	16.65	20.38	17.31	16.55	14.40	28.05	25.85	24.09	24.20	11.12	8.56	9.98	4.73
Toplam Mevduat (Toplam Varlıkların Yüzdesi)	86.91	88.68	87.77	89.08	78.5	80.87	89.33	90.2	82.44	83.79	84.07	85.53	73.83	76.64
Net Gelir (Toplam Varlıkların Yüzdesi)	0.60	0.59	0.59	0.60	0.59	0.54	0.79	0.78	0.49	0.44	0.58	0.53	0.78	0.66
Toplam Özsermaye (Toplam Varlıkların Yüzdesi)	9.39	8.60	9.71	8.86	7.89	7.27	8.95	8.28	6.51	6.32	11.34	10.19	10.13	9.04
Kredi Portföyünün Menkul Kıymetleştirilebilirliği (%, Sit)	12.09	8.45	11.01	7.15	14.48	12.53	1.79	1.50	1.70	1.28	24.03	23.36	25.45	24.44
Gözlem Sayısı	1461539		1096155		73076		234225		9889		135042		16150	

Kaynak: Elena Loutskina, "The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management", **Journal of Financial Economics**, C. 100, S. 3, Elsevier, Haziran 2011, s. 670.

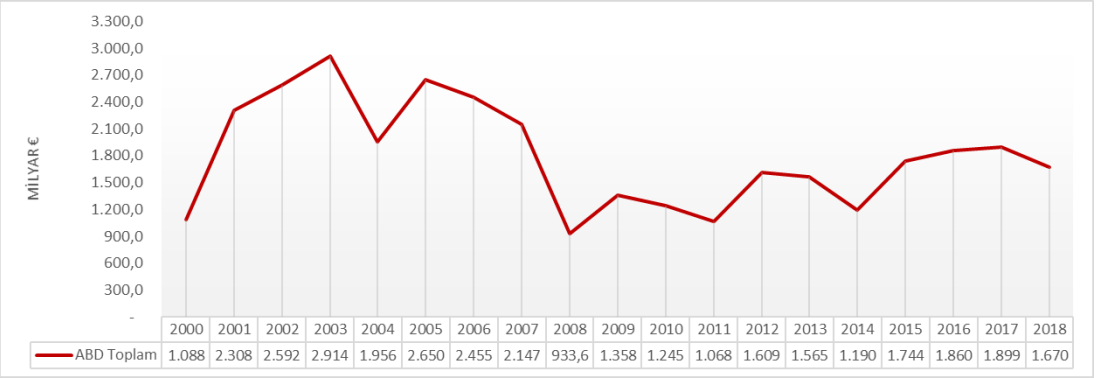
Tablo 3.1' de, örneklemdeki küçük ve büyük bankalara ait bilanço kalemlerinin zaman içinde değişimi gösterilmektedir. 1976-2007 döneminde, küçük bankaların

toplam varlıkların ortalama %34,6' sını, büyük bankaların ise %25,6' sını likit varlıklar oluşturmaktadır. Bu durum, küçük bankaların fon sağlama konusunda kısıtlı olması ve dolayısıyla fon maliyeti şoklarına karşı korunmak amacıyla daha büyük bir likidite tamponuna ihtiyaç duymaları ile tutarlı olmaktadır. Küçük bankaların, %55,4 oranı ile daha az krediye sahip oldukları görülmektedir. Büyük bankaların, %14,4 oranı ile daha fazla menkul kıymetleştirilebilir kredi ve %61,7 oranı ile daha fazla krediye sahip olduğu gözlenmektedir. Küçük bankalar, toplam varlıkların %87,7' si mevduat ve %9,7' si özkaynak ile finanse edilirken, büyük bankalar, %78,5' i mevduat ve %7,9' u özkaynak yani daha az oranda finanse edildiği görülmektedir. Tabloda, her iki banka tipinin 2001-2007 dönemindeki menkul kıymetleştirilebilir kredi oranındaki artış dikkat çekicidir.[141]

Bununla birlikte Loutskina, menkul kıymetleştirmenin, bankalara, artan fonlama maliyetlerinin etkisini azaltabilecek bir fonlama ve likidite kaynağı sağladığını ve buna bağlı olarak bir bankanın menkul kıymetleştirme yeteneklerine bağlı olarak para otoritesinin kredi arzındaki politika etkisini potansiyel olarak kısmen telafi edebileceğine dair kanıtlar sunmaktadır. Menkul kıymetleştirme, para otoritesinin açık piyasa işlemleri yoluyla banka kredilerini etkileme yeteneğini zayıflatarak politika şoklarının etkisini hafifletmektedir. Aynı zamanda, likidite ihtiyacının sermaye piyasasından karşılanması durumunda, menkul kıymetleştirme, krediler piyasası bozulduğunda bankaları çeşitli ekonomik şoklara – 2007 yılı mali krizi gibi – karşı daha savunmasız kılmaktadır. [142]

[141] **A.e**., s. 669.
[142] **A.e**., s. 664-667, 682.

Grafik 3.4: ABD Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, (2000-2018)



Kaynak: AFME/ESF**, Securitization Data Report Q4 2010**, 03 March 2011, s. 3, https://www.sifma.org/resources/research/afme-esf-securitisation-data-report-2010-q4/, (11.01.2020) ve AFME, **Securitization Data Report Q2 2019**, 23 Sep. 2019, s. 6, https://www.afme.eu/reports/data/details/AFME-Q2-2019-Securitisation-Data-Report, (11.01.2020) istatistiksel verilerden oluşturulmuştur.

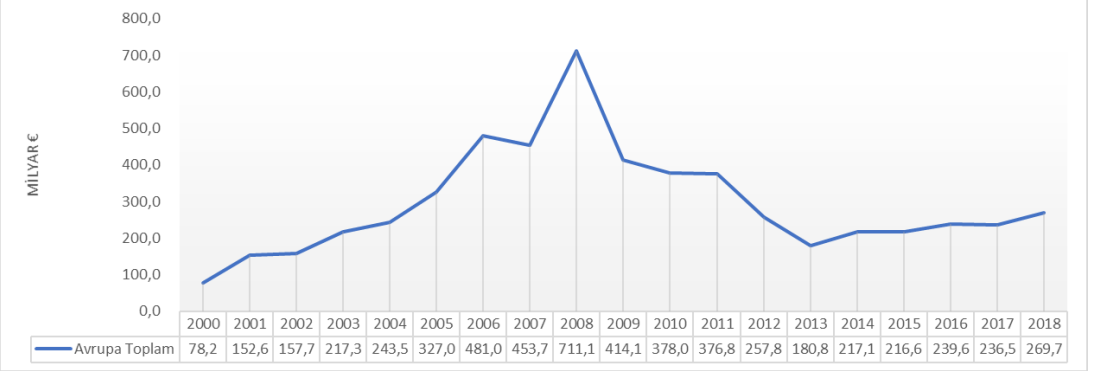
Grafik 3.4' de, 2000-2018 döneminde, ABD' de ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracının Euro cinsinden gelişimini göstermektedir. 2000-2001 yıllarında hızlı yükseliş trendine giren menkulleştirme işlemlerinin, 2007 yılında başlayan kriz ile birlikte, ipotek piyasalarının bozulmasıyla düştüğü görülmektedir.

Euro bölgesinde menkul kıymetleştirme pazarının gelişimi, 1990' ların sonunda başladı. Bu gelişim sürecinde, özel bir devlet kurumu etkisi olmadan, kredi riskine yatırım yapabilen kurumsal yatırımcılardan gelen talep artışı; teknolojik ve finansal yenilik; para birliğiyle birlikte, euronun tanıtımı etkili olmuştur. Bununla birlikte birçok Avrupa ülkesi, menkul kıymetleştirmenin gelişimi önündeki engelleri kaldırmak için özel yasalar düzenlemiştir. Grafik 3.5' de görüldüğü gibi 2002-2004 yıllarından itibaren güçlü bir şekilde hızlanmıştır. 2006 yılında VDMK ihracının yıllık net akışı, finansal olmayan şirketlere verilen toplam banka kredilerinin yaklaşık beşte birini oluşturmaktadır.[143] 2007 yılındaki krizin sonrasında, sıkılaşan kredi piyasaları, azalan risk iştahı ve likiditeyle karakterize edilen 2008 yılının son çeyreğinde, sıfır veya negatif GSYİH büyümesiyle birlikte, Eurostat'a göre Euro bölgesi resmen resesyona

[143] Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, **a.g.e**., s. 10.

girdi. Bu dönemde, mortgage finans piyasalarının işlevini iyileştirmeye yönelik makro ihtiyati önlemlerin alınmasına[144] rağmen düşüş trendine girdiği görülmektedir.

Grafik 3.5: Avrupa Ülkeleri Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, (2000-2018)



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Avrupa Toplam	78,2	152,6	157,7	217,3	243,5	327,0	481,0	453,7	711,1	414,1	378,0	376,8	257,8	180,8	217,1	216,6	239,6	236,5	269,7

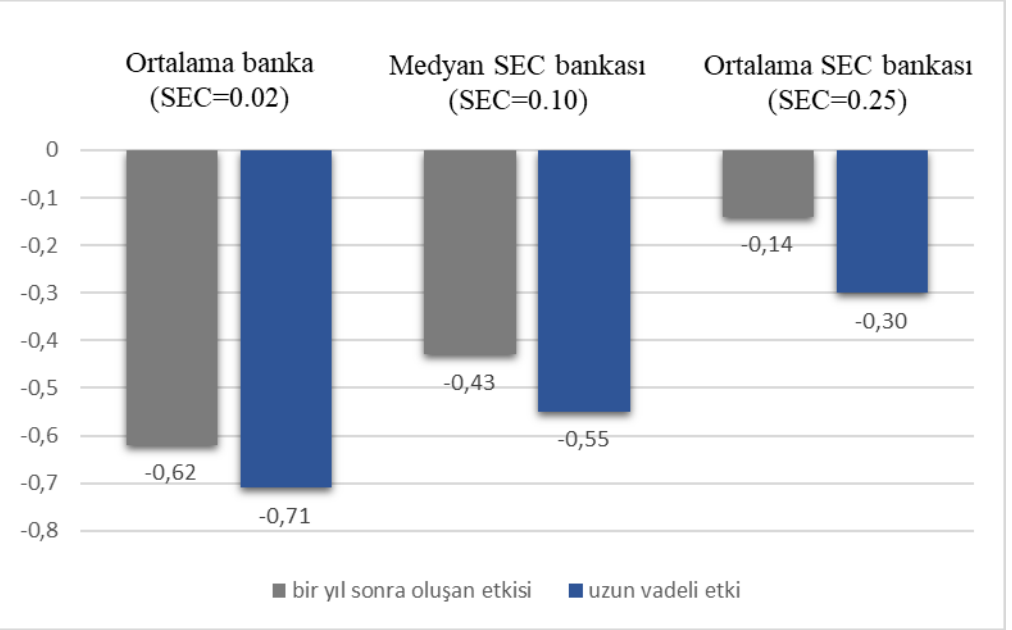
Kaynak: AFME/ESF**, Securitization Data Report Q4 2010**, 03 March 2011, s. 3, https://www.sifma.org/resources/research/afme-esf-securitisation-data-report-2010-q4/, (11.01.2020) ve AFME, **Securitization Data Report Q2 2019**, 23 Sep. 2019, s. 6, https://www.afme.eu/reports/data/details/AFME-Q2-2019-Securitisation-Data-Report, (11.01.2020) istatistiksel verilerden oluşturulmuştur.

Altunbaş vd., menkul kıymetleştirmenin banka kredilendirme dinamiklerini değişikliğini, yeni kredi sağlama kapasitelerini güçlendirdiğini ve dolayısıyla banka kredilerinin arzını artırma ihtimalinin yüksek olduğunu vurgulamaktadır. Euro bölgesinde 1999-2005 dönemini kapsayan analizinde, menkul kıymetleştirme faaliyeti ve banka kredileri arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Bu analizde, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranında %1'lik bir artış yapması durumunda, menkul kıymetleştirme faaliyetine göre üç farklı bankanın kredi arzına ilişkin karşılaştırmasını gösterilmektedir. Bu bankalar; varlıklarının %2' sini menkulleştiren ortalama banka, varlıklarının %10' nu menkulleştiren medyan SEC* bankası ve varlıklarının %25' ni menkulleştirerek ihraç eden ortalama SEC bankası şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bir para politikası şokuna, banka kredilerinin beklenen tepkisi, kredi büyümesinde bir düşüş olmasıdır. Grafik 3.6' da görüldüğü gibi politika faizinde %1 oranındaki bir artışın, ortalama banka kredilerinde kısa vadede ortalama %0,6 ve

[144] SIFMA, **ESF Securitisation Data Report**, Q4:2008, 2018, s. 2, https://www.sifma.org/resources/research/afme-esf-securitisation-data-report-2008-q4/, (11.01.2020).

uzun vadede %0,7' lik bir düşüşe; medyan SEC banka kredilerinde ise kısa vadede ortalama %0,4 ve uzun vadede %0,5' lik bir düşüşe neden olduğunu göstermektedir. Para politikası değişikliklerinin kredi arzı üzerinde uzun vadeli etkisine göre; medyan SEC bankası için tam olarak yalıtımın olmadığı ancak, varlıklarının ¼' ni menkulleştiren ortalama SEC bankasının kredilerindeki %0,3 oranındaki düşüş nedeniyle yalıtılmış hale geldiği görülmektedir.[145]

Grafik 3.6: Politika Faizi Oranındaki Yüzde Bir Artışın Menkulleştirme Yapan Bankaların Kredileri Üzerindeki Etkisi (yüzde puan)



Kaynak: Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, "Securitisation and The Bank Lending Channel", **European Central Bank Working Paper**, WP No. 838, 2007, s. 32.

Yazarlara göre menkul kıymetleştirme gibi kredi riski transfer araçlarındaki ilerlemeler, kredi piyasalarını daha fazla genişleterek para politikasının banka borç verme kanalının etkinliğini azaltmaktadır. Menkul kıymetleştirme faaliyetinden daha fazla yararlanan bankaların politika değişikliklerinin etkilerinden daha fazla korunmakta, daha fazla kredi vermekte ve ekonomi iyi durumda olduğunda bu etki

[145] Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, **a.g.e.**, s. 16, 19, 20, 21.

*'SEC' terimi, menkul kıymetleştirme faaliyeti göstergesidir ve $SEC = \frac{SL_{i,t}}{TA_{i,t-1}}$ formülüne göre hesaplanmaktadır. SL, t yılında menkul kıymetleştirilen borçlanmanın/kredilerin akışını; TA_{t-1} ise, önceki yılın sonunda toplam varlıkları temsil etmektedir. Bkz. s. 16.

daha güçlü olmaktadır. Banka kredi kanalı literatürüne göre sıkı para politikası sonrası banka kredilerinin tepkisi, likit bankalar açısından, mevduattaki düşüşün etkilerini hafiflettiği için daha az şiddetli olması gerekmektedir. Ancak, daha az likit olan bir bankanın, varlık menkul kıymetleştirme kapasitesinin yüksek olması durumunda daha fazla likit bankaya göre daha yalıtımlı olabilmektedir. Banka likiditesi göstergesi yeterince bilgilendirici olmamaktadır.[146]

Son birkaç yılda yapılan ampirik çalışmalar, faiz oranları arttıkça, finansal sistemdeki akışların, menkul kıymetleştirme faaliyeti yoluyla bankalardan banka dışı sektöre geçtiğini göstermektedir. Finansal aktivitenin, riskli varlıklara dayalı menkul kıymetleri ve aracılığı daha iyi düzenlenmiş bankalardan daha az düzenlenmiş yapılara kayması sonucu yüksek faiz oranları sistemik risk üzerinde belirsiz bir etkiye sahiptir. Bu durumda, yüksek faiz oranları, toplam kredinin daha az büyümesine etki edebilmekte ancak sistemik riski azaltmaktan ziyade artmasına neden olabilir – potansiyel olarak daha riskli bir aracılığı artırabilmektedir.[147]

Kredi menkul kıymetleştirmesi, finansal entegrasyonu ve yatırımın çeşitlendirmesini teşvik etmektedir. Entegrasyon, sermayenin piyasalar arasında akışına izin vererek, parasal şokların yerel bankalar ve diğer borç verenler üzerindeki sonuçlarını hafifletmekte iken, çeşitlendirme ise risk paylaşımını ve risk yönetimini kolaylaştırabilmektedir.[148]

Menkul kıymetleştirmenin, bankaların sahip olduğu finansal varlık ve yükümlülüklerin oranını azaltması, merkez bankalarının değişken asgari zorunlu karşılıklara ilişkin politikanın uygulanmasını daha zor hale getirebilmektedir. Bunun yanında, varlık değerlerinin dalgalanmasında artışa neden olabilir, ancak bu etkiyi azaltabilmek için kredi iyileştirmeleri yapılabilmektedir.[149]

[146] Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, **a.g.e**., s. 13, 20, 24.
[147] Andrea Pescatori ve Juan Solé, "Credit, Securitization and Monetary Policy: Watch Out for Unintended Consequences", **IMF Working Papers**, WP/16/76, 2016, s. 4, 14.
[148] Elena Loutskina ve Philip E. Strahan, **a.g.e**., s. 887.
[149] BIS, "Asset Transfers and Securitization", s. 7.

3.3.2.2.2. Menkul Kıymetleştirmenin Risk Alma Kanalı Yolu ile Etkisi

Kuttner' ın iş döngüsü boyunca, varlığa dayalı menkul kıymet ve banka kredilerinin göreceli büyümesini karşılaştırdığı çalışmasına göre eğer para politikasına tepki olarak bankalar, kredi arzını korumak için menkul kıymetleştirme yapıyorsa, para politikasına cevaben varlığa dayalı menkul kıymet hacminin, ters yönde hareket etmesi gerekmektedir.[150] Kredi türevlerinin ortaya çıkması, bankaların kredi risk yönetimini iyileştirme imkanı tanımaktadır. Kredilerin bu yenilikler ile menkul kıymetleştirilmesiyle, kredi riskinin metalaştırılabilmesi ve böylelikle bankaların bilançolarından bu varlıkların ayrıştırılması sağlanabilmektedir. Riskli varlıklar, risk pozisyonlarını çeşitlendirmek veya gelir elde etmek için kredi riski almak isteyen yatırımcılar ve diğer ekonomik acentalara aktarılabilmektedir. Bankalar, kredi riski transferiyle, yasal sermaye yeterliliği üzerinde indirim ve daha iyi bir sermaye dengesi elde edebilmekte ve bu durum, kredi arzı üzerinde pozitif bir net etkiye izin vermektedir. Kredi riski yönetimini iyileşmesinin banka borç verme kanalı için de bazı sonuçları bulunmaktadır.[151]

Menkul kıymetleştirme, bankaların risk portföylerini hem coğrafi hem de sektör bazında daha etkin bir şekilde çeşitlendirmesine imkan verdiği gibi rekabetçi piyasalarda risk alma davranışını ve banka riskini artırmaktadır.[152] Menkul kıymetleştirmenin, sonuçta daha fazla sistemik kırılganlığa neden olabilmektedir. Bununla birlikte aşırı risk almayı teşvik eden genişletici para politikasını kolaylaştırabilmektedir.[153]

---

[150] Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, **a.g.e**., s. 14.

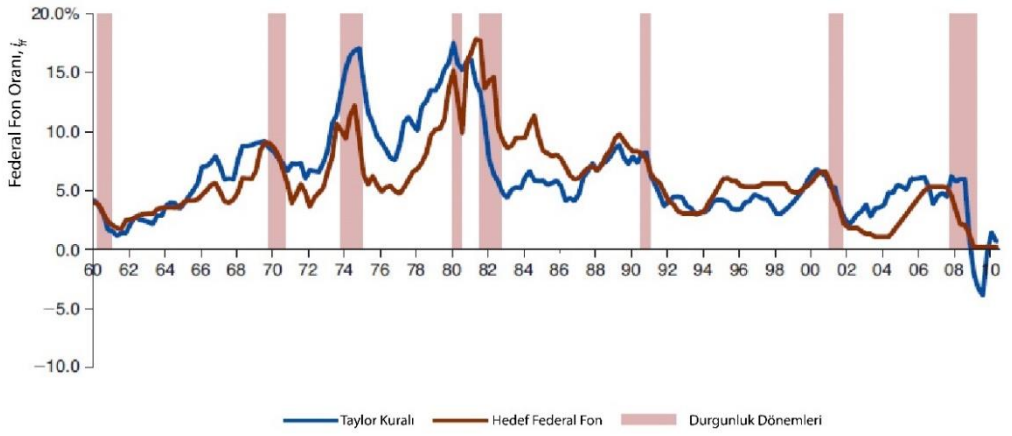
[151] Georges Dionne ve Tarek M. Harchaoui, "Bank Capital, Securitization and Credit Risk: an Empirical Evidence", **Insurance and Risk Management**, C. 75, S. 4, 2008, s. 464, 465, 482.
Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, **a.g.e**., s. 13-15.

[152] Yener Altunbaş, David Marques-Ibanez ve Michiel van Leuvensteijn, "Competition and Bank Risk: The Effect Of Securitization and Bank Capital", **ECB Working Paper**, No. 1678, Frankfurt, 2014, s. 3, 4, 8.

[153] Angela Maddaloni ve José-Luis Peydró, "Bank Risk-taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. Lending Standards", **The Review of Financial Studies**, C. 24, No. 6, The Academic Analysis of the 2008 Financial Crisis, 2011, s. 2150, 2151.

Düşük kısa vadeli oranların – özellikle uzun vadeli düşük para politikası oranların – son mali ve ekonomik krizin kilit bir belirleyicisi olduğu kabul edilmektedir. Bazı iktisatçılar, ABD' deki düşük federal fon oranının düşük ipotek faiz oranlarına katkıda bulunduğunu ve böylece konut fiyatlarında artışa neden olduğunu belirtmektedir.[154]

Grafik 3.7: ABD Taylor Kuralı Fon Oranı ve Fiili Federal Fon Hedef Oranı (1960-2010)



Kaynak: R. Glenn Hubbard ve Anthony Patrıck O'brien, **Money, Banking, and the Financial System**, Boston, Pearson Education, publishing as Prentice Hall, 2012, s. 466.

Grafik 3.7' de görüldüğü gibi mavi çizgi, Taylor kuralına göre belirlenen federal fon oranı seviyesini; kırmızı çizgi, hedef federal fon oranını (reel federal fonlar hedefi); Gölgeli alanlar durgunluk dönemlerini göstermektedir. Grafik, uygulanan rezerv politikasının bazı dönemlerinde, Fed'in hedef federal fon oranının Taylor Kuralının öngördüğü orandan farklılaştığını göstermektedir.

Küresel finans krizi, düşük faiz oranlarının sürekli olarak daha yüksek risk almayı teşvik etmesi ve sistemik riski üzerine etkisi konusundaki tartışmanın yeniden

[154] R. Glenn Hubbard ve Anthony Patrıck O'brien, **Money, Banking, and the Financial System**, Boston, Pearson Education, publishing as Prentice Hall, 2012, s. 465, 466.
John B. Taylor, "'Housing and Monetary Policy", **Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, Jackson Hole Economic Policy Symposium**, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, s. 464, 465, 468.

başlamasına,[155] araştırmacıların ve politika yapıcıların para politikası ile banka risk alma arasındaki bağlantıya odaklanmasına neden olmuştur. 2002 yılında başlayan düşük para politikası faizleri ve artan varlık fiyatlarıyla birlikte, finansal yenilikler risk alma kanalının etkinliğini artırabilcek üç koşul olarak nitelendirilmektedir. Kriz öncesi düşük kısa vadeli faiz oranları ve likiditedeki artış, bankaların risk algılarını ve riske karşı pozisyonlarını en az iki yoldan etkileyebilmektedir: İlki, değerlemeler, gelirler ve nakit akışları yani finansal durumlarını gösteren bilançosu üzerindeki etkileri yoluyla gerçekleşmekte ve bu durum, bankaların riski ölçme şeklini değiştirebilmektedir. İkincisi, özellikle minumum garantili nominal getiri hedefleri uygulandığında, bankaları ve yatırımcıları daha yoğun bir getiri arayışı yoluyla etkileyebilmekte ve daha fazla risk almaya teşvik edebilmektedir. Bunun yanında, bir finansal gerileme sürecinde, varlık fiyatlarının düşmesiyle birlikte piyasa katılımcıları tarafından para politikasının gevşeyeceğini algılarsa, bu iki yol güçlenebilmektedir.[156]

Kriz döneminde bir bankanın riskli olma olasılığı, kriz öncesinde gelişen, ekonominin sağlığı, varlık fiyatlarının gelişimi, faiz oranlarının seviyesi ve getiri eğrisinin yapısı gibi makro faktörler yanında; büyüklük, likidite, kapitalizasyon, menkul kıymetleştirme araçlarının kullanımı, kredi verme faaliyeti gibi bankaya özgü özellikleri birlikte değerlendirilmektedir.[157] Altunbaş vd. göre banka kredilendirme kanalı literatüründe bankaların ek krediler sağlama yetenek ve istekliliğini değerlendirmek için kullanılan banka büyüklüğü, likiditesi ve kapitalizasyonu gibi standart banka bilançosu göstergelerinin bilgi içeriği, – kredi türevlerinin kullanımı, menkul kıymetleştirme faaliyetindeki artış ve kurumsal yatırımcıların yeni rolü dahil vb. – finansal yenilik ve kredi riskini transfer etmenin yeni yollarının daha geniş kullanımı nedeniyle azalabilmektedir. Bu nedenle para politikasının banka kredilendirme kanalının işleyişini analiz ederken söz konusu bankaya özgü özelliklerle birlikte banka risk koşullarının da dikkatlice değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Diğer bir deyişle, bilançodaki varlıklar menkul kıymetleştirdiklerinden bilanço göstergeleri küçülmekte bu nedenle büyüklük değişkenleri, bankaların kredi

[155] Andrea Pescatori ve Juan Solé, **a.g.e**., s. 3.
[156] Yener Altunbaş, L. Gambacorta ve D. Marqués-Ibanez, "Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?", **ECB Working Paper**, No. 1166, 2010, s. 5, 8, 28, 29.
[157] **A.e**, s. 26.

verme kabiliyetinin daha az göstergesi haline gelmektedir. Likidite elde etme kabiliyetinin, bankaların bilançolarının varlık tarafında belirli miktarlarda risksiz menkul kıymet bulundurma ihtiyaçlarını da azaltmasına imkan tanıdığından standart likidite oranlarının önemini kaybetmektedir. Bununla birlikte muhasebe uygulamalardaki gelişmeler sermaye-varlık oranının bilgilendirici gücünü zayıflatabilmektedir.[158] Hänsel ve Krahnen, menkul kıymetleştirilmenin bankaların öz sermaye riski üzerindeki etkisi bağlamında, borçların menkul kıymetleştirilmesinin bankaları, risklerini finansal performanslarıyla ters orantılı olarak değiştirmeye teşvik ettiğine dair kanıt sunmaktadır. Finansal olarak zayıf firmalar sistematik risklerini güçlü firmalardan daha fazla artırırlar. Genel olarak, kredi menkul kıymetleştirmesi bankaların risk almaya yönelik teşviklerini değiştirmektedir.[159] 2007-2008 kredi krizi, bankaların sermayeye erişim veya yeni fon yaratma için piyasanın risk algısının çok önemli olduğunu açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Risk faktörlerinin kötüleşmesi ve daha önce satılan varlıkların yeniden aracılık süreci, daha yüksek banka sermaye gereksinimi sebebiyle bilançoları olumsuz etkilemiştir.[160]

Para politikasının bankaların risk alımıyla gerçek zamanlı ilişkilendirilmesinin ve bankaların ne kadar risk aldığının belirlenmesinin zor olduğu varsayılmakta bu sebeple, risk ölçümünün, bir kriz gerçekleştiğinde ölçülebileceği ifade edilmektedir. Bu nedenle araştırmacılar, kriz sırasında gerçekleşen banka riskinin, kriz öncesi seçilen bazı bankalara ait özellikler ile ilişkili olduğunu gösteren analizler sunmaktadır. Para politikası ve banka riski arasındaki bağlantıya yönelik, AB ve ABD' de faaliyet gösteren seçilmiş bankaların geniş çaplı bir veritabanını kullanılarak yapılan analizde, krizden önce iyi sermaye oranına ve yüksek likiditeye sahip olan bankaların 2007-2009 dönemi mali krizi sırasında ödeme güçlerinde daha düşük başarısızlığa uğradığı gözlenmektedir.[161]

---

[158] Yener Altunbas Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, "Bank Risk and Monetary Policy", **Journal of Financial Stability**, C. 6, S. 3, Elsevier, 2010, s. 121, 122.
[159] Dennis N. Hänsel ve Jan Pieter Krahnen, "Does Credit Securitization Reduce Bank Risk? Evidence from the European CDO Market", **Goethe Universität**, Frankfurt, 2007, s. 2, 3, 21, 22.
[160] Yener Altunbas, Leonardo Gambacorta ve David Marques-Ibanez, "Bank Risk and Monetary Policy", s. 122, 128.
[161] Yener Altunbas, Leonardo Gambacorta ve David Marques-Ibanez, "Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk?", **European Central Bank Working Paper,** No. 1427, 2012, s. 2-4, 6.

Tablo 3.2: Avrupa ve ABD Bankaları Bilanço Özellikleri ve Banka Risk Profili, (1998-2008)

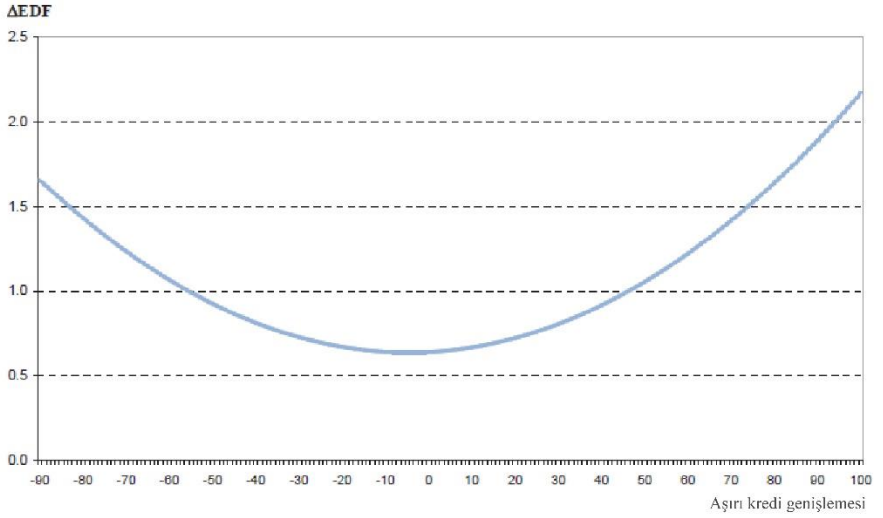
Banka riskine göre dağılım (EDF'den bir yıl sonra)	**Büyüklük**	**Likidite**	**Sermaye miktarı**	**Kredi verme**
	(ABD doları milyon)	(toplam varlıkların yüzdesi)	(toplam varlıkların yüzdesi)	(Yıllık büyüme oranı)
Yüksek riskli bankalar (EDF =% 2,02) (a)	20,405	21,3%	8,9%	13,5
Düşük riskli bankalar (EDF =% 0,09) (b)	94,746	26,0%	10,9%	11,3
Δ=(a)-(b)	-74,341	-4,7%	-2,0%	2,2

Kaynak: Yener Altunbaş, L. Gambacorta ve D. Marqués-Ibanez, "Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?", **ECB Working Paper**, No. 1166, 2010, s. 32.

1998-2008 yılları arasında, ABD ve AB' de toplam 16 ülkeden listelenen bankaların (bu ülkelerdeki bankalar tarafından sağlanan toplam kredilerin yaklaşık üçte ikisini temsil etmektedir) üç aylık bilanço verilerinin kullanıldığı analize göre Tablo 3.2' de, yüksek riskli bir bankanın, %2,02 EDF oranına; düşük riskli bir bankanın, %0,09 EDF' ye sahip olduğu görülmektedir. Yüksek riskli bankaların, daha az likit, daha az kapitalize olan, daha küçük banka olduğunu göstermektedir. Altunbaş vd., kriz öncesi ve dönemine yönelik analizinde, yoğun menkul kıymetleştirme işlemi yapan bankaların kriz sırasında daha yüksek oranda temerrüt olasılıkları yaşayıp yaşamadıklarını değerlendirmek amacıyla, bir bankanın riskli olma olasılığının modellenmesinde spesifikasyona, bankaya özgü menkul kıymetleştirme faaliyeti oranı dahil etmektedir. Araştırmanın sonucuna göre bu etki çok önemli olmasa da kriz döneminde temerrüt olasılıklarını artırdıklarını göstermekte ve 2007 yazından sonra temerrüt olasılıklarında en yüksek artışı yaşayan finansal aracılar riskli olarak değerlendirilmektedir. Banka denetiminin ülkelere göre farklılığını yansıtmak amacıyla, bankaların menkul kıymet, sigorta ve gayrimenkul faaliyetlerine katılımını gösteren değişken olarak analize dahil edilen düzenleme endeksi; bankaların,

geleneksel olmayan bankacılık faaliyetlerine katılmalarına izin verilen ülkelerde daha fazla risk aldıklarını desteklemektedir.[162]

Grafik 3.8: Kredi Büyümesi ve Banka Riskine Göre Dağılım Arasındaki İlişki



Kaynak: Yener Altunbaş, L. Gambacorta ve D. Marqués-Ibanez, "Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?", **ECB Working Paper**, No. 1166, 2010, s. 39.

Grafik 3.8, kredi büyümesinin ortalama değerden sapması ile banka riskine göre dağılımı gösteren EDF arasındaki U-biçimli bir ilişkiye bağlı olarak; ölçek ekonomilerine ulaşmayan büyüme oranı çok düşük olan bankalar ile yüksek büyüme oranına sahip bankalar, ortalamanın oldukça üzerinde riskli olduğu görülmektedir. Yüksek büyüme oranına sahip bankalar, agresif bir fiyat politikası uygulayan veya pazarın riskli bir bölümünü oluşturabilmektedir.[163]

Avrupa bölgesindeki bankaları kapsayan, banka riski yoluyla faaliyet gösteren bir banka kredisi kanalının farklı bir analizinde, daha düşük beklenen temerrüt sıklığı ile karakterize edilen bankaların daha büyük miktarda kredi sunabildiğini ve kredi arzlarını para politikası değişikliklerinden kendilerini daha iyi koruyabildiğine dair kanıtlar gösterilmektedir. Diğer bir deyişle, banka riski, bankaların kredi arzını belirlemede etkili olmakta ve banka kredilendirme kanalı hipotezi ile tutarlı olarak,

[162] Yener Altunbaş, L. Gambacorta ve D. Marqués-Ibanez, "Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?", s. 10, 13, 14, 25, 26, 27, 29.
[163] **A.e.**, s. 21.

düşük riskli bankalar, ek fon yaratmak için piyasalara daha kolay erişimi sayesinde, kredilerini politika şoklardan daha iyi koruyabilmektedir. Oluşturdukları yeni kredileri, finansal piyasalara satmaları, bankalara ek likidite elde etme ve sermaye gereksinimi kısıtlamalarını gevşetme imkanı vermektedir. Analize ilave edilen diğer bir değişken ise kredi riski ölçümü yani, kredilerin yüzdesel olarak kredi zararı karşılıklarıdır. Kredi zarar karşılığının yüksek olması, banka sermayesini azaltmakta ve kredi arzı üzerinde olumsuz sonuçlara neden olmaktadır. Düşük riskli bankaların kredi arzının, ekonomik faaliyetin yavaşlamasından daha az etkilendiği ve bu durumun, muhtemelen borçlularının mali zorluklarını çözme ve borç verme ilişkilerini koruma yeteneklerinden kaynaklandığı ifade edilmektedir.[164]

Tablo 3.3: Avrupa Bankaları Bilanço Özellikleri ve Banka Risk Profili, (1999-2005)

Banka riskine göre dağılım (tahmini EDF)	**Büyüklük**	**Likidite**	**Sermaye miktarı**	**Kredi verme**
	(Euro milyon)	(toplam varlıkların yüzdesi)	(toplam varlıkların oranı)	(Ortalama yıllık büyüme oranı)
Yüksek riskli bankalar (EDF =% 1,13) (a)	6,310	32,7%	5,9%	2,0
Düşük riskli bankalar (EDF =% 0,38) (b)	8,224	25,4%	11,4%	10,2
Δ=(a)-(b)	-1,914	7,3%	-5,5%	-8,2

Kaynak: Yener Altunbas Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, "Bank Risk and Monetary Policy", **Journal of Financial Stability**, C. 6, S. 3, Elsevier, 2010, s. 125.

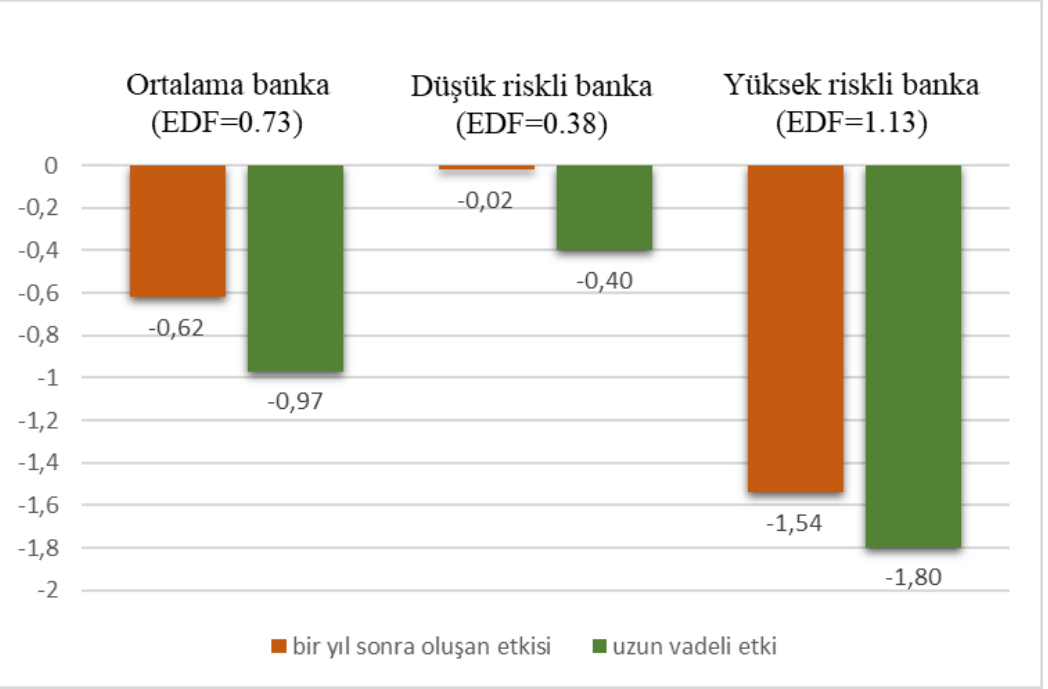
1999-2005 yılları arasında, Avrupa bölgesindeki 2948 bankanın (Avrupa bölgesideki ödenmemiş banka kredilerinin yaklaşık dörtte üçünü oluşturmaktadır) bilanço kalemleri ve varlığa dayalı menkul kıymetlerine ait veri setinin kullanılarak menkul kıymetleştirme ile banka kredisi kanalı arasındaki bağlantı analiz edilmektedir.

[164] Yıllık beklenen temerrüt sıklığı (EDF), menkul kıymetleştirme ile satılan krediler, kredi türevleri veya sentetik teminatlı borç yükümlülüklerinin (CDO' lar) kullanılmasından kaynaklı, piyasaların kredi riski transferinin banka riski üzerindeki etkilerinin algısına dair daha doğrudan bir değerlendirmeye izin veren ileriye dönük bir göstergedir ve riskli fonları ihraç etme kapasitesi dahil olmak üzere piyasa disiplinini yansıtmaktadır. Bu sebeple, EDF' nin kullanımıyla, banka riskinin kredi arzı üzerindeki etkilerinin derinlemesine bir analizi amaçlanmaktadır. Kredi riski ölçümü ve EDF değişkenleri, bankaya özgü özellik olan risk pozisyonunu göstermektedir.

Yener Altunbas, Leonardo Gambacorta ve David Marques-Ibanez, "Bank Risk and Monetary Policy", s. 122, 123, 125, 126, 128.

Tablo 3.3' de, yüksek riskli bir bankanın, %1,13 EDF oranına; düşük riskli bir bankanın, ortalama %0,38 EDF' ye sahip olduğu görülmektedir. Yüksek riskli bankaların, daha fazla likiditeye sahip ve daha az kapitalize edilen, daha küçük banka olduğunu göstermektedir. Bu özelliklere sahip küçük bankaların, piyasa tarafından yüksek riskli banka olarak algılanması ve finansal piyasada sınırlı dış finansman sağlayabilmeleri nedeniyle daha büyük bir menkul kıymet stokuna ihtiyaç duymaları konusundaki argümanı desteklemektedir. Yüksek riskli bankalar, düşük riskli bankalara kıyasla daha az kredi vermektedir.[165]

Grafik 3.9: Politika Faizi Oranındaki Yüzde Bir Artışın Yüksek ve Düşük Riskli Bankalara Ait Kredileri Üzerindeki Etkisi (yüzde puan)



Kaynak: Yener Altunbas Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez, "Bank Risk and Monetary Policy", **Journal of Financial Stability**, C. 6, S. 3, Elsevier, 2010, s. 126.

Grafik 3.9' da görüldüğü gibi politika faizinde %1 oranındaki bir artışın, ortalama banka kredilerinde kısa vadede ortalama %0,6 ve uzun vadede %1,0' lık bir düşüşe; düşük riskli banka kredilerinde ise kısa vadede ortalama %0,02 ve uzun vadede %0,4' lük bir düşüşe neden olduğunu göstermektedir. Para politikası değişikliklerinin kredi

[165] **A.e.**, s. 122, 124.

arzı üzerinde uzun vadeli etkisine göre; düşük riskli bankanın daha fazla yalıtılmış hale geldiği görülmektedir.

Düşük kısa vadeli faiz oranlarının firmalar ve haneler için borç verme standartlarını yumuşattığına dair sağlam bulgularla kanıtlanmaktadır. Özellikle ipotek için, yüksek menkul kıymetleştirme faaliyeti yanında, banka sermayesi için zayıf denetim ve uzun süre düşük para politikası oranları ile güçlenmektedir. Bununla birilikte, önemli bir sonuç, faiz oranlarının standartların yumuşaması üzerindeki etkisi, doğrudan ve menkul kıymetleştirme ve denetim standartlarıyla bağlantılı olarak düşük kısa vadeli faiz oranlarının düşük uzun vadeli faiz oranlarına göre daha etkili görünmektedir. Menkul kıymetleştirmenin artması, ipotek için daha yumuşak borç verme standartlarına yol açtığını göstermektedir. Düşük kısa vadeli oranların borç verme standartlarının yumuşatılması üzerindeki etkisi menkul kıymetleştirme faaliyeti ile güçlenmektedir.[166]

Tablo 3.4: ABD Kurum-dışı Ticari ve Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymet (CMBS ve RMBS) İhracı

Yıl	RMBS					RMBS Toplam	CMBS Toplam	TOPLAM USD Milyar
	Jumbo Prime	Nonprime/Subprime	Resecuritization	Scratch&Dent	Other			
1996	0,8	33,0	1,1	2,2	47,9	84,9	23,4	108,3
1997	1,7	53,0	4,2	3,2	75,9	138,0	41,1	179,1
1998	8,2	82,4	1,6	5,0	134,4	231,6	75,9	307,5
1999	24,7	71,8	1,9	3,7	79,7	181,7	56,7	238,4
2000	30,7	65,7	3,1	3,4	45,5	148,4	47,1	195,5
2001	105,1	112,1	3,8	4,0	46,9	272,0	67,4	339,5
2002	150,9	181,4	16,0	4,3	68,3	421,0	54,4	475,4
2003	213,2	293,4	12,3	13,9	131,9	664,6	83,5	748,1
2004	143,1	600,8	30,4	16,4	127,2	917,8	101,0	1.018,8
2005	155,5	888,8	41,2	20,2	153,4	1.259,1	175,8	1.434,9
2006	144,2	933,6	45,1	17,9	137,3	1.278,0	213,8	1.491,8
2007	140,4	510,7	38,1	14,0	85,0	788,2	240,9	1.029,1
2008	6,6	22,4	13,2	0,7	9,9	52,7	17,3	70,0
2009		0,6	64,1	0,3	7,5	72,5	11,0	83,5
2010	0,2	1,2	45,2	1,6	18,5	66,6	24,6	91,3

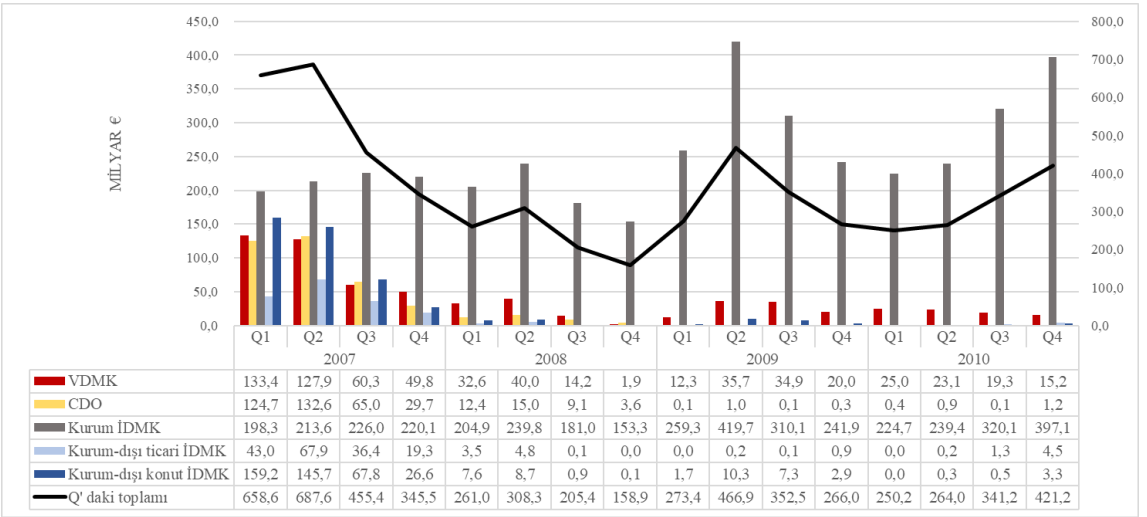
Kaynak: SIFMA, Statistics, "US MBS Issuance and Outstanding", 2019, https://www.sifma.org/resources/research/us-mbs-issuance-and-outstanding/, (05.01.2021) verilere göre düzenlenmiştir.

[166] Angela Maddaloni ve José-Luis Peydró, **a.g.e**., s. 2125, 2141- 2145.

Tablo 3.4' de, Ginnie Mae, Fannie Mae ve Freddie Mac kurumları dışında faaliyet gösteren özel aracıların, ticari ve konut ipoteğine dayalı menkul kıymet (CMBS ve RMBS) ihracı verilmektedir. Devlet kurumlarının ihracına uygun olmayan ipotekler içinde bulunan sub-prime ipoteklerinin artış trendinde olduğu bununla birlikte 2004 ve 2007 yılları arasında, jumbo prime ipoteklerine göre ortalama beş kat daha fazla menkulleştirildiği görülmektedir.

Bernanke, konut piyasasında bulunan, mülk sahibi bulunmasına izin veren en düşük ilk aylık ödemelerin kaynağının, kısa vadeli faiz oranlarının genel seviyesi olmadığını, ancak çeşitli ipotek türlerinin kullanımında artış görüldüğünü ve bununla birlikte taahhüt standartlarının reddedilmesinin de etkili olduğunu belirtmektedir. Bu sonuç, konut balonu oluşumuna en iyi yanıtın, parasal değil düzenleyici uygulamalar olması gerektiğini göstermekte ve borç verenlerin risk yönetimi ile ilgili sorunlara yönelik daha güçlü düzenleme ve denetim, konut balonunun sınırlandırılmasında faiz oranlarındaki genel bir artıştan daha etkili bir yaklaşım olduğu ifade edilmektedir.[167]

Grafik 3.10: ABD' da Teminat Bazında Menkul Kıymet İhracı (2007-2010)



	Q1 2007	Q2 2007	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
VDMK	133,4	127,9	60,3	49,8	32,6	40,0	14,2	1,9	12,3	35,7	34,9	20,0	25,0	23,1	19,3	15,2
CDO	124,7	132,6	65,0	29,7	12,4	15,0	9,1	3,6	0,1	1,0	0,1	0,3	0,4	0,9	0,1	1,2
Kurum İDMK	198,3	213,6	226,0	220,1	204,9	239,8	181,0	153,3	259,3	419,7	310,1	241,9	224,7	239,4	320,1	397,1
Kurum-dışı ticari İDMK	43,0	67,9	36,4	19,3	3,5	4,8	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,9	0,0	0,2	1,3	4,5
Kurum-dışı konut İDMK	159,2	145,7	67,8	26,6	7,6	8,7	0,9	0,1	1,7	10,3	7,3	2,9	0,0	0,3	0,5	3,3
Q' daki toplamı	658,6	687,6	455,4	345,5	261,0	308,3	205,4	158,9	273,4	466,9	352,5	266,0	250,2	264,0	341,2	421,2

Kaynak: SIFMA, **ESF Securitisation Data Report**, Q4:2008, 2018, s. 3, https://www.sifma.org/resources/research/afme-esf-securitisation-data-report-2008-q4/, (11.01.2020) ve AFME/ESF, **Securitization Data Report Q4 2010**, 03 March 2011, s. 3, https://www.sifma.org/resources/research/afme-esf-securitisation-data-report-2010-q4/, (11.01.2020) istatistiksel verilerden oluşturulmuştur.

[167] Ben S. Bernanke, "Monetary Policy and the Housing Bubble", s. 20, 21.

Grafik 3.10' de, 2007-2010 yıllarına ait ABD' de çeşitli türdeki teminatlara dayalı menkul kıymet ihraç rakamları yer almaktadır. Kurum/acenta İDMK, ticari ve konuta dayalı menkul kıymetleri; VDMK ise otomobil, kredi kartı, konut sermayesi, öğrenci kredisi, ekipman kiralamaları vd. dayalı menkul kıymetleri içermektedir. Grafiğin sol tarafında, çeyrek bazında ilgili teminata göre ihraç rakamı; sağ tarafında ise çeyrek bazında toplam menkul kıymet ihraç rakamları verilmektedir. Kriz öncesinde, kurum-dışı özel finansal aracıların gerçekleştirdiği tüm İDMK' ler, 2007 yılında 565,8 milyar Euro iken, 2008 yılında 25,8 milyar Euro' ya indiği görülmektedir. Uygun ipotekleri menkulleştiren Ginnie Mae ve devlet destekli kuruluşların gerçekleştirdiği ihraçlar ile birlikte, 2007 yılı dördüncü çeyrekten itibaren piyasaya hakim olduğu görülmektedir. Örneğin, 2009 yılı ikinci çeyrekte, kurum ihracının bir öncekine göre %62 artarak 419,7 milyar Euro ile ilgili çeyrekteki tüm ihraçların %90' nı kadar ihraç gerçekleştirdiği görülmektedir. İpotek piyasasında gelişmesi için devlet destekli kurumların kurulmasının önemli bir sebebi, diğer özel aracılara öncülük ederek ikincil ipotek piyasasının geliştirilmesiydi. Kriz sonrasında devlet destekli kurumların piyasaya hakim olması, özel sektör için bu piyasanın çöktüğünün bir göstergesi olarak kabul edilebilir.

Risk kanalıyla ilgili olarak özetle, ilk olarak düzenlemelere uymayan bankalar tarafından kredi verme kriterlerine uygun olmayan bireylere ipotek kredisi verildiği ikinci olarak, düşük kaliteye sahip bu ipoteklere dayalı menkul kıymet ihraç edilerek yatırımcılara satıldığı görülmektedir.

Son olarak kriz sonrası menkul kıymetleştirme sektöründeki yapısal değişikliklerle birlikte, para politikasının banka kredileri kanalı bugün sıkılaştırıcı para politikasında geçmişte olduğundan çok daha farklı işleyebilir. Kısmen bu, sistemde halihazırda bulunan ve yüksek federal fon oranlarının banka likidite ihtiyaçları ve borç verme kararları üzerindeki etkilerini azaltabilecek önemli miktarda fazla rezervlerden kaynaklanmaktadır. İkincisi, banka dışı kanallar yoluyla aracılık ikamesinin doğası, sistemik risk için belirsiz etkilerle birlikte, muhtemelen geçmişte olduğundan tamamen farklı olacaktır.[168]

[168] Andrea Pescatori ve Juan Solé, **a.g.e**., s. 14.

Menkul kıymetleştirmenin varlığında, merkez bankası tarafından banka kredilerinde önemli bir daralma elde etmek için daha büyük bir politika hamlesinin yapılması[169] ya da bankaların ikincil kredi piyasasına erişiminin kısıtlanması veya menkul kıymetleştirmeyi daha maliyetli hale getirebilecek düzenlemelerin getirilmesi yoluyla banka kredi arzının etkilenebileceği ifade edilmektedir.[170] Bankalar tarafından risk almanın, üretim artışı, yatırım ve kredi dahil olmak üzere daha uzun vadeli makroekonomik etkilerinden dolayı, merkez bankalarının para politikası eylemlerinin banka riski üzerindeki olası etkilerini dikkate almaları gerektiği öne sürülmektedir. Bununla birlikte bankacılık sektörünü denetleyen otoritenin, özellikle hızlı kredi büyümesi ve varlık fiyatı artışlarıyla birlikte, uzun süreli düşük faiz oranlarının olduğu dönemlerde ihtiyati tedbirleri yoğunlaştırarak finansal istikrara yönelik makro ihtiyati politikasını güçlendirmesi gerektiği ifade edilmektedir.[171]

[169] Arturo Estrella, **a.g.e**., 243.
[170] Elena Loutskina, **a.g.e**., s. 682.
[171] Yener Altunbaş, L. Gambacorta ve D. Marqués-Ibanez, "Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?", s. 29.
IMF, **a.g.e**., 67.
Angela Maddaloni ve José-Luis Peydró, **a.g.e**., s. 2151.

SONUÇ

Menkul kıymetleştirme uygulamaları tarihsel olarak çok eski zamanlara kadar uzansa da 1970' li yıllarda özellikle ABD ekonomisinde ikincil piyasaların gelişmesi ve finansal inovasyon doğrultusunda, hacminde önemli ölçüde artış olduğu görülmektedir. ABD uygulamasında, mevcut üç kurum, ipotek kredileri havuzunun standartlaştırılması, ipoteklerin satın alınması ve bunların menkul kıymet ihraç etmek suretiyle fonlanmasına aracılık etmektedir. Bankalar, kredileri doğrudan devlet destekli kuruluşlara ve özel yatırımcılara satabildiği gibi kendileri de kredilerini varlığa dayalı menkul kıymetlere dönüştürebilmektedir. Bu dönemden önce finansal piyasalarda bankalar, geleneksel bankacılık ürünleri açısından aracılık görevini üstlenirken, menkul kıymetleştirmenin finansal aracılığın değişen rolü dahilinde, fon akımının, geleneksel para piyasaları yerine sermaye piyasaları yoluyla menkul kıymet ihraç edilerek gerçekleştiği görülmektedir. Amerika ve bazı Avrupa ülkelerinin finansal sisteminin yapısına bağlı olarak menkul kıymetleştirme için uygun bir yasal yapı oluşturulması, kredi riskinin tanımlanması ve yönetilmesi varlığa dayalı menkul kıymet ihracının artması için gerekli unsurları oluşturmaktadır.

Menkul kıymetleştirme ihracı yoluyla ticari bankalar başta olmak üzere ticari şirketler ve belediyeler likidite ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Büyük şirketler daha fazla varlığa dayalı menkul kıymet ihraç ederek likidite sağlayabildiği gibi küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin de finansman ihtiyacını karşılamakta ve kredi tayınlamasına maruz kalınmasını azaltmaktadır. Bankaların ise mevduata daha az bağlı olarak kredi verme hacmini arttırmaktadır. Banka ve banka dışı kredi tahsis eden kuruluşlar açısından menkul kıymetleştirme; aktiflerin bilançodan kaldırılması, likit olmayan varlıkların/aktiflerin – nakit akışlarını bir araya getirilmesi suretiyle – ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında yatırımcılara satımı yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesi ve böylelikle likidite elde edilmesi ve kredi arzı için daha fazla sermayenin serbest kalması anlamına gelmektedir. Daha kolay işlem görebilmesi için yeni yaratılan finansal araçlar, temel teminatla ilişkili kredi riskinin çeşitlendirebilmesini ve likidite elde edilmesini kolaylaştırmakta ve böylece daha fazla yatırımcıyı çekebilmektedir. Sonuçta, borçluların daha düşük finansman maliyetlerine ulaşmasına imkan vermektedir.

Menkul kıymetleştirmenin ticari şirketlere, belediyelere ve bankalara başta likidite ve bunun yanında sağladığı diğer faydalarının yanında bazı olumsuz etkileri de bulunmaktadır. 2008 yılı küresel mali krizinde – literatürde spesifik olarak eşik-altı mortgage kredilerin sebep olduğu mortgage krizi – menkul kıymetleştirmenin rolü olduğu belirtilmekte bu sebeple, dikkatleri üzerine çektiği görülmektedir. Konuyla ilgili birçok çalışmada, ahlaki risk boyutu, ipoteklerin kalitesindeki denetim eksikliği, borç verme standartlarının gevşemesi ve uygun olmayan kredilerin menkul kıymetleştirilmesinin mortgage krizinin belirleyicileri arasında olduğu belirtilmektedir. Bununla birlikte kriz öncesi dönemde, yapılan bazı araştırmaların menkul kıymetleştirme hacmindeki yükselişe ve bankaların kredi arzındaki artışa dikkat çekmeye başladığı ve kriz sonrasında bu konu ile ilgili analizlerin kapsamı ve sayısının arttığı görülmektedir. Menkul kıymetleştirmenin para politikası ile olan etkileşiminin, araştırmacılar tarafından sorgulanmaya başlandığı ve parasal aktarım mekanizmasının bazı kanallarında etkileri olduğuna dair fikir oluştuğu görülmektedir.

Para politikası piyasadaki ekonomik koşullara bağlı olarak içsel olmakla birlikte, merkez bankası para politikası oranlarına karar vermekte, aynı zamanda bankacılık denetiminden sorumlu olmaktadır. Bankalar açısından menkul kıymetleştirme işlemi, borç verme faaliyetine ve dolayısıyla para politikası koşullarına bağlıdır. Düşük kısa vadeli oranların – özellikle uzun süre düşük para politikası oranların – son mali ve ekonomik krizin kilit bir belirleyicisi olduğu kabul edilmektedir. Ayrıca menkul kıymetleştirme faaliyeti ve banka sermayesine ilişkin zayıf denetimin, düşük para politikası faiz oranlarının etkisini arttırdığı görülmektedir. Menkul kıymetleştirmenin bankalara alternatif bir finansman kaynağı sağladığı ve dolayısıyla merkez bankalarının parasal aktarımı üzerindeki etkisini zayıflatabilmektedir.

Yazarlar, menkul kıymetleştirmenin parasal aktarım kanalları üzerindeki etkileri konusunda farklı kanallar üzerinden etkisi olduğunu dile getirmektedir. Bu çalışmada söz konusu kanallar üç başlık altında incelenmektedir. İlki likidite kanalı diğer ikisi ise kredi kanalı kredi kanalı alt kategorisinde olan banka borç/kredi verme kanalı ve risk alma kanalından oluşmaktadır. Likidite kanalı, menkul kıymetleştirmenin kredi piyasalarını derinleşmesini ve buna bağlı olarak sağlanan ek likidite ile bu piyasaların işleyişinin nasıl iyileşebileceği konusunda sonuçları konu edinmektedir. Likidite

koşullarının artması, ipotek/mortgage piyasası getirilerini etkilediğini ve menkul kıymetleştirmenin konut kredisi faiz oranını düşürme eğiliminde olduğunu ve konut kredilerinde daha düşük bir kredi maliyetine yol açtığını göstermektedir. Artan menkul kıymetleştirme nedeniyle piyasanın derinleşmesi, merkez bankasının faiz oranlarını etkilemesini zorlaştırabilmektedir.

Menkul kıymetleştirmenin, para politikasının kredi kanalı yoluyla aktarım ilişkisini önemli ölçüde azalttığı tespit edilmektedir. Menkul kıymetleştirme, banka kredisi portföylerinin geleneksel finansman kaynaklarının mevcudiyetine örneğin, mevduatlar vb. karşı duyarlılığını azalttığı için sektörler arasında kredi mevcudiyetini arttırmaktadır. Bu etki iki ana mekanizmaya bağlanmaktadır. İlk olarak, bilançodaki varlıkların menkul kıymetleştirilmesi, bankaların likiditesini artırmakta ve ihtiyacını karşılamakta ve böylece parasal sıkılaştırma durumunda bankaların fonlama ihtiyaçlarını azaltmaktadır. İkinci olarak, menkul kıymetleştirme, bankaların kredi risklerinin bir bölümünü hızlı bir şekilde pazarlara aktarmalarını ve böylelikle sermaye üzerindeki düzenleme gereksinimlerini azaltmalarını olanak tanımaktadır. Kısaca bankalar, menkul kıymetleştirme faaliyeti kabiliyeti ölçüsünde, iş döngüsü koşullarına göre yeni krediler sağlama kapasitesini artırmakta ve bu durumu bankaların risk durumuna bağlı olarak güçlendirmektedir

Bir sıkı para politikası aktarımında merkez bankası, banka fonlama maliyetlerini artırarak ekonomik faaliyeti yavaşlatabilir ve böylece kredi arzını kısıtlayabilmektedir. Ancak bu durum, bankaların dış finansman için sermaye piyasasına erişimin kısıtlı olması, tahvil ve kredilerin tam ikame olmaması ve şirketlerin likiditeye erişmekte zorlanması durumunda çalışmaktadır. Buna karşın, menkul kıymetleştirmenin likidite şokuna karşı bankalara likit olmayan varlıkları likit varlıklara dönüştürmek için etkili bir kanal sağlaması, merkez bankasının kredi arzını daraltma politikalarının etkisini potansiyel olarak dengelemektedir. Menkul kıymetleştirme, ekonomik şokların etkisini hafifletmekte ve para otoritesinin açık piyasa işlemleri yoluyla banka kredilerini etkileme yeteneğini zayıflatmaktadır. Bununla birlikte bankaların sahip olduğu finansal varlık ve yükümlülüklerin oranını azaltması, merkez bankalarının değişken asgari zorunlu karşılıklarla para politikasının uygulanmasını daha zor hale getirebilmektedir.

Krizden önce bankaların borç verme standartlarının yumuşaması sonucu, bankaların varlıklarında risk birikmesine neden olduğu görülmektedir. Kredi kanalı, aşırı risk almayı teşvik eden genişletici para politikasının bankaların borçlanma kısıtlamalarını gevşeterek kredi arzını değiştirdiğini ortaya koymaktadır. ABD ve Avrupa gibi menkul kıymetleştirme oranlarının yüksek olduğu ekonomilerde gözlemlenen kredi standartlarının düşmesi ve menkul kıymetleştirme ile bankaların daha fazla kredi vermesi, bankaların temerrüt oranını artırabilmektedir. Para politikasının duruşu ile bankaların risk alma davranışları arasındaki ilişki, kırılganlıkları ve finansal istikrar risklerini artırmaktadır. Düşük faiz oranlarının sürekli olarak daha yüksek risk almayı teşvik etmesiyle genişletici para politikanın etkisini güçlendirmektedir.

Kanıtlar, menkul kıymetleştirme pazarına erişimin, merkez bankası politikalarının bankaların kredi arzındaki etkisini potansiyel olarak daha az duyarlı hale getirebileceğini göstermektedir. Menkul kıymetleştirme ile banka kredilerinde önemli bir daralma elde etmek için daha büyük bir politika hamlesi yapmak gerekebilir. Öte yandan, bankaların ikincil kredi piyasasına erişiminin kısıtlanması veya menkul kıymetleştirmeyi maliyetli hale getirebilecek düzenlemeleri yappılması banka kredilerinin arzını etkileyebilir.

Ülkemizde menkul kıymetleştirme 1992 yılından itibaren yapılmaktadır. 1999 yılında yapılan yasal düzenlemeden kaynaklı on iki yıl süreyle menkul kıymetleştirme yapılmadığı bu sürede, Türkiye' deki bankaların aktiflerini yurtdışına çıkararak menkul kıymet ihraç ettiği ve seküritizasyon kredisi adı altında yurt içine aktarıldığı görülmektedir. Daha sonra yasal mevzuatların yeniden düzenlenmesi ve varlık finansman fonunun kurulması, menkul kıymetleştirme sürecinde yeni bir dönemin başlamasını sağlamıştır. SPV' nin kurulma gerekliliği yerine varlık finansman fonu üzerinden ihraç yapılması şirketler açısından maliyet avantajını yaratmaktadır. Gelişmeler neticesinde, 2018 yılı son aylarında yapılan menkul kıymetleştirmenin halka arz edilmeksizin gerçekleştiği ve Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yoğun ilgi gördüğü belirtilmektedir. Dolayısıyla, menkul kıymetleştirme uygulamalarını önceki yıllardan itibaren tecrübe edinmiş ülkemizde hali hazırda bu ihraçları gerçekleştirebilecek belirli bir potansiyeli bulunmaktadır. Önümüzdeki zaman

diliminde bu faaliyetlerin artabileceği dile getirilmektedir. Şuandaki durumda, ülkemizde menkul kıymetleştirme hacminin ABD ve Avrupa ülkelerinde gerçekleşen seviyelerde olmadığı görülmekle birlikte yurtdışı uygulamalarında menkul kıymetleştirmenin para politikası aktarımında bankaların kredi arzı ve politika araçları üzerindeki etkileri göz önünde bulundurularak, bu çalışma ile merkez bankamızın politika uygulamalarında bu konuya dikkat çekilmek istenmektedir.

KAYNAKÇA

Adams, Zeno ve Roland Füss: "Macroeconomic Determinants of International Housing Markets", **Journal of Housing Economics**, C. 19, S. 1, Elsevier, 2010, s. 38-50.

Adıgüzel, Burak: "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, C. 3, S. 1, Ankara, 2017.

AFME: Securitization Data Report Q2 2019, 23 Sep. 2019, https://www.afme.eu/reports/data/details/AFME-Q2-2019-Securitisation-Data-Report, (11.01.2020).

AFME/ESF: Securitization Data Report Q4 2010, 03 March 2011, https://www.sifma.org/resources/research/afme-esf-securitisation-data-report-2010-q4/, (11.01.2020).

Akalın, Gülsüm ve Erkan Tokucu: "Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C. 22, S. 1, 2007, s. 37-55.

Akat, Asaf Savaş: "Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi", **Gülten Kazgan'a Armağan: Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi**, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004, s. 1-19.

Akay, Hülya Kanalıcı: "Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 56, S. 2, 2006, s. 141-162.

Akçakanat, Özen vd.: "Varlık Yönetim Şirketleri Sektörü ve Finansal Analizi", **Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 5, S. 31, 2018, s. 520-529.

Akçay, Memduh Aslan: "Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar", **Devlet Planlama Teşkilatı Yayınlanmış Uzmanlık Tezi**, Yayın No: 2483, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı, Ekim 1997.

Akdiş, Muhammet: **Para Teorisi ve Politikası**, 2. bs., Ankara, Gazi Kitapevi, 2011.

Aktas, Zelal, vd.: "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi", **Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği**, No: 08/11, TCMB, 2008.

Alles, Lakshman: "Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries", **IMF Working Paper**, WP/01/147, International Monetary Fund, 2001.

Al-Mashat, Rania, vd.: "Managing Expectations", **Advancing the Frontiers of Monetary Policy**, ed. Tobias Adrian vd., Washington**,** IMF, 2018, s. 31-44.

Alp, Ali: **Modern Konut Finansmanı**, 2. bs., No. 51, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2000.

Alp, Ali: **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, Ankara, İMKB Yayınları, 2002.

Alper, Koray ve S. Tolga Tiryaki: "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", **TCMB Ekonomi Notları**, S. 2011/08, 2011.

Altaş, Gökben: "Gelişmiş Ülkelerde Mevduat ve Yatırım Bankacılığının Ayrılması", **Gündem**, TSPAKB, S. 132, 2013, s. 6-27.

Altaş, Gökben: "İpotekli Konut Finansmanı Sistemi", **Gündem**, S. 60, TSPAKB, 2007, s. 16-28.

Altunbaş, Yener, David Marques-Ibanez ve Michiel van Leuvensteijn: "Competition and Bank Risk: The Effect Of Securitization and Bank Capital", **ECB Working Paper**, No. 1678, Frankfurt, 2014.

Altunbaş, Yener, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez: "Bank Risk and Monetary Policy", **Journal of Financial Stability**, C. 6, S. 3, Elsevier, 2010, s. 121-129.

Altunbaş, Yener, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez: "Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk?", **European Central Bank Working Paper**, No. 1427, 2012.

Altunbaş, Yener, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez: "Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?", **ECB Working Paper,** No. 1166, 2010.

Altunbaş, Yener, Leonardo Gambacorta ve David Marqués-Ibanez: "Securitisation and The Bank Lending Channel", **European Central Bank Working Paper**, WP No. 838, 2007.

Anderson, Richard G., vd.: "Doubling Your Monetary Base and Surviving: Some International Experience", **Review**, C. 92 (6), Federal Reserve Bank of St. Louis, 2010, s. 481-506.

Anderson, Ronald vd.: "Securitizing Development Finance: The Role of Partial Guarantees and Commodity Contingency", **Commodity Risk Management and Finance**, ed. Theophilos Priovolos ve Ronald C. Duncan, ch. 10, The World Bank, Oxford University Press, 1991, s. 134-151.

Ardor, Hakan Naim ve Serdar Varlık: "İleriye Dönük Yeni Keynesyen Para Politikası Reaksiyon Fonksiyonunun Tahmini: Taylor Kuralı'nın, Mccallum Kuralı'nın, Taylor-Mccallum Melez Kuralı'nın Türkiye Ekonomisinde Geçerliliği", **Ekonomik Yaklaşım**, C. 24, S. 89, 2013, s. 45-71.

Arteta, Carlos, vd.: "Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications", **Policy Research Working Paper**, WPS7791, Washington D.C, World Bank Group, 2016.

Ashcraft, Adam B.: "New Evidence on the Lending Channel", **FRB of New York Staff Report**, No. 136, 2001.

Aslan, M. Hanifi: **Makro İktisat Politikası**, Bursa, Alfa Aktüel, 2008.

Atkinson, Paul, vd.: "The Efficacy Of Monetary Targetıng: The Stability Of Demand For Money in Major OECD Countries", **OECD Economic Studies**, No. 3, 1984, s. 146-176, http://www.oecd.org/economy/growth/economicstudies.htm, (20.06.2019).

Avesani, Renzo G. vd.: "The Use of Mortgage Covered Bonds", **IMF Working Paper**, WP/07/20, International Monetary Fund, 2007.

Aydın, Yılmaz: "Say Yasası: Keynes'in Yorumu ve Son Dönem Tartışmaları", **İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 63, 2013/1, 2013, s. 81-130.

Aytunç, Burak: "Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları", **SPK Yeterlilik Etüdü**, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara, 2002.

Babuşçu, Şenol: "Finansal Piyasa Araçları", **Finansal Yönetim: Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler**, ed. Aysel Gündoğdu, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2017, s. 92-126.

Bağış, Bilal: "Döviz Kuru Sistemleri", **Uluslararası Finans Teori ve Politika**, ed. Nadir Eroğlu vd., Ankara, Orion Kitabevi, Çağhan Ajans Matbacılık Ltd.Şti, 2016, s. 361-408.

Barth, Richard C.: "The Framework of Monetary Policy", **Macroeconomic Management: Programs and Policies**, ed. Mohsin S. Khan vd., Washington, IMF, 2002, s. 139-168.

Başçı, Erdem ve Hakan Kara: "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **TCMB Çalışma Tebliği**, No: 11/08, Ankara, 2011.

Batchvarov, Alexander vd.: "Mechanics of Securitisation", **The Handbook of European Structured Financial Products**, ed. Frank J. Fabozzi and Moorad Choudhry, New Jersey, John Wiley & Sons Inc, 2004, s. 19-55.

Batchvarov, Alexander: "Overview of the Structured Credit Markets: Trends and New Developments", **The Handbook of Structured Finance**, ed.: Arnaud de Servigny ve Norbert Jobst, Standard & Poor's, 2007, s. 1-27.

BDDK: Aylık Bankacılık Sektörü Verileri, https://www.bddk.org.tr/BultenAylik/tr/Home/Gelismi, (10.12.2019).

BDDK: Sendikasyon Seküritizasyon Kredileri, Metaveri pdf., https://www.bddk.org.tr/BultenAylik, (09.12.2018).

Bernanke, Ben S.: "Monetary Policy and the Housing Bubble", **FED at Annual Meeting of the American Economic Association**, Georgia, 2010.

Bernanke, Ben S.: "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," **American Economic Review**, C. 73, S. 3, 1983, s. 257-276.

Bernanke, Ben S.: "The Crisis and the Policy Response", **The Stamp Lecture London School of Economics**, London, January 13 2009, https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-ben-s-bernanke-453/crisis-policy-response-9015, (15.11.2019).

Bernanke, Ben S.: "The New Tools of Monetary Policy", **American Economic Review**, C. 110, No. 4, April 2020, s. 943-83.

Bernanke, Ben S.: **Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference**, Dec. 12, 2012, https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20121212.pdf, (16.09.2019).

Bernanke, Ben S., vd.: **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, Princeton, Princeton University Press, 1999.

Bernanke, Ben S. ve Alan S. Blinder: "Is It Money or Credit, or Both or Neither? Credit, Money, and Aggregate Demand", **American Economic Review**, C. 78, No. 2, 1988, s. 435-439.

Bernanke, Ben S. ve Frederic S. Mishkin: "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **Journal of Economic Perspectives**, C. 11, S. 2, spring 1997, s. 97-116.

Bernanke, Ben S., Mark Gertler ve Simon Gilchrist:	"The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", **Handbook of Macroeconomics,** ed. M. Woodford ve J.B. Taylor, C. 1, Amsterdam, Elsevier, 1999, s. 1341-1393.
Bernanke, Ben ve Mark Gertler:	"Monetary Policy and Asset Price Volatility", **Proceedings** – **Economic Policy Symposium** – **Jackson Hole**, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, s. 77-128.
Bernanke, Ben S. ve Mark Gertler:	"Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission", **Journal of Economic Perspectives**, C. 9, No: 4, 1995, s. 27-48.
Bernanke, Ben S. ve Vincent R. Reinhart:	"Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", **American Economic Review**, C. 94, S. 2, 2004, s. 85-90.
Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart ve Brian P. Sack:	"Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment", **Finance and Economics Discussion Series**, 2004-48, Washington, Federal Reserve Board, 2004, https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200448/200448pap.pdf, (19.05.2019).
Bindseil, Ulrich ve Juliusz Jabłecki:	"The Optimal Width Of The Central Bank Standing Facilities Corridor And Banks' Day-To-Day Liquidity Management", **European Central Bank Working Paper**, WP 1350, Frankfurt, 2011.
Binici, Mahir, vd.:	"Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular", **TCMB Çalışma Tebliği,** No: 16/08, Ankara, Araştırma ve Para Politikası Müdürlüğü, 2016.

BIS: "Asset Transfers and Securitization", **Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)**, Paper No. 124, Basel, Bank for International Settlements, 1992.

BIS: "Report on Asset Securitisation Incentives", Basel, Switzerland, 2011, https://www.bis.org/publ/joint26.pdf, (12.04.2019).

Black, Deborah G., Kenneth D. Garbade ve William L. Silber: "The Impact of the GNMA Pass-through Program on FHA Mortgage Costs", **The Journal of Finance**, C. 36, S. 2, American Finance Association, May 1981, s. 457-469.

Blinder, Alan S.: "Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies", **Review,** C. 92, S. 6, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2010, s. 465-479.

Board of Governors of the Federal Reserve System: **Report to the Congress on Risk Retention**, Oct 2010, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/securitization/riskretention.pdf, (25.05.2019).

Bofinger, Peter: **Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments**, Oxford, Oxford University Press Inc., 2001.

Boleat, Mark: **National Housing Finance Systems: A Comparative Study**, London, Croom-Helm, 1985.

Borio, Claudio ve Haibin Zhu: "Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in The Transmission Mechanism?", **BIS Working Papers**, No. 268, Bank for International Settlements, 2008.

Borio, Claudio ve Philip Lowe: "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", **BIS Working Papers,** No. 114, Bank for International Settlements, 2002.

Borio, Claudio ve Piti Disyatat: "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal", **BIS Working Papers**, No. 292, Bank for International Settlements, 2009.

Borsa İstanbul: **Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası**, 2017, https://www.borsaistanbul.com/files/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf, (05.02.2019).

Bruno, Valentina ve Hyun Song Shin: "Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy", **BIS Working Papers**, No: 400, Bank for International Settlements, 2012.

Bubula, Andrea ve İnci Ötker Robe: "The Evolution of Exchange Rate Regime Since 1990; Evidence of De Facto Policies", **IMF Working Papers**, WP/02/155, Eylül 2002.

Caprio, Gerard Jr vd.: "The 2007 Meltdown in Structured Securitization", **Policy Research Working Paper**, WPS4756, The World Bank, 2008.

Case, Karl E.: "The Central Role of Home Prices in the Current Financial Crisis: How Will the Market Clear?", **Brookings Papers on Economic Activity**, C. 2008, No. 2, Fall-2008, s. 161-193.

Cavusoglu, Cenk: "Elektronik Paranın Gelişimi ve Merkez Bankası Bilançosu ile Para Politikası Uygulamaları Üzerine Etkisi", (TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi), Ankara, 2015.

Cetorelli, Nicola ve Linda S. Goldberg: "Banking Globalization and Monetary Transmission", **FRB of New York Staff Reports**, No.333, 2009.

Chernenko, Sergey vd.: "The Rise and Fall of Demand for Securitization", **NBER Working Paper**, WP No. 20777, Natıonal Bureau of Economıc Research, Inc., 2014.

Clouse, James, vd.: "Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate Is Zero", **Finance and Economics Discussion Series (FEDS)**, 2000, s. 28, 29, https://www.federalreserve.gov/econres/feds/monetary-policy-when-the-nominal-short-term-interest-rate-is-zero.htm, (25.05.2019).

Commodity Futures Trading Commission (CFTC): Commodity Exchange Act & Regulations, https://www.cftc.gov/LawRegulation/CommodityExchangeAct/index.htm, (16.03.2019).

Coşkun, Yener: "Küresel Finansal Kriz ve Kredilendirme ve Değerleme Sorunları: ABD ve Türk İpotekli Konut Finansman Sistemleri Hakkında Bir Değerlendirme", **Taşınmaz Değerleme Günleri 2009 isimli etkinliğinde sunulan Bildiri Metni**, 2009, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1970151, (20.03.2019).

Cukierman, Alex: "Targeting Monetary Aggregatesand Inflation in Europe", **CentER Discussion Paper**, C. 1996-32, Tilburg University Center for Economic Research, 1996.

Çelik, Özden: "Yapılandırılmış Finans ve Yapılandırılmış Finansal Ürünler Üzerine Bir İnceleme", (Dokuz Eylül Üniverisitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış YL Tezi), İzmir, 2016.

Çikot, Özcan: "Borçlanma Araçları", **Gündem**, S. 115, TSPAKB, Mart 2012, s. 7-17.

Çikot, Özcan: "Türkiye'de ve Dünyada Özel Sektör Borçlanma Araçları", **Gündem**, S. 116, TSPAKB, Nisan 2012, s. 13-22.

Dale, S. ve A. G. Haldane: "Bank Behaviour and the Monetary Transmission Mechanism", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Kasım 1993, s. 478, 491, https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/1993/q4/bank-behaviour-and-the-monetary-transmission-mechanism, (12.06.2019).

Davis, Richard G.: "Introduction", **Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey**, Federal Reserve Bank of New York, 1990, s. 1-19.

Delikanlı, İhsan Uğur: **Bankacılıkta Kredi Türevlerinin Hissedar Değerine Katkısı, Etkin Bir Şekilde Kullanımına İmkan Sağlayacak Risk Yönetimi Yapılanması ve Finansal Raporlaması**, Yayın No: 271, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği, 2010.

Delivorias, Angelos: "Understanding Securitisation: Background –Benefits – Risks", **European Parliamentary Research Service**, PE 569.017, 2015, http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA%282015%29569017_EN.pdf, (01.03.2019).

Dell'Ariccia, Giovanni, vd.: "Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market", **IMF Working Paper**, WP 08/106, 2008.

Demir, Faruk vd.: "ABD Mortgage Krizi", **BDDK Çalışma Tebliği,** S. 3, Ankara, Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, Ağustos 2008.

Devine, Máiréad ve Daniel McCoy: "The Formulation of Monetary Policy in EMU", **Research Technical Papers**, No. 2/RT/98, Central Bank of Ireland, Dublin, 1998.

Dimand, Robert W.: "David Hume and Irving Fisher on the Quantity Theory of Money in the Long Run and the Short Run", **The European Journal of the History of Economic Thought**, C. 20, S. 2, 2013, s. 284-304.

Dionne, Georges ve Tarek M. Harchaoui: "Bank Capital, Securitization and Credit Risk: an Empirical Evidence", **Insurance and Risk Management**, C. 75, S. 4, 2008, s. 459-485.

Doğru, Halil: **Menkul Kıymetleştirme&Mortgage: Genel ve Hukuki Esaslar**, Yayın Kurulu: Hakan Pekcanıtez vd., İstanbul, Doğru Hukuk Yayınları, 2007.

Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fischer: **Makroekonomi**, çev: Salih Ak vd., İstanbul, McGraw Hill- Akademi, 1998.

Drayne, Michael: "An Era of Transformation", **Ginnie Mae**, Sep. 2014, https://www.ginniemae.gov/newsroom/Documents/ginniemae_an_era_of_transformation.pdf, (01.03.2019).

Eggertsson, G. B. ve M. Woodford: "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", **Brookings Papers on Economic Activity**, C. 34, No.1, 2003, s. 139-235.

Eo, Yunjong ve Kyu Ho Kang: "The Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy on Forecasting the Yield Curve", **Working Papers**, No. 2019-08, University of Sydney, School of Economics, 2019.

Erdem, Nilgün ve Ferda Dönmez Atbaşı: "Finans Sermayenin Kriz Döngüsü: Merkez-Çevre Yakınsaması", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, C. 66, No. 4, 2011, s. 33-66.

Erdil, Turhan Baran: "Finansal Türevler ve Kredi Temerrüt Swaplarının Teori ve Uygulamaları", (Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2008.

Ergincan, Yakup, Ümit Yayla: "2008 Finansal Krizi Sonrasında AB ve ABD'de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası Kanunu'na Etkileri", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, S. 60, 2013, s. 51-71.

Eriş, Nükhet: "Teminatlı Borç Yükümlülükleri", **SPK Yeterlilik Etüdü**, Ankara, 2007.

Eroğlu, Erhan: "Mortgage Sisteminde İkincil Piyasa Ürünleri ve Dünya Uygulamaları", **İşletme Araştırmaları Dergisi**, C. 2, S. 4, 2010, s. 19-38.

Erol, Işıl: "ABD Mortgage Krizi ve Türkiye'de İkincil Mortgage Piyasası", **Eğitim Bilim Toplum Dergisi**, C. 7, S. 27, Güz 2009, s. 16-34.

Ertürk, Hakan: "Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Risk Yönetimi", **Denetişim**, S. 4, Ankara, KİDDER, 2010, s. 62-70.

Estrella, Arturo: "Securitization and The Efficacy of Monetary Policy", **FRBNY Economic Policy Review**, C. 8, S. 1, Federal Reserve Bank of New York, May 2002, s. 243-255.

European Central Bank: **The Monetary Policy of the ECB**, Frankfurt, 2011.

European Covered Bond Council (ECBC): ECBC Fact Book & Statistics/ECBC Covered Bond Statistics, https://hypo.org/ecbc/publications/fact-book/, (06.04.2019).

European Covered Bond Council (ECBC): **Fact Book 2018**, ed. Wolfgang Kälberer vd., 2018, https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2018/08/ECBC-Fact-Book-2018-final.pdf, (18.04.2019).

European Mortgage Federation: **Study On Mortgage Interest Rates in The EU**, 2012a, Brussels, 2012.

Fabozzi, Frank J. ve Moorad Choudhry: "Structured Finance and Securitisation- Introduction", **The Handbook of European Structured Financial Products**, ed. Frank J. Fabozzi and Moorad Choudhry, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2004, s. 3-8.

Fabozzi, Frank J. ve Vinod Kothari: **Introduction to Securitization**, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2008.

FED: "Monetary Policy Report to the Congress: Pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act", Washington, February 2002, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2002/February/FullReport.htm, (12.05.2019).

FED: "Monetary Policy Report to the Congress: Pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act", Washington, July 2003, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2003/july/FullReport.htm, (13.05.2019).

FED: Timelines of Policy Actions and Communications: Forward Guidance about the Federal Funds Rate, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/timeline-forward-guidance-about-the-federal-funds-rate.htm, (16.09.2019).

Federal Reserve System: **An Introduction to Asset Securitization**, Vol I/II, https://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/1990/SR9016.HTM, (29.05.2019).

Federal Housing Finance Agency (FHFA): https://www.fhfa.gov/AboutUs, (05.04.2019.)

Filardo, Andrew J. ve Boris Hofmann: "Forward Guidance at the Zero Lower Bound", **BIS Quarterly Review**, 2014/3, 2014, s. 37-53.

Fisher, Irving: **The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises**, 2. bs., New York, MacMillan Company, 1912.

Friedman, Benjamin M. ve Kenneth N. Kuttner: "A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets**", Brookings Papers on Economic Activity**, C. 27(1), Economic Studies Program, The Brookings Institution, 1996, s. 77-146.

Friedman, Milton: "The Role of Monetary Policy", **The American Economic Review**, C. 58, S. 1, Mart 1968, s. 1-17.

Gilles, Philippe vd.: "Banking Sector and Monetary Policy Transmission: Bank Capital, Credit and Risk-Taking Channels", **Modern Economy**, C. 4, No. 1, 2013, s. 77-86.

Gorton, Gary B.: "The Subprime Panic", **NBER Working Paper**, WP 14398, 2008.

Gorton, Gary ve Andrew Metrick: "Securitization", **Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance**, ed. G.M. Constantinides, M. Harris ve R. M. Stulz, C. 2, part A, chapter 1, Amsterdam, Elsevier, 2013, s. 1-70.

Gorton, Gary ve Andrew Metrick: "Securitization", **NBER Working Paper**, WP 18611, 2012.

Goswami, Mangal, Andreas Jobst ve Xin Long: "An Investigation of Some Macro-Financial Linkages of Securitization", **IMF Working Paper**, WP/09//26, 2009.

Gögül, Pelin Karatay ve Mehmet Songur: "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Araç Kural 'Taylor Kuralı' mı? (2006-2015)", **Maliye Araştırmaları Dergisi**, Yıl. 2, C. 2, S. 1, 2016, s. 21-41.

Gray, Simon: "Central Bank Balances and Reserve Requirements" **IMF Working Paper**, WP/11/36, 2011.

Gray, Simon ve Nick Talbot: "Monetary Operations", **Centre for Central Banking Studies,** London, Bank of England, 2006.

Green, Jerry ve John B. Shoven: "The Effects of Interest Rates on Mortgage Prepayments", **Journal of Money, Credit and Banking**, C. 18, No. 1, Ohio State University Press, Feb. 1986, s. 41-59.

Greenspan, Alan: "Rules vs. Discretionary Monetary Policy", **At the 15th Anniversary Conference of the Center for Economic Policy Research at Stanford University**, California, 5 Sep 1997. https://web.stanford.edu/~johntayl/PolRulLinkpapers/Rules_vs_Discretionary_Monetary_Policy_Greenspan-1997.docx.pdf, (19.09.2019).

Greenspan, Alan ve James Kennedy: "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes", **Oxford Review of Economic Policy**, C. 24, No. 1, 2008, s. 120-144.

Gül, Aydın Burak: "Türk Bankacılık Sisteminde Konut Kredileri: İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Uygulamaları", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C. 9, S. 16, 2017, s. 39-58.

Güran, Tevfik: **İktisat Tarihi**, İstanbul, Acar Matbaacılık, 1993.

Haensel, Dennis N. ve Jan Pieter Krahnen: "Does Credit Securitization Reduce Bank Risk? Evidence from the European CDO market", **Goethe Universität**, Frankfurt, 2007.

Hakyemez, Cihan: "Menkul Kıymetleştirmede Örnek Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneriler", (Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış YL Tez), Ankara, 2012.

Handa, Jagdish: **Monetary Economics**, 2. bs., New York, published by Routledge, 2009.

Hannoun, Hervé: "The Expanding Role of Central Banks Since The Crisis: What Are the Limits?" **Speech at the 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation**, BIS, Moskova, 2010, https://www.bis.org/speeches/sp100622.htm, (20.05.2019).

Hansen, Alvin H.: **A Guide to Keynes**, Economics Handbook Series, ed. Seymour E. Harris, New York, McGraw-Hill Book Company, 1953.

Haslag, Joseph H. ve Scott E. Hein: "Does It Matter How Monetary Policy Is Implemented?", **Research Paper**, No. 9009, Federal Reserve Bank of Dallas, 1990, https://www.dallasfed.org/~/media/documents/research/papers/1990/wp9009.pdf, (28.05.2019).

Hendershott, Patric H. ve James D. Shilling: "The Impact of the Agencies on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yield", **NBER Working Papers**, WP 2646, National Bureau of Economic Research, Inc., 1988.

Hepşen Ali: **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayaşı Menkul**

Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması, İTO Yayın No: 2005-13, İstanbul, 2005.

Herman, Alexander, Deniz Igan ve Juan Solé: "The Macroeconomic Relevance of Credit Flows: An Exploration of U.S. Data", **IMF Working Paper**, WP/15/143, Washington, International Monetary Fund, 2015.

Hilbers, Paul, vd.: "House Price Developments in Europe: A Comparison", **IMF Working Paper**, WP/08/211, International Monetary Fund, 2008.

Hubbard, R. Glenn: "Is There A 'Credit Channel' For Monetary Policy?", **Review**, C. 77, No. 3, Federal Reserve Bank of St. Louis, May/June 1995, s. 63-77.

Hubbard, R. Glenn ve Anthony Patrıck O'brien: **Money, Banking, and the Financial System**, Boston, Pearson Education, publishing as Prentice Hall, 2012.

Hughson, Helen vd.: "The Household Cash Flow Channel of Monetary Policy", **RBA Bulletin**, Reserve Bank of Australia, 2016, s. 21-29.

Hume, David: "Of Money", **Political Discourses**, 2. bs., Edinburg, Printed by R. Fleming, 1752.

IMF: "Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness", **Global Financial Stability Report**, Washington DC, April 2008.

IMF: **Financial Derivatives**, Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington, 1998.

IMF: **Global Financial Stability Report: Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era**, World Economic and Financial Surveys, Washington, October 2016.

IMF: "Negative Interest Rate Policies- Initial Experiences and Assessments." **IMF Policy Paper**, International Monetary Fund Staff Report, Washington, D.C., 2017.

İncekara, Ahmet: **Bankacılık ve Finansal Kurumlar**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Yayın No: 3, 2011.

İncekara, Ahmet, Ferda Yerdelen Tatoğlu ve Halil Tunalı: **Para Talebi Olgusu ve Türk Halkının Para Talebinin İncelenmesi**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı, 2010.

Ireland, Peter N.: "The Monetary Transmission Mechanism", **Federal Reserve Bank of Boston Working Paper,** No. 06-1, 2005.

Jaffee, Dwight vd.: "Mortgage Origination and Securitization in the Financial Crisis", **Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System**, ed. Viral V. Acharya ve Matthew Richardson, Chapter 1, New Jersey, New York University: John Wiley & Sons Inc., 2009, s. 61-82.

Jobst, Andreas A.: "A Primer on Structured Finance", **Journal of Derivatives and Hedge Funds,** C: 13, No: 3, Palgrave Macmillan UK, 2007, s. 199-213.

Judd, John P. ve Glenn D. Rudebusch: "Taylor's Rule and the Fed: 1970–1997", **FRBSF Economic Review**, S. 3, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1998, s. 3-16.

Kara, A. Hakan: "Monetary Policy After the Global Crisis", **Atlantic Economic Journal**, C. 41, S. 1, Springer US, International Atlantic Economic Society, 2013, s. 51-74.

Kara, A. Hakan ve Musa Orak: "Enflasyon Hedeflemesi", **Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, İstanbul, Ekim 2008, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Calismalar/TCMB+Bunyesinde+Yapilan+Calismalar/, (14.04.2019).

Karatepe, Yalçın: **Türev Piyasaları: Futures – Opsiyon – Swap**, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayın No: 587, Ankara, 2000.

Kashyap, Anil K., vd.: "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from The Composition of External Finance", **American Economic Review**, C. 83, No. 1, 1993, s. 78-98.

Kashyap, Anil K. ve Jeremy C. Stein: "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,** C. 42. North- Holland, 1995, s. 151-195.

Kashyap, K. Anil ve Jeremy C. Stein: "What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy", **American Economic Review**, C. 90, No. 3, 2000, s. 407-428.

Katz, Jane: "Getting Secure", **Regional Review**, C. 7, Federal Reserve Bank of Boston, 1997 https://www.bostonfed.org/publications/regional-review/1997/summer/getting-secure.aspx, (09.10.2020).

Kaul, Karan: "The Past, Present and Future of Agency MBS Liquidity", **Ginnie Mae Research Report**, Oct 2016, https://www.ginniemae.gov/newsroom/publications/Documents/agency_mbs_liquidity.pdf, (01.03.2019).

Kaytancı, Bengül Gülümser: "Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, C. 3, S. 1, Eskişehir, 2008, s. 11-25.

Kazgan, Gülten: "2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğitimi", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2012/98, 2012.

Keynes, John Maynard: "Alternative Theories of The Rate of Interest", **Economic Journal**, C. 47, No. 186, Jun. 1937, s. 241-252.

Keynes, John Maynard: **The General Theory of Employment, Interest and Money**, 4. bs., C. 7, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Cambridge University Press, 2013.

Keynes, John Maynard: "The Ex-ante Theory of The Rate of Interest", **Economic Journal**, C. 49, No. 188, Dec. 1937, s. 663-669.

Keys, Benjamin J. vd.: "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans", **Quarterly Journal of Economics**, C. 125(1), MIT Press, 2010, s. 307-362.

Keys, Benjamin J vd.: "Mortgage Financing in the Housing Boom and Bust", **Housing and the Financial Crisis**, ed. Edward L. Glaeser and Todd Sinai, London, University of Chicago Press, 2013, s. 143-204.

King, Darryl ve Tommaso Mancini-Griffoli: "Monetary Operations", **Advancing the Frontiers of Monetary Policy**, ed. Tobias Adrian vd., Washington, IMF, 2018, s. 53-68.

Klyuev, Vladimir, vd.: "Unconventional Choices for Unconventional Times Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies", **IMF Staff Position Notes**, No. 2009/27, International Monetary Fund, 2009, s. 9.

Koçyiğit, Dilek: "Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri", (TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2009.

Kolari, James W., Donald R. Fraser ve Ali Anari: "The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis", **Real Estate Economics**, C. 26, S. 4, American Real Estate and Urban Economics Association, 1998, s. 677-693.

Kothari, Vinod: **Securitization: The Financial Instrument of the Future**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006.

Kozicki, Sharon ve Gordon Sellon: "Longer-Term Perspectives on the Yield Curve and Monetary Policy", **Economic Review**, C. 90, S. Q IV, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005, s. 5-33.

Laurens, Bernard J., vd.: "The Journey to Inflation Targeting: Easier Said than Done. The Case for Transitional Arrangements along the Road", **IMF Working Paper**, WP/15/136, 2015.

Lipson, Jonathan C.: "Re: Defining Securitization", **Southern California Law Review**, C. 85, S. 5, July 2012, s. 1229-1281.

Loutskina, Elena: "The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management", **Journal of Financial Economics**, C. 100, S. 3, Elsevier, Haziran 2011, s. 663-684.

Loutskina, Elena ve Philip E. Strahan: "Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates", **The Journal of Finance**, C. 64, S. 2, Blackwell Publishing Inc, 2009, s. 861-889.

Maddaloni, Angela ve José-Luis Peydró: "Bank Risk-taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. Lending Standards", **The Review of Financial Studies**, C. 24, No. 6, The Academic Analysis of the 2008 Financial Crisis, 2011, s. 2121-2165.

McCallum, Bennett T.: "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan", **Economic Quarterly**, C. 86, No. 1, Federal Reserve Bank of Richmond, 2000, s. 49-79.

McCallum, Bennett T.: "Targets, Indicators, and Instruments of Monetary Policy", **NBER Working Paper,** WP 3047, 1989.

McCallum, Bennett T.: "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example", **Economic Review**, C. 73, No 5, Federal Reserve Bank of Richmond, Sep. 1987, s. 10-18.

McCallum, Bennett T. ve Edward Nelson: "Targeting vs. Instrument Rules for Monetary Policy", **NBER Working Paper,** WP 10612, Cambridge, National Bureau of Economic Research, Inc., 2014.

Meade, Ellen E., vd.: "The Effects of FOMC Communications Before Policy Tightening in 1994 and 2004", **FEDs Notes**, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2015. https://doi.org/10.17016/2380-7172.1559, (16.09.2019).

Meltzer, Allan H.: "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", **Journal of Economic Perspectives**, C. 9, S. 4, 1995, s. 49-72.

Merkezi Kayıt İstanbul: 2017 Faaliyet Raporu, https://www.mkk.com.tr/tr-tr/Hakkimizda/Kurumsal-Bilgiler/Documents/MKK-2017.pdf, (20.05.2019).

Meulendyke, Ann-Marie: "Possible Roles for the Monetary Base", **Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey**, Federal Reserve Bank of New York, 1990, s. 20-66.

Minsky, Hyman P.: **John Maynard Keynes**, London, Columbia University Press, The Macmillan Press Ltd., 1975.

Mishkin, Frederic S.: "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", **Policy Research Working Paper**, WP 2684, Washington DC., The World Bank Financial Sector Strategy and Policy Department, October 2001.

Mishkin, Frederic S.: "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **NBER Working Papers**, WP/6965, Cambridge, National Bureau of Economic Research, Inc., 1999.

Mishkin, Frederic S.: **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, ed. Denise Clinton, 7. bs., New York, Pearson Addison Wesley, 2004.

Modigliani, Franco: "Life Cycle, Individual Thrift, and The Wealth of Nations", **The American Economic Review**, C. 76, No. 3, Jun. 1986, s. 297-313.

Modigliani, Franco: "Monetary Policy and Consumption", **Consumer Spending and Money Policy: The Linkages**, No. 5, Federal Reserve Bank of Boston Monetary Conference Series, 1971, s. 9-84.

Mæhle, Nils: "Monetary Policy Implementation: Operational Issues for Countries with Evolving Monetary Policy Frameworks", **IMF Working Papers**, No. 20/26, International Monetary Fund, 2020.

Obstfeld, Maurice ve Kenneth Rogoff: "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes", **CEPR Discussion Papers**, No. 7606, London, 2009, https://www.researchgate.net/publication/227437591_Global_Imbalances_and_the_Financial_Crisis_Products_of_Common_Causes, (14.03.2019).

Obstfeld, Maurice ve Kenneth Rogoff: "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **The Journal of Economic Perspectives**, C. 9, S. 4, 1995, s. 73-96.

OCC: "Safety and Soundness, Asset Quality, Mortgage Banking", **Comptroller's Handbook**, Washington, 2014, https://www.occ.treas.gov/publications-and-resources/publications/comptrollers-handbook/index-comptrollers-handbook.html, (19.03.2019).

OCC: "Safety and Soundness, Liquidity, Asset Securitization", **Comptroller's Handbook**, Washington, 1997, https://www.occ.treas.gov/publications-and-resources/publications/comptrollers-handbook/index-comptrollers-handbook.html, (19.03.2019).

Office of Financial Research (OFR): https://www.financialresearch.gov/about/, (16.03.2019).

Oh, Junggun: "Inflation Targeting: A New Monetary Policy Framework in Korea", **Paper for International Symposium on Practical Experiences on Inflation Targeting**, Bangkok, Thailand, 20 October 2000.

Oliner, Stephen. D. ve Glenn D. Rudebusch: "Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy?", **Economic Review**, Federal Reserve Bank of San Francisco, S. 1, 1996, s. 3-13.

Orphanides, Athanasios: "Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data", **American Economic Review**, C. 91, No: 4, American Economic Association, 2001, s. 964-985.

Öcal, Nurcan: **Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Yayın No. 106, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, 1997.

Ökte, M. Kutluğhan Savaş: "The Financial Crisis of 2008 In The USA: An Overview", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 62, 2012, s. 81-101.

Önder, Timur: "Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması", (TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2005.

Özatay, Fatih: **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, 3. bs., Ankara, Efil Yayınevi, 2013.

Özdemir, K. Azim: "Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler", **Central Bank Review**, C. 9, S. 2, 2009, s. 23-48.

Özdemir, K. Azim ve Gülbin Şahinbeyoğlu: "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri", **TCMB Tartışma Tebliği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Eylül 2000.

Özyurt, Hasan: **Para Teorisi ve Politikası**, Trabzon, Derya Kitabevi, 2006.

Packer, Frank vd.: "The Covered Bond Market", **BIS Quarterly Review**, 2007, s. 43-55.

Parasız, İlker: **Modern Bankacılık: Teori ve Uygulama**, 2. bs., Bursa, Ezgi Kitabevi, 2007.

Parasız, İlker: **Para Ekonomisi**, 2. bs., Bursa, Ezgi Kitapevi, 1999.

Parasız, İlker: **Para Teorisi ve Politikası**, 2. bs., Bursa, Ezgi Kitapevi, 2009.

Patinkin, Don: "Irving Fisher, the Cambridge School, and the Quantity Theory", **mimeo**, Distinguished Lecturer Program Report Series 90-01, Seoul, Korea, Development Institute, 1990.

Patra, Michael Debabrata ve Muneesh Kapur: "Alternative Monetary Policy Rules for India", **IMF Working Papers**, WP/12/118, 2012.

Pattanaik, Sitikantha: "Gaping Fault Lines in the Global Financial Stability Architecture: Lessons from the US Sub-Prime Crisis", **Journal of International and Area Studies**, C. 15, S. 2, 2008, s. 87-114.

Paya, Merih: **Para Teorisi ve Para Politikası**, 6. bs., Yayın No: 430, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2013.

Perera, R.A. Anil: "Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary", **Policies, Central Bank of Sri Lanka International Research Conference**, 2010, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1669948, (21.04.2019).

Pescatori, Andrea ve Juan Solé: "Credit, Securitization and Monetary Policy: Watch Out for Unintended Consequences", **IMF Working Papers,** WP/16/76, 2016.

Potter, Simon M. ve Frank Smets: "Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis", **BIS CGFS Papers**, No. 63, Committee on the Global Financial System, 2019.

Rajan, Raghuram G.: "Has Financial Development Made The World Riskier?", **Jackson Hole Economic Policy Symposium**, Wyoming, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 25-27 2005, s. 313-369.

Razzak, Weshah A.: "Is the Taylor Rule Really Different from the McCallum Rule?", **Reserve Bank of New Zealand Working Paper**, No. DP2001/7, 2001.

Riddiough, Timothy J.: "The First Sub-Prime Mortgage Crisis and Its Aftermath", **BIS Paper**, S. 64c, 2012.

Romer, Christina D. ve David H. Romer: "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism", **Brookings Papers on Economic Activity**, C. 21, S. 1, 1990, s. 149-214.

Rosen, Richard J. vd.: "Are Covered Bonds a Substitute for Mortgage-Backed Securities?", **Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper**, WP-14, 2011.

Rothberg, James P. vd.: "On the Determinants of Yield Spreads Between Mortgage Pass-Through and Treasury Securities", **Journal of Real Estate Finance and Economics**, C. 2, S. 4, Kluwer Academic Publishers, 1989, s. 301-315.

Rule, Garreth: "Understanding The Central Bank Balance Sheet", **Centre for Central Banking Studies** (**CCBS) Handbook,** No. 32, London, Bank of England, 2015, https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/understanding-the-central-bank-balance-sheet.pdf, (20.05.20199).

Salter, Alexander William: "An Introduction to Monetary Policy Rules", **Mercatus Working Paper**, Virginia, Mercatus Center at George Mason University, 2014.

Salttürk, Onur: "Dünyada Menkul Kıymetleştirme", **Gösterge**, TSPB, kış 2018, s. 51-65.

Sambalaibat, Batchimeg: "A Theory of Liquidity Spillover Between Bond and CDS Markets", Available at **SSRN** 2404512, 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2404512, (20.09.2019).

Scarlata, Jodi: "Inflation Targeting", **Macroeconomic Management: Programs and Policies**, ed: Mohsin S. Khan vd., Washington, IMF, 2002, s. 168-200.

Schmid, Peter: "Monetary Targeting in Practice: The German Experience", **Center for Financial Studies Working Paper**, No. 1999/03, 1999.

Schönbucher, Philipp: **Credit Derivatives Pricing Models: Models, Pricing and Implementation**, John Wiley & Sons, 2003.

Schularick, Moritz ve Alan M. Taylor: "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", **American Economic Review**, C. 102(2), American Economic Association, 2012, s. 1029-1061.

Schumpeter, Joseph A.: **History of Economic Analysis**, ed. from manuscript by Elizabeth Boody Schumpeter and with An Introductıon by Mark Perlman, Published by Routledge and published in the Taylor & Francis e-Library, 2006.

Schwarcz, Steven L.: "Securitization and Post-Crisis Financial Regulation", **Cornell Law Review Online**, C. 101, 2016, s. 115-139.

Schwarcz, Steven L.: **"**Securitization and Structured Finance", **Elsevier's Encyclopedia of Financial Globalization**, Elsevier 2011, http://www.masonlec.org/site/rte_uploads/files/SCHWA

RCZ_Encyclopedia-of-Financial-Globalization-Elsevier.pdf, (15.02.2019).

Schwarcz, Steven L.: "The Alchemy of Asset Securitization", **Stanford Journal of Law, Business & Finance**, C. 1, 1994, s. 133-154.

Schwarcz, Steven L.: "The Conundrum of Covered Bonds", **Business Lawyer**, C. 66, 2011, s. 561-586.

Schwarcz, Steven L.: "What is Securitization? and for What Purpose?", **Southern California Law Review**, C. 85, S. 5, July 2012, s. 1283-1299.

Sellon, Gordon H.: "Expectations and The Monetary Policy Transmission Mechanism", **Economic Review**, C. 89 (Q IV), Federal Reserve Bank of Kansas City, 2004, s. 5-41.

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (SPL): **Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları**, 2018.

Shiratsuka, Shigenori: "Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy", **Bank of Japan IMES Discussion Paper**, No. 2009-E-25, 2009.

SIFMA: **ESF Securitisation Data Report**, Q4:2008, 2018, s. 2, https://www.sifma.org/resources/research/afme-esf-securitisation-data-report-2008-q4/, (11.01.2020).

SIFMA: "Federal Agency and Government Sponsored Enterprises" ve "General Description of Mortgage Securities ve Other Related Products", **Uniform Practices Manual**, Chapters 3 ve 5, 1999, https://www.sifma.org/resources/general/tba-market-governance/, (12.03.2019).

SIFMA: Statistics, “US ABS Issuance and Outstanding”, 2019, https://www.sifma.org/resources/research/us-abs-issuance-and-outstanding/, (26.04.2019).

SIFMA: Statistics, “US MBS Issuance and Outstanding”, 2019, https://www.sifma.org/resources/research/us-mbs-issuance-and-outstanding/, (26.04.2019).

Smaghi, L. Bini: “Conventional and Unconventional Monetary Policy”, **BIS Review**, No: 52/2009, Speech at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 2009, s. 1-14, https://www.bis.org/review/r090429e.pdf, (02.09.2019).

Smart, Scott B., vd.: **Fundamentals Of Investing**, 13. bs., New York, Pearson Publishers, 2017.

Snowden, Kenneth: “A Historiography of Early NBER Housing and Mortgage Research”, **Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective**, ed. Eugene N. White vd., NBER chapters, University of Chicago Press, 2014, s. 15-36.

Snowden, Kenneth A.: “Covered Farm Mortgage Bonds in The Late Nineteenth Century”, **NBER Working Papers**, WP 16242, 2010.

Snowden, Kenneth A.: “Mortgage Companies and Mortgage Securitization in the Late Nineteenth Century”, **University of North Carolina**, August 2007, https://www.researchgate.net/profile/Kenneth_Snowden/publication/228822552_Mortgage_Companies_and_Mortgage_Securitization_in_the_Late_Nineteenth_Century/links/5578545b08aeacff200280d1/Mortgage-Companies-and-Mortgage-Securitization-in-the-Late-Nineteenth-Century.pdf, (19.09.2019).

Snowdon, Brian ve Howard R. Vane: **Modern Makroekonomi, Temelleri, Gelişimi ve Bugünü**, Ankara, Efil Yayınevi, 2012.

SPK: **2015 Yılı Faaliyet Raporu**, http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1224, (24.05.2019).

SPK: **2017 Yılı Faaliyet Raporu**, http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1283, (24.05.2019).

SPK: "Aylık İstatistik Bülteni", Kasım 2018, bölümV-1, http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri, (15.02.2019).

SPK: İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140717/0, (03.04.2019).

SPK: Mevzuat/Sermaye Piyasası Araçları/Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8), http://mevzuat.spk.gov.tr/, (15.12.2018).

SPK: **Sermaye Piyasası Araçları**, Ankara, 2016.

SPK: Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği Hakkında Basın Duyurusu, http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20140109/0, (05.02.2019).

SPK: Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/2008827/1, (05.02.2019).

Stiglitz, J. E. ve A. Weiss: "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", **The American Economic Review**, C. 71, No. 3, 1981, s. 393-410.

Svensson, Lars E. O.: "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", **European Economic Review**, No. 41(6), Elsevier, 1997, s. 1111-1146.

Svensson, Lars E. O.: "What Is Wrong With Taylor Rules? Using Judgment In Monetary Policy Through Targeting Rules", **NBER Working Paper**, WP 9421, Cambridge, 2002.

Svensson, Lars E. O. ve Jon Faust: "Transparency And Credibility: Monetary Policy With Unobservable Goals", **International Economic Review**, C. 42, S. 2, Blackwell Publishers Inc, 2001, s. 369-397.

Şıklar, İlyas: **Para Teorisi ve Politikası**, ed. Sevgi Gerek, No: 1583, Eskişehir, TC. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2004.

Tantan, Saadet: **Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkileri**, SPK Yayın No: 44, Ankara, 1996.

Taylor, John B.: "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", **Monetary Policy Rules**, ed. John B. Taylor, University of Chicago Press, 1999, s. 319-347.

Taylor, John B.: "Discretion Versus Policy Rules in Practice", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,** C. 39, North-Holland, 1993, s. 195-214.

Taylor, John B.: "Housing and Monetary Policy", **Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, Jackson Hole Economic Policy Symposium**, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, s. 463-476.

Taylor, John B.: "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", **Journal of Economic Perspectives**, C. 9, No. 4, Fall 1995, s. 11-26.

Taylor, John B.: "The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules", **American Economic Review,** C. 91, No. 2, American Economic Association, May 2001, s. 263-267.

Taylor, John B. ve John C. Williams: "Simple and Robust Rules for Monetary Policy", **Handbook of Monetary Economics**, ed. Benjamin M. Friedman ve Michael Woodford, C. 3B, chapter 15, Amsterdam, Elsevier, 2011, s. 829-859.

TBB: "Kredi Riski Modelleri", **Bankacılar Dergisi**, S. 57, 2006, s. 33-66.

TBB: **Türkiye Mortgage Piyasası için Sermaye Piyasası Çözümleri Geliştirilmesi**, 2012.

TCMB: "Çekirdek Enflasyon", **Bülten**, S. 21, Ankara, 2011, s. 1-6.

TCMB: Enflasyon Hedefleri, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri, (28.05.2020).

TCMB: **Enflasyon Raporu,** 2019/II, Ankara, 2019, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/enflasyon+raporu/2019/enflasyon+raporu+2019+-+ii, (12. 09.2019).

TCMB: Finansal İstikrar ile İlgili Politika Uygulamaları, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Finansal+Istikrar+-+Politika+Uygulamalari, (02.09.2019).

TCMB: Fiyat İstikrarı ve Enflasyon, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/, (28.08.2019).

TCMB: Merkez Bankası ve Finansal İstikrar, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Merkez+Bankasi+ve+Finansal+Istikrar/, (02.09.2019).

TCMB: Merkezin Güncesi, http://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/bankalar_ihrac_piy#dipnot1_link, 05.04.2019, (25.04.2019).

TCMB: Para Politikası Kurulu Kararları, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/ppk, (16.06.2019).

TCMB: **Parasal Aktarım Mekanizması**, Ankara, 2013, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES&CVID=, (16.06.2019).

TCMB: **Tasarruf-Yatırım Dinamikleri ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri**, Ankara, 2015, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1c433a55-1f29-4115-acd7-70dc3861772b/TCMB_KITAPCIK_2015_1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1c433a55-1f29-4115-acd7-70dc3861772b-m5lk1bu, (12. 09.2019).

TCMB: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, haz. Ali Vefa Çelik vd., Ankara, 2006.

TCMB: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu**, Kanun No: 1211 Kabul Tarihi: 14/1/1970, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4b4d0592-f3e1-46d2-9814-11e0ad94ab7c/TCMB_Kanun.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4b4d0592-f3e1-46d2-9814-11e0ad94ab7c-m4fukXa, (02.09.2019).

TCMB: Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Zorunlu+Karsilik+Oranlari/, (14.10.2019).

TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü: **Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu**, Yayın No. 2001/1, Ankara, 2001.

T.C. Resmi Gazete: 30.07.1981, S.: 17416, http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/17416.pdf, (09.12.2019).

T.C. Resmi Gazete: 13.05.1992, S.: 21227, http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/21227.pdf, (09.12.2019).

T.C. Resmi Gazete: 06.03.2007, S.: 26454, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/03/20070306-1.htm, (03.04.2019).

T.C. Resmi Gazete: 30.12.2012, S.: 28513, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230-1.htm, (09.12.2019).

T.C. Resmi Gazete: 09.01.2014, S.: 28877, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, (05.02.2019).

T.C. Resmi Gazete: 17.07.2014, S.: 29063, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/07/20140717-8.htm, (03.04.2019).

T.C. Resmi Gazete: 23.10.2015, S. 29511, Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Risk Ağırlıklı Tutarların Hesaplanması Hakkında Tebliğ, 3. ve 4. Maddesi, https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2015/10/20151023-16.htm, (15.12.2020).

T.C. Resmi Gazete: 18.02.2017, S. 29983, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/02/20170218-4.htm, (15.12.2018).

T.C. Resmi Gazete: SPKn Seri: III-59.1 sayılı Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140121-14.htm, (03.04.2019).

T.C. Resmi Gazete: Vergi Usul Kanunu Genel Tebliği, Sıra No: 495, Sayı: 30431, 25 Mayıs 2018, Md. 2 (1) ve (2) bendi, https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/05/20180525-9.htm, (20.06.2019).

Teker, Suat, Çağrı Özkan: "Konut Kredileri ve Menkulleştirme İçin Bir Model Önerisi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD)**, S. 37, Ocak 2008, s. 25-39.

Tekinalp, Ünal, R. Poroy ve E. Çamoğlu: **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 7. bs., İstanbul, Beta Yayınları, 1997.

Togay, Selahattin: "Finans Güdüsüyle Para Talebi: Önemi ve Yarattığı Sonuçlar", **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, C. 13, S. 1, 1998, s. 133-144.

Tokucu, Erkan: "Yapısalcı Post Keynesyen İçsel Para Arzı Yaklaşımı ve Türkiye Ekonomisinde Geçerliliği: 1986–2005", (Marmara Üniversitesi SBE Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2008.

Tunalı, Halil ve Yusuf Yalçınkaya: "Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi", **İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 66, 2016/2, 2016, s. 61-112.

Turan, Gökçen: **Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, Yayın No: 249, İstanbul, Sermaye Piyasası Kurulu, On İki Levha Yayıncılık, 2012.

Türkiye Katılım Bankaları Birliği: SPKn Seri: III, No: 33 İTMK İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, http://www.tkbb.org.tr/duzenlemeler-detay/spk--ipotek-teminatli-menkul-kiymetlere-iliskin-esaslar-hakkinda-teblig-seri-iii-no-33-rg-04082007-26603, (03.04.2019).

Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Varlık Finansmanı Raporları, TKYB Varlık Finansmanı Fonu İhraç Belgesi ve Tertip İhraç Belgesi, Aralık 2018, https://kalkinma.com.tr/biz-ne-yapiyoruz/yatirim-bankaciligi-ve-faaliyetleri/sermaye-piyasalari-danismanligi/ihrac-belgeleri-ve-ilgili-dokumanlar, (20.06.2019).

Uludağ, İlhan ve Erişah Arıcan: **Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar- Kurumlar-Araçlar),** İstanbul, Beta Basım Yayım, 1999.

U.S. General Accounting Office (GAO): **OTC Derivatives: Additional Oversight Could Reduce Costly Sales Practice Disputes**, GAO/GGD-98-5, Oct 1997.

U.S. Securities and Exchange Commission: **Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation**, Washington, 1992.

U.S. Treasury Department: **A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets,** October 2017, http://www.sfindustry.org/images/uploads/pdfs/Treasury_Report_on_Capital_Markets_-_Library.pdf, (19.04.2019).

Vatansever, Nursen: "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması", **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, C.1 S.1, 2000, s. 259-274.

Vural, Umut: "Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi", (TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2013.

Walsh, Carl E.: **Monetary Theory and Policy**, 3. bs., The MIT Press, 2010.

Wenninger, John: "Monetary Aggregates as Intermediate Targets", **Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey**, Federal Reserve Bank of New York, 1990, s. 67-108.

Wignall, Adrian Blundell: "Structured Products: Implications for Financial Markets", **Financial Market Trends**, S. 2, OECD, 2007, s. 27-57.

Woodford, Michael: "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound", **Jackson Hole Economic Policy Symposium**, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012, s. 185-288.

World Bank ve IMF: **Developing Government Bond Markets: A Handbook**, No. 22866, Washington, World Bank Publications, 2001.

Vinokurova, Natalya: "How Mortgage-Backed Securities Became Bonds: The Emergence, Evolution, and Acceptance of Mortgage-Backed Securities in the United States, 1960–1987", **Business History Conference**, Cambridge University Press, 2018.

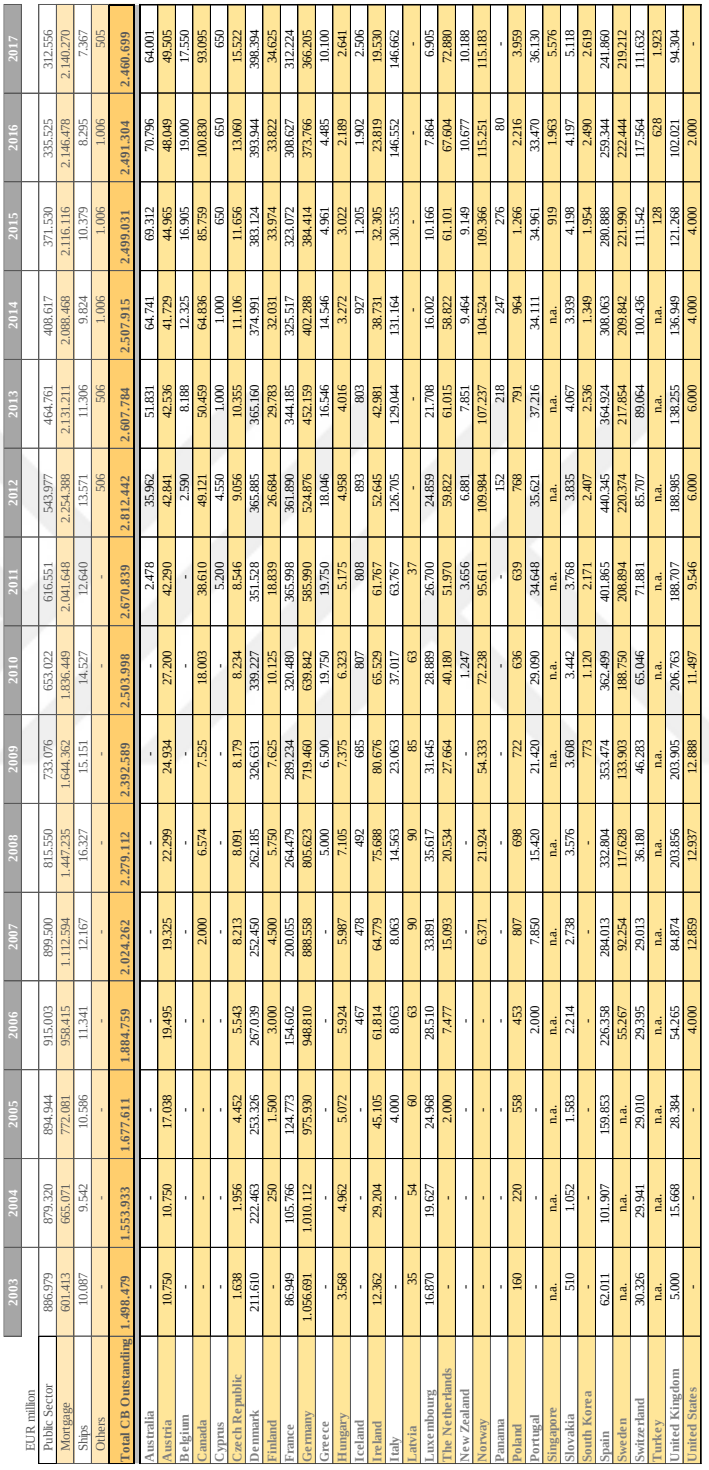
Yavuzarslan, Nursel: "Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar", (TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2011.

Yıldırım, Ayça Akkayan: "Konut Finansmanı Çerçevesinde İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler", (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2008.

Yurtkur, Asuman Koç: "Para Arzının İçselliği Hipotezi: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz (2006-2018)", **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, S. 24, 2019, s. 131-150.

Yükseler, Zafer: "Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi (2006-2011 Dönemi)", **TEK Tartışma Metni**, No. 2013/8, Türk Ekonomi Kurumu, 2013.

EK-1: Tüm Dünya Ülkelerine Ait Ödenmemiş İTMK/İpotekli Tahvil Hacmi (2003-2017)



EUR million	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Public Sector	886.979	879.320	894.944	915.003	899.500	815.550	733.076	653.022	616.551	543.977	464.761	408.617	371.530	335.525	312.556
Mortgage	601.413	665.071	772.081	958.415	1.112.594	1.447.235	1.644.362	1.836.449	2.041.648	2.254.388	2.131.211	2.088.468	2.116.116	2.146.478	2.140.270
Ships	10.087	9.542	10.586	11.341	12.167	16.327	15.151	14.527	12.640	13.571	11.306	9.824	10.379	8.295	7.367
Others	-	-	-	-	-	-	-	-	-	506	506	1.006	1.006	1.006	505
Total CB Outstanding	1.498.479	1.553.933	1.677.611	1.884.759	2.024.262	2.279.112	2.392.589	2.503.998	2.670.839	2.812.442	2.607.784	2.507.915	2.499.031	2.491.304	2.460.699
Australia	-	-	-	-	-	-	-	-	2.478	35.962	51.831	64.741	69.312	70.796	64.001
Austria	10.750	10.750	17.038	19.495	19.325	22.299	24.934	27.200	42.290	42.841	42.536	41.729	44.965	48.049	49.505
Belgium	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.590	8.188	12.325	16.905	19.000	17.550
Canada	-	-	-	-	2.000	6.574	7.525	18.003	38.610	49.121	50.459	64.836	85.759	100.830	93.095
Cyprus	-	-	-	-	-	-	-	-	5.200	4.550	1.000	1.000	650	650	650
Czech Republic	1.638	1.956	4.452	5.543	8.213	8.091	8.179	8.234	8.546	9.056	10.355	11.106	11.656	13.060	15.522
Denmark	211.610	222.463	253.326	267.039	252.450	262.185	326.631	339.227	351.528	365.885	365.160	374.991	383.124	393.944	398.394
Finland	-	250	1.500	3.000	4.500	5.750	7.625	10.125	18.839	26.684	29.783	32.031	33.974	33.822	34.625
France	86.949	105.766	124.773	154.602	200.055	264.479	289.234	320.480	365.998	361.890	344.185	325.517	323.072	308.627	312.224
Germany	1.056.691	1.010.112	975.930	948.810	888.558	805.623	719.460	639.842	585.990	524.876	452.159	402.288	384.414	373.766	366.205
Greece	-	-	-	-	-	5.000	6.500	19.750	19.750	18.046	16.546	14.546	4.961	4.485	10.100
Hungary	3.568	4.962	5.072	5.924	5.907	7.105	7.375	6.323	5.175	4.958	4.016	3.272	3.022	2.189	2.641
Iceland	-	-	-	467	478	492	685	807	808	893	803	927	1.205	1.902	2.506
Ireland	12.362	29.204	45.105	61.814	64.779	75.688	80.676	65.529	61.767	52.645	42.981	38.731	32.305	23.819	19.530
Italy	-	-	4.000	8.063	8.063	14.563	23.063	37.017	63.767	126.705	129.044	131.164	130.535	146.552	146.662
Latvia	35	54	60	63	90	90	85	63	37	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	16.870	19.627	24.968	28.510	33.891	35.617	31.645	28.889	26.700	24.859	21.708	16.002	10.166	7.864	6.905
The Netherlands	-	-	2.000	7.477	15.093	20.534	27.664	40.180	51.970	59.822	61.015	58.822	61.101	67.604	72.880
New Zealand	-	-	-	-	-	-	-	1.247	3.656	6.881	7.851	9.464	9.149	10.677	10.188
Norway	-	-	-	-	6.371	21.924	54.333	72.238	95.611	109.984	107.237	104.524	109.366	115.251	115.183
Panama	-	-	-	-	-	-	-	-	-	152	218	247	276	80	-
Poland	160	220	538	453	807	698	722	636	639	768	791	964	1.266	2.216	3.959
Portugal	-	-	-	2.000	7.850	15.420	21.420	29.090	34.648	35.621	37.216	34.111	34.961	33.470	36.130
Singapore	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	919	1.963	5.576
Slovakia	510	1.052	1.583	2.214	2.738	3.576	3.608	3.442	3.768	3.835	4.067	3.939	4.198	4.197	5.118
South Korea	-	-	-	-	-	-	773	1.120	2.171	2.407	2.536	1.349	1.954	2.490	2.619
Spain	62.011	101.907	159.853	226.358	284.013	332.804	353.474	362.499	401.865	440.345	364.924	308.063	280.888	259.344	241.860
Sweden	n.a.	n.a.	n.a.	55.267	92.254	117.628	133.903	188.750	208.894	220.374	217.854	209.842	221.990	222.444	219.212
Switzerland	30.326	29.941	29.010	29.395	29.013	36.180	46.283	65.046	71.881	85.707	89.064	100.436	111.542	117.564	111.632
Turkey	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	128	628	1.923
United Kingdom	5.000	15.668	28.384	54.265	84.874	203.856	203.905	206.763	188.707	188.985	138.255	136.949	121.268	102.021	94.304
United States	-	-	-	4.000	12.859	12.937	12.888	11.497	9.546	6.000	6.000	4.000	4.000	2.000	-

Kaynak: European Covered Bond Council (ECBC), **Fact Book 2018**, ed. Wolfgang Kälberer vd., 2018, s. 582, 584-615, https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2018/08/ECBC-Fact-Book-2018-final.pdf, (18.04.2019).
2003-2008 yılları ECBC Fact Book excel datası için; ECBC Fact Book & Statistics/ECBC Covered Bond Statistics, https://hypo.org/ecbc/publications/fact-book/, (06.04.2019).