

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

REZERV OPSİYON MEKANİZMASI

Sina Derin TUNCAY

2501120702

TEZ DANIŞMANI

Doç. Dr. Zahide AYYILDIZ ONARAN

İSTANBUL – 2019



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : SİNA DERİN TUNCAY Numarası : 2501120702
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı : PARA, SERMAYE PİYASALARI VE KURUMLAR Danışmanı : DOÇ.DR. ZAHİDE AYYILDIZ ONARAN
Tez Savunma Tarihi : 22.08.2019 Saati : 11:30
Tez Başlığı : "REZERV OPSİYON MEKANİZMASI"

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR. İSMAİL SADİ UZUNOĞLU		Kabul
2-DOÇ.DR. ZAHİDE AYYILDIZ ONARAN		Kabul
3-DOÇ.DR. ÖZLEM DURGUN		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-DR.ÖĞR.ÜYESİ ARİF SALDANLI		
2-DR.ÖĞR.ÜYESİ SONAT BAYRAM		

ÖZ

REZERV OPSİYON MEKANİZMASI

SİNA DERİN TUNCAY

Finansal piyasalar küreselleşip birbirlerine entegre olmaya başladıkça, sıcak para daha dinamik bir yapıya dönüşmüş ve kâr elde etme amacıyla girdikleri ekonomik sistemleri daha kırılgan hale getirmişlerdir. Bu durum, Merkez Bankaları açısından para politikası araçlarının seçiminin ve kullanımının önemli hale gelmesine neden olmuştur.

2008 küresel krizinden sonra tek başına fiyat istikrarına odaklanılmış bir para politikasının finansal sistemde biriken riskleri ortadan kaldıramadığı düşüncesi yaygınlık kazanmıştır. 2008 küresel krizi merkez bankacılığının paradigmasının değişmesine yol açmış ve para politikası araçlarında radikal değişiklikler yapmak zorunda kalmışlardır. Finansal istikrar hedefi çerçevesinde TCMB bir dizi önlem almıştır. Geçmişte finansal piyasalara geleneksel para politikası araçlarıyla müdahale edilirken son dönemde bu uygulamalar çeşitlenmiş finansal piyasalarda yaşanan volatiliteye karşılık olarak farklı bir para politikası bileşenini uygulamaya koymuştur. Küresel krizden çıkış sürecinde zorunlu karşılık oranlarını daha etkin kullanmaya başlayan Merkez Bankası, dolaylı sermaye akımlarının finansal istikrarı olumsuz etkilemesinin önüne geçebilmek adına Rezerv Opsiyon Mekanizması uygulamaya koymuştur. Bu yeni para politikası aracının, TCMB'nin brüt döviz rezervlerini güçlendirmesi ve bankaların likidite yönetimlerine esneklik tanınması beklenmektedir.

Bu çalışmada Merkez Bankalarının fonksiyonları tarihsel perspektiften incelendikten sonra, para politikası uygulamaları ve sonuçları ortaya koyulacaktır. Araştırmanın amacı Rezerv Opsiyon Mekanizmasının finansal istikrar üzerindeki olumlu katkılarını ölçmektir.

Anahtar Kelimeler: Rezerv Opsiyon Mekanizması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Finansal İstikrar, Para Politikası, Para Politikası Araçlar

ABSTRACT

RESERVE OPTION MECHANISM

SİNA DERİN TUNCAY

As the financial markets began to become global and integrated, capital flows became more dynamic and made the economic systems which they entered much more fragile. This situation has led Central Banks to give importance to selection and use of monetary policy instruments.

After the 2008 global crisis, the idea that a monetary policy which just focused on price stability could not eliminate the risks accumulated in the financial system. Global crisis has led central banks into a change in the paradigm and had to make radical changes in monetary policy instruments. Within the framework of the financial stability target, CBRT has taken a number of measures. The main objective of this study is to examine the impact of the use of Reserve Option Mechanism on financial stability with related variables, which was introduced as a monetary policy tool to ensure financial stability in 2010. In the past, when the financial markets were intervened with traditional monetary policy tools, these practices were diversified and new monetary policy instruments were introduced in response to the volatility experienced in financial markets. CBRT has started to use Required Reserve Ratios more effectively in the period of exiting from the global crisis. In the last period, CBRT decided to limit the negative effects of excessive volatility on the financial stability, strengthening the CBRT's gross foreign exchange reserves and provide more flexibility in liquidity management for banks.

In this study, after examining the functions of Central Banks from the historical perspective, the results of monetary policy applications will be revealed. The aim of the study was to measure the positive contribution of the Reserve Option Mechanism on financial stability.

Keywords: Reserve Option Mechanism, Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT), Financial Stability, Monetary Policy, Monetary Policy Tools

ÖNSÖZ

2008 Küresel Krizi; tek başına fiyat istikrarına odaklanılmış bir para politikasının sistemde birikecek riskleri göz ardı ettiğini, finansal piyasalarda ortaya çıkan risklerin finansal istikrar açısından bir tehdit unsuru olduğu gerçeğini gün yüzüne çıkarmıştır. TCMB; 2010 yılında küresel krizin etkileri sonlanmaya başlayınca Para Politikası Çıkış Stratejisini uygulamaya koymuş, fiyat istikrarını gözetirken finansal istikrarı göz ardı etmediği yeni para politikası bileşenini aktif olarak kullanmaya başlamıştır. Yeni para politikası bileşeniyle Rezerv Opsiyon Mekanizması kullanılmaya başlanmış, Zorunlu Karşılık Politikasından daha aktif bir şekilde yararlanılmış ve faiz koridoru piyasa koşullarına göre şekillendirilmiştir. Çalışmada yeni bir para politikası aracı olarak uygulamaya konulmuş olan Rezerv Opsiyon Mekanizmasının finansal istikrara sunduğu katkı araştırılacaktır.

Tez danışmanlığımı üstlenen ve tecrübesiyle bana yol gösteren Doç. Dr. Zahide Ayyıldız Onaran'a, desteklerini her koşulda yanımda hissettiğim aileme, pozitif enerjilerini hiçbir zaman esirgemeyen yakındaki ve uzaktaki bütün dostlarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Sina Derin TUNCAY

İSTANBUL, 2019

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
GRAFİKLER LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI

1.1. Merkez Bankası.....	3
1.2. Merkez Bankalarının Kuruluşu	5
1.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Kuruluşu.....	6
1.4. Merkez Bankasının Görev ve Sorumlulukları.....	9
1.4.1 Fiyat İstikrarı	9
1.4.2. Finansal İstikrar	10
1.4.3. Döviz Kuru Rejimi	12
1.4.4. Banknot Basma ve Emisyon.....	12
1.4.5. Ödeme Sistemlerinin Kurulması ve İşletilmesi	13
1.5. Para Politikası	14
1.5.1. Sıkı Para Politikası	16
1.5.2. Gevşek Para Politikası	17
1.6. Para Politikası Araçları.....	18

1.6.1. Geleneksel Para Politikası Araçları	19
1.6.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	19
1.6.1.2. Reeskont Politikası	21
1.6.1.3. Zorunlu Karşılık Oranları	22
1.6.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları	24
1.6.2.1. Kısa Vadeli Faiz Oranları	25
1.6.2.1.1 Bir Hafta Vadeli Repo İhalesi	26
1.6.2.1.2 Gecelik Faiz Oranları	27
1.6.2.1.3 Geç Likidite Penceresi	28
1.6.3. Merkez Bankası Tarafından Sunulan Hazır İmkânlar	29
1.6.4. TCMB Net Fonlama ve Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti	30
1.7. Para Politikasının Temel Hedefleri	30
1.7.1. Tam İstihdam	30
1.7.2. Ekonomik Büyüme	31
1.7.3. Fiyat İstikrarı	32
1.8. Para Politikası Stratejileri	33
1.8.1. Döviz Kuru Hedefleme	33
1.8.2. Parasal Hedefleme	34
1.8.3. Enflasyon Hedeflemesi	35
1.9. Kuramsal Görüşlere Göre Para Politikası	38
1.9.1. Neo-Klasik Ekolün Miktar Teorisi	39
1.9.2. Keynesyen Yaklaşım	41
1.9.3. Monetarist İktisatçıların Para Politikası Yaklaşımı	42
1.10. TCMB'nin Uyguladığı Para Politikalarının Gelişimi	43
1.10.1. 2000 yılı Enflasyonla Mücadele Programı	43
1.10.2. 2001 Krizi Sonrası Yapısal Değişiklikler	45

1.10.3. 2010 Yılı Öncesindeki Fiyat İstikrarı Merkezli Para Politikası	46
1.10.3.1. Merkez Bankası Kanununda Yapılan Değişiklikler	47
1.10.3.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005).....	47
1.10.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2006)	48
1.10.4. Küresel Kriz Sonrasında Yeni Para Politikası Tasarımı	49
1.10.4.1. Yeni Para Politikası Tasarımı	50
1.10.4.2. Merkez Bankası İletişim Politikası	50

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR

2.1. Finansal İstikrar.....	53
2.1.1. Finansal İstikrarın Önemi	55
2.2. Sistemik Risk	56
2.3. Stres Testleri.....	56
2.4. Merkez Bankası Bağımsızlığı	57
2.5. Kırılgan Beşli ve Türkiye.....	58
2.6. Parasal Aktarım Mekanizması	60
2.6.1. Faiz Kanalı	61
2.6.2. Varlık Fiyatları Kanalı.....	63
2.6.3. Döviz Fiyatları Kanalı	63
2.6.4. Beklentiler Kanalı.....	64
2.6.5. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler.....	67

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

REZERV OPSİYON MEKANİZMASI

3.1. Finansal İstikrara Yönelik Para Politikası Bileşeni.....	68
3.1.1. Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası Yaklaşımı	69
3.1.1.1. Rezerv Opsiyon Mekanizması	71
3.1.1.2. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Oluşturulma Aşaması	75
3.1.1.3. ROM'un Otomatik Dengeleyici Özelliği.....	76
3.1.1.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Finansal İstikrar	77

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

REZERV OPSİYON MEKANİZMASI'NIN FİNANSAL İSTİKRARA OLAN KATKISININ ÖLÇÜLMESİ

4.1. Araştırmanın Amacı.....	78
4.2. Araştırmanın Yöntemi.....	78
4.2.1. Literatür	78
4.3. Volatilite.....	82
4.4. Cari İşlemler Dengesi.....	84
4.5. Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervi	85
4.6. Toplam Kredi Hacmi	86
4.7. Rezerv Opsiyon Kullanımı.....	87
4.8. Durağanlık Analizi	88
4.8.1. Dickey Fuller Birim Kök Testi.....	89
4.8.2. Regresyon Analizi	91
SONUÇ	93
KAYNAKÇA.....	96

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Değerler (%)	38
Grafik 2: Rezerv Opsiyon Mekanizması İnşa Süreci	75
Grafik 3: Türk Lirası ve Yabancı Para Kaynak Maliyetlerinin Değişimi	76
Grafik 4: Döviz Sepeti Volatilitesi	83
Grafik 5: Cari İşlemler Dengesi	85
Grafik 6: TCMB Brüt Döviz Rezervleri	86
Grafik 7: Toplam Kredi Hacmi (Milyon TL)	87
Grafik 8: Rezerv Opsiyon Kullanımı (Milyon USD)	88

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: EFT Sistemi	13
Şekil 2: Para Politikası Şeması.....	25
Şekil 3: Parasal Aktarım Mekanizması Şeması	61
Şekil 4: Yeni Para Politikası Çerçevesi.....	70



TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Dünya'da Kurulan İlk Merkez Bankaları.....	6
Tablo 2: Türk Lirası Cinsinden Zorunlu Karşılıklar	24
Tablo 3:Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranı	24
Tablo 4: Makroekonomik Veriler (Kırılgan Beşli)	59
Tablo 5: Kırılgan Beşli'nin Ulusal Para Birimlerindeki Değer Kayıpları	59
Tablo 6: Döviz Tesis İmkânı Dilimleri için Rezerv Opsiyon Katsayıları.....	74
Tablo 7: Altın İmkân Dilimleri için Rezerv Opsiyon Katsayıları.....	74
Tablo 8: Döviz Sepetinin Günlük Getirilerinin Standart Sapmaları	84
Tablo 9 : Akaike, Schwarz'a Göre Gecikme Uzunluklarının Saptanması.....	90
Tablo 10: Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi (Düzey Verileri).....	90
Tablo 11: Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi (1. Derece Farkı Alınmış).....	90
Tablo 12: ROM ve Brüt Döviz Rezervi Regresyon Tablosu	91
Tablo 13: ROM ve Toplam Kredi Hacmi Regresyon Tablosu	91
Tablo 14: ROM ve Genel Ödemeler Dengesi Regresyon Tablosu	92
Tablo 15: ROM ve Döviz Sepeti Regresyon Tablosu.....	92

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey Fuller
AOFM	: Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
API	: Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	: Borsa İstanbul
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
EFT	: Elektronik Fon Transferi
EMKT	: Elektronik Menkul Kıymet Transferi
FED	: Federal Reserve
OPEC	: Organization of Petroleum Exporting Countries
OVP	: Orta Vadeli Program
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
TBMM	:Türkiye Büyük Millet Meclisi

GİRİŞ

2008 küresel krizi öncesinde Merkez Bankaları için tek başına kısa vadeli faiz oranlarını ayarlamak finansal kararları yönlendirmede etkili olmuştur. Küresel kriz esnasında ortaya çıkan tablo finansal panik ortamının sadece kısa vadeli faiz oranlarıyla kontrol altına alınamayacağı ortaya çıkarmıştır. Bu noktada merkez bankaları geleneksel para politikası yaklaşımının dışına çıkarak bir takım yeni enstrümanları uygulamaya koymuşlardır (Posen, 2016, s. 1).

Küresel krizin olumsuz etkileri ortadan kalkmaya başladıkça, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 10 Nisan 2010 tarihinde çıkış stratejisi adı altında bir dizi para politikası bileşenini uygulamaya koymuştur. Fiyat istikrarını sağlamak için uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi, aynı zamanda finansal istikrarı sağlama konusunda yetersiz kalmaktaydı. Bu sebeple TCMB fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrarı sağlamak için ROM, zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi ve kısa vadeli faiz oranlarından oluşan para politikası bileşenini bir arada kullanmaya başlamıştır. Finansal istikrarın önemi, özellikle küresel krizden sonra daha iyi anlaşılmaya başlanılmış, küresel krizden sonra uygulanan para politikası, finansal istikrarı da kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

Finansal piyasalarda istikrarlı yapıyı korumak isteyen merkez bankalarının oluşan varlık balonlarını ve riskleri göz ardı etmemesi gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarsızlığın yarattığı olumsuz sonuçlar daha büyük olabilmektedir. Özellikle küresel kriz sonrasında oluşan düşük faiz ortamı, dolaylı sermaye akımları artan risk iştahına paralel olarak Türkiye gibi gelişen piyasa ülkelerine yöneltmiş, sıcak paranın girdiği bu ülkelerin para birimleri aşırı değerlenmiş, kurdaki bu değerlenmeye bağlı olarak cari işlemler dengelerinde bozulmalar gözlemlenmiştir. Bütün bu gelişmeler finansal istikrar açısından risklidir. Merkez Bankası bu noktada bazı önlemler almıştır. Kısa vadeli faiz oranlarının olması gerekenden daha düşük seviyelerde tutulması dolaylı sermaye akımlarının yaratacağı volatilité riskini bir süreliğine bertaraf etse de düşük faiz oranları hızla büyüyen bir iç talebe ve enflasyonist baskıya dönüşebilmektedir. Bu durum fiyat istikrarı açısından risk teşkil etmektedir. Merkez Bankası açısından fiyat ve finansal istikrarı gözetken yeni

bir para politikası bileşenini uygulamaya almak kaçınılmaz olmuştur. Merkez Bankası finansal istikrarı tehdit eden riskleri bertaraf edebilmek adına; sıcak para girişini ve kredilerdeki büyüme hızını kontrol altına almayı hedeflemiştir. Küresel krizden sonra oluşan bu ekonomik konjonktürde kısa vadeli faiz oranları, zorunlu karşılıklar ve ROM'u aktif bir şekilde kullanmaya başlamıştır (Başçı & Kara, 2011, s. 2).

Merkez Bankalarının uyguladığı para politikalarının etkileri orta ve uzun vadede belirginleşmektedir. Bu tez çalışmasının amacı 2011 yılında kullanılmaya başlanılan Rezerv Opsiyon Mekanizmasının döviz piyasalarındaki volatilité ve finansal istikrara olan etkisinin araştırılmasıdır. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının yenilikçi bir para politikası aracıdır ve diğer gelişen piyasa ülkeleri tarafından kullanılmadığı için etkilerinin ölçülmesinin yol gösterici olacağı düşünülmektedir. Tezin son bölümünde zaman serilerinin durağanlığı sınıandıktan finansal istikrara olan katkısı ölçülecektir. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının 7 senelik bir süre zarfındaki etkilerinin dönemlere ayrılarak incelenmesi bu tezi önceki çalışmalardan farklı kılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI

1.1. Merkez Bankası

İlk madeni para, M.Ö 6. Yüzyılda Lidya krallığında, altın ve gümüşün doğal bir alaşımı olan elektrondan üretilmiştir (Kishtainy, 2017, s. 24). Paranın ortaya çıkması, beraberinde değer yönetimi problemini getirmiş; krallıklar ve hükümetlerin kontrolünde olan paranın yönetimi görevi, 17. Yüzyıldan itibaren modern merkez bankalarının sahneye çıkmasıyla beraber bu kurumlara devredilmiştir. Kuruldukları ilk yıllarda ana sorumluluğu emisyon ve bütçe açıklarını fonlamak olan merkez bankalarının görevleri zamanın şartlarına göre evrim geçirmiştir.

Ralph George Hawtrey, Merkez Bankacılığı Sanatı kitabında Merkez Bankalarını son kredi mercii, yani bankaların bankası olarak tanımlamıştır (Hawtrey, 2012, s. 116). Hawtrey'nin yaptığı tanımın 2018 yılında da geçerliliğini koruduğunu söyleyebiliriz fakat Merkez Bankaları bugün milenyumun ikinci çeyreğine yaklaşırken birtakım farklı işlevlere de sahiptir.

Merkez Bankaları, bir ülkede uygulanan iktisat politikasının iki ana sacayağından biri olan para politikasının yürütülmesinden sorumludur. Diğer sacayağı olan maliye politikası ise hükümetler tarafından yürütülmektedir.

Merkez bankalarını en geniş tanımıyla, bir ülkenin para ve kur politikasının yürütülmesinden sorumlu resmi kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır. Dünyadaki ticaret ağı genişledikçe ve sınırlar yavaş yavaş ortadan kalkmaya başladıkça, para politikası tasarımı ve ülkelerin kur politikaları giderek daha önemli hale gelmiştir. Her ülkenin ve parasal birliğin kendi Merkez Bankası vardır. Merkez Bankaları, fiyat istikrarı hedefinden uzaklaşmamak koşuluyla ülke ekonomisine likidite sağlamak ve ulusal paranın değerini korumayı hedeflemektedirler.

Merkez bankalarının görev ve sorumlulukları, ilk kuruldukları yıllardan bu yana meydana gelen bir dizi olay sonucunda evrim geçirmiştir (Fischer, 1995, s. 1). 1929 Büyük Bunalımı, 1970'lerde OPEC krizi sonrası ortaya çıkan stagflasyon ve 2008

Küresel Krizi merkez bankasının temel hedef ve amaçlarının değişmesinde meydana gelen önemli gelişmelerdir. Bu gelişmeler sonucunda merkez bankaları sürdürülebilir ekonomik büyüme, fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi konulara daha çok odaklanmaya başlamış, ekonomideki koşullara göre araç setlerini çeşitlendirmiştir.

Finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesi, sürdürülebilir büyüme, tasarrufların ve yatırımların artmasına bağlıdır. Bu sebeple merkez bankaları günlük ekonomik aktivitedeki ve finansal sistemdeki sağlıklı işleyişi devamlı kılmak için para piyasalarına likidite sağlarlar. Bir ekonomide tasarruflarla yatırımlar arasındaki parasal aktarım mekanizmalarının kusursuz işlemesi, ekonomide sürdürülebilir büyümeyi desteklemesi, işsizliği azaltması, hane halkı gelirini arttırması beklenilmektedir. Diğer bütün bu özelliklerine ek olarak, Merkez Bankalarının sosyal refahı arttırmaya yönelik görevleri de vardır. Merkez Bankaları, para politikalarını uygularken genellikle kısa vadeli faiz oranlarından yararlanmakta, likidite ihtiyacı olan bankalara destek olmaktadır. Aynı şekilde likidite fazlası olan bankalardan da fon toplamaktadırlar. Son kredi merci olma özellikleri bu işlevlerinden gelmektedir.

Siyasi otoriteden bağımsız merkez bankaları, fiyat istikrarı ve diğer hedeflerine ulaşmaları konusunda daha başarılı performans göstermektedirler (Walsh, 2010, s. 21-26). Merkez Bankasının bağımsız olması, makroekonomik performansı da olumlu etkilemektedir. Hedeflerine ve amaçlarına odaklanırken Merkez Bankalarının bağımsız olmaları oldukça önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır (Summers & Alesina, 1993, s. 151-162).

Önceki paragraflarda da belirttiğimiz gibi Merkez bankasının temel görevi para politikasını yürütmektir. Diğer ana sorumluluklarını ise aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.

- Banknot ihraç etmek
- Fiyat İstikrarı
- Finansal İstikrar
- Döviz Kuru Rejimi
- Ödeme sistemleri oluşturmak.

1.2. Merkez Bankalarının Kuruluşu

Paranın kullanılmaya başlanması ve hükümetler tarafından kontrol edilmesi çok eskilere, antik çağlara kadar uzansa da modern anlamda merkez bankaları 17. yüzyılda kurulmuştur. Ticari bankaların ortaya çıkmasıyla birlikte bir para otoritesine duyulan ihtiyaç daha çok hissedilir hale gelmiştir.

17.yüzyılın başlarında Altın Çağını yaşayan Hollandalılar, kolonileşme döneminde altın rezervlerini güçlendirip, Amsterdam'ı Avrupa'nın ticaret ve finans merkezine dönüştürdüler. Altın rezervlerinin Amsterdam'da toplanması tasarruf fazlasının, dönemin servet sahiplerini para piyasalarına yöneltmiş böylece Amsterdam'ın en güçlü bankası olan Wisselbank dönemin finans dünyasında merkezi bir konuma ulaşarak, ulusal ve uluslararası ödemeler için etkin, verimli ve güvenilir bir sistem kurmuş ve ilk uluslararası rezerv para birimini oluşturmuştur. Wisselbank'ın finansal yenilikleri, günümüzde dünya ekonomisinde hayati bir rol oynayan merkezi bankacılık sisteminin doğuşu ve gelişimi için temellerin oluşturulmasına yardımcı olmuştur (Quinn & Roberds, 2006, s. 2). Wisselbank'ın bu yeni merkez bankacılığı sistemi Sverige Riksbank'a ve Bank of England'a model olmuştur (Britannica, 2017).

Günümüzdeki faaliyet alanına benzer biçimde çalışan ilk merkez bankası 1668 yılında kurulan Sverige Riksbank'tır. Sverige Riksbank 1668 yılında şirket statüsünde kurulmuş olup, devlete kaynak sağlamış ve diğer bankalar için takas bankası görevini üstlenmiştir. 17.yüzyıldan beri var olan merkez bankaları kuruldukları ilk yıllarda, devletin bankası olarak para basmaktan ve son kredi mercii olarak piyasaya likidite sağlamaktan sorumlulardı. Emisyon hacminin kontrol edilme ihtiyacı, merkez bankalarını bugünkü işlevlerine kavuşturmuştur (Riksbank, t.y.).

Kuruldukları ilk yıllarda hükümetlerin finansal gücünü arttırma işlevi görmüşlerdir. Daha sonra 1694 yılında Bank of England kurulmuş ve devleti karşılıksız fonlamaya başlamıştır. İngiltere ve Fransa'nın 9 yıl savaşı sırasında hazineyi finanse etme görevini üstlenmiştir.

Bazı kaynaklarda da Bank of England'ın bankacılık sistemine likidite sağlama fonksiyonu sebebiyle günümüzdeki merkez bankalarına benzer ilk kurumsal yapı

olduğu söylenilmektedir (Capie, 1995, s. 9-25). İlk Merkez Bankaları kimi zaman finansal sıkıntıları gidermek adına da hamlelerde bulunmuştur. Mesela Fransız devrimi esnasında finansal destek sağlayan bankalar daha sonra birleşerek Banque de France'ı kurmuşlardır. Napolyon'a olan destekleri karşılığında yönetim konusunda birçok ayrıcalık elde etmişlerdir (Bordo, 2018, s. 4).

Dünya tarihindeki ilk banknot, 7. Yüzyılda Çin'de basılmıştır. Tang hanedanı döneminde tüccarların ticaret yaptıkları yerlerde para çekebilmesini ve yatırabilmesini kolaylaştırabilmek adına kullanılmaya başlanılmıştır. Banknotların Avrupa'da kullanılmaya başlanması 17. Yüzyılı bulmuştur. Deniz kabuğuyla başlayan paranın evrim süreci, bugün sanal para birimleri ve plastik parayla devam etmektedir. Günümüzün Avrupa Merkez Bankası'nın temelini oluşturan Bundesbank'ın temelleri ise 1948 yılında savaş sonrasında atılmış ve 1958 yılında kurulmuştur. Merkez Bankaları, 1920 yılındaki Uluslararası Maliye konferansı sayesinde dünyaya yayılmıştır (Weatherford, 2019).

Tablo 1: Dünya'da Kurulan İlk Merkez Bankaları

Merkez Bankası	Kuruluş Tarihi
Sverige Riksbank	1668
Bank of England	1694
Banque de France	1800
Nederlandsche Bank	1814
Austrian National Bank	1814
Norges Bank	1816
Danmarks National Bank	1818
Belgian National Bank	1850
Banco de Espana	1874
Reichsbank Germany	1876
Bank of Japan	1882
Banca d'Italia	1893

Kaynak: Merkez Bankalarının Resmi Web Siteleri

1.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Kuruluşu

Osmanlı devletinde para arzı, dış ödemeler, döviz rezervlerinin kontrolü gibi operasyonları hazine ve darphane yürütmekteydi (TCMB, 2018e, s. 6).

Osmanlı Devleti zamanında bir Merkez Bankası kurulamamasının en önemli nedenlerinden biri Osmanlı Devleti'nin son dönemlerinde ekonomik bağımsızlığını kaybetmesi yer almaktaydı. Ekonomik bağımsızlığın önündeki en önemli engellerden biri, Osmanlı'nın son dönemlerinde bağımsız karar alabilme kabiliyetini kısıtlayan kapitülasyonlardır. Baş gösteren finansal problemler, Osmanlı'nın ilk kez 1854 yılında dış borç almasına yol açmıştır. İlk kez Kırım Savaşı'nın finansmanı için alınan dış borçların faizleri birikince borç veren ülkeler, Osmanlı'nın finansal sistemini kontrol edebilmek maksadıyla Düyûn-u Umûmiye'yi kurmuş, Osmanlı'nın gelirleri bu kurum tarafından idare edilmeye başlanılmıştır. Düyûn-u Umûmiye önce finansal ardından siyasal bağımsızlığın yitirilmesine yol açmıştır (Eğilmez, 2018, s. 130-132).

Osmanlı devletinde bütçe açık verdiğinde veya seferlerin finanse edilmesi gerektiğinde Levantenlere veya Galata bankerlerine başvurulmaktaydı (Pamuk, 2000, s. 202-203). Osmanlı Devleti'nin banknotu olan kaimeyi basma hakkını ise İngiltere merkezli bir banka olan o zamanki adıyla Bank-ı Osmanî-i Şahane (Osmanlı Bankası) elde etmiştir. Osmanlı Bankası'nın 19. yüzyılda kurulan diğer bankalardan tek farkı, altın karşılığında banknot ihracı yetkisine sahip olmasıydı. Osmanlı Bankasının Osmanlı Devleti açısından bir merkez bankası işlevini tam olarak görmemesinin nedenini, bankanın emisyon tekniğini ve politikasının nasıl işlediğinden çıkarmak mümkündür. Savaş yılları esnasında Osmanlı Bankasının tutumu kamuoyunda rahatsızlık yaratmış ve milli bir merkez bankası kurulması fikri 1920'li yılların başında konuşulmaya başlanmıştır. Kurtuluş Savaşı'nın en önemli özelliklerinden biri de bu savaşın arkasında bir devlet bankası olmadan finanse edilmiş olmasıdır (Kazgan, Koraltürk, & Öztürk, 2000, s. 17).

Atatürk 1923 yılında verdiği demeçte ekonomik bağımsızlığın önemine dikkat çekmiştir: *“Güzel vatanımızı fakirliğe, memleketimizi haraplığa sürükleyen çeşitli sebepler içinde en kuvvetli ve en önemlisi, ekonomimizde bağımsızlıktan yoksun olmamızdır. Memnunluğa ve övünmeye değer ki, bu bağımsızlığı bugün fiilen elde etmiş bir durumda bulunuyoruz. Ancak, fiilen sahip olduğumuz bu bağımsızlığı, düşmanlarımıza şeklen ve resmen de onaylatmak gerekmektedir. Devletin ve milletin son hedefi, işte bu noktayı sağlamaya yönelmiştir. Kuvvetle ümit ediyoruz ki, bu*

noktayı sağlamada başarı kazanılacaktır. Bu nokta o kadar önemli ki, onu kesinlikle elde edeceğiz ‘’ (Atatürk Araştırma Merkezi, 2006, s. 302-303).

1923 yılında gerçekleştirilen İzmir İktisat Kongresinde, Kurtuluş Savaşı ile kazanılan siyasi bağımsızlığın ekonomide de kazanılması gerekliliği öngörülmüş ve bağımsızlığın simgesi olarak merkez bankası kurulması gerektiği fikri dile getirilmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti’nin ilk ulusal bankası olan Türkiye İş Bankası Atatürk’ün isteğiyle 1924 yılında İzmir İktisat Kongresi’nden sonra kurulmuştur. İlk başlarda Türkiye İş Bankası’nın merkez bankasına dönüştürülmesi düşünülmüştür. Dönemin Maliye Bakanı Abdülhalik Renda 1927 yılında merkez bankasının kurulması hakkındaki ilk kanun teklifini meclisin onayına sunmuştur (TCMB, t.y.a).

Cumhuriyet hükümeti, Osmanlı hükümetinin çıkarmış olduğu paraları Cumhuriyet hükümetinin paraları ile değiştirme kararı almıştır. Bu operasyon için ise Osmanlı Bankası ile anlaşmıştır. 1929 krizi ile bir devlet bankasına ihtiyaç duyulduğu fikri daha da güçlenmiştir. (Alkin, 2009, s. 82-83).

Merkez Bankası kanunu 11 Haziran 1930 yılında kabul edilmiş ve TCMB 3 Ekim 1931 tarihinde diğer kamu kurumlarından farklı olarak anonim şirketi formunda faaliyetlerine başlamıştır (Kazgan, Koraltürk, & Öztürk, 2000, s. 21). TCMB’nin kurulmasının en önemli iki sonucu: bağımsız bir şekilde milli paranın basılması ve para politikasını yönetecek bir kurumun ortaya çıkmasıdır (Eğilmez, 2018, s. 138).

Merkez Bankası’nın kuruluşu Türkiye Cumhuriyeti tarihi açısından önemli bir aşamadır. Bazı bağımsız ülkeler merkez bankası kuracak atılımı yapamazken TCMB, uzun yıllar meritokrasinin hâkim olduğu bir kurum olarak işlevini başarıyla sürdürmüştür (TCMB, t.y.a).

TCMB’nin sermayesi 25.000 TL’dir ve 250.000 adet paydan oluşmaktadır. Paylarının büyük çoğunluğu Hazine’ye ait olmasına rağmen bağımsızlığının ve bir cumhuriyet kurumu olduğunun vurgulanması ve merkezi idareden bağımsızlığının vurgulanması için ismi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası olarak belirlenmiştir. Bağımsızlıktan kasıt edilen araç bağımsızlığıdır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası temel amacı

olan fiyat istikrarını sağlamaya çabalarken para politikası seçimi açısından bağımsızdır.

- A sınıfı paylar Hazine Müsteşarlığı'na aittir. (%55,12)
- B sınıfı paylar Türkiye'de faaliyet gösteren milli bankalara aittir. (%25,74)
- C sınıfı paylar 15.000 hisseyi geçmemek üzere milli bankalar dışında kalan diğer bankalar ile imtiyazlı şirketlere aittir. (%0,02)
- D sınıfı paylar ise Türk ticaret işletmelerine ve yerli tüzel ve gerçek kişilere aittir (%19,12) (TCMB, 2017a, s. 2).

1.4. Merkez Bankasının Görev ve Sorumlulukları

TCMB, para ve kur politikasının yürütülmesinden tek elden sorumlu olan kurumdur. Merkez bankasının temel görevi fiyat istikrarıdır. Finansal sistemdeki istikrarı korumakla alakalı tedbirleri almakla görevlendirilmiştir. Bu görevlerinin yanı sıra ülkemizde tedavüldeki banknotların basımından, basılan banknotlarında dolaşımının sağlanmasından ve ödeme sistemlerinin kurulmasından ve işletilmesinden sorumludur. Merkez bankasına tüm bu sorumluluklar Merkez Bankası Kanunu ile verilmiştir. Merkez Bankası başkanı 4 yıllık bir dönem için Cumhurbaşkanı tarafından atanmaktadır (TCMB, t.y.b).

Mishkin'e göre aşağıdaki görev ve sorumlulukları eksiksiz yerine getiren bir merkez bankasının başarılı olması beklenilmektedir (Mishkin, 2000, s. 1-14).

- Fiyat istikrarı uzun dönemli para politikasının uzun vadeli hedefi olmalıdır.
- Fiyat istikrarı gözetilirken finansal istikrar göz ardı edilmemelidir.
- Merkez Bankasının araç bağımsızlığı olmalıdır.
- Merkez Bankası hesap verebilmeli, şeffaf ve iletişim politikalarını etkin kullanmalıdır.

1.4.1 Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, ekonomik birimlerin karar alırken göz ardı edebileceği derecede düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade etmektedir.

Günümüzdeki merkez bankalarının büyük çoğunluğunun öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olmasının sebebi, yüksek enflasyonun ekonomik karar alma sürecini karmaşıktırması, ekonomideki belirsizlikleri artırıp ekonomik aktiviteyi daraltmasıdır. Yüksek enflasyon, paranın satın alma gücünü zayıflatır ve tasarrufların değerini düşürmektedir.

Makul düzeyde bir enflasyon oranı, fiyat istikrarının olduğu bir ekonomi ile ilişkilendirilebilir. Gelişmekte olan ülkeler için %1-2 arasındaki enflasyon oranı optimal bir seviye iken, gelişmekte olan ülkelere %4-6 arasında bir enflasyon oranı makul kabul edilebilir (Castelnuovo, Altinari, & Palenzuela, 2003, s. 10-13).

Fiyat istikrarını hedefleyen bir merkez bankası enflasyon ile olduğu kadar deflasyonla da mücadele etmektedir. Fiyatlar genel seviyesindeki sistematik düşüşü ifade eden deflasyon da fiyat istikrarı hedefi ile çelişmektedir (White, 2006, s. 117). Fiyat istikrarı kavramından ilk aşamada enflasyonla mücadele tanımı çıkarılsa da Japonya Merkez Bankası 90'lı yılların ortalarından beri fiyatlar genel seviyesinin sistematik bir şekilde düşmesiyle mücadele etmektedir. Çoğu zaman deflasyon daha tehlikeli bir hal alır ve merkez bankalarının daha çetin bir mücadele vermesini gerektirebilmektedir. Deflasyon ortamında, hane halkının tüketimlerini, şirketlerin ise yatırımlarını ertelemesi sonucunda ekonomik büyüme hızı yavaşlamaktadır (Kuroda, 2016, s. 1-14).

2001 yılında yapılan kanuni değişikliklerle, merkez bankası enflasyonla mücadele çerçevesinde araç bağımsızlığı uygulanmaya başlanmış ve enflasyon hedeflemesi rejiminin önkoşulu olan şeffaflık, kurumsal yönetim gibi ilkeler TCMB'nin önceliği haline gelmiştir. Merkez Bankası 2001 yılından itibaren temel amacı olan fiyat istikrarı ortamını kısa vadeli faiz oranları ile yönetmiştir. Kullanacağı para politikası araçlarını da bu hedefe göre çeşitlendirmiştir. 2006 yılından beri enflasyon hedeflemesi rejimi izlenmektedir.

1.4.2. Finansal İstikrar

Finansal istikrar, reel ekonomi ile finans sektörü arasındaki sağlıklı ve sürdürülebilir bir ilişkinin kurulduğu durumdur. Finansal istikrarın önemi 90'lı yılların başlarında

gündeme gelmiştir. Finansal istikrarın olduğu bir ekonomi büyüme, tam istihdam, fiyat istikrarı gibi olumlu gelişmeleri de beraberinde getirecektir (Schinasi G. J., 2005, s. 3).

Yeni finansal araçların ortaya çıkmasıyla, sermaye hareketlerinin hız kazanması finansal istikrar kavramının ortaya çıkmasını zorunlu kılmıştır. Tek başına fiyat istikrarına odaklanılmış bir para politikası stratejisinin başarılı olamayacağı ortaya çıkan krizler neticesinde deneyimlenmiştir ve merkez bankacılığına bakış açısı finansal istikrarı kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

Finansal sistemde meydana gelebilecek aksaklıklar para politikasının etkinliğini önemli ölçüde bozabilmektedir, ekonomik büyümeyi yavaşlatabilmektedir ve işsizliği arttırabilmektedir. Merkez bankaları bu sebeple finansal istikrara yönelik tedbirler almaktadırlar. Merkez Bankası 6 aylık periyotlarla yayınladığı Finansal İstikrar Raporu ile makroekonomik ve finansal istikrar alanındaki gelişmeleri kamuoyu ile paylaşmaktadır.

Merkez bankası finansal istikrar hedefine ulaşmaya çalışırken finansal piyasalarda yaşanan gelişmeleri yakından izlerler. Makroekonomik verileri takip ederler, hükümetle istişarelerde bulunur, oluşabilecek riskleri bertaraf edebilmek için zorunlu karşılık oranları gibi otomatik dengeleyici fonksiyona sahip para politikası araçlarını düzenlerler. Tüm bunlara ek olarak ödeme mekanizmalarını işletirler.

Merkez Bankası'nın finansal istikrara yönelik attığı adımlar genel hatlarıyla aşağıdaki gibidir.

- Finansal piyasalardaki aktörlerin davranışlarını yönelik düzenlemeler yapmak.
- Finansal sistemin denetimi.
- Finansal piyasa aktörlerini koruyucu önlemler alarak, güven ortamını sağlamak.

Merkez bankasının finansal istikrara yönelik attığı bu adımlar, piyasa genelinde sistemik bir risk oluşmasını önleyecektir. Ekonomik verilerin ve bilgilerin düzenli olarak toplanması ve oluşabilecek hasarlara karşı önceden önlem alınması da oldukça önemli bir faktördür (Erçel, 1998, s. 1-3).

1.4.3. D v z Kuru Rejimi

Merkez Bankası, d v z kuru rejimini hükümetle beraber belirlemekte, biçimlendirmekte ve uygulamaktadır. Merkez Bankası kur politikası uygulamalarını yönetirken uyguladığı para politikasına uygun bir şekilde hareket etmesi gerekmektedir.

Uzun yıllar sabit d v z kuru rejimi uygulayan Türkiye, 80'li yıllarda Merkez Bankasının dar bir bant içerisinde müdahale ettiğı dalgalı kur rejimine geçmiştir. Türkiye'de 2000'lere kadar müdahaleli dalgalı kur rejimi uygulanmıştır. 2000 yılında, krizin öncesinde belirli bir bant içerisinde dalgalanan kur rejimi uygulanmış, krizin ertesinde ise serbest dalgalı kur rejimine ge ileceğı duyurulmuştur. Uygulamada ise Merkez Bankası d v z kurlarındaki aşırı volatilitenin fiyat istikrarına verebileceğı hasarı önleyebilmek adına d v z alım veya satım ihaleleri düzenleyebilmektedir. Bu sebeple günümüzde müdahaleli dalgalı d v z kuru rejimi uygulandığını söyleyebiliriz. Müdahaleli dalgalı d v z kuru rejimi bugün dünyada en yaygın olarak kullanılan sistemdir. TCMB son dönemde, finansal istikrarın bir parçası olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması, TL Uzlaşmalı Vadeli D v z İhaleleri yöntemini kullanarak d v z piyasalarında yaşanabilecek volatilitenin önüne geçmeye çabalamaktadır. Merkez Bankası bunlara ek olarak ülke ekonomisindeki d v z rezervlerini saklamak ve yönetmekten de sorumludur.

1.4.4. Banknot Basma ve Emisyon

Türkiye'de dolaşımdaki banknotların basılması ve emisyon hacminin belirlenmesi yetkisi Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na devredilmiştir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, 1970)

TCMB; dünyada kendi matbaasına sahip sayılı merkez bankalarından biridir. Merkez Bankası emisyon miktarını belirler, basım ve dağıtım işlemini gerçekleştirir. Merkez Bankası emisyonu dolaşıma sokma operasyonlarını ve toplama işlemlerini tedavüle banknot verme ve tahsilat işlemlerini 21 şubesi ile sürdürmektedir. TCMB'nin ayrıca 16 farklı banknot deposu bulunmaktadır (TCMB, 2014, s. 10).

Merkez Bankası, enflasyonu, ekonomik verileri, bayramları ve maaş ödeme dönemlerini göz önünde bulundurarak banknot basım programını belirler. Dolaşımdaki eskimiş ve yıpranmış banknotların değiştirilmesi de Merkez Bankasının sorumluluğundadır (TCMB, t.y.c).

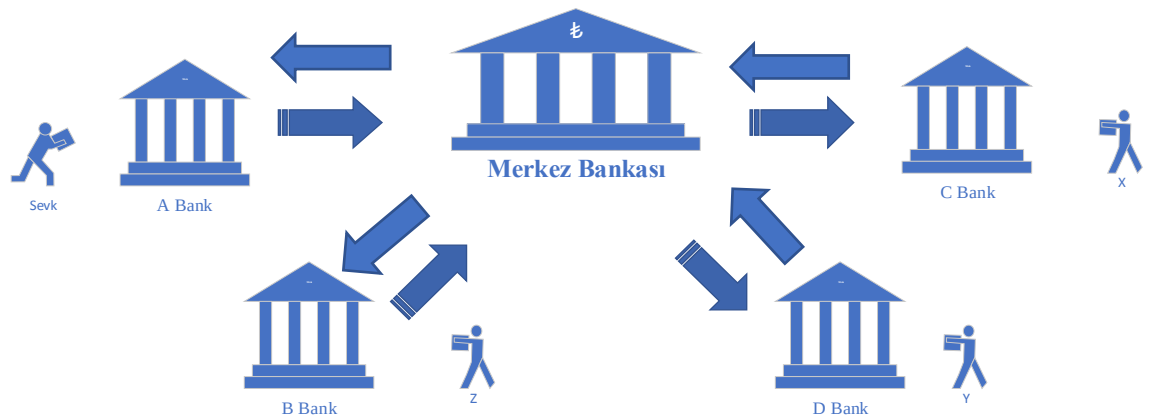
1.4.5. Ödeme Sistemlerinin Kurulması ve İşletilmesi

Ödeme sistemleri; taraflar arasında fon veya menkul kıymet aktarımını sağlayan araç, süreç, kurallar ve altyapının bütününden oluşur. Para politikasının etkinliği ve finansal sistemin istikrarı için ödeme sistemlerinin kusursuz bir şekilde işlemesi gerekmektedir. Merkez bankalarının temel sorumluluk alanlarından birisidir (TCMB, t.y.d).

1992 yılında faaliyete geçen Elektronik Fon Transfer Sistemi (EFT) ile bankalar ve müşteriler arasındaki ödeme işlemleri elektronik ortamda gerçekleştirilmektedir. Devlet iç borçlanma senetleri, likidite senetleri gibi menkul kıymetlerin aktarımını sağlayan Elektronik Menkul Kıymet Transferi (EMKT) sistemlerinden oluşur. Ödeme sistemleri işgünlerinde 8:30 ve 17:30 saatleri arasında erişime açıktır. Ödeme sistemlerinin en az 3 katılımcıya sahip olması ve fon transferinin gerçekleşebileceği bir altyapıya sahip olması gerekmektedir (TCMB, t.y.e).

Bankalar birbirlerine fon transferinde bulunurken, Merkez Bankası tarafından işletilen ve EFT sistemini kullanırlar. EFT sistemi bankalara ve müşterilere fon aktarımı açısından koruma sağlar ve hız kazandırır.

Şekil 1: EFT Sistemi



1.5. Para Politikası

Merkez Bankasının, ekonomik aktiviteyi düzenlemeye yönelik aldığı bütün kararlar ve para piyasalarına yönelik attığı bütün adımlar para politikaları olarak tanımlanmaktadır. Merkez Bankaları, farklı enstrüman setleri ve operasyonlarla para piyasalarına likidite sağlamaktadırlar. Para piyasalarına likidite sağlarken iki öge öne çıkmaktadır. Bunlardan birincisi para politikası hedeflerine uygun olarak, piyasadaki para arzını kontrol etmeye çalışmak; ikincisi ise bankalara ve finansal kuruluşlara kısa vadeli olarak borç alma ve borç verme imkânı tanımaktır. Finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesi ve temerrüt sorununun oluşmaması açısından para piyasalarına likidite sağlamaktadırlar. (TCMB, 2017b, s. 2-3).

Tam istihdam, fiyat istikrarı ve istikrarlı büyüme gibi ekonomi politikasının ana hedefleri konusunda geniş bir mutabakat sağlanmıştır. Ekonomide dengeyi sağlanmaya çalışırken kimi zaman birbiriyle çelişen bu hedeflerin hangisine daha çok odaklanılması gerektiği ve bu hedeflere hangi para politikası stratejisini izleyerek ulaşılabileceği konusunda kesin bir uzlaşma yoktur. Para politikası, ekonominin temel amaçlarına ulaşılırken izlenecek yolu göstermektedir (Friedman, 1968, s. 1-20).

Para politikaları, fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefine yönelik olarak oluşturulmaktadır. Ekonomik aktiviteyi düzenlemek ve fiyat istikrarı amacına ulaşabilmek için para politikaları aracılığıyla likidite yönetilmektedir. Bir ülkede para politikasının yürütülmesinden sorumlu kurum Merkez Bankasıdır. Merkez Bankalarına bu görev kanunlar aracılığıyla tanınmıştır (Federal Reserve, t.y.a).

Merkez bankaları, para politikasını yürütürken çeşitli para politikası araçlarını kullanmaktadırlar. Bu para politikası araçları ülkeden ülkeye ve ihtiyaca göre farklılık gösterebilmektedir. Her ülkede aynı reçetenin para politikasını yürütürken benzer sonuçlar vereceğini düşünmek doğru olmamaktadır. Merkez Bankaları uyguladıkları para politikalarıyla piyasadaki likiditeyi daraltmakta veya genişletmektedirler.

Merkez bankası, para politikasını inşa ederken orta veya uzun vadeli bir hedef belirlemektedirler. Kısa vadeli hedeflerle ilerlemek yanıltıcı olabilir. Merkez Bankasının orta vadeli ve ana hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Merkez bankası ana

hedefini belirledikten sonra bu hedefiyle tutarlı bir ara hedef belirler. Belirlenen hedeflere uygun olarak merkez bankasının kontrol edeceği değişkenin seçilmesi para politikasının etkinliği açısından önem teşkil etmektedir. Belirlenen bu değişkenin hedefe ulaşırken nasıl kullanılacağı açık olmalıdır (Erçel, 1996, s. 1). Günümüzdeki merkez bankaları para politikalarını paranın maliyetini etkileme kanalıyla yürütmektedirler ve bunun için kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadırlar. Kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak dolaşımdaki paranın miktarını etkilemektedirler (European Central Bank, t.y.).

Türkiye’de para ve kur politikalarına ilişkin kararlar TCMB Para Politikası Kurulu tarafından alınmaktadır. Kurulca belirlenen faiz oranı üzerinden bankalarla ve finansal kurumlarla likidite alışverişi gerçekleştirilmektedir. Merkez Bankası, likidite alışverişlerini gerçekleştirirken sistemin likidite ihtiyacını dikkate almaktadırlar. Bu likidite ihtiyacı, dönemin şartlarına, yurtiçi ve yurtdışı faktörlere bağlı olarak değişmektedir. Finansal sistemde oluşan likidite açığı, sistemin fonlama ihtiyacı olarak adlandırılır. Merkez Bankası, para politikalarıyla sistemin fonlama ihtiyacını gecelik ve haftalık bazda karşılayabilir. Bankalar arası para piyasası, Borsa İstanbul bünyesindeki Repo-Ters Repo piyasası ve Geç Likidite Penceresi kanallarıyla sistemin gecelik likidite ihtiyacı karşılanmaktadır. Haftalık likidite ihtiyacı ise miktara dayalı bir hafta vadeli repo ihaleleri aracılığıyla ve likidite operasyonları ile gerçekleştirilmektedir.

Kısa vadeli faiz oranları ile para politikalarını yürüten Merkez Bankası başkanları, orkestra şeflerine benzetilmektedir. Finansal kesimin metaforu olarak kullanılan orkestrayı ellerindeki çubuk gibi kullandıkları kısa vadeli faiz oranlarıyla yönetmekte, müziğin ritmini hızlandırmakta veya yavaşlatmaktadırlar. 19 sene Federal Reserve başkanlığını üstlenmiş Alan Greenspan ilk kez Bob Woodward’ın *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom* kitabında orkestra şefine yani maestroya benzetilmiştir (Woodward, 2001).

Merkez Bankası başkanının liderliğinde toplanan Para Politikası Kurulu’nun aldığı tüm kararlar, şeffaf iletişim ilkesinin bir gereği olarak kamuoyu ile paylaşılır. Merkez Bankasının başarıya ulaşabilmesi için kurum içinde meriktorasının hâkim olması

gerekmektedir. Bu sebeple Başkan tarafından atanacak üyenin akademik unvana sahip ve ekonomi alanında en az 10 yıl tecrübeye sahip olması gerekmektedir. Diğer üyeler ise başkan yardımcıları ve banka meclis üyeleri arasından seçilecek bir üye olacaktır.

Merkez Bankaları, para politikasını yürütürken piyasadaki aktörlerin taleplerini kontrol etmek ve beklentilerini yönetmek suretiyle para politikalarını şekillendirir. Böylece orta ve uzun vadeli faiz oranlarının seyri kontrol edilmektedir (Yılmaz, 2007, s. 24). Bu açıdan piyasa beklenti anketleri para politikaları açısından oldukça önemlidir ve ekonomistler tarafından takip edilmektedir.

Para politikalarının iki türlü etkisinden söz edilmektedir. Ekonomideki toplam para arzının arttırılması, para tabanını genişletici bir etki gösterirken, piyasadan para politikası araçları ile likidite çekilmesi ise daraltıcı bir etki gösterecektir.

1.5.1. Sıkı Para Politikası

Merkez Bankaları, para politikası tasarımlarını piyasa koşullarına göre şekillendirirler. Enflasyonun yükseliş trendinde olduğu, cari açığın milli gelire oranının ve kredi genişleme hızının artış gösterdiği bir ekonomide merkez bankasının sıkı para politikası izleyerek ekonomiyi soğutması beklenir. Böyle bir ortamda kısa vadeli faiz oranlarını arttırıp, borçlanma maliyetini yükseltirler ve ekonomiyi soğuturlar. Sıkı para politikası uygulayan bir merkez bankası piyasadaki likidite fazlasını çekip fiyat artış hızını kontrol altına almayı hedefler. Sıkı para politikası uygulamasının Merkez Bankacılığı literatüründeki diğer ismi daraltıcı para politikasıdır (Liviatan, 1984, s. 5-15).

Merkez Bankasının para politikası araçlarını para arzını daraltacak şekilde kullanması sıkı para politikasıdır. Kısa vadeli faiz oranlarının yükseltilerek, piyasada oluşması muhtemel enflasyonist baskının ortadan kaldırılmasıdır. Kısa vadeli faiz oranlarının arttırılması toplam talep üzerinde kısıtlayıcı bir etkisi olmakta bu sebeple de toplam tüketim azalmaktadır. Böylece enflasyonun temel nedenlerinden biri olan talep artışı durdurulmaya çalışılır. Bu strateji ekonomik büyümeyi yavaşlatabileceği gibi, işsizliğin yükselmesine de sebep olabilir. Eğer ekonomide talep kaynaklı bir enflasyon varsa sıkı bir para politikası bu sorunun giderilmesinde kilit bir rol oynayabilir.

Monetarist ekolün en önemli temsilcilerinden Milton Friedman’a göre enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur. Bu görüşten hareketle günümüzdeki merkez bankaları da enflasyonu kontrol altına almak için uygulamadaki para politikası araçlarını bu hedefe yönelik olarak uygularlar. Sıkı bir para politikası uygulaması enflasyonla mücadelede kilit bir role sahiptir (Friedman, 1970, s. 6).

1973 yılında ortaya çıkan OPEC krizi petrol fiyatlarının dramatik bir şekilde yükselmesi ile sonuçlanmıştır. Petrol fiyatlarındaki aşırı yükselme şirketlerin üretim maliyetini de yükseltmiş, ABD’de enflasyon oranı kısa süre içerisinde %3,9 seviyesinden %9,6’ya çıkmıştır. Enflasyondaki yükselişi önleyebilmek adına FED faiz oranlarını %5,75’den %13 seviyesine yükseltmek zorunda kalmıştır. Faizlerdeki yükselişe paralel olarak ekonomik aktivite zayıf seyrini sürdürmüş, enflasyonda da kayda değer bir gerileme olmayınca dünya ekonomisi tarihinde ilk kez stagflasyon olgusuyla karşılaşmıştır. Enflasyon ve ekonomik yavaşlamanın bir arada görüldüğü durumu ifade eden stagflasyon, bu sefer de FED’in faiz oranlarını %7,5 çekmesine neden olmuş, işletmeler faiz oranlarındaki bu düşüşü dikkate alıp, fiyatları düşürmemişlerdir. Bunun en önemli sebebi ise enflasyon beklentisinin yükselmiş olmasıydı. 1979 yılında FED başkanı olan Paul Volcker radikal bir kararla faiz oranlarını %20 seviyesine yükseltmiştir. Enflasyon ise 2 sene gibi kısa bir sürede %14’lerden %2’lere düşmüştür (Joshi & Appelbaum, 2015).

70’li yıllardaki bu sıkı para politikası tecrübesinin aksine Alan Greenspan, Ben Bernanke gibi deneyimli Merkez Bankacıları faiz oranlarının olması gerekenden daha yüksek olmasının onarılmaz sonuçlara yol açabileceğini söylemektedir ve örnek olarak 1929 yılında borsa çökene kadar sıkı para duruşunu koruyan ve krizin derinleşmesine neden olan FED’i örnek göstermektedirler (Greenspan, 1996) (Bernanke, 1990) .

1.5.2. Gevşek Para Politikası

Ekonomik aktivitenin daralmaya başladığı, büyüme oranının potansiyelin altında seyrettiği ve işsizlik oranının yükselişe geçtiği durumlarda merkez bankasının enflasyondaki gelişmeleri takip ederek gevşek bir para politikası izlemesi beklenir. Merkez bankası borçlanmanın maliyetini düşürüp ekonomik aktiviteyi genişletebilmek amacıyla faiz oranlarını indirir. Gevşek para politikası bazı

kaynaklarda genişletici para politikası olarak da geçmektedir. Merkez Bankası gevşek para politikası uyguladığı zaman piyasadaki para arzı artar, böylece faiz oranları düşer ve toplam talep artar. Böylelikle ekonomik büyümenin artması ve işsizliğin düşmesi beklenilmektedir. Genellikle ekonomik aktivite daralma eğiliminde olduğu zaman genişletici para politikaları kendisine uygulama alanı bulmaktadır.

Eğer merkez bankaları olması gerekenden uzun süre gevşek para politikası uygularlarsa bu sefer de enflasyon tehlikesi ortaya çıkabilir. Merkez bankaları para politikasını uygularken bu tehlikeyi göz ardı etmeden hareket ederler (Dunn, 1999 , s. 29).

Gelişmiş ülke ekonomilerinin merkez bankaları özellikle 2008 Krizi sonrasında genişletici bir para politikası stratejisi izlediler. Miktersal genişleme (Quantative Easing) adını verdikleri program ile adeta ekonomi literatüründeki yaygın kullanımı ile piyasaya para pompaladılar. Miktersal Genişleme Programları ile birlikte merkez bankaları ticari bankalardan tahvil ve bono satın aldılar. Merkez Bankalarının bu hamlesi tahvil ve bonoların fiyatlarını yükseltmiş ve bankacılık sistemine doğrudan likidite aktarılmasına olanak tanımıştır. Parasal iktisadın temel prensiplerinden dolayı tahvil fiyatları artmasıyla beraber faiz oranları düşmüştür. Faiz oranlarının düşmesi likidite bolluğuna ve kredi hacminin genişlemesine yol açmıştır. Dolaylı yoldan paranın maliyeti düşmüş işletmeler ve hane halkı yatırımları ve harcamaları için daha fazla borç almaya başlamıştır. Yatırımlardaki ve toplam talepteki artışla beraber ekonomik aktivite belirli bir ivme yakalamıştır.

1.6. Para Politikası Araçları

80’li yıllardan bu yana süregelen yaklaşık 40 yıl, Merkez Bankalarının politikalarını nasıl belirleyecekleri konusunda yeni fikirlerin ortaya çıkmasına sahne olmuştur. Bu yeni fikirler merkez bankalarının operasyonlarında temel değişikliklere yol açmıştır. Günümüzde faaliyet gösteren çoğu merkez bankasının temel amacı fiyat ve finansal istikrarı sağlamaktır. Bu hedeflerine uygun bir şekilde para politikası aracını belirler ve araç seçiminde bağımsızdır. Para Politikası Kurulu hedefine uygun bir yol haritası belirler.

Merkez bankaları para politikası uygulamaları amaç, ara hedef, politika araçları ve uygulama yolları olmak üzere 4 ana bileşenden oluşmaktadır. Böylelikle para politikası uygulamalarının başarısını ve sonuçlarını görüp değerlendirebilmektedirler. Temel amaç, ara hedef, hedefe ulaşırken uygulanan para politikası ve belirledikleri para politikasını uygulama yollarıdır (Erçel, 1996, s. 1).

Merkez Bankalarının para politikası araçlarını iki ayrı başlıkta inceleyeceğiz. Para politikası araçlarının tek bir başlıkta incelenmeyecek olmasının sebebi kullanılan bu araçların para piyasalarını dolaylı ve doğrudan yollardan etkileme gücünün olmasıdır.

Merkez Bankalarının hedefleri değiştikçe ve piyasaların uygulanan para politikalarına verdiği tepkiler de değişiklik göstermiştir. Bu sebeple 90'lı yıllarda aktif bir şekilde kullanılan Açık Piyasa İşlemleri veya Reeskont Kredileri günümüzde kendisine eskisi kadar geniş bir uygulama alanı bulamamaktadır. Ekonomik aktivitenin hız kazanmasıyla beraber piyasalara kimi zaman daha hızlı müdahale edilmesi gerekmektedir. Bu sebeple Açık Piyasa İşlemlerinden çok daha esnek bir müdahale imkânı tanıyan kısa vadeli faiz oranları daha çok kullanılmaya başlanılmıştır.

1.6.1. Geleneksel Para Politikası Araçları

İstikrarlı büyüme ve tam istihdamın ülkelerin birinci hedefi olduğu zamanlarda, merkez bankalarının ellerindeki para politikası araçları da oldukça sınırlıydı. Para ve sermaye piyasalarındaki işlem hacminin günümüzle kıyaslandığında düşük olması, açık piyasa işlemleri ve diğer geleneksel para politikası araçlarını hedeflere ulaşmada yeterli kılıyordu. Para politikası genel olarak açık piyasa işlemleri, reeskont oranı ve zorunlu karşılıklar gibi 3 anapara politikası aracının etrafında şekillenmektedir. Merkez bankalarının hedefleri değiştikçe ve işlem hacimleri arttıkça, kullandıkları para politikası araçları da çeşitlenmektedir.

1.6.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Likiditeyi kontrol edebilmek için hazine bonosu, devlet tahvili ve özel sektör senetleri gibi finansal enstrümanların merkez bankası tarafından ikincil piyasadan alındığı ve satıldığı operasyonlar olarak tanımlanmaktadır (Önder, 2005, s. 70). Merkez

Bankaları, Açık Piyasa İşlemlerini farklı yöntemlerle uygulayabilir. TCMB Açık Piyasa İşlemlerini yürütürken izlediği yöntemler aşağıdaki gibidir.

- Depo
- Doğrudan Alım ve Satım (Kesin Alım ve Satım)
- Repo-Ters Repo (Geri Alım veya Satım Vaadi)
- Likidite Senedi İhracı
- Türk Lirası Depo Alım ve Satım İhalesi İşlemleri

Merkez bankalarının piyasadan bono ve tahvil alması sonucunda bankacılık sektörünün rezervlerini genişleyecek ve bu rezervleri kredi olarak piyasaya dağıtacaklardır. Bu sebeple merkez bankasının piyasadan borçlanma senedi topladığı operasyonların ekonomi üzerinde genişletici bir etkisi vardır. Tam tersi durumda ise ekonomideki fon fazlası toplanır, daraltıcı etkisi olan bu işlemin diğer ismi sünger operasyonudur (Paya, 2013, s. 181).

Açık piyasa işlemleri ile para piyasalarındaki likidite ve faiz oranı kontrol altında tutulur. Merkez bankası enflasyon ile mücadele ederken toplam talebi düşürebilmek için açık piyasa işlemlerini kullanarak yani elindeki hazine kâğıtlarını bankalara satarak piyasadan likidite çekebilir. Bu sayede piyasadaki para arzını düşürmüş olur. Merkez Bankası piyasadan menkul kıymet satın aldığı mikroeconomının talep kanunu çerçevesinde bu menkul kıymetlerin fiyatı artar. Menkul kıymetlerin getirilerinde ortaya çıkan düşüş, genel anlamda faiz oranlarının da düşüşüne yol açacaktır. Merkez Bankalarının yürüttüğü açık piyasa işlemleri ekonomik birimlerin beklentileri üzerinde de etkilidir (Moenjak, 2014, s. 46-48).

2008 Küresel Krizinden sonra FED ve ECB tarafından uygulamaya koyulan Parasal Genişleme Programları çok daha büyük miktarlarda gerçekleştirilen Açık Piyasa İşlemleridir. İşleme mekanizması bakımından Açık Piyasa İşlemleri ile aynıdır. Para piyasalarında ve aktarım kanallarında oluşabilecek tıkanmaların önüne geçilmek istenilmiş ve küresel krizin resesyona dönüşmesi engellenmeye çalışılmıştır.

Mishkin'e göre açık piyasa işlemleri; para tabanındaki değişimlerin en önemli belirleyicisidir. Doğrudan para tabanına etki ederek para arzını genişletici etkisi olduğu için efektif bir para politikası aracıdır (Mishkin, 2012).

Açık Piyasa İşlemleri, serbest piyasa rejimine geçişle birlikte 1987 yılından sonra kendisine daha etkin bir kullanım alanı bulmuştur. Para Politikası Kurulu'nun almış olduğu Açık Piyasa İşlemlerine yönelik kararlar TCMB bünyesindeki Piyasalar Genel Müdürlüğü tarafından icra edilmektedir (TCMB, 2012, s. 3-4).

İşlem hacmi üzerinde doğrudan kontrol imkânı sağlaması ve esnek bir para politikası aracı olması açık piyasa işlemlerini diğer geleneksel para politikası araçlarından pozitif ayırtmaktadır. Açık Piyasa İşlemlerinin uygulama ölçeği Merkez Bankası tarafından belirlenmektedir.

1.6.1.2. Reeskont Politikası

Reeskont; iskonto edilmiş menkul kıymetlerin bir bedel karşılığında yeniden el değiştirmesini ifade eder. Eskiden merkez bankaları tarafından sıklıkla kullanılan reeskont oranları günümüzde yaygın bir kullanım alanı bulamamasının en önemli nedeni reeskont oranlarının para piyasalarına müdahalede esnek ve hızlı olmamasıdır. Reeskont işlemi nominal faiz oranı ve dolaşımdaki para miktarını dolaylı yoldan etkilenmektedir.

Reeskont işlemlerinde temelde iki tür vardır.

- Reeskont Kredileri
- Avanslar

Ticari bankalar vadesi henüz gelmemiş ve iskonto edilmiş senetleri Merkez Bankasına verirler. Bu senetler merkez bankasının belirlediği oran üzerinden iskonto edilir. Avanslarda ise senet karşılığında ticari bankaya iskonto uygulanmadan belirli bir faiz oranı karşılığında avans kredisi sağlanır. Burada ticari bankanın merkez bankasına elindeki senetleri teminat olarak bırakmaktadır (Paya, 2013).

Merkez bankaları reeskont işlemlerini bankalar ve finansal kurumlar ile yaparlar. Reeskont işlemlerinin temel amacı bankaların ve diğer finansal kurumların oluşabilecek likidite sıkıntılarını gidermektir. Merkez Bankaları reeskont faiz oranını

bir para politikası aracı gibi kullanırlar. Bu işlemler için uygulanacak faize "reeskont faiz oranı" adı verilmektedir. Merkez Bankaları bankalara ve finansal kurumlara sundukları bu imkân karşılığında tahvil ve borçlanma senedi gibi teminatlar istemektedirler.

Bankalar, bu kısa vadeli borç senetlerini reeskont kredileri yüksek olan bir piyasanın hareketine yardımcı olmak için reeskont işlemini uygulayabilirler. Piyasada düşük likidite olduğunda, bankalar kısa vadeli menkul kıymetleri reeskont yaparak nakit yaratabilirler. Böylece piyasadaki likidite miktarı artacaktır.

1.6.1.3. Zorunlu Karşılık Oranları

Bankalar, müşterilerinden topladıkları mevduatın önceden belirlenen bir kısmını Merkez Bankası hesabında saklamakla yükümlüdürler. Toplanan mevduatın ne kadarının merkez bankasında saklanacağı merkez bankaları tarafından oransal olarak belirlenmektedir. Bu orana zorunlu karşılık oranı denilmektedir (Hein & Steward., 2003, s. 81). Zorunlu Karşılıkların ekonomi literatürdeki bir diğer ismi de Munzam Karşılıklardır.

Zorunlu karşılık oranı bankanın topladığı mevduatın vadesine göre değişiklik gösterir. Zorunlu karşılık oranı yükseldikçe bankaların kredi olarak piyasaya dağıtabilecekleri kredi miktarı azalır, bu oran düştükçe tersine bir etki ile artar. Zorunlu karşılık uygulaması piyasadaki likiditeyi kontrol etme işlevine sahip olduğu için Merkez Bankaları tarafından 90'lı yıllardan önce etkin bir şekilde kullanılmaktaydı. Bu uygulamanın başka bir işlevi ise olası nakit çekim işlemlerinin bankanın likidite sıkıntısı çekmesinin önüne geçmektir. Mevduat sahipleri için bir güvence işlevi görür.

Zorunlu karşılıklar politikası temel olarak piyasadaki kredi arzını kontrol etmek için kullanılır. Sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemlerde, borçlanma maliyetinin düşmesi nedeniyle kredi büyümesi hızlanarak makroekonomik riskleri ortaya çıkarabilmektedir. Kredi arzının sınırlanabilmesi için zorunlu karşılık oranlarının artırılması gerekebilir. Tam tersi bir şekilde sermaye girişlerinin ivmesinin yavaşladığı, ekonomik aktivitenin yavaşlamaya başladığı durumlarda zorunlu karşılıkların düşürülmesi aktarım kanallarının yeniden çalışmasına katkıda

bulunacaktır. Zorunlu karşılıklar doğrudan maliyet ve likidite kanallarıyla kredi hacmini etkilemektedir.

Merkez Bankası finansal istikrarı sağlamaya çalışırken iki ara hedefleri vardır. Dolaylı sermaye girişini alır ve kredi hacmini kontrol altında tutar. Sıcak parayı istenilen düzeyde tutabilen Merkez Bankaları finansal piyasalardaki oynaklığı da önemli ölçüde önleyecektir. Zorunlu karşılık oranını arttırarak kredi hacminin genişlemesini kontrol altına alınabilir (Eroğlu, 2014, s. 155-157).

Bir örnek üzerinden açıklayacak olursak, bir ticari bankanın 200.000 TL vadeli mevduat topladığını varsayalım. Zorunlu karşılık oranının %10 olduğunu varsayacak olursak banka topladığı mevduatın 20.000 TL'lik kısmını Merkez Bankası nezdinde saklamak zorundadır. Geriye kalan kısmını kredi olarak piyasaya dağıtabilir, yani kaydi para yaratabilir. Merkez Bankaları zorunlu karşılık oranlarını mevduat çıkışlarına karşı tampon olarak kullanmaktadır. Zorunlu karşılık oranları arttıkça bankanın fonlama maliyeti artmakta dolayısıyla kredi genişlemesi yavaşlamaktadır. Böylece Merkez Bankası para arzı üzerinde daraltıcı bir etki sağlamakta, fiyat istikrarını ve finansal istikrarını sağlamaya yönelik adım atmaktadır. Tam tersi durumda, zorunlu karşılık oranını düşürdüğü zaman piyasadaki likiditeyle beraber para politikası genişletici bir etki yaratmaktadır. Merkez Bankaları ekonomideki durgunluğu sonlandırmak, kredi piyasasının genişletmek için bu zorunlu karşılık oranını arttırma yolunu seçebilir.

2010 yılında enflasyon konusunda kazanılan başarı, Merkez bankasını finansal istikrara yönelik tedbirleri alması açısından cesaretlendirmiştir. Bu süreçte zorunlu karşılık oranları aktif bir şekilde kullanılmaya başlanılmıştır.

Zorunlu karşılıklar özellikle para politikası çıkış stratejisi çerçevesinde kendisine 2010 yılından sonra daha çok kullanım alanı buldu. 2008 küresel finans krizi sonrası ortaya çıkan ekonomik iklim esnek ve efektif para politikası araçlarına olan ihtiyacı arttırmıştır.

Tablo 2: Türk Lirası Cinsinden Zorunlu Karşılıklar

Mevduat ve Katılım Fonları	Oranlar(%)
Vadesiz, 1 ve 3 Aya Kadar Vadeli, İhbarlı	7
6 Aya Kadar Vadeli	4
1 Yıla Kadar Vadeli	2
1 Yıl ve Daha Uzun Vadeli	1

Kaynak: TCMB (Erişim Tarihi: 26/08/2019)

Tablo 3:Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranı

Mevduat ve Katılım Fonları	Oranlar(%)
Vadesiz, 1 ve 3 Aya Kadar Vadeli	16
1 Yıl ve 1 Yıldan Uzun Vadeli	12
5 Yıla Kadar Vadeli	7

Kaynak: TCMB (Erişim Tarihi: 26/08/2019)

1.6.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

2008 Küresel Krizi hâkim para politikası paradigmasının da değişmesine neden olmuştur. Krizin etkilerini giderebilmek ve finansal piyasalarda meydana gelebilecek riskleri bertaraf edebilmek amacıyla geleneksel olmayan para politikası araçları uygulamaya koyulmuştur (Serel & Bozkurt, 2014, s. 22).

Küreselleşmeyle beraber sınırların yok olmaya yüz tutması ve sermayenin dünya çapında daha kolay hareket etmesiyle birlikte geleneksel para politikası araçlarının etkinliği de sorgulanmaya başlandı. Dünya ekonomisinin anormal durum sergilediği dönemlerde geleneksel para politikası araçları, merkez bankalarının hedeflerine ulaşmalarında yetersiz kalmaktadır (Smaghi, 2009, s. 3-4).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi izleyen merkez bankalarının büyük çoğunluğu 2008 yılının ağustos ayında kendini göstermeye başlayan küresel krize kadar parasal aktiviteyi kısa vadeli faiz oranları ile yönetiyordu (Gertler & Karadi, 2011, s. 17). Kısa

vadeli faiz oranlarının, para politikası yönetiminde etkilerinin sınırlı olması ve ekonomik aktivitenin hızına yetişebilmek için daha hızlı reaksiyon gösterebilecek para politikası araçlarına ihtiyaç duyulması sebebiyle merkez bankaları finansal istikrara yönelik para politikası bileşenlerini uygulamaya koymuşlardır.

Küresel finansal krizin ortaya çıkmasıyla, gelişmiş ve gelişen piyasa ekonomilerinin merkez bankaları, ekonomiye ve finansal istikrara yönelik riskleri dengelemek, bozulan parasal aktarım mekanizmalarına alternatif yaratabilmek amacıyla, geleneksel olmayan para politikası tedbirlerini uygulamaya koydular (Gambacorta, Hofmann, & Peersman, 2014, s. 615-642). Günümüzdeki Merkez Bankaları para ve sermaye piyasalarındaki likiditeyi farklılaşan para politikası araçları ile kontrol etmektedirler.

Ekonomik verilerin olumsuz seyrettiği dönemlerde para politikası aktarım mekanizmaları düzgün çalışmayabilirler. Böyle durumlarda Merkez Bankalarının uygulayacağı geleneksel para politikası araçları etkisiz kalabilmekte, geleneksel olmayan para politikası araçları kullanan merkez bankaları başarılı müdahalelerde bulunabilirler (Vural, 2013, s. 20).

Şekil 2: Para Politikası Şeması



Kaynak: TCMB

1.6.2.1. Kısa Vadeli Faiz Oranları

Günümüzdeki Merkez Bankalarının büyük çoğunluğu kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak para piyasalarını fiyat istikrarı hedeflerine uygun olacak biçimde şekillendirmektedirler. Merkez Bankası faiz oranları haftalık ve gecelik bazda olmak

üzere ikiye ayrılmaktadır. Merkez Bankasının ağırlıklı olarak kullandığı para politikası aracının faiz oranı, politika faizi olarak tanımlanmaktadır.

Bankacılık sistemi gün içindeki oluşabilecek nakit ihtiyaçlarını gün içi likidite imkânı kanalıyla karşılayabilirler. Borcu gün sonunda geri ödeme şartı vardır. Bankalar bu imkândan limitleri doğrultusunda faydalanabilirler.

Merkez Bankasının aldığı faiz kararlarının, finansal piyasalardaki faizleri ve fiyatları da etkilemesi gerekmektedir. Bu; aktarım mekanizmasının sağlıklı işlemesi için bir önkoşuldur. Kısa vadeli olan politika faizleri üzerinde yapılacak bir değişiklik daha uzun vadedeki mevduat, kredi ve Devlet İç Borçlanma Senetleri faizlerini etkilemesi gerekir. Faiz uygulamalarındaki değişiklikler pay piyasası ve kur üzerinde de etkili olabilmektedir (Özatay, 2011, s. 460).

1.6.2.1.1 Bir Hafta Vadeli Repo İhalesi

Kısa vadeli faiz oranları, günümüzde merkez bankalarının likidite yönetiminde en çok tercih ettikleri para politikası araçlarından birisidir. Konjonktüre bağlı olarak değişse de kısa vadeli faiz oranları arasında en çok haftalık vadede yapılan işlemlerde geçerli repo faiz oranları kullanılmaktadır. Politika faizi olarak kullanılmaktadır.

Türkiye, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçtikten sonra, uzun bir dönem politika faizi olarak tanımladığı 1 hafta vadeli repo ihalesi faizi ile bankalarla merkez bankası arasında likidite alışverişi gerçekleştirilmiştir. Bu uygulamada merkez bankası 1 hafta vade ile repo ihalesi açar, bankalar ise portföylerindeki borçlanma senetlerini depozito olarak TCMB'ye verirler, vade sonunda ise bu varlıkları geri alıp, borçlarını öderler. Reponun çalışma prensibine göre repo yapan taraf parayı kullanan bankalardır. Merkez Bankası ise ters repo işlemini yapan taraftır.

Merkez Bankasının kullandığı bu para politikası aracında dikkat edilmesi gereken nokta, faiz oranlarının piyasadaki likiditeyi kontrol etmek amacıyla kullanılmasıdır. TCMB 1 hafta vadeli repo ihaleleri düzenleyerek piyasadaki faiz oranlarını, kredi hacmini hatta varlık fiyatlarını etkileyebilmektedir. Merkez Bankası Eylül 2018 itibariyle repo ihalelerinde %24 faiz oranını kullanıyor. Uzunca bir süredir para

piyasalarına politika faizi olarak tanımladığı 1 hafta vadeli repo ihaleleriyle yön veren Merkez Bankası 12 Ocak 2017 tarihinden beri miktar yöntemiyle repo ihalesi düzenlemiyordu. Mayıs 2018 tarihinde Para Politikası Kurulu'nun aldığı bir kararla 1 hafta vadeli repo ihalelerine yeniden başlanılmıştır.

TCMB, özellikle 2008 kriziyle birlikte meydana gelen likidite sıkışıklıklarını önleyebilmek için 1 hafta vadeli repo ihalelerine daha çok ağırlık vermiştir. Fiyat istikrarı hedefine ulaşırken kullandığı kısa vadeli faiz oranları, risk iştahı yüksek sıcak para açısından da caydırıcı olmaktadır. Finansal istikrara da dolaylı yoldan katkıda bulunur (Eroğlu, 2014, s. 154).

1.6.2.1.2 Gecelik Faiz Oranları

Merkez Bankasının gecelik vadeli işlemlerde kullandığı borç alma ve borç verme faizi arasında kalan alana faiz koridoru denilmektedir. Merkez Bankası faiz koridorunu kullanırken piyasa faiz oranlarının belirli bir bant içerisinde hareket etmesini sağlayarak, ekonomideki belirsizlikleri, sermaye hareketlerindeki dengesizliklerin döviz kuru ve makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini yumuşatmayı hedeflemektedir. Üst bant TCMB'nin bankalarla yaptığı işlemlerde uyguladığı faiz oranını, koridorun alt bandı ise TCMB'nin bankalarla gecelik olarak yaptığı para alışverişinde borç alırken kullandığı faiz oranını temsil etmektedir.

Geleneksel faiz koridoru sisteminde merkez bankaları borç alma ve verme faiz oranlarını belirleyerek piyasa faizlerinin bu koridorun aralığında hareket etmesini sağlarken TCMB 2010 yılından itibaren sıra dışı bir faiz koridoru uygulaması tasarlamıştır (Kara, Binici, & Özlü, 2016, s. 7).

Merkez Bankası para politikası stratejisine uygun bir şekilde faiz koridorunu daraltabilir veya genişletebilir. Faiz koridorunun daraldığı durumlarda bankaların borçlanma maliyeti düşecek dolayısıyla borçlanma maliyetinin düşmesi kredi faiz oranlarına da yansımaktır. Bu durumda kredi hacminin artması beklenilmektedir. Bu sayede koridorun genişletici bir etkisi olacaktır.

Faiz koridorunun genişletilmesi faiz oranlarında bir belirsizlik aralığı bırakır böylece spekülasyon amaçla gelen sermaye akımlarını engelleme görevi görür.

Faiz koridoru sisteminin temelleri ilk olarak Avrupa Merkez Bankası tarafından atılmıştır. Euro'nun resmen kullanılmaya başlanması ile birlikte gecelik borç alma ve verme faiz oranı belirlenmiş, piyasadaki likiditeyi arttırabilmek için politika faiz oranını tabana yani borç alma faiz oranına yakın bir seviyede oluşturulmuştur

Dünyadaki merkez bankaları politika faizini faiz koridorunun üst bandına yakın tutmaktadır. TCMB ise faiz koridorunu uygularken farklı bir metot uygulamaktır (Kara, Binici, & Özlü, 2016, s. 4). Faiz koridoru uygulamasında merkez bankaları borç alma ve borç verme faiz oranını kamuoyuna açıklamaktadırlar.

Bankalar arası para piyasasından bankalar TCMB'den veya birbirlerinden borçlanırken, borçlanma maliyetleri bu koridorun arasındaki bir değerden gerçekleşecektir. Faiz koridorunun alt ve üst bandı aynı zamanda faizin belirli bir bandta dalgalanmasına da olanak tanımaktadır.

1.6.2.1.3 Geç Likidite Penceresi

Gün sonunda likidite ihtiyacı doğan bankalar Merkez Bankasının geç likidite penceresi fonlama imkânından faydalanırlar. Bankaların ellerindeki fon fazlasını değerlendirdikleri veya fon ihtiyacından, gün içi imkânın dışında faydalandıkları bu kanala "Geç Likidite Penceresi" olarak tanımlanmaktadır (Güler, 2009, s. 7).

Merkez Bankası'nın koridor sistemi ve düzenlediği 1 hafta vadeli repo ihaleleri piyasanın açık olduğu saatler içerisinde geçerlidir. Saat 16:00 ile 17:00 arasında hesaplarını denkleştiremeyip merkez bankasından borç almak isteyen bankalar, Geç likidite penceresinden borçlanmaktadır. Eskiden nakit akışını gün içerisinde denkleştiremeyen bankalar likidite ihtiyaçlarını karşılamak için Merkez Bankası'na başvururken; 2017 yılının başında Merkez Bankası gün içerisinde yaptığı fonlamaları kademeli olarak azaltmış ve fonlama kompozisyonunun büyük çoğunluğunu Geç Likidite Penceresi olacak şekilde yeniden dizayn etmiştir.

Bankalar likidite ihtiyaçlarını farklı kanallardan, haftalık veya gecelik vadede karşılayabilmektedir. Gecelik borçlanmalarını ise iki farklı pencereden karşılayabilme imkânı tanınmıştır.

1.6.3. Merkez Bankası Tarafından Sunulan Hazır İmkânlar

Merkez Bankası, para politikası araçlarına ek olarak bankaların likidite ihtiyaçlarına yanıt verebilmek adına bazı alternatif fonlama seçeneklerini hazır bulundurmaktadırlar. Bankacılık sisteminde ortaya çıkabilecek likidite ihtiyaçlarına hızlı yanıt verebilmek, para piyasalarında finansal istikrarın korunmasına katkıda bulunmaktadır.

- **TL Depo Borç Alma ve Borç Verme:** İşlemler, TCMB bünyesindeki bankalar arası para piyasasında gerçekleştirilmektedir. Merkez Bankası, bankaların teminatlarına ve limitlerine göre oluşabilecek likidite ihtiyaçlarına çözüm üretebilmek adına bankalara mevduat olanağı tanınmaktadır. Bu çerçevede bankalara TL olarak borç vermekte veya almaktadır.
- **Likidite Desteği Kredisi:** Ortaya çıkabilecek güven probleminin sistemik riske dönüşmesini engellemek ve bu gibi durumlarda oluşabilecek para talebi karşılayabilmek adına kredi verebilme yetkisi tanınmaktadır. Kanunun 40. maddesinden hareketle Merkez Bankası 2009 yılında Likidite Kredisi Desteği yönetmeliğini yayınlamıştır. Bu çerçevede finansal panik ortamının bankacılık sisteminde sistematik bir krize yol açmaması için bankalara, likidite desteği kredisi imkânı tanınmıştır. Bu imkân, bankaların özkaynaklarının 2 katı ile sınırlandırılmıştır. En fazla 1 yıl vadelidir (TCMB, 2009, s. 1-3).
- **Repo ve Ters Repo İmkânı:** Borsa İstanbul bünyesinde faaliyet gösteren Bankalar arası Repo ve Ters Repo Piyasası, bankaların işlemlerini zorunlu karşılık ayırmadan gerçekleştirmesi amacıyla oluşturulmuştur. Geri alım veya satım esasına göre işlemler gerçekleştirilir. Bankalara yalnızca kendi hesaplarına işlem yapmaları izni verilmiştir (Borsa İstanbul, t.y.).
- **Piyasa Yapıcısı Bankalara Sağlanan Likidite İmkânı:** Piyasa yapıcısı bankalar, TCMB tarafından belirlenen limit ve faiz üzerinden, gecelik repo üzerinden Türk Lirası cinsinden borçlanabilmektedirler. Hazır imkânlar,

bankacılık sisteminde anlık olarak ortaya çıkabilecek likidite ihtiyaçlarına yanıt verebilmesi açısından oldukça önemlidir (TCMB, t.y.f).

1.6.4. TCMB Net Fonlama ve Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti

TCMB, bankaları gecelik ve haftalık olmak üzere iki farklı vadede fonlamaktadır. Gecelik borç verme faiz oranı ile haftalık repo ihalesi faiz oranının ağırlıklı ortalaması alınarak ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti hesaplanmaktadır.

TCMB'nin bankalara sağladığı likidite ise net fonlamayı göstermektedir. Ağırlıklı ortalama faiz oranları, TCMB'nin gecelik veya haftalık vadede yaptığı fonlamalara göre şekillenmektedir.

1.7. Para Politikasının Temel Hedefleri

Merkez Bankaları ekonomik büyüme, tam istihdam, fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşmaya çalışırken para politikalarından faydalanırlar. Sosyal refahın artırılması, makroekonomik hedeflerin gerçekleştirilme kapasitesine bağlıdır. Dünyada her merkez bankasının hedefi öncelik sırasına göre farklılaşırken, TCMB'nin uyguladığı para politikalarının öncelikli hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Modern Merkez Bankaları bugün ulaştıkları konum itibarıyla para arzını ekonominin gereksinimlerine uygun olarak yönetirler.

Amerikan Merkez Bankası fiyat istikrarını gözetken tam istihdama odaklanılmış bir para politikası izler. Uzun dönemli faiz oranlarının öngörülebilir olmasını sağlamaya çalışır (Federal Reserve, t.y.b).

1.7.1. Tam İstihdam

Tam istihdam, bir ekonomideki bütün üretim faktörlerinin en verimli şekilde kullanıldığı durumu ifade eder. Ekonomide tam istihdam 1929 krizinden sonra bir ekonomik amaç olarak kendisine yer bulmuştur.

Adam Smith, ekonomik analizlerini denge kavramı üzerine kurmuştur. Çoğu ekonomiste göre ekonomik denge, tam istihdam düzeyinde gerçekleşecektir. Tam

istihdam, cari ücret düzeyinde iş arayan herkesin iş bulabilmesi ve cari ücreti ödemeye hazır şirketlerin yeterli işgücünü sağlamasıdır (Paya, 2013, s. 181).

Klasik iktisat ekolü gelişmiş ülkelerde tam istihdamı doğal bir durum olarak görmektedir. Ekonominin kendi dinamikleri sayesinde istihdam kendiliğinden denge noktasına gelecektir.

John Maynard Keynes'e göre ise tam istihdam, toplam talep ve arz tam istihdam düzeyinde gerçekleşmesiyle sağlanır. Ekonomi genel itibarıyla eksik istihdam seviyesindedir (Keynes, 1936).

Tam istihdam; sosyal refah ve hane halkından firmalara kaynak aktarımı açısından ekonomi yönetimi için oldukça önemli bir hedeftir (Ayyıldız, 1995, s. 15). Tam istihdamın hedefi %3-5 arasındaki bir işsizlik oranıdır. Ekonomide kabul edilebilir bir işsizlik oranı vardır (Ayyıldız, 2011).

1.7.2. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme, mal ve hizmet üretimindeki artışı ifade etmektedir. Büyüme, genellikle Reel GSYİH artışıyla ölçülmektedir. Ekonomik büyüme; bir ülkeye ait doğal kaynaklara, sermaye birikimine, tasarruflara ve emek gücünün verimliliğine bağlıdır.

Ekonomik büyümenin sürdürülebilir olması tasarruflardaki artışa bağlıdır. Özellikle geç sanayileşen ekonomilerde tasarruf oranları düşük olduğu için yatırımlar da sınırlı kalmaktadır. Bu bir kısır döngüye neden olmaktadır.

Tasarruf oranları düşük olan ülkelerde yatırımlar sınırlı kalmakta dolayısıyla bu durum Ragnar Nurkse'nin ifade ettiği gibi fakirliğin kısır döngüsü olarak karşımıza çıkmaktadır. Düşük gelir, tasarrufların düşük olmasına, tasarrufların düşük olması, yatırımlarda verimsizliğe, yatırımlardaki verimsizlik ise yetersiz sermaye birikimine yol açmaktadır (Nurkse, 1953). Nurkse ekonomik büyümesi sınırlı ülkelerin tasarruflarının da düşük olacağını ifade etmiştir.

Ekonomik büyümenin istikrarı için bir diğer önemli husus ise gelir adaletinin sağlanmasıdır. Simon Kuznets sanayileşme evresindeki ülkelerde ilk aşamada gelir

adaletsizliğinin arttığını ekonomik büyüme gerçekteştikçe gelir adaletsizliğinin azalacağını öne sürmektedir (Kuznets, 1955). Bunun sebebi ilk başta sermayeyi elinde tutan kesimin zenginleşmesi zamanla kalifiye iş gücü kalitesinin artmasıyla maaşların artmasıdır. Bu duruma en iyi örnek olarak Güney Kore verilebilir.

Robert Solow'un ekonomik büyüme modelinde firmalar 3 ana bileşen kullanarak üretirler. Bunlar emek, sermaye ve teknolojidir. Solow'a göre bir ülke ekonomisi emek ve sermayenin dışında üretimde teknolojiyi ne kadar kullandığına bağlı olarak büyüyecektir (Solow, 1956, s. 65).

1.7.3. Fiyat İstikrarı

Fiyatların istikrarlı olmasıyla kastedilen fiyatların sabit olması anlamına gelmemektedir. Fiyatlar genel seviyesindeki enflasyon ve deflasyon eğiliminin önüne geçilmesi anlamına gelmektedir. Türk Lirasının satın alma gücü ve güvenilirliğinin korunması amaçlanmaktadır.

Fiyat istikrarının olmadığı bir ekonomide beraberinde yüksek faizi de getirecektir. Bunun en önemli sebebi enflasyona ek olarak risk priminin de ilave edilmesidir. Fiyatların istikrarlı olmadığı ekonomiler yatırım çekmekte de zorlanacaktır. İşgücü piyasası verimli işlemeyecektir (Kara & Orak, 2008, s. 2).

Merkez Bankası Kanunu'nda TCMB'ye atfedilen Temel Yetkiler ve Görevler bendinin 4.maddesinde "Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler" yazmaktadır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da fiyat istikrarına yönelik olarak 2001-2006 arasında örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 yılından bu yana da enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemiştir. 2012 yılından beri belirlenen %5'lik enflasyon hedefi belirlenmiştir.

TCMB hedeflediği enflasyon oranına + veya – 2 puanlık bir belirsizlik aralığı da ekler. Bu hata payının dışına çıktığı durumlarda hesap verme yükümlülüğünün bir gereği olarak hükümete durumu izah eden bir açık mektup yazmaktadır.

1.8. Para Politikası Stratejileri

Modern merkez bankacılığı literatüründe belirli bir para politikası programını izlemek para politikası stratejisi olarak tanımlanmaktadır.

Para politikası stratejileri merkez bankalarının hedeflerine ulaşması için bir yoldur. Merkez bankaları para politikası araçlarını stratejilerine uygun şekilde seçerler (Yalta, 2011, s. 202).

1.8.1. Döviz Kuru Hedefleme

Döviz piyasalarındaki yüksek volatilité hem enflasyon hedeflemesini uygulayan hem de uygulamayan ülkelerin ekonomilerinde olumsuz etkilere yol açabilmektedir. Ulusal paranın değér kaybetmesi ithal mal ve hizmetlerin fiyatlarının artmasına dolayısıyla piyasalarda enflasyonist bir baskıya neden olabilmektedir. Tam tersine aşırı değérleşmiş bir ulusal para ülkenin rekabet gücünü kaybetmesine neden olabilecek, ihracat gelirini olumsuz etkileyecektir. Bu sebeple merkez bankasının döviz kuru stratejisi ekonomi yönetimi açısından oldukça önemlidir.

Döviz kuru hedefleme stratejisi para politikasının döviz piyasaları aracılığıyla yürütülmesinin üzerine kuruludur. İthalata bağımlı olarak büyüyen Türkiye gibi ülkelerde döviz kuru ve enflasyon arasında yüksek geçişkenlik söz konusudur.

Merkez Bankaları döviz kuruna dayalı rejimleri daha çok parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejilerinin tamamlayıcısı şeklinde kullanmaktadırlar. Dünyada tek başına döviz kuruna dayalı hedefleme stratejisi izleyen merkez bankaları da vardır fakat böyle bir durumda para arzının ve faiz politikasının sabit döviz kuru rejimi ile uyumlu olması gerekmektedir (Özatay, 2011, s. 220).

Ocak 2000 ve Şubat 2001 yılları arasında Türkiye’de önceden belirlenen döviz kuru rejimi uygulanmıştır. Programın esas amacı 2002 yılının sonunda dalgalı döviz kurunu rejimine geçmektir. Sistem Kasım 2000’de geçirdiğı ciddi sarsıntıdan sonra Şubat 2001’de tamamen çökmüştür.

Piyasa aktörleri tarafından anlaşılması kolay olan bu rejimin birtakım dezavantajları da vardır. Döviz kuru hedefleme rejiminde bağımsız para politikası izlenememektedir. (Mishkin, 1999, s. 582)

1.8.2. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme, merkez bankalarının enflasyon hedefleri ile uyumlu bir biçimde para arzını yönlendirme uygulamasıdır. Parasal hedefleme stratejisi enflasyonu kontrol ederken kullanılmaktadır. Merkez Bankası para politikası uygulamalarını parasal hedefleme stratejisine göre inşa ederken 2 konuya dikkat etmesi gerekmektedir (Keyder, 2002).

- Parasal hedeflemenin yaratılacak para arzı ile ilişkili olması.
- Parasal hedefleme stratejisinde kullanılacak para politikası araçlarının para arzı yaratım sürecinde etkili olabilmesi.

Monetarist iktisatçılar tarafından geliştirilen parasal hedefleme stratejisi 1973 yılında Bretton Woods Sisteminin çökmesinden sonra daha etkin bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Miktar Teorisi üzerine kurulu olan Parasal Hedefleme Stratejisinde Merkez Bankaları kontrol edecekleri parasal büyüklüğü önceden belirlemektedirler (Bofinger & Reischle, 2001, s. 248-257).

Parasal hedeflemenin en büyük avantajı, merkez bankasının yurtiçindeki ekonomik birimlerin beklentileri neticesinde oluşan sorunlarla başa çıkmada para politikasının etkili kullanılmasını mümkün kılmasıdır.

Parasal Büyüklükler dar ve geniş olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

- Dar Para Arzı: M_0 ve M_1
- Geniş Para Arzı: M_2 ve M_3

M_0 = (Dolaşımdaki Banknotlar + Madeni Paralar) – Banka Kasalarındaki Nakitler

M_1 = M_0 + Vadesiz Mevduatlar

M_2 = M_1 + Vadeli Mevduatlar

M_3 = M_2 + Repo ve Para Piyasalarındaki Fonlar

Parasal genişlemelerin enflasyona sebep olduğu ekonomi çevrelerinin neredeyse tamamı tarafından kabul edilmektedir. Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlamak için para miktarının artış hızına sınırlamalar getirebilir. Enflasyonu önleyebilmek için paranın kontrol edilmesinin gerekliliği ilk monetarist iktisatçılar tarafından dile getirilmiştir. 70’li yıllardan sonra gelişmiş ekonomiler tarafından kendisine kullanım alanı bulan parasal hedefleme 90’lı yıllarda popülaritesini yitirmiştir. Türkiye’de Parasal Hedeflemeye yönelik ilk çalışmalar 1985 yılında başlamıştır.

Fransızca kökenli bir kelime olan emisyon çıkarmak, sürmek anlamına gelmektedir. Genel olarak para arzının enflasyon ve reel büyüme oranına paralel bir şekilde artırılmasının enflasyon yaratmayacağı kabul edilmektedir.

1.8.3. Enflasyon Hedeflemesi

Merkez bankaları orta vadeli enflasyona yönelik olarak bir sayısal hedef belirler ve para politikası araçlarını bu hedefini tutturabilmek için kullanırlar. Enflasyon hedeflemesi sistemi şeffaflık bakımından ve merkez bankalarının hesap verilebilirliği açısından oldukça önemli bir para politikası stratejisidir (Mishkin, 2014, s. 219). Bu rejimde belirli bir hedef belirlenir, bu hedef ilan edilir ve bu hedefi tutturmak için gerekli para politikası bileşenleri ortaya konulup hedefin tutturulacağına dair taahhütte bulunmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, parasal hedeflemenin en başarılı bileşenleri alınarak geliştirilmiştir. Para politikasının uzun vadeli temel hedefi olarak fiyat istikrarına bağlı kalınması ve enflasyon oranı hedefine ulaşılması; para politikasının hedefleriyle ve bu hedeflere ulaşmak için yapılan politika etkinliği planlarıyla ilgili olarak insanlarla iletişimin sağlanmasıyla şeffaflığın artırılması ve merkez bankasının enflasyon hedeflerine ulaşmada sorumluluğunun artırılması.

İlk kez 1980 yılların sonunda Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından uygulanmıştır. 1989 tarihli Yeni Zelanda Merkez Bankası Kanununun 8.maddesinde merkez bankasının başka hedeflerinden bahsedilmeksizin ‘’ genel fiyat seviyesinde istikrarın sağlanması ve devam ettirilmesi ekonomik hedefine yönelik para politikalarının belirlenmesinden ve uygulanmasından’’ sorumlu tutulur. Kanunun 9.maddesinde, Maliye Bakanı ve Merkez Bankası başkanının belirli enflasyon hedeflerini belirlemek

için bir araya gelerek ‘‘Politika Hedefi Anlaşması’’ yapmaları gerektiği hükmü yer alır (Brash, 1998, s. 221).

Enflasyon hedeflemesi her ülke tarafından çeşitli şekillerde kendilerini uyarlanmış olsa da söz konusu strateji hakkında belirli ampirik genellemeler yapılmaktadır.

Literatürde enflasyon hedeflemesi sisteminin enflasyonla mücadele açısından güçlü bir politika olduğunu savunan çalışmalar da vardır (Bernanke, Laubach, Mishkin, & Posen, 1999), olumlu katkıda bulunmadığına dair çalışmalar da yapılmıştır (Ball & Sheridan, 2004).

Enflasyon hedeflemesi sistemine geçiş ile birlikte büyük oranda döviz kuru ve parasal büyümenin rolü azalmaya başlamıştır.

Enflasyon hedeflemesinin en belirgin işareti gelecekte Merkez Bankası’nın enflasyonu sayısal olarak belirlenmiş bazı seviyelerde tutmaya çalışacağını hükümetin, merkez bankasının ya da her ikisinin birlikte açıklamasıdır (Mishkin, 2014, s. 269).

Enflasyon hedeflemesi sisteminin başarılı olabilmesi için merkez bankasının iletişim politikaları oldukça önemlidir. Etkin bir iletişim sağlayabilmenin amacı, belirsizlikleri ortadan kaldırıp güven ortamını sağlamaktır. Tüm enflasyon hedeflemesi rejimlerinin ortak özelliği, şeffaflık ve iletişim üzerine büyük ağırlık verilmesidir. Enflasyon hedeflemesi ile merkez bankaları sıklıkla hükümet ile iletişim kurarlar.

Bu sebeple merkez bankası hedefini, uygulamakta olduğu ve gelecekte uygulayacağı politikaları hane halklarına, tüketicilere ve diğer tüm ekonomik aktörlere doğru bir şekilde açıklamalı, enflasyona ilişkin öngörülerini toplumun tüm kesimleriyle paylaşmalıdır.

Enflasyon hedeflemesinin ilk duyuruları genelde mevcut enflasyon oranından istenen sabit düzeye kademeli geçişe izin verir; çoğu zaman bu düzey fiyat istikrarı ile uygunluk gösterir. Fiyat istikrarı uygulamada asla sıfır enflasyon anlamına gelmemektedir. Hedeflemenin enflasyon oranının mı fiyat seviyesinin mi hedeflenmesi gerektiği konusunda iktisat yazınında fikir birliği sağlanamamıştır (Akerlof, Perry, & Dickens, 1996, s. 1).

Merkez bankaları enflasyon hedeflemesi sistemini uygulamaya başladıktan sonra enflasyon seviyeleri dolayısıyla faiz oranları da gerileme göstermiş, bu değişkenlerdeki oynaklık azalmaya başlamıştır. Çıktı hacmindeki dalgalanma zamanla durağanlaşmış, enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra iyileşme belirtileri göstermiştir (Bernanke & Mishkin, 1997, s. 98).

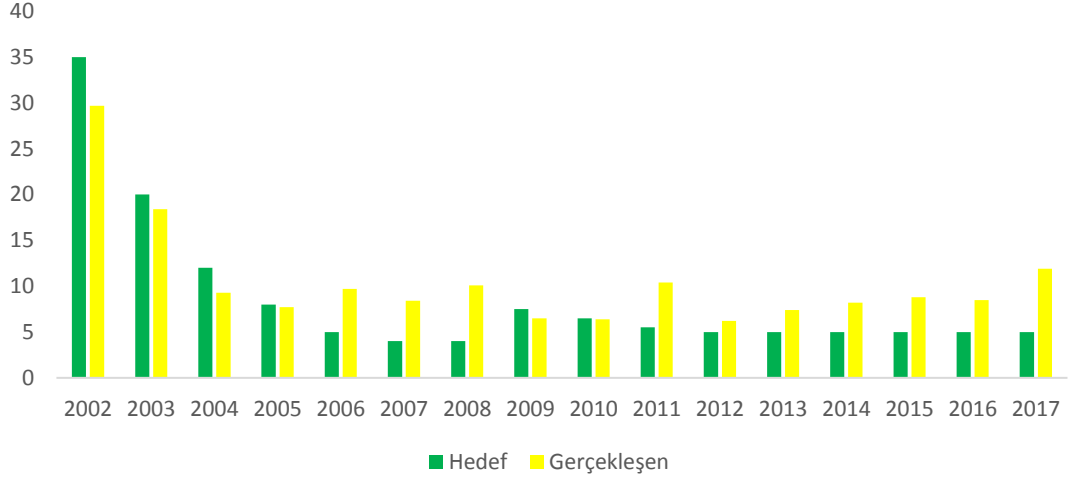
Enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte enflasyon beklentilerinde radikal bir düşüş beklemek doğru değildir fakat enflasyon hedeflemesi rejiminin beklentileri ciddi bir şekilde etkilediğine dair bulgular mevcuttur. Bu bulgular enflasyon hedeflemesinin bir süreliğine yerinde bir uygulama olduğuna, orta ve uzun vadede enflasyon hedeflerinin daha iyi çıpalar olmalarından dolayı farklılık yarattığına işaret etmektedir (Batini & Yates, 2003, s. 283-300).

Aşağıda yer alan önkoşullar sağlandığı takdirde enflasyon hedeflemesi başarılı olacaktır.

- Merkez Bankasının bağımsızlığı
- Sıkı bir maliye politikası
- Hesap verilebilirlik ve şeffaflık
- Gelişmiş bir para ve sermaye piyasası
- Etkin bir para politikası
- Makul bir düzeye ulaşmış enflasyon oranı

Enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerde merkez bankaları iletişim kanalını oldukça etkin kullanmaktadır. İletişim kanalını oldukça etkin kullanmaları, daha şeffaf bir yapıya dönüşmelerine yol açmaktadır. Kamuoyunu yayınladıkları araştırma raporları ve çalışmalarla bilgilendirmekte böylece sağlıklı bir ekonomik yapının koşulu olan finansal okuryazarlığı da geliştirmektedirler.

Grafik 1: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Değerler (%)



Kaynak: TCMB

1.9. Kuramsal Görüşlere Göre Para Politikası

Para teorisi, hane halkı ve şirketler gibi piyasa aktörlerinin ne oranda ve hangi miktarda para tutmak istediklerini ve para miktarındaki değişimlerin ekonomiye olan etkilerini inceler (Paya, 2013).

Neo-klasik, Keynesyen ve Monetarist iktisatçıların para talebine olan yaklaşımları temelde bazı farklılıklar içermektedir. Neo-Klasik ve Monetarist iktisatçıların para talebine ilişkin yaklaşımları temelde benzerlik gösterirken, Keynesyen iktisatçılar daha farklı bir perspektiften bakış açısı geliştirmişlerdir.

- Neo-Klasik Yaklaşım
- Keynesyen Yaklaşım
- Monetarist Yaklaşım

Neo-Klasik iktisatçılar para miktarı ile fiyatlar genel seviyesi arasındaki ilişki üzerinden, fiyat esnekliği sebebiyle ekonomide her zaman tam istihdam düzeyinde üretim ve gelir sağlanacağını bu sebeple para miktarındaki değişimin gelir düzeyini etkilemeyeceğini yalnızca fiyat seviyesini değiştireceğini öne sürmüşlerdir.

Keynes, ‘‘Genel Teori: İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi’’ kitabında neo-klasik iktisatçıların görüşüne karşı çıkararak para miktarındaki artışların ilk aşamada üretimi ve geliri arttıracaklarını ileri sürmüştür (Keynes, 1936).

2. Dünya Savaşından sonra batı ülkelerinin ekonomilerinde etkili olan Keynesyen görüş, durgunluk ve enflasyonun beraber yaşandığı OPEC kriziyle beraber ortaya çıkan stagfasyondan sonra sorgulanır hale gelmiştir. Tam bu esnada başını Chicago Üniversitesi profesörlerinden olan Milton Friedman’ın öncülük ettiği Monetarist akımın görüşleri kendisine uygulama alanı bulmuştur. Etimolojik olarak kökü parasalcı olan bu akımın savunucuları sıkı para politikasını savunmaktadırlar. Friedman’a göre enflasyon parasal bir olgudur ve para miktarındaki artışlar doğrudan enflasyona sebep olacaktır.

1.9.1. Neo-Klasik Ekolün Miktar Teorisi

Neo-Klasik iktisatçılara göre fiyatlar genel seviyesi ile para miktarı arasında doğrusal bir ilişki vardır. Fisher’ın miktar teorisi Klasik iktisatçılardan David Ricardo ve Jean Baptiste Say’ın para miktarı ve fiyatlar genel seviyesi hakkındaki görüşlerinin üzerine inşa edilmiştir. Neo-Klasik iktisatçıların para politikası görüşleri esas itibariyle Say Kanunu’na ve paranın miktar teorisine dayanmaktadır. Her arz kendi talebini yaratır şeklinde özetlenebilecek bu teoriye göre, para miktarında bir artış veya azalış, fiyat seviyesinde de orantılı bir artışa veya düşüşe yol açmaktadır (Scarano, 2013, s. 2-5).

Neo-Klasik iktisatçılar para talebini 3 temel fonksiyonu üzerinden değerlendirirler. Literatürdeki yaklaşımlara göre temelde paranın 3 temel fonksiyonu vardır.

- Paranın bir hesap birimi olması
- Mübadele aracı olması
- Servet saklama aracı olması

1911 yılında Irving Fisher tarafından geliştirilen paranın miktar teorisi uzun vadede para, ekonomik aktivite ve fiyatlar genel seviyesi arasındaki ilişkiyi inceler. Teori uzun vadede bir ekonomideki çıktı miktarının parasal olmayan faktörlere bağlı olduğunu öne sürmektedir. Bu faktörler sermaye, işgücü ve teknolojidir. Ekonomik aktiviteyi

canlandırabilmek için merkez bankalarının para arzını arttırması etkisiz olacaktır. Bu sadece uzun vadede fiyatların artmasına yol açar. Paranın miktar teorisi para talebini açıklayan ve hesaba katan ilk teori olması bakımından önemlidir (Moenjak, 2014, s. 78-79).

Fiyatlar genel düzeyindeki değişimlerin para miktarındaki değişimlerle açıklanmasına miktar teorisi denilmektedir. Miktar teorisi en basit ifadeyle, para miktarındaki değişimlerin doğrudan doğruya ve aynı oranda fiyat değişimlerine neden olacağı şeklinde özetlenebilir. Piyasadaki emisyonun toplamda %5 arttığını veya azaldığı durumda miktar teorisine göre fiyatlar genel düzeyi de %5 artacak veya azalacaktır. Miktar teorisi paranın takas işlemini kolaylaştıran bir araç olduğu ve ekonomik hayatta başka işlevinin olmadığı görüşüne dayanmaktadır. Değişim denkliği üzerinden açıklayacak olursak $M*V=P*T$; para miktarı (M) değiştiği zaman, bu durum dolaşım hızı (V) ve üretim miktarını (T) etkilemez. Bu değişkenleri belirleyen faktörler başkadır. Bu durumda geriye kalan tek değişken olan fiyatlar (P) para miktarındaki değişimlerden aynı oranda etkilenecektir (Aren, 1984, s. 76).

Paranın miktar teorisi aşağıdaki denklikle gösterilir.

$$M*V = P*Y$$

P: Fiyatlar genel seviyesi

Y: GSYİH

M: Para miktarı

V: Paranın dolaşım hızını ifade etmektedir.

20. yüzyılın başlarında Irving Fisher tarafından geliştirilen modelde, iktisatçılar para talebini açıklarken paranın dolaşım hızı kavramından yararlanırlar. Denklemin sağ tarafında yer alan paranın dolaşım hızı, bir birimlik para arzının belirli bir dönemde yarattığı milli gelir olarak ifade edilebilir. Bu ifadede, P fiyat seviyesini, Y ise mevcut reel GSYİH düzeyini belirtir. Dolayısıyla, $P*Y$ şu andaki nominal GSYİH'ı temsil eder; M FED'in üzerinde kontrol sahibi olduğu para arzını ve V dolaşım hızını belirtir. Bu, bir Türk lirasının, bir yıl boyunca nihai mallar ve hizmetler için harcanacağı ortalama sayıdır. Klasik iktisatçılar Y'nin kısa vadede sabit olduğunu varsayarlar.

Bundan hareketle paranın dolaşım hızının da sabit kaldığını belirtilmektedir. Hem Y hem de V 'nin sabit olduğu varsayılarak, FED'in genişletici (veya daraltıcı) para politikası uygulayarak M 'de artışa (veya düşüşe) yol açması durumunda, tek etki, Fiyat seviyesi P , M 'deki değişimle doğru orantılı olarak artacaktır. Başka bir deyişle, genişletici para politikası ancak enflasyona neden olabilir ve daraltıcı para politikası, sadece fiyat seviyesinin düşürülmesine yol açabilir.

Alfred Marshall ve Arthur Pigou gibi Cambridge ekolünden gelen Neo-Klasik iktisatçılar Fisher'ın Miktar Teorisine para talebini de ekleyerek geliştirmişlerdir. Paranın dolaşım hızını o ülkedeki ödeme sistemleri gibi kurumsal faktörlerin belirleyeceğini ve bu kurumsal faktörlerin hemen hemen sabit olacağı varsayımı altında özdeşliği para talebine dönüştürmüşlerdir. Cambridge yaklaşımında hane halkı ve firmaların para talebinde faiz oranlarının etkisi yoktur, para talebi gelirin bir fonksiyonudur.

$$M^d = k.P.Y$$

1.9.2. Keynesyen Yaklaşım

1929 krizinden sonra istihdamın uzunca bir süre makul bir düzeye ulaşamaması ve ekonomik aktivitenin canlanmaması sonrası Keynes'in "Genel Teori" kitabında ortaya koyduğu önerdiği uygulamaların gündeme gelmesine sebep olmuştur.

Keynesyen görüş özü itibarıyla toplam talebe odaklanmaktadır, para politikasının başarısının toplam talebin ve milli gelir düzeyinin artırıldığı ölçüde başarılı olacağını öne sürer. Para politikasında yapılacak değişiklikler doğrudan toplam harcamaları etkilemek yerine ilk aşamada faiz oranlarını etkilemektedir. Toplam harcamalar faiz oranlarına göre şekillenir. Keynes paranın talep edilmesine Genel Teori kitabında farklı bir perspektiften bakmış, spekülasyon güdüsünü de eklemiştir. Piyasadaki faiz oranı yükseldikçe, spekülasyon amacı ile tutulan para miktarının azalacağını ve para piyasalarına yönleneceğini öne sürmüştür.

Keynes'e göre faiz tasarrufun değil, likiditeden vazgeçmenin karşılığıdır. İnsanlar çeşitli nedenlerle servetlerini ellerindeki para olarak tutarlar. Bu paranın bir kısmını başkasına ödünç verdikleri zaman servetlerinde bir değişiklik olmaz. Fakat likiditenin

azalması şeklinde bir özveride bulunmuş olurlar. İşte faiz insanları bu özveride bulunmaya ikna etmek için verilen bir bedeldir. Farklı bir bakış açısıyla bakıldığında faiz haddi, elde para tutmanın maliyeti olarak görülür (Aren, 1984, s. 92).

Keynes'e göre hükümetler mali politikalar aracılığıyla kamu harcamaları ve vergilendirmeye müdahale ederek işsizliği ve enflasyonu engelleyebilirlerdi. Keynes'in görüşleri 1945 yılından sonra daha geniş uygulama alanı buldu. 2. Dünya Savaşının sonundan 70'lere kadar olan dönem Dünya Ekonomisi için refah yılları olarak adlandırılmaktadır.

Elde tutulmak istenen para miktarı faiz oranına karşı duyarlıdır. Faiz oranları yüksekken elde daha az, düşükken ise daha fazla para tutulur. Faiz oranı ile elde tutulmak istenilen para miktarı arasındaki ilişkiyi dikey ekseninde faiz oranının yatay ekseninde ise para miktarının gösterildiği bir şekilde, soldan sağa doğru alçalan bir eğri ile ifade edebiliriz. Bu eğriye likidite tercihi eğrisi denilmektedir. Çeşitli faiz oranlarında ne kadar paranın elde tutulacağını göstermektedir.

1.9.3. Monetarist İktisatçıların Para Politikası Yaklaşımı

Monetarist iktisat akımının öncülerinden Milton Friedman, 1956 yılında yayınladığı makalesinde klasik iktisatçıların modern miktar teorisini yeniden şekillendirdi (Friedman, 1956).

Friedman'a göre Para arzının arttırılması kısa vadede üretimi arttırırken uzun vadede enflasyona neden olmaktadır. Para politikalarının ekonomi yönetiminde önemli bir rolü olduğunu öne sürdü. Enflasyonunun kontrolünün para arzını kontrol etmekten geçtiğini savundu. 70'li yılların ortasında OPEC kriziyle beraber ortaya çıkan stagflasyon olgusuna çare bulunamayışı ihtiyari para politikalarının sorgulanmasına neden olmuştur.

Friedman kurala dayalı bir sistemin dizayn edilmesinin gerekliliğine dikkat çekmiştir (Friedman & Schwartz, 2008). 1929 krizine kadar para politikalarının belirleyicisi olan Miktar teorisi klasik iktisatçıları tarafından benimsenmiştir. Miktar teorisini savunan iktisatçılar; para miktarı ile fiyatlar arasında bir ilişki olduğunu öne sürmüşler hatta para arzının fiyatlar genel seviyesinin ana belirleyicisi olarak görmektedirler.

Monetaristler ise klasiklerden farklı olarak kısa dönemde paranın ekonomik aktiviteyi de etkileyeceğini öne sürmektedirler. Keynesyen para politikası yaklaşımının tam anlamıyla doğru olmadığını, reel ekonomi üzerindeki etkisinin küçük fiyatlar genel seviyesi üzerindeki etkisinin büyük olduğunu ileri sürmektedirler.

Monetarist yaklaşımın en önemli temsilcisi 2006 yılında hayatını kaybeden Milton Friedman'dır. Friedman, Irving Fisher'ın miktar kuramını genişleterek ekonomi biliminde farklı bir paradigmanın ortaya çıkmasına katkıda bulunmuştur. Yaptığı çalışmalar öylesine etki uyandırmıştır ki, bu yeni ekol Margaret Thatcher ve Ronald Reagan'ı ekonomi politikalarını etkilemiş, bir bakıma neo-liberalizme giden süreci inşa etmiştir.

Monetarizmin tarihsel gelişimi miktar teorisiyle beraber başlamaktadır. Friedman'a göre para talebi üç ana etkene bağlıdır (Parasız, 2012, s. 151).

- Ekonomik birimlerin mal varlığı
- Malvarlığının dönüşebileceği diğer finansal varlıklar
- Parayı ellerinde tutanların tercihleri

1.10. TCMB'nin Uyguladığı Para Politikalarının Gelişimi

1.10.1. 2000 yılı Enflasyonla Mücadele Programı

Türkiye, uzun yıllardır süren makroekonomik istikrarsızlık dönemini sonlandırabilmek, ekonomideki belirsizlikleri bertaraf edebilmek ve finansal sistemi sağlıklı bir yapı üzerine inşa edebilmek için 2000 yılında Enflasyonla Mücadele Planını uygulamaya koymuştur. IMF ile yapılan Stand-by anlaşmasına dayanan bu program 2000 yılının Kasım ayında şiddetli bir sarsıntı geçirmiş, 2001 yılının Şubat ayında ise ekonomik krizle birlikte çökmüştür. Programda mali disiplin ve yapısal reformların hayata geçirilmesi planlanmıştır (Özatay, 2011, s. 220).

2000 yılı enflasyonu düşürme programı Uluslararası Para Fonu (IMF) ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşması'nın (Stand-by) bir uzantısı olarak ortaya çıkmıştır. Programa göre Tüketici enflasyonu, yapısal reformların hayata geçirilmesiyle beraber kademeli olarak 2000 yılında %25'e, 2001 yılında %12'ye ve 2002 yılında %7'ye düşürülmesi

planlanmıştır. Programın diğer amaçları büyüme oranını potansiyel seviyesine yükseltmek, reel faiz oranlarını makul düzeye çekmek ve ekonomideki kaynakların etkin ve dengeli dağılımının sağlanmasıdır. IMF'den alınan tavsiyeler ışığında sıkı bir maliye politikası izlenerek faiz dışı fazlanın arttırılması ve enflasyonun düşürülmesine yönelik bir para ve kur politikası tasarımıyla karar kılınmıştır (Erçel, 1999, s. 1-4).

Programın uygulamaya konulmasıyla beraber faiz oranları gerilemiş, enflasyonda da bir miktar düşüş gözlenmiştir. Piyasa aktörleri programı ilk aşamada olumlu karşılamış, üretim ve iç talep canlanmıştır. TL'nin aşırı değerlenmesi iç talebi ve enerji tüketimini beslemiş, cari açık artmıştır. Bu gelişmeler sonucu mevcut kur sisteminin geleceğine dair endişeler artmış, cari işlemler açığının sürdürülebilir olmadığı dillendirilmeye başlanılmıştır.

22 Kasım 2000 tarihinde ekonomiye dair artan endişeler iyice gün yüzüne çıkmaya başlamıştı. Bankalararası para piyasasında gecelik borçlanma faizi 3 kat artarak %110'a ardından %210'a fırladı. Bu olumsuz gelişmeye ek olarak 2000 Enflasyonu Düşürme Programı kapsamında alınan Merkez Bankası Brüt döviz rezervi alt sınır kararının altına düşülmüştü. İki hafta içerisinde brüt döviz rezervi yaklaşık 5 milyar dolar azalmış, tüm bu olaylar sonucunda 2001 yılının Şubat ayında ortaya çıkan siyasi karışıklık ortamı gecelik faizlerin bu sefer %6200 seviyesine çıkmasına neden olmuştur (Uygur, 2001, s. 22).

Ekonomik kriz üzerine yaptığı çalışmalarla ünlü ekonomist Rudiger Dornbusch verdiği krizin gelmesinin sanıldığından uzun, ortaya çıkmasının ise düşünüldüğünden daha hızlı gerçekleşeceğini söylemiştir (Dornbusch, 2001, s. 743-754).

Dönemin IMF başkan yardımcısı aynı zamanda bir ekonomist olan Stanley Fischer bir ülkede yaklaşmakta olan krizin temel göstergesi olarak cari açığı göstermiştir. Cari açığı yüksek bir ülkenin dış borç yükü de fazla olması durumunda devalüasyon ve krizin bir süre sonra kaçınılmaz olacağını söylemiştir (Fischer, 1988, s. 110-128). Tüm bu bilgilerden yola çıkarak 2001 krizinin ekonomideki bütün nedenlerin bir sonucu olduğunu söyleyebiliriz.

2001 krizi sonucunda ekonomideki kırılganlıkların giderilmesi, kurumların güçlendirilmesi ve krizlerin önlenmesi adına Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

uygulanılmaya başlanmıştır. Bu programla birlikte Merkez Bankası Kanununda da köklü değişiklikler yapılmıştır. Merkez Bankası 2001 yılı öncesinde Hazineye kredi verebilirken fiyat istikrarına dayalı bir para politikası stratejisinin geliştirilmesiyle beraber Merkez Bankası 2001 yılından beri Hazineye avans veya kredi verememektedir. TCMB para politikası bileşenlerini belirleme konusunda özgür bırakılmıştır.

1.10.2. 2001 Krizi Sonrası Yapısal Değişiklikler

2001 krizi Türkiye ekonomisi açısından yapısal bir kırılma noktası olduğunu söyleyebiliriz. Krizin etkilerini ortadan kaldırabilmek ve ortaya çıkabilecek yeni krizleri önleyebilmek adına bir dizi yapısal reform hayata geçirilmiştir.

22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı döviz kuru rejimine geçilerek, döviz fiyatlarının serbest piyasada belirlenebilmesinin önü açılmıştır. Aynı yılın mayıs ayında uygulamaya koyulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programıyla birlikte bankacılık sektörüne yönelik tedbirler alınmış, yapısal reformlarla mali disiplinin sağlanmasına yönelik adımlar atılmıştır. Enflasyonla mücadele ve ekonomik büyümenin sağlanabilmesine yönelik politikalar hayata geçirilmiştir (Derviş, Asker, & Işık, 2006, s. 105).

Tüm bu gelişmelerin ışığında Merkez Bankası Kanununda da değişikliğe gidilmiştir. Merkez Bankasının Hazine ve diğer kamu kuruluşlarını finanse etmesi yasaklanmış, temel amacının fiyat istikrarı olduğu belirlenmiştir. Fiyat istikrarını sağlamakla beraber hükümetin büyüme ve istihdam politikalarıyla çelişmeyeceği belirtilmiştir. Yapılan çalışmalar da merkez bankası bağımsızlığı ile fiyat istikrarı arasındaki ilişkinin kuvvetli olduğunu göstermektedir.

90'lı yıllarda meydana gelen ekonomik krizlerin temelinde sürdürülemez iç borç dinamiği ve finansal sektörün yapısal problemleri vardı. 1990 yılında kamu kesimine ait net borç stokunun GSYİH'ya oranı %29 iken 1999 yılı sonunda %61'e ulaşmıştı. İç borç stoku ise %6'dan %42'ye çıkmıştır. Kamu kesimindeki sağlıksız ekonomik yapıya ek olarak finansal sistemdeki kırılganlıklar da baş gösteriyordu. Yüksek

enflasyon ve belirsizlik ortamı tasarrufların düşük kalmasına neden olmuştur (TCMB, 2000, s. 1-30).

2000 yılının Kasım ayında ve 2001 yılının başında yaşanan ekonomideki bu olumsuz gelişmeler üzerine dönemin Dünya Bankası başkan yardımcısı Kemal Derviş Türkiye'ye davet edilmiş ve Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanlığı görevini üstlenmiştir ve ekonomiye dair sorunları kalıcı olarak giderebilmek için Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını hazırlamıştır.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile ekonomideki yapısal problemlerin giderilmesi, istikrarın tesis edilmesi amaçlanmıştır. Program siyasi bir taahhüt içerdiği için kalıcılık bakımından oldukça önemlidir. Kamuda şeffaflık ve yolsuzlukla mücadele, piyasalarda güven ortamının yeniden sağlanması için ana hedefler; dalgalı kur sistemi içerisinde enflasyonla mücadele, TMSF'ye devrolan bankaların yeniden yapılandırılması, kamu finansman dengesi ve yatırım ve finansman kalitesinin arttırılarak refah düzeyinin arttırılmasıydı. Şeffaflık, rekabet ve finansal yapının yeniden düzenlenebilmesi için yasal düzenlemeler yapılmıştır. Yeni bir bankacılık kanunu ile bankacılık sektörünün yapısının güçlendirilmesi hedeflenmiştir (TCMB, 2000, s. 1-30). TCMB'nin 2002 yılından 2010 yılına kadar olan para politikalarını bir başlıkta, 2010 yılından bu tezin yazıldığı zamana kadar olan para politikaları ise başka bir başlıkta incelenecektir.

1.10.3. 2010 Yılı Öncesindeki Fiyat İstikrarı Merkezli Para Politikası

TCMB 2001 yılından itibaren para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesini benimsemiştir. 2002 yılından 2005 yılına kadar örtük enflasyon hedeflemesi, 2005 yılından sonra ise açık enflasyon hedeflemesi stratejisini izlemiştir.

Açık enflasyon hedeflemesine geçiş dönemi esas olarak üç konu üzerinde yoğunlaşmıştır. Öncelikle, yeni enflasyon dinamikleri ve parasal aktarım mekanizmasına yoğunlaşan teknik bir altyapı geliştirilmiştir. İkinci olarak şeffaf bir iletişim politikası izleyerek yürüttüğü programı kamuoyu tarafından daha çok anlaşılır kılınmıştır. Üçüncü olarak enflasyon hedefini piyasa ile belirli aralıklarla paylaşılmaya başlanmıştır. Son olarak, 2006 yılında, açık bir enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş

açıklanmıştır. Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesi, merkez bankasının enflasyonu kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak hedefle uyumlu tutmayı hedeflemektedir.

1.10.3.1. Merkez Bankası Kanununda Yapılan Değişiklikler

2001 yılında yaşanan kriz Türkiye ekonomisinde bazı yapısal reformların hayata geçirilmesini zorunlu kılmıştır. Bu yapısal reformların belki de en önemlisi Merkez Bankası Kanununda yapılan değişikliklerdir (TBMM, 2001).

- Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiştir.
- Merkez Bankası para politikası aracını seçmede ve kullanmada özgür bırakılmıştır.
- Yüksek kamu borcuna neden olan Hazine'yi fonlaması yasaklanmıştır.
- Kara alma mekanizması olarak Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur. Para Politikası Kurulu her ay yaptığı toplantılarla ülkenin para piyasaları görünümünü görüşmek üzere toplanmaktadır.
- Merkez Bankasına sağlanan bağımsızlığın doğal sonucu olarak hesap verme sorumluluğu da verilmiştir.

1.10.3.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005)

Merkez Bankası 2002 yılında aldığı kararla para politikalarını enflasyon hedeflemesi rejimini baz alarak uygulayacağını açıklamıştır. 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin kademeli olmasının sebebi geçiş sürecinde başarılı olunabilmesi için makul bir enflasyon oranının tutturulmuş olması gerekmektedir. Türkiye’de 2001 yılında TÜFE’nin %68,53 olması enflasyon hedeflemesi rejimine doğrudan geçilememesinin en önemli sebebidir (Durmuş, 2018, s. 12).

Merkez Bankası bu dönemde klasik enflasyon hedeflemesi rejiminde olduğu gibi enflasyon hedefini kamuoyu ile paylaşmadan para politikası araçlarını enflasyonla mücadelede uygun şekilde kullanmaktadır. Uygulanan politikaların başarıya ulaşabilmesi için parasal büyüklükler gibi ara hedefleri de seçebilmektedir. Merkez

Bankası geçiş döneminde enflasyon hedeflemesi rejimine uygun bir teknik altyapıyı oluşturmaya gayret göstermiştir. TÜFE 2002 ile 2005 yılları arasında %35, %20, %12, %8 olarak hedeflenmiştir. 2005 yılı sonunda %7,7 seviyesinde gerçekleşmiştir (Kara & Orak, 2008, s. 37-38).

2002 ve 2005 yılları arasında para ve sermaye piyasaları açısından birtakım önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu önemli gelişmeler aşağıdaki gibidir (TCMB, 2011a, s. 18).

- Merkez Bankası enflasyon hedefini belirlerken para tabanını çapa almaya başladı.
- 1 Ocak 2005 tarihinde Türk Lirasından 6 sıfır atılarak Yeni Türk Lirasına geçilmiştir. Bu adımın Türk Lirasının itibarını ve istikrarını sağlamak için atıldığı duyurulmuştur. Paradan 6 sıfır atılması reformu 2 aşamalı uygulanmıştır. İlk aşamada geçiş süreci boyunca Türk Lirasının başına Yeni ibaresi eklenmiş, 1 Ocak 2009 tarihinde Yeni ibaresi kaldırılmıştır ve Türk Lirası'na dnlmştir.
- Türkiye'de tüketicisi ve üretici enflasyon endeksini hesaplayan kurum olan Türkiye İstatistik Kurumu enflasyon hesaplama endeksini uluslararası standartları gözeterek yeniden tasarladı. Tüketicisi Fiyat Endeksi ve retici Fiyat Endeksi olmak üzere iki farklı endeks üzerinden fiyat değişimleri izlenilmeye başlanıldı.

1.10.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2006)

rtk Enflasyon Hedeflemesi rejimiyle beraber fiyat istikrarı konusunda elde edilen başarı açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçiş için politika yapıcıları cesaretlendirmiştir. Bu sebeple 2006 yılından itibaren başlamak üzere Enflasyon Hedeflemesi Rejimine geçilmiştir.

TCMB de yeni dönemde hedefinin daha kolay anlaşılabilmesi açısından nokta hedef belirlemiştir. Enflasyon hedefini TÜFE olarak belirlemiştir. 3 yıllık vizyonlarla enflasyona yönelik beklentilerini açıklamış. İletişim politikası gereği para politikası kararlarını, merkez bankacılığına dair çalışmalar toplantılar ve web sitesi aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmıştır.

Para piyasalarının her zaman riske konu olmaları ve dış kaynaklı değişkenlerin Merkez Bankasının kontrolünde olmaması sebebiyle Merkez Bankalarına enflasyona yönelik tahminlerde bulunurken + ve – 2 puanlı bir belirsizlik aralığı bırakılmıştır. Merkez Bankasının bu aralıkta yaptığı tahminler için hesap verme zorunluluğu yoktur. Eğer tahminleri 2 puanlık belirsizlik aralığından saparsa Merkez Bankası başkanı durumu açıklamak üzere nedenleri izah edecek şekilde hükümete ve kamuoyuna mektup yazmaktadır.

Para Politikasının yürütülmesinden sorumlu Merkez Bankasının bir organı olan Para Politikası Kurulu ekonomideki gelişmeleri takip edebilmek ve konjonktüre uygun adımları atabilmek adına yılda 8 kez toplanmaktadır. Toplantı tarihleri önceden kamuoyuna duyurulmaktadır (TCMB, t.y.g).

Para Politikası Kurulu para politikasının temel iletişim araçlarından biridir. Merkez Bankası başkanının başkanlığı altında, Başkan yardımcıları, banka meclisi üyeleri arasından seçilecek bir üye ve başkanın önerisi üzerine kararla atanacak bir üye olmak üzere 7 kişiyle toplanır. Her üye eşit oy hakkına sahiptir. Para Politikası Kurulu'nun kararları Başkan tarafından yürütülür ve Banka Meclisinin bilgisine sunulur (Parasız, 2011).

1.10.4. Küresel Kriz Sonrasında Yeni Para Politikası Tasarımı

2008 yılında ABD’de başlayıp hemen hemen bütün dünyaya yayılan kriz hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkeleri önemli ölçüde etkilemiştir. Krizin etkilerinin artacağı ve resesyona neden olabileceği ihtimali ABD ve diğer gelişmiş ülkeleri Keynesyen ekonomi politikaları uygulamaya mecbur kılmıştır. Amerikan Merkez Bankası FED, krizin etkilerini giderebilmek için para politikası araçlarını Keynesyen modele uyarlayarak kullanmıştır. Yatırım bankalarından ve para piyasalarından tahvil satın alıp karşılığında piyasaya para pompalamıştır. Bankalara bu şekilde likidite sağlarken bir yandan da faizleri düşürerek talebi canlandırmaya çalışmıştır. FED’in küresel kriz sürecinde uyguladığı Parasal Genişleme (Quantative Easing) programları başarılı olmuştur. 2008 yılında 900 milyar USD olan FED bilançosu 2017 yılının sonu itibariyle 4,5 trilyon USD’ye ulaşmış, FED’in genişletici para politikaları küresel bir likidite bolluğu yaratmış ve bireylerin risk iştahını artırmıştır. Likidite, daha fazla kar

elde etmek amacıyla gelişmekte olan ülkelere akmıştır. Gelişmekte olan ülke ekonomileri ilk aşamada bu küresel likidite bolluğundan olumlu etkilense de bir süre sonra bu durumun sürdürebilir olmadığı sıcak paranın yn değiştirmesinin kalıcı hasarlara yol açabileceği endişesi konuşulmaya başlanmıştır. İşte tam bu sıralarda TCMB’de Para Politikası ıkış Stratejisi programını kamuoyuna sunmuştur (TCMB, 2010, s. 1). Ekonominin aşırı ısınmasını engelleyici para politikası araçlarını kullanacağını kamuoyuna açıklamıştır. Bankaların likidite yönetimlerinde esneklik tanıyan Rezerv Opsiyon Mekanizmasını tanıtmıştır.

1.10.4.1. Yeni Para Politikası Tasarımı

2010 yılının sonlarına doğru krizin olumsuz etkilerini sınırlamak için geleneksel para politikası uygulamalarına ek olarak, şoklara karşı tepki verebilen yeni bir para politikası bileşeni tasarlanmıştır.

Bu süreçte uyguladığı para politikası stratejisini sadeleştirmiştir. Merkez Bankası para politikası araçlarını da çeşitlendirmiştir. Geniş faiz koridoru belirsizliğin olduğu dönemlerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin dinamizmini azaltma doğrultusunda önemli katkılarda bulunmuştur. Faiz koridorunun st bandını kademli olarak indirmiştir.

1.10.4.2. Merkez Bankası İletişim Politikası

Merkez Bankalarının iletişim politikaları 90’lı yıllardan itibaren önem kazanmaya başlamıştır. 90’lı yıllardan önce merkez bankalarının politika faiz oranlarına ilişkin kararlarının anında duyurulmasının piyasada aşırı bir tepki ile karşılaşabileceğini bu durumun da merkez bankalarının sağlıklı kararlar almasının önünde engel olacağına dair bir inanış vardı (Blinder & Reis, 2005, s. 14-15). Adeta kapalı bir kutu şeklinde varlığını sürdüren merkez bankaları, bu kurumsal gizlilik anlayışını terk edip, iletişim çağının hızına ayak uydurmuştur. Para politikasının etkinliğinin sürpriz kararlardan geçmediği kavranmış, tam tersine şeffaf merkez bankalarının daha başarılı olduğu düşüncesi gelişmeye başlamıştır. Sermayenin daha hızlı hareket eder bir yapıya dönüşmesiyle beraber merkez bankalarının aldıkları kararların finansal piyasalardaki

oynaklığı daha çok arttırdığı, belirsizliklerin olduğu ekonomide kalıcı tahribata yol açabileceği deneyimlenmiştir.

Merkez Bankalarının uyguladığı para politikalarının daha güçlü iletişim kanallarıyla daha etkili olduğuna dair yapılan çalışmalar sonucunda merkez bankaları kamuoyuyla yakın ilişkiler geliştirdiler. Merkez Bankacılığının daha sade ve kamuoyu tarafından anlaşılır olması açısından iletişime verilen önem artırıldı. Bu sebeple merkez bankaları enflasyonla mücadele ve para politikasının etkinliğini sağlamak için daha şeffaf bir yapı oluşturulması konusunda çaba göstermeye başladılar (Blinder A. S., 2008, s. 6).

Merkez Bankalarının ne yaptıkları kadar ne yapacaklarına dair verdiği sinyaller de piyasa açısından oldukça önemlidir. Bu sebeple merkez bankalarının yaptıkları duyurular, verdikleri mesajlar, basın toplantıları ve raporlar piyasa tarafından dikkatle takip edilir.

Merkez Bankası Para Politikası Kurulu toplantıları sonrası kamuoyuyla paylaştıkları duyurular, fiyat ve finansal istikrar raporlarıyla kamuoyuyla iletişim kurarlar. Ana iletişim kanalı olarak kullandıkları bu iki yolun dışında özellikle 2010 yılından sonra web sitesini, sosyal medyayı ve diğer interaktif mecraları daha etkin bir şekilde kullanmaya başlandı. 2014 yılında geliştirilen Elektronik Veri Dağıtım Sistemi projesi ile kamuoyunun Merkez Bankasının veri dağıtım ağına ulaşması sağlandı (TCMB, 2011b, s. 15).

Merkez Bankası kamuoyu ile temel olarak 3 şekilde temas kurar.

- **Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Duyuruları:** Para Politikası Kurulu kararları Merkez Bankalarının ana iletişim aracıdır. 2017 yılından önce her ay toplanan Para Politikası Kurulu, 27 Ocak 2017’de alınan karar ile senede en az 8 kere toplanacağı kamuoyu ile paylaşılmıştır. Para Politikası Kurulunun aldığı kararlar aynı gün saat 14:00’da toplantının özeti 5 iş günü içerisinde Merkez Bankasının ana sayfasında yayınlanmaktadır.
- **Raporlar ve Diğer Duyurular:** Şeffaf iletişim politikasının bir gereği olarak enflasyon verileri ile beraber aylık fiyat gelişmeleri ve finansal istikrar raporu

da kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Para ve kur politikası hakkındaki duyurular da Merkez Bankasının iletişim politikasında önemli bir yere sahiptir.

- **Merkez Bankası Sunumları:** Merkez Bankası başkanının yaptığı sunumlar, konuşmalar da web sitesinde yayınlanmaktadır.

Merkez Bankası, 2016 yılında uyguladığı iletişim politikalarında aşağıdaki yenilikleri hayata geçirmiştir.

- Reel sektör üretim kesimiyle ve finans kuruluşlarıyla periyodik olarak toplantılar düzenlenmeye başlamıştır.
- 21.yüzyıl iletişiminin bir gereği olarak sosyal medya uygulamaları daha aktif kullanılmaya başlanmıştır. İnteraktif grafikler ve görsellerle herkese ve her kesime hitap edilmeye başlanılmıştır.
- Merkez Bankası çalışanlarının makalelerinin ve görüşlerinin yayınlandığı Merkezin Güncesi isimli bir web bloğu kurulmuştur.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR

2.1. Finansal İstikrar

Literatürde finansal istikrarın tek bir tanıma indirgenmemesinin sebebi finansal sistemin farklı unsurlarını kapsamasıdır. Bir ekonomide finansal istikrarın sağlanabilmesi için finansal sisteme dair bütün mekanizmaların kusursuz işlemesi ve şoklara karşı dayanıklı olması gerekmektedir. Finansal istikrarı hedefleyen bir merkez bankası ekonomik sisteme yönelik riskleri önceden tespit etmekte ve bu riskleri önleyebilmek adına gerekli tedbirleri almaktadır (Schinasi G. , 2004, s. 3).

Finansal istikrar ortamının yakalandığı bir ekonomide aktarım mekanizmaları kusursuz işleyecek, temel işlevler yerine getirilecek ve tüm bunların bir sonucu olarak finansal krizlerle karşılaşılma olasılığı düşük olacaktır. Finansal sektörün, aracılık işlevini sorunsuz ve aksamadan gerçekleştirebildiği bir ortam olduğunu söyleyebiliriz.

Merkez Bankaları; kısa vadeli para politikası yönetimi bağlamında, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı, birleşik bir politika çerçevesinde takip edilmek üzere, birbirini tamamlayan ve karşılıklı olarak tutarlı hedefler olarak görmesi gerekmektedir (Bernanke & Gertler, 2000, s. 3).

Finansal istikrarı bir hedef olarak gören merkez bankalarının öncelikle finansal istikrarın önündeki engelleri saptamaları gerekmektedir. Belirli bir kurala bağlı olmadan uygulanacak parasal genişleme stratejisinin ekonomide varlık balonu yaratacağı ve 2008 krizinde de görüldüğü gibi finansal bir kriz ile noktalanacağını kavranması faydalı olacaktır. Ticari bankaların yalnızca kredi kullandırma ve mevduat toplama işlevinin olduğu bir ekonomide, açık piyasa işlemleri gibi konvansiyonel para politikası araçları ile bu aktarımın desteklenmesinin faydalı sonuçları olacaktır (Stein, 2011, s. 1-5).

Finansal istikrarın olduğu bir ekonomide güçlü ve sağlam finansal kurumlar vardır (Özince, 2005, s. 18). Finansal istikrar, finansal sistemin parçası olan ekonomik fonksiyonların (ödeme sistemi, risk dağıtımı, kaynakların etkin dağılımı) beklenmeyen

bir durumda oluşabilecek şoklara karşı dayanıklılığını ve faaliyetlerini sağlıklı şekilde sürdürecektir (TCMB, 2013b, s. 6).

Finansal istikrarı hedef olarak belirlemiş bir merkez bankası ekonomiye dair yaşanabilecek olumsuz gelişmeleri önceden saptayıp, bertaraf etmek için gerekli önlemleri alacaktır (European Central Bank, t.y.). FED'in Finansal İstikrardan sorumlu direktörü Andreas Lehnert ise finansal istikrarı dinamik ve sağlıklı büyüyen bir ekonomik durum olarak tanımlamıştır. Ekonomik birimler yatırım veya tüketim kararı alırken finansal istikrarının olduğu bir ekonomide önlerini daha rahat görecek ve daha rahat karar alacaklardır.

Finansal istikrar iki sebepten dolayı oldukça önemlidir.

- Fon ihtiyacı olanlarla fon fazlası olanların etkin bir alışveriş sağlayabilmesi için finansal istikrar oldukça önemlidir.
- Finansal istikrarın olmadığı bir ekonomide fiyat istikrarı da sağlanamayacaktır.

80'li yıllardaki finansal serbestleşme süreci küresel finans sisteminde hızlı değişimlerin yanında istikrarsızlığı da beraberinde getirdi. Bu istikrarsızlığın en önemli nedeni ise finansal serbestleşme süreciyle beraber elde edilen yüksek büyüme rakamlarının ve kazançların bireysel yatırımcılarla firmaların risk iştahını arttırmasıdır diyebiliriz. Finansal piyasalardaki yaşanan bu dalgalanmaların sürdürülebilir olmadığını gören merkez bankaları 90'lı yılların sonlarında gerekli önlemleri almaya başladılar. Eski FED başkanı Ben Bernanke'nin New York Üniversitesi Profesörlerinden Mark Gertler ile beraber 1990 yılında yayınladığı finansal kırılganlık makalesi bu alanda yapılan ilk çalışmalardandır. 2008 ekonomik kriziyle beraber finansal istikrarın önemi daha çok anlaşıldı.

2008 Krizi öncesinde ekonomi literatürü para politikasının fiyat istikrarına odaklanması gerektiği görüşü ağırlık basarken, bazı çalışmalarda finansal dengesizliklerin de giderilmesine yönelik bir para politikası tasarımı bahsetmişlerdir (Borio & White, 2004, s. 32).

Küresel kriz esnasında gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye akımlarının hız kazanması, cari dengeyi bozmuş bunun sonucunda hızlı kredi

genişlemesinin yarattığı ekonomik tablo TCMB'nin finansal istikrara yönelik adımlar atmasını zorunlu kılmıştır. Bu çerçevede TCMB, 2010 yılında "Çıkış Stratejisini" kamuoyu ile paylaşmış, kriz döneminde likidite sıkışıklıklarını giderebilmek adına uyguladığı tedbirleri kademeli olarak geri çekeceğini, zorunlu karşılıkları kriz önceki zamana döndüreceğini vurgulamıştır.

TCMB, 2008 finansal krizinden önce sadece fiyat istikrarına odaklanmış para politikası anlayışını finansal istikrarı da gözetecek şekilde yeniden tasarlamıştır (Özatay, 2012, s. 57). 2010 yılının ortalarından itibaren ise finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak alternatif para politika araçlarının kullanılacağını açıklamıştır.

2008 küresel krizi ile birlikte ekonomiye dair sorunlar gün yüzüne çıkmıştır ve dünyadaki merkez bankalarının birçoğu yeni para politikası stratejilerini finansal istikrara yönelik olarak yeniden yapılandırmışlardır. Ekonominin sağlıklı bir şekilde işlemesi için finansal piyasalarda güven oldukça önemli bir faktördür ve finansal istikrarın olmadığı bir ekonomide piyasa aktörlerinin birbirlerine güvenmesi beklenemez.

Finansal istikrarı daha iyi kavrayabilmek için finansal istikrarsızlık kavramını daha yakından incelemek faydalı olabilir. Finansal istikrarsızlık varlık fiyatlarındaki aşırı dalgalanmalar, finansal kurumların işlevlerini yerine getirememesi, ödemeler ve kredi sisteminin işleyişinin bozulması örnek olarak verilebilir. Bu ekonomik çarpıklıkların önlenemez boyutlara ulaşması finansal krizlere davetiye çıkarması kaçınılmazdır. Merkez Bankası finansal istikrarı ölçerken belirli birtakım parametreleri izlemektedir.

2.1.1. Finansal İstikrarın Önemi

2008 Küresel Krizi sonrasında finansal piyasalarda yaşanan aksaklıkların reel ekonomiye ciddi boyutlarda zarar verebileceği anlaşılmıştır. Finansal piyasalardaki dalgalanmaların olumsuz etkilerinin globalleşen dünyada kolaylıkla diğer ülkelere yayılabileceği ve sistemik bir riske sebep olabileceği anlaşılmıştır. Sistemik risk sonucu ortaya çıkan bir finansal krizin maliyeti, kriz ortaya çıkmadan önce alınacak maliyetten fazla olmaktadır. Bu sebeple merkez bankaları finansal istikrarı sağlamaya yönelik tedbirleri alma konusunda geç kalmamalıdır (TCMB, 2013b, s. 6).

Finansal istikrarın olduğu bir ekonomi dışsal şoklara karşı daha az kırılgandır. Para politikası daha etkin bir şekilde uygulanabilir. Parasal aktarım mekanizmaları doğru çalışır. Finansal istikrarın ekonomi üzerinde hayati diğer bir fonksiyonu ise fon transferinin sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilmesidir.

2.2. Sistemik Risk

Sistemik risk, finansal istikrarı korumakla görevli merkez bankaları için en önemli problemlerden birisidir. Finansal sistemde sistemik risk en çok bankacılık sektöründe görülmektedir. Zayıf halka olan bir bankanın finansal durumunun bozulması diğer bankalara yönelik algıyı da negatif olarak etkilemektedir. Bu durum bütün bir finansal sistemi riske sokabilmektedir (Niera, Yang, Yorulmazer, & Alentorn, 2007, s. 2035).

Sistemik risk, finansal piyasalarda mikro boyuttaki bir negatif olayın ciddi bir istikrarsızlığı tetikleyebildiği ve yayılma etkisiyle tüm bir ekonomiyi çökertebilme olasılığıdır (Kaufman & Scott, 2003, s. 371). Finansal istikrar sadece piyasaya dair bütün risklerin ve volatilitenin elemine edilmesi anlamına gelmemektedir. Finansal istikrarın sağlanması için sistemik riskin tanımlanması ve minimize edilmesi gerekmektedir (Bank of England, 2017).

2008 Ekonomik Krizinin ortaya çıkması ve yayılmasının en önemli sebeplerinden birisi de sistemik risk olarak kabul edilmektedir. Bankalar sistemik riski batamayacak kadar büyük olmakla karıştırdıkları için kriz etkilerini göstermeye başladığında aksiyon almak için çok geç kalınmıştır. Bu durum da krizin etkilerinin derinleşmesine ve yarattığı tahribatın büyük olmasına neden olmuştur (Bullard, Neely, & Wheelock, 2009, s. 413-417). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da finansal istikrarın erken uyarı sistemi olarak piyasadaki sistemik riski ölçmektedir.

2.3. Stres Testleri

Finansal istikrar merkez bankalarının ana sorumluluklarından birisi haline geldikten sonra stres testleri finansal otoritelerin farklı yöntem ve bakış açılarına göre uygulanmaya başlanılmıştır (Beşe, 2007). Birincil sorumluluğu dünya ekonomisinin istikrarı olan Dünya Bankası ve IMF gibi kuruluşlar tarafından uygulanan stres testleri

daha sonra dünyadaki çeşitli merkez bankası tarafından kendisine uygulama alanı bulmuştur.

Genel olarak faiz, kur ve kredi riski üzerinden ölçülerek, finansal sistemin kırılabilirliği ölçülmektedir. Stres testlerine dair belli başlı kıstaslar vardır. Eğer bir ülke ekonomisinin sermaye yeterliliği, aktiflerinin kalitesi, gelirler ve karlılığı, likidite ve piyasa riskine olan duyarlılığı iyi durumdaysa finansal sistemi sağlıklı işliyor denilebilir.

2.4. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Ekonomi literatürü; para politikası kararlarının herhangi bir politik baskıya veya kontrole maruz kalmadan uygulayan merkez bankalarını bağımsız olarak tanımlamaktadır. Merkez bankalarının bağımsızlıkları genel bir çerçevede dört ana kategoriye göre sınıflandırılmaktadır.

- Amaç Bağımsızlığı
- Araç Bağımsızlığı
- Kurumsal Bağımsızlık
- Finansal Bağımsızlık

Merkez Bankalarının amaçları yasalar ile belirlendiği için merkez bankaları açısından amaç bağımsızlığından söz edilemez. Günümüzdeki çoğu merkez bankasına yasalarla fiyat istikrarı görevi verilmiştir. Fiyat istikrarını sağlamaya çalışırken araç setini ve uygulamaları merkez bankasının kendisinin belirlemesi araç bağımsızlığını ifade eder. Merkez Bankalarının bağımsızlığı değerlendirilirken araç bağımsızlığı en çok dikkate alınan kriterdir. Kendi bütçesinin kendisinin belirlemesi ve bir anonim şirket statüsünde olması ise finansal bağımsızlığını ortaya koyar. Kurumsal bağımsızlık ise yöneticilerin görev süresinin kurum içerisinde belirlenmesiyle ilgilidir (TCMB, 2012, s. 1-3).

1983 yılında ABD’li ekonomistler Robert Barro ve David Gordon yüksek enflasyonun en önemli sebeplerinden birinin popülist hükümet politikaları kaynaklı olduğunu öne sürmüşlerdir. Saygın iktisatçıların merkez bankası bağımsızlığı üzerine olan bu fikirleri kabul görmüş ve 80’li yıllardan itibaren dünyanın her yerinde bağımsız merkez bankaları için üzerine çalışmalar yapılmaya başlanmıştır (Barro & Gordon, 1983, s. 101-121).

Merkez Bankalarının, siyasi otoriteden bağımsız olmaları reel ekonomik performans üzerinde olumlu etkileri olacaktır. Öncelikle, politik bir baskı altında olmayan merkez bankalarının hamlelerinin daha tahmin edilebilir olması beklenir. Merkez Bankasının piyasa aktörleri olan iletişimi faiz oranlarındaki risk primini de ortadan kaldıracaktır (Alesina & Summers, 1993, s. 159).

Merkez Bankası bağımsızlığı, fiyat istikrarının yanında finansal istikrar ve para politikalarının etkinliği açısından oldukça önemlidir. Yapılan ampirik çalışmalar da finansal istikrar ve merkez bankası bağımsızlığı arasında anlamlı sonuçlar olduğunu ortaya koymaktadır (Klomp & Haan, 2009, s. 321-338).

2.5. Kırılğan Beşli ve Türkiye

İlk kez 2013 yılında yatırım bankası Morgan Stanley’nin küresel görünüm raporunda kullanılan Kırılğan Beşli ifadesi Brezilya, Hindistan, Türkiye, Endonezya, Güney Afrika’yı kapsamaktadır. Morgan Stanley, gelişmekte olan ülkeler statüsünde de olan bu ülkeleri negatif ayrıştığı konulara göre kategorize etmiştir (Morgan Stanley, 2013).

- Siyasal istikrarsızlıklar
- Bazılarında ortaya çıkan yolsuzluklar
- Geçmiş dönem makroekonomik verilerindeki başarılı performansın ivme kaybetmesi (Ekonomik Büyüme, cari açık, enflasyon, işsizlik)
- Orta gelir tuzağından çıkamamaları
- Dış finansmana olan bağımlılık (Özellikle sıcak para)

Kırılğan Beşli’nin 2017 yılının sonu itibariyle makroekonomik görünümü aşağıdaki gibidir.

Tablo 4: Makroekonomik Veriler (Kırılgan Beşli)

	Büyüme	Enflasyon	İşsizlik	Bütçe Dengesi	Cari Denge
Türkiye	%2,6	%19,5	%14,7	%-1,5	%-3,5
Hindistan	%6,6	%2,9	%3,5	%3,4	%-2,3
Endonezya	%5,2	%2,8	%5,3	%-1,8	%-3
Güney Afrika	%1,1	%4,5	%27,1	%-4,4	%-3,5
Brezilya	%1,1	%4,6	%12,7	%7,1	%-0,8

Kaynak: IMF, Dünya Bankası

Bir ülke ekonomisinin kırılgan olarak nitelendirilebilmesi için ulusal paranın hızla değer kaybetmesi gerekmektedir. Kırılgan Beşli statüsünden çıkabilmenin ön koşulu ise gerekli yapısal reformların ortaya koyulması gerekliliğidir.

Tablo 5: Kırılgan Beşli'nin Ulusal Para Birimlerindeki Değer Kayıpları

Para Birimi	Ocak 2017	Mayıs 2019	Fark (%)
Türk Lirası	3,53	5,98	%69
Hint Rupisi	67,51	69,17	%2
Endonezya Rupisi	13,47	14,25	%6
Brezilya Reali	3,26	3,92	%20
Güney Afrika Randı	13,74	14,45	%5

Kaynak: St. Louis Fred

Türk Lirası Kırılgan Beşli ülkeleri arasında negatif ayrıışmaktadır. TL'deki değer kaybı Türkiye'nin enflasyon görünümünün de bozulmasına yol açmaktadır. İthal malların fiyatlarındaki artış mal ve hizmet fiyatlarında da yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır. Tüm bunlara ek olarak ulusal paradaki volatilité, finansal istikrarı da tehdit etmektedir.

2.6. Parasal Aktarım Mekanizması

Parasal aktarım mekanizması, para piyasalarındaki değişimlerin reel ekonomiye olan yansımalarını ve para arzı ile toplam üretim, talep gibi değişkenler arasındaki ilişkileri inceleyen mekanizmadır (Çiçek, 2005, s. 82). Merkez Bankalarının para politikalarının etkinliği ve uyguladıkları para politikalarının başarıya ulaşmaları parasal aktarım mekanizmalarının kusursuz çalışmasıyla doğru orantılıdır. Bu sebeple merkez bankaları son yıllarda parasal aktarım kanallarının işleme prensipleri üzerine çalışmalarını yoğunlaştırmışlardır.

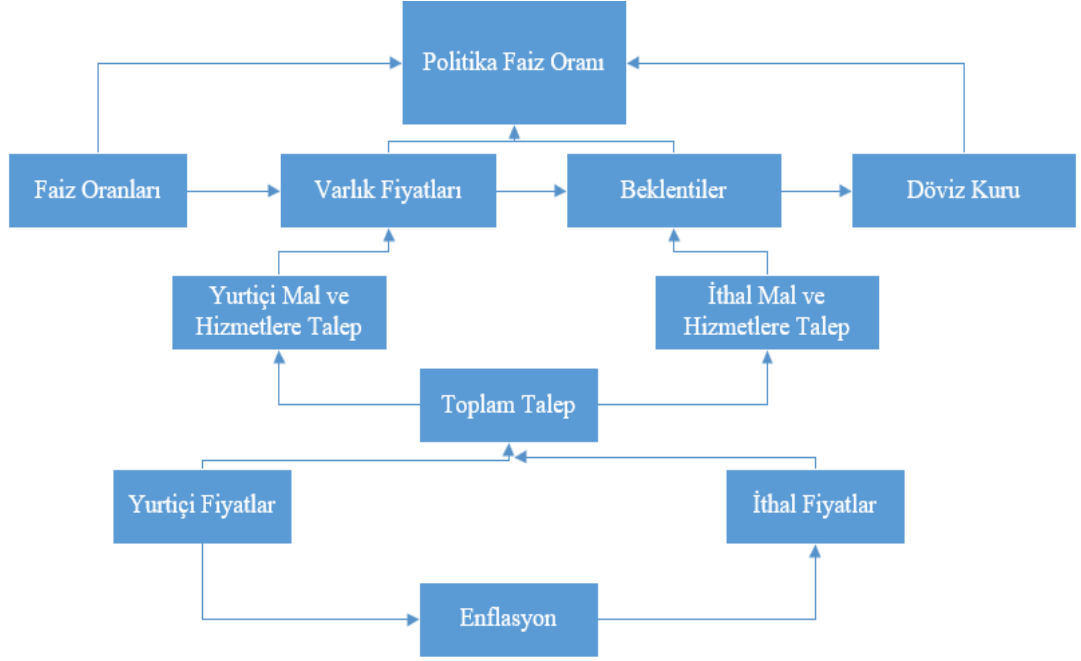
Parasal aktarım mekanizması ve para yaratma sürecinde, merkez bankaları ile ticari bankalar arasındaki ilişki ele alınmaktadır. Para arzı süreci iki ana etmenle ilişkilendirilmektedir.

- Parasal tabanın yaratılması.
- M1, M2 ve M3 para stoğunun yaratılması. Bu, merkez bankası, ticari bankalar ve banka dışı sektör arasındaki etkileşim tarafından belirlenmektedir.

Merkez bankasının uyguladığı para politikalarının etkinliğinin sağlanabilmesi için parasal aktarım mekanizmasının kusursuz işlemesi gerekmektedir. Merkez Bankası finansal kuruluşlara borç verirken kullandığı faiz oranını değiştirerek para politikasını yürütmektedir ve ekonomik faaliyeti etkilemektedir. Mishkin'e göre parasal aktarım kanalları 4 tanedir (Mishkin, 1995, s. 3-10).

- Faiz Kanalı
- Varlık Kanalı
- Döviz Kuru Kanalı
- Beklenti Kanalı

Şekil 3: Parasal Aktarım Mekanizması Şeması



Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Parasal aktarım mekanizmaları her ülkede farklı şekilde uygulanabilmektedir. Bu nedenle sonuçları da farklılaşabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde parasal aktarım mekanizmasına yönelik belirsizlik daha çok dikkat çekmektedir. Bunun en önemli nedeni ise gelişmekte olan ülkelerin varlıklarının ve yükümlülüklerinin yabancı para cinsinden olması, banka ve şirketlerin bilançolarındaki vade uyumsuzlukları ve dış finansmanın bulunması konusunda yaşanan sıkıntılardır. Yukarıda sayılan sebeplerden dolayı krediler ve toplam talep faiz oranlarındaki değişikliklere çoğu zaman gelişmiş ülkelerdeki gibi tepki vermemektedir (TCMB, 2013c, s. 1-2).

2.6.1. Faiz Kanalı

Keynesyen parasal aktarım kanalı olarak da bilinen faiz kanalı en geleneksel parasal aktarım mekanizmalarından birisidir (Ireland, 2010, s. 216-223). Hemen hemen bütün ekonomi ders kitaplarında ve birçok teorik çalışmanın çoğu (Svensson, 2000) (Taylor, 1993) parasal aktarımı faiz oranlarındaki değişimlerle veya faiz oranlarındaki değişimlerle açıklayan teorileri içermektedir. 20. Yüzyılın en önemli iktisatçılarından

John Maynard Keynes de faiz konusunu parasal açıdan ele almaktadır. Keynes'e göre faiz, sermayenin veya tasarrufun bedeli olmaktan ziyade paradan vazgeçmenin bedelidir. İnsanlara parayı nakit olarak tutmaktan vazgeçmeleri için ödenen bedeldir. Faiz teorisini bir makroekonomik sorun olarak görmüş; ülkenin istihdam seviyesini etkileyen, toplam talep ve arz arasındaki ilişkilere ve yatırım hacmini etkileyerek yön verebilen bir değişken olarak görmüştür.

Merkez bankaları faiz kanalını kullanarak bir yandan üreticilerin ise yatırımlarını ve tasarruflarını, diğer yandan bankaların borçlanma maliyetini etkileyerek dolaylı yoldan tüketicilerin tercihlerini dolayısıyla toplam talebi etkilemektedirler. Merkez Bankaları aldıkları bu kararlar ile toplam talep ve toplam arzı belirleyen değişkenleri etkileyerek kredi faizleri, mevduat faizleri, krediye çevrilebilir banka kaynakları, hisse senedi fiyatları, döviz kuru, değişkenlere yönelik beklentileri, enflasyona dair beklentileri yönlendirmektedirler.

TCMB'nin kısa vadeli faiz oranını değiştirerek, enflasyon beklentilerinin yönetilebilmesi enflasyon hedeflemesi sisteminde etkili olmaktadır. Merkez Bankalarının enflasyonu kontrol altına almaya çalışırken uyguladığı en geleneksel ve etkin kanal faiz kanalıdır denilebilir.

Reel faiz oranlarının düşmesiyle beraber tüketicilerin tasarruf eğilimleri azalacak, azalan tasarruf eğilimiyle beraber tüketim harcamaları artacaktır. Toplam talebi etkileyen bir diğer faktör ise reel faiz oranları düştüğü zaman, sermayenin maliyetinin azalarak yatırım harcamalarını arttırması ve bu durumun toplam talebin canlanmasına ve ardından üretimin yükselmesine neden olmasıdır.

Merkez Bankaları para politikasını kısa vadeli faiz oranları ile yürütür. Bu kısa vadeli faizler birden fazla ise bunlardan en önemlisine ve en çok kullanılanına politika faizi denilmektedir. Kısa vadeli faiz oranları Merkez Bankalarının kontrolü altındadır ve merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarında yapacakları bir değişiklikle, orta ve uzun dönem faiz oranlarını da dolaylı yoldan kontrol etmektedirler (TCMB, t.y.h).

Merkez Bankasının kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gitmesi bankaların borç verme maliyetlerini etkiler. Örneğin faiz oranlarındaki bir indirim bankaların borç verirken uyguladığı faizlerin düşmesine neden olur. Bu faiz oranı kredi kartı, ticari ve

bireysel kredilere uygulanan faiz olabilir. Borçlanma maliyetinin azalmasıyla insanlar daha çok yatırım ve harcama yapar. Merkez bankasının faiz oranlarında artışa gittiği durumda ise bankaların borçlanma maliyeti yükselecektir. Bu durum hane halkı ve tüketiciler için tasarrufu cazip kılacaktır. Ama harcama ve yatırım yapmayı daha maliyetli hale getirir. Doğal olarak da mal ve hizmetlere olan talep azalır.

2.6.2. Varlık Fiyatları Kanalı

Faiz oranları üzerindeki değişimler banka kredilerini ve hisse senedi fiyatları gibi varlıkların üzerinde de etki göstermektedir. Piyasadaki para bolluğu hisse senetlerinin ve diğer varlıkların da fiyatlarının artmasına yol açacaktır. Merkez bankaları faiz oranını düşürdüğünde ise tahvilin getirisi azalacağından dolayı bazı piyasa aktörleri hisse senedi piyasasına yönelecek bu durum da üretime olumlu yansıyacaktır. Kısa vadeli faiz oranlarının düşük olduğu bir ortamda ticari bankaların rezervleri ve topladıkları mevduat artacak bu sayede de piyasaya dağıtabilecekleri kredi artış gösterecektir. Aynı şekilde merkez bankalarının faiz oranlarını düşürmesi tahvilin getirisini azaltacağından bazı piyasa aktörleri hisse senedi piyasasına yönelecek böylece şirketlerin piyasa değeri yükselecektir (TCMB, 2013c, s. 6).

Banka kredisi kanalı para politikasındaki değişikliklerin bankaların bilançolarının önce yükümlülük tarafını etkilemektedir (Özatay, 2011, s. 215-216). Merkez Bankasının faiz oranlarında yaptığı değişiklikler varlık fiyatlarını da etkilemektedir. Faiz oranları yükselirse hisse senedi ve tahvil gibi varlıkların fiyatları düşecektir. Bu tarz varlıklara sahip olan kişilerin varlıkları azalacaktır. Dolayısıyla mal ve hizmetlere olan talep de azalacaktır.

2.6.3. Döviz Fiyatları Kanalı

Para politikası literatüründe en çok dikkat çeken varlık fiyatının döviz kuru olması, ekonomi üzerindeki etkilerinin dolaysız olmasından kaynaklanmaktadır. Faiz oranlarıyla beraber döviz kurları enflasyon üzerinde dengeleyici özelliğe sahiptir. Döviz kurlarından bir zayıflama gelecekte yüksek bir enflasyona yol açmaktadır. Enflasyonist baskıyı dengelemek amacıyla Merkez Bankaları faiz oranlarının yükseltilmesine gerek duymaktadır. Faiz oranları ve döviz kurlarının enflasyon

üzerindeki dengeleyici etkisi döviz şoklarının doğasına bağlıdır. Eğer döviz kurunun değer kaybı, yabancı sermayeden kaynaklanıyorsa bu durum daha yüksek bir enflasyona yol açar ve en uygun çözüm yolu faiz oranlarını yükseltmektir. Ancak döviz kurunun değer kaybı ülkenin ihracatı açısından orta vadede olumlu sonuçlar doğurabilir. Ülke ekonomisi bu değer kaybını avantajına çevirebilirse, dış ticaret yoluyla birikimlerini arttırdığı takdirde döviz kuru orta vadede dengeye gelebilir (TCMB, 2013c, s. 16-17).

Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen merkez bankalarının sadece bu hedefe odaklanması döviz kuru üzerindeki kontrolü yitirmesine de yol açmaz. Döviz kuru önemli bir aktarım mekanizmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde şokların doğasına bağlı olarak döviz kuru düzeyinin enflasyon ve toplam talep üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Bu sebeple merkez bankaları para politikasını yürütürken döviz kurundaki değişimleri yakından izlerler. Yabancı sermayenin hızlı bir şekilde ülke ekonomisini terk ettiği durumlarda, ulusal paranın aşırı değer kaybını önlemek ve enflasyonun yükselmesini önlemek amacıyla para politikasını sıkılaştırmaları gerekmektedir.

Merkez Bankasının faiz oranlarında değişikliğe gitmesi döviz kurları üzerinde de etkili olur. Merkez Bankasının faizleri arttırmasıyla yurtiçi faiz oranları yurtdışı faiz oranlarına kıyasla yükselmektedir. Ülkeye sermaye girişinin artmasıyla birlikte ulusal paranın değeri de artacaktır. Yurtiçinde üretilen malların değeri yurtdışında üretilen mallardan daha pahalı hale gelecektir. Net ihracat ve toplam talep azalır. Öte yandan döviz kurlarındaki değişiklik Türk Lirası cinsinden ithalat fiyatları aracılığıyla da enflasyon üzerinde etkili olmaktadır.

2.6.4. Beklentiler Kanalı

Merkez Bankası'nın para politikası duruşundaki değişimin hane halkı ve firmaların davranışlarını etkileyebilmesinin diğer bir önemli yolu, piyasa beklentileri sayesinde gerçekleştirilmektedir. Merkez Bankalarının para politikası duruşlarını sıkılaştırılması, gelecekteki ekonomik aktivitenin yavaşlayacağına ve paranın el değiştirme hızının yavaşlayacağına işaret etmektedir. Bu durum da piyasa katılımcılarının enflasyonun geleceğine dair bir çıkarımda bulunmasına olanak tanır.

Enflasyon hedeflerini başarılı bir şekilde gerçekleştiren merkez bankaları hane halkı ve firmaların güvenini kazanır. Ekonomide oluşan güven ortamı sayesinde piyasalarda istikrarsızlığın önüne geçilir, böylece merkez bankaları ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirebilme kabiliyetine de sahip olmaktadır. Orta ve uzun vadeli faiz oranları geleceğe ilişkin kısa dönem faiz oranlarından meydana gelmektedir (TCMB, 2013c, s. 5). Merkez Bankasının faiz oranlarında artışa gitmesiyle de tüketici ve üreticiler TCMB'nin enflasyonla mücadeleye olan bağlılığına inanacak, bu da enflasyon beklentilerinin düşmesine neden olacaktır.

Merkez bankalarının hedeflerine ulaşabilmeleri ve hedeflerine ulaşırken etkin para politikası araçlarını seçebilmeleri ancak uyguladıkları politikaların ekonomi üzerindeki etkileri doğru ölçebildikleri takdirde mümkündür. Merkez Bankası da temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olduğundan, finansal istikrarı da gözeterek bir takım para politikası araçlarını kullanarak kısa vadeli faiz oranları kanalıyla hedeflerini yerine getirebilmek için uğraşmaktadır. Merkez Bankaları tarafından kullanılan araç kısa vadeli faiz oranları olsa da para politikası ekonomiyi borçlanma araçlarının yanı sıra diğer varlık fiyatları aracılığıyla da etkilemektedir.

Son 30 yılda parasal aktarım mekanizması üzerine yapılan teorik ve ampirik çalışmalarda bir artış olmuştur. Bu artışın sebebinin arkasında merkez bankalarının gitgide daha ön plana çıkması ve para politikasının ekonomik aktiviteye olan etkilerinin merak uyandırmasıdır.

Eski FED başkanı Ben Bernanke ve merkez bankaları para politikaları alanında yaptığı çalışmalarla ünlü Mark Gertler parasal aktarım mekanizmalarını kara kutuya benzetmektedirler. Bernanke ve Gertler'in parasal aktarım mekanizmalarını kara kutuya benzetmelerinin altında etkilerinin tam olarak bilinmemesi ve aktarım kanalıyla alakalı bir fikir birliğinin sağlanamaması yatmaktadır (Bernanke & Gertler, 1995, s. 27-48).

2001 yılından önce Türkiye'de fiyat istikrarını sağlamak için gelişmekte olan birçok ülkede olduğu gibi sabit veya kontrol altında tutulan döviz kuruna dayalı bir para politikası stratejisi izlenmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı enflasyon ve ekonomiye diğer yapısal problemleri bertaraf edebilmek amacıyla uygulamaya

koyulmuştur. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kısa sürede piyasalar tarafından olumlu karşılık bulmuştur. Türkiye ekonomisinin şeffaf bir yapıya kavuşması bir zaman sonra yabancı sermaye akımlarını ülkemize yöneltmiştir. Bu yeni sürecin merkez bankacılığına dair en büyük düzenlemesi 25 Nisan 2001 yılında yapılan merkez bankacılığı kanunun değiştirilmesi olmuştur. Bu tarihten itibaren TCMB'nin birincil amacı fiyat istikrarı olduğu belirlenmiştir. Araç bağımsızlığıyla beraber şeffaflık ve iletişim politikaları uygulamaları ön plana çıkarılmıştır. 2002 yılından itibaren ise fiyat istikrarını ön plana çıkaran örtük enflasyonu hedeflemesi rejimi uygulamaya koymuştur. Fiyat istikrarına yönelik bu yeni adım kısa sürede ekonomide olumlu bir havanın oluşmasına katkı sağlamış, 2005 yılına kadar açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin teknik altyapısı için çalışma yapılmıştır. Merkez Bankası ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin yönetilmesi kabiliyetine kavuşması ile beraber enflasyon uzun zaman sonra tek haneli sayıya düşürülmüştür. Para ve maliye politikalarının birbiriyle uyumlu çalışması, finansal piyasalarda derinliğin sağlanmasına destek olmuştur. Böylece parasal aktarım mekanizmasının işler olmasını güçlenmiştir. (TCMB, 2013c, s. 1)

TCMB 2010 yılından beri uyguladığı yeni para politikası bileşimi altında farklı enstrümanları kullanmaya başlamıştır. Yıllardan beri birincil hedefi fiyat istikrarı ile beraber finansal istikrarı gözeticeğini duyurmuş, finansal istikrar olmadan fiyat istikrarının yakalanamayacağını altını çizmiştir. Uyguladığı para politikasının iletişimini güçlendirebilmek adına krediler ve döviz kuru kanalını ön plana çıkarmış, daha sade bir para politikası tasarımına gitmiştir. Merkez Bankasının yürüttüğü para politikasının üreticiler ve hane halkı tarafından daha sade ve anlaşılabilir hale gelmesi kuşkusuz ki uzun dönemde uygulamaların etkilerinin de kalıcı olacağının göstergesidir. 21. Yüzyıl merkez bankacılığının para politikalarının başarıya ulaşmasının arkasında merkez bankalarının iletişim kanalına verdikleri önemin payı büyük olacaktır.

Merkez bankası kısa vadeli faiz oranını kullanarak piyasadaki faiz oranları, varlık fiyatlarını, beklentileri ve döviz kurlarını etkileme kabiliyeti bulunmaktadır. Tüm bu etkileşim sonucunda tüketicilerin talebi ve üreticilerin kararları değişmekte buna paralel olarak enflasyon şekillenmektedir. Döviz kuru, ithalat talebi ve ihracat üzerinde

doğrudan etkilidir. Ulusal paranın değer kaybetmesi ithal edilen malların fiyatlarını da olumsuz etkilemekte bu durum enflasyonist bir baskıya yol açabilmektedir. Parasal Aktarım Mekanizmasına ait şablonda da gösterildiği üzere Merkez bankalarının para politikası kararları enflasyonu 4 kanal aracılığıyla etkilemektedir.

2.6.5. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler

Parasal aktarım mekanizmasının etkinliği birçok faktörden doğrudan veya dolaylı olarak etkilenmektedir. Parasal aktarım mekanizmasını etkileyen 8 farklı faktörden bahsedilir.

- Fiyatlama mekanizmaları
- Düzenleyici kurumların müdahaleleri
- Ekonomik aktörlerin yapısı
- Finansal sözleşmelerin yapısı
- Vade yapısı
- Sermaye hareketleri
- Bankacılık sektörünün yapısı
- Finansman kaynakları

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

REZERV OPSİYON MEKANİZMASI

3.1. Finansal İstikrara Yönelik Para Politikası Bileşeni

Ekonomik kriz ve ekonomik krizden çıkış sürecinde geleneksel para politikası araçları kimi zaman yetersiz kalabilmektedir. Yeni nesil para politikası araçları ekonomik aktiviteyi istenilen düzeye taşımak ve hedefleri yerine getirebilmek açısından işlevsel olabilmektedir.

Sermayenin daha hızlı yer değiştirmesiyle birlikte, gelişen piyasa ülke ekonomileri daha kırılgan bir hale gelmiştir. Sermaye kısa vadeli oldukça piyasalara giriş ve çıkışlar da belirsizlik primini ve maliyetleri artırmıştır.

Dalgalı döviz kuru sistemine geçildiğinden beri TCMB kimi zaman döviz piyasasına ihale yöntemiyle müdahale ederek döviz piyasalarında meydana gelebilecek dalgalanmaların önüne geçmeyi hedeflemiştir. Faiz oranları kademeli olarak yükseltilmiş, Kasım 2017 tarihinden başlamak üzere Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım ihaleleri düzenlemeye başlanılmıştır.

2010 yılının sonlarından başlamak üzere birden fazla kısa vadeli faiz oranı kullanılmış, bankalara farklı ve alternatif likidite opsiyonları tanınmıştır. Fonlama kompozisyonu çeşitlendirilmiştir (Kara, 2015, s. 2).

Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değeri 2000’li yılların başından beri serbest piyasada belirlenmektedir. Arz ve talep kurallarına göre TL’nin değerinin belirlendiği bu rejimde Merkez Bankaları döviz kurunun denge düzeyinden sapması durumunda, döviz kurunun fiyatlar üzerinde baskı kurabilme olasılığından yola çıkarak piyasaya müdahalede bulunur. Finansal istikrar amacıyla da olsa döviz kurunun Merkez Bankası tarafından dolaylı yoldan kontrol edilmesi ekonomi literatürüne dalgalı müdahaleli döviz kuru rejimi olarak geçmiştir. Merkez Bankası döviz kurlarındaki aşırı hareketleri engellemek amacıyla makroekonomik hedeflere uygun bir şekilde piyasaya döviz likiditesi sağlayabilir veya piyasadan döviz likiditesi çekebilir. Döviz satım veya alım ihaleleri bu müdahale stratejisinin en önemli kısmını

oluşturmaktadır. TL'nin hızlı bir şekilde değer kaybettiği dönemlerde döviz satım müdahaleleri ve Merkez Bankasının piyasaya verdiği sinyaller ilk aşamadaki şokun giderilmesine yardımcı olmaktadır. Buna ek olarak ek parasal sıkılaştırmalar da piyasa faiz oranlarını yükseltmekte bu da ekonomiye dolaylı sermaye çekmek açısından faydalı olabilmektedir.

Döviz kurundaki hareketler özellikle enflasyon hedeflemesi stratejisi izleyen Merkez Bankaları tarafından daha yakinen takip edilmektedir. Yapılan çalışmalar döviz kuru ile enflasyon arasındaki geçişkenliğin oldukça yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Bu etki kimi zaman dönemsel faktörlere göre değişkenlik gösterebilecekken, döviz kurundaki her %10'luk değer kaybı enflasyona 2 puan olarak negatif şekilde yansımaktadır.

Merkez Bankası son dönemde güçlü iletişim stratejisi çerçevesinde para politikası değişikliklerine ilişkin piyasalara sinyaller vererek ani para politikası değişikliklerinin yaratabileceği güven kaybı ve döviz şoku gibi riskleri de sınırlamaktadır (Ağcaer, 2003, s. 4). Bu açıdan Merkez Bankasının para politikası toplantı tutanakları, web sitesinde yayınladığı duyurular ve geleceğe dair vereceği sinyaller piyasa katılımcıları tarafından dikkatle izlenmektedir.

3.1.1. Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası Yaklaşımı

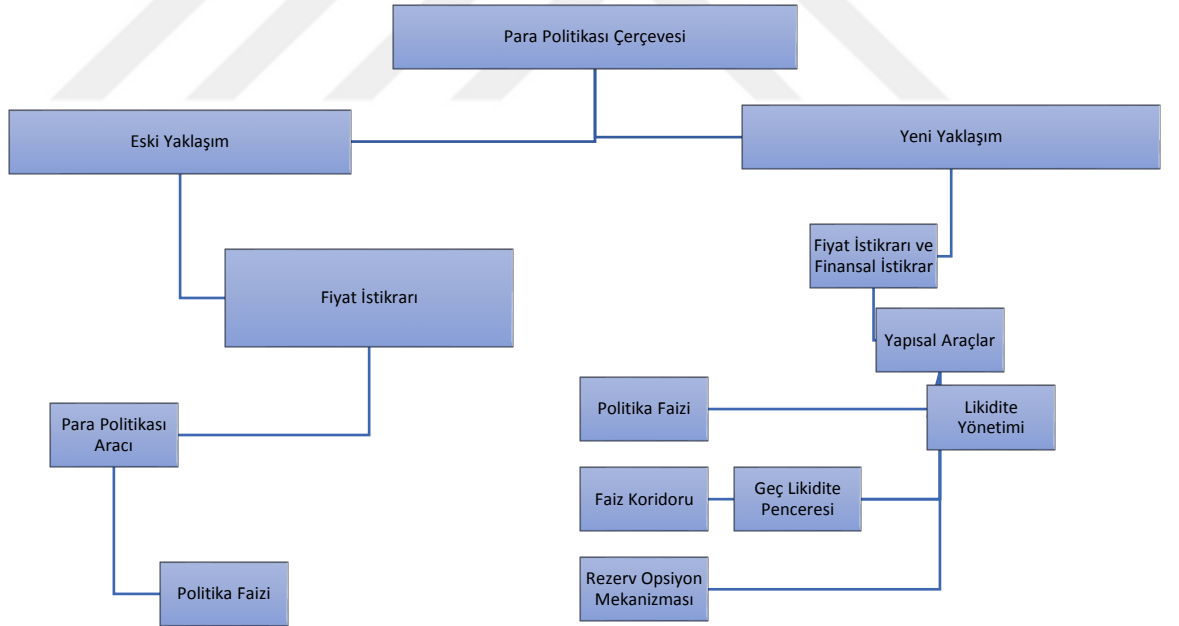
Gelişmiş ülke ekonomilerinin genişletici para programları dünya çapında bir likidite bolluğu oluşmasına ortam hazırlamıştır. Sıcak para diye nitelendirilen sermaye akımları kısa vadeli olarak girdikleri gelişmekte olan ülke ekonomilerinin makroekonomik görünümünde ve cari işlemler açığında bozulmalara neden olabilme riskini ortaya çıkarmıştır. Küresel kriz sonrasında oluşan iktisadi konjonktürde kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'ye olan ilgisini artmıştır. Kısa vadeli sermaye akımları TL'nin USD ve döviz sepeti karşısında değerlendirilmesine neden olmuş, bu durum da iç ve dış talep arasında bir ayrışmaya yol açmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde kredilerdeki kontrolsüz genişleme ve cari işlemler açığı finansal kriz olasılığını kuvvetlendirmektedir (Ganioğlu, 2013, s. 1-4).

Finansal piyasalardaki bu gelişmelerin ışığında Merkez Bankası, makroekonomik ve finansal istikrara yönelik kaygıları sonlandırabilmek adına yeni bir para politikası tasarımını hayata geçirmeye karar vermiştir. Yeni dönemde politika faizi olarak nitelendirdiği 1 hafta vadeli repo faizini, faiz koridorunu ve zorunlu karşılıkları aktif olarak kullanacağını beyan etmiştir (Başçı & Kara, 2011, s. 4-6).

TCMB'nin eski ve yeni para politikası çerçevesinde amaçları ve araçları aşağıdaki şablonda karşılaştırmalı olarak sunulmuştur. 2006 yılından beri enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde uygulama alanı bulan politika faizi yeni çerçevede tek politika aracı olmaktan çıkmıştır. Yeni dönemde Merkez Bankası faiz koridoru ve zorunlu karşılıkları daha aktif kullanacağını kamuoyuna duyurmuştur. 2011 yılında yeni bir para politikası aracı olan Rezerv Opsiyon Mekanizmasını uygulamaya koymuştur.

Şekil 4: Yeni Para Politikası Çerçevesi



Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

3.1.1.1. Rezerv Opsiyon Mekanizması

Küresel krizden çıkış sürecinde zorunlu karşılıkları aktif bir şekilde kullanan merkez bankası, Ağustos 2011 yılında küresel risk iştahındaki artışa paralel olarak yeni bir strateji geliştirmiştir. TCMB; 12 Eylül 2011 tarihinden itibaren bankalara Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir bölümünü yabancı para veya altın cinsinden tesis edebilme imkânı getirmiş, Rezerv Opsiyon Mekanizması ismini verdiği yeni para politikası bileşenini kamuoyuna sunmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının geliştirdiği ve yurtdışında benzeri bulunmayan bu yeni para politikası aracı ile ilk aşamada zorunlu karşılıkların %10'una denk gelen kısmının yabancı para veya döviz cinsinden saklayabilmesine imkân tanınmış ardından bu imkân kademeli olarak genişletilmiş ve piyasa koşullarına göre şekillendirilmiştir (TCMB, 2012, s. 2).

Bu imkânın hangi miktarda kullanılabileceği Rezerv Opsiyon Oranı tarafından belirlenmektedir. ROO, bankaların müşterilerinden topladıkları mevduatların karşılığında Merkez Bankası nezdinde saklamakla yükümlü oldukları zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz ve altın karşılığı ifade etmektedir.

Merkez Bankasının Rezerv Opsiyon Mekanizmasını geliştirmesinin ve uygulamaya başlamasının sebebi özellikle küresel kriz sonrasında aşırı hızlı hareket eder hale gelmiş dolaylı sermaye hareketlerinin makroekonomi ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini gidermektir.

Esnek bir para politikası aracı olan Rezerv Opsiyon Mekanizmasının finansal piyasalar açısından kendisine özgü faydaları bulunmaktadır.

- Kısa vadeli sermaye hareketlerinin meydana getirebileceği volatilitiyi önlemek.
- Merkez Bankası döviz rezervi kompozisyonunu güçlendirmek.
- Bankaların likidite yönetimine destek olmak.
- Alternatif para politikası araçlarına olan bağımlılığın azaltılması.
- Kredilerin kısa vadeli sermaye hareketlerine olan duyarlılığını azaltmak.

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının geliştirilmesinin ve alternatif bir para politikası aracı olarak kullanılmasının esas amacı sermaye hareketlerindeki oynaklığı gidermek, bu oynaklığın makroekonomik istikrar üzerinde oluşturabileceği riskleri sınırlamak, merkez bankası brüt döviz rezervlerini güçlendirmek ve bankalara likidite yönetimlerinde esneklik sağlamaktır (Başçı, 2012, s. 3).

Rezerv Opsiyon Mekanizması temelde karmaşık bir yapıya sahip gibi görünse de oldukça basit bir işleyiş yapısına sahiptir. Sistemin işleyişini bir örnek üzerinden göstermek daha faydalı olacaktır.

Türkiye’de faaliyet gösteren ticari bir banka, 1 ay vadeli olarak topladığı 9100 TL mevduatın %11 zorunlu karşılık oranı için 1000 TL’sini Merkez Bankası’nda saklamakla yükümlüdür. Merkez Bankası Rezerv Opsiyon Mekanizması ile bankalara likidite yönetimlerinde esneklik tanımış ve Merkez Bankası’nda saklamakla yükümlü oldukları bu 1000 TL’nin önceden belirlenen kadar dilimini döviz veya altın olarak yatırılabilmelerine olanak tanımıştır. Bu uygulamadan faydalanmak isteyen bankalar Merkez Bankasına yatıracakları TL karşılığı olan döviz tutarını veya altın miktarını hesaplarken Rezerv Opsiyon Katsayısını dikkate almak zorundalar.

Bankalar zorunlu karşılıkların en fazla %40’lık tutarını döviz olarak Merkez Bankasında tutabilmektedir. İmkândan yararlanmak isteyen banka ilk yüzde 20’lik dilimi karşılığında bu dilim için belirlenen 1,0 ROK ile hesaplanan Türk lirası tutar karşılığı döviz yatırmak zorundadır. %5’lik dilimler için ise sırasıyla 1,4, 1,7, 2,1, 2,5 ve 2,9 katsayıları kullanılarak benzer şekilde bir hesaplama yapılmaktadır.

Örneğin, TCMB’de 1000 Türk lirası zorunlu karşılık bulundurması gereken bir bankanın imkânın tamamını kullanması halinde döviz cinsinden tesis edilecek zorunluk karşılık tutarı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$[1000] * [0,2 * 1,0 + 0,05 * 1,4 + 0,05 * 1,7 + 0,05 * 2,1 + 0,05 * 2,5 + 0,05 * 2,9] = 730 \text{ TL}$$

1000 TL’lik zorunlu karşılığın 400 TL’lik kısmını döviz cinsinden tutmak isteyen bir banka 730 TL tutarındaki dövizini Merkez Bankası nezdinde saklamak zorundadır. USDTRY kurunu 4,50 alacak olursak bu banka 162 USD karşılık ayırması

gerekmektedir. Merkez Bankası, Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında döviz üst sınırını indirerek daha çok dövizin bankaların kullanımına geçmesini sağlar.

Türkiye ekonomisine sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde yabancı para maliyeti TL'ye göre daha yüksek olacak ve bankalar döviz pozisyonlarını bu durumu değerlendirip ona göre alacaklardır. Yurtdışı fonlarına erişim sıkıntısı çekebileceğini düşünen bankalar ROM kullanım oranını azaltacaklardır. Sıcak para olarak tabir edilen dolaylı sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde bankalar yabancı para kaynaklarına daha rahat ulaşabilecek dolayısıyla rezerv opsiyon mekanizması kullanım eğilimleri de artacaktır. Hızlı sermaye girişi TL'de aşırı değerlenmeye yol açabilecek dolayısıyla kredi büyümesi kontrol dışına çıkacaktır. Rezerv Opsiyon Mekanizması ile hızlı kredi büyümesi, cari açık ve TL'deki volatilité dengelenebilmektedir (Küçüksaraç & Özel, 2012, s. 3).

Bankalara likidite yönetimlerinde sağladığı esneklikler dolayısıyla otomatik dengeleyici özelliği ön plana çıkan ROM bu özelliği sayesinde diğer politika araçlarına göre daha etkin olması beklenilmektedir. ROM'un parametreleri finansman koşullarındaki değişmelere paralel olarak oldukça hızlı bir şekilde değiştirilebildiği için aynı zamanda konjonktürel bir araç olarak da kullanılabilir (Başçı, 2013, s. 10-12). Rezerv Opsiyon Mekanizmasının tasarımı ve bir para politikası aracı olarak kullanılmasındaki en önemli etmen Merkez Bankasının 2010 yılında açıkladığı Para Politikası Çıkış Stratejisidir.

Merkez Bankası uygulamaya koyduğu bu yeni çerçeve sayesinde fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetecek; kredi genişlemesini ve kısa vadeli sermaye girişlerini kontrol altına alabilmek amacıyla önceden belirleyeceği iki ara hedef üzerinden operasyonlarını yürütecektir. Para Politikası Çıkış Stratejisinde en çok dikkat çeken hususlar döviz ve kredi piyasalarındaki oynaklığa karşı alınan önlemlerdir (TCMB, 2010, s. 2).

Döviz ve kredi piyasalarında meydana gelebilecek oynaklıklar kırılgan ekonomilerde panik ortamına sebebiyet verebilecek ve küresel piyasalarda oluşabilecek riskler, hızlı sermaye çıkışlarına neden olabilecektir. Oluşabilecek panik ortamı tasarrufların yatırımlara dönüşmesinin önündeki en büyük engeldir. Rezerv Opsiyon Mekanizması

böyle bir olumsuz senaryonun gerçekleşmesi durumunda finansal istikrarsızlığa karşı bir tampon görevi görecektir. Rezerv Opsiyon Mekanizması sayesinde kısa vadeli sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklık minimize edilebilmekte kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığı azaltılmaktadır (TCMB, 2013a, s. 5).

TCMB; rezerv opsiyon katsayısını kullanarak bankaların borçlanma maliyetlerini de etkileyebilmektedir. TCMB'nin katsayıyı düşürmesi bankaların rezerv opsiyon imkânını kullanmasına teşvik edecek bankaların diğer fon kaynaklarına olan talebi düşürerek piyasadaki faizleri dolaylı yoldan da olsa etkileyebileceklerdir (Küçüksaraç & Özel, 2012, s. 28).

Tablo 6: Döviz Tesis İmkânı Dilimleri için Rezerv Opsiyon Katsayıları

Döviz Tesis İmkânı Dilimi (%)	Rezerv Opsiyon Katsayısı
0-20	1,0
20-25	1,4
25-30	1,7

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (01.09.2019)

Tablo 7: Altın İmkân Dilimleri için Rezerv Opsiyon Katsayıları

Altın İmkân Dilimleri (%)	Rezerv Opsiyon Katsayısı
0-15	1,6
15-20	1,7
20-25	2,1
25-30	2,5

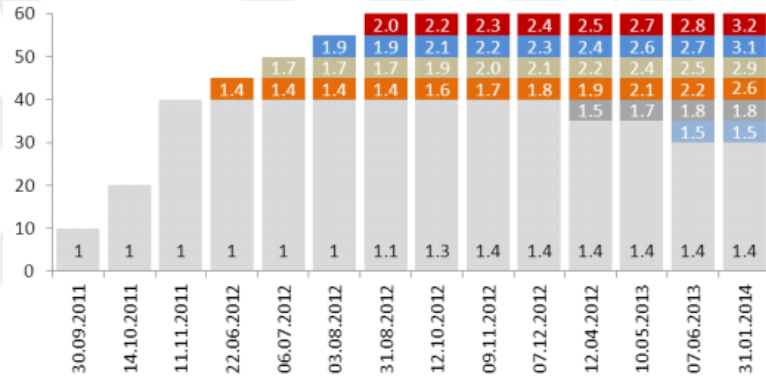
Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (01.09.2019)

Merkez Bankası 2018 yılının mayıs ayında aldığı kararla döviz imkân oranını %55'ten %45 seviyesine düşürmüş böylece 6,4 milyar TL'nin piyasadan çekileceğini ve 2,2 milyar USD'nin bankaların kullanımına geçeceğini duyurmuştur.

3.1.1.2. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Oluşturulma Aşaması

Rezerv Opsiyon Mekanizması tasarlanırken kademeli bir şekilde uygulanmasına karar verilmiştir. İlk aşamada 1 olarak belirlenen Rezerv Opsiyon Katsayısı, zamanla yükseltilmiştir.

Grafik 2: Rezerv Opsiyon Mekanizması İnşa Süreci



Kaynak: Mehmet Emin Böcüoğlu-TCMB Uzmanlık Tezi

2011 yılının Eylül ayında uygulamaya koyulan Rezerv Opsiyonu Mekanizmasında döviz tesis imkân dilimi %10 olarak belirlenmiştir. İlk aşamada Ardından kademeli olarak %20 ve %40 seviyelerine çıkarılmıştır. 2012 yılının Haziran ayında %40 opsiyon kullanım imkânına ek olarak %5'lik bir dilim için 1.4 katsayı getirilmiştir. Katsayı yükseldikçe bankalar daha fazla rezerv opsiyonu kullanmak için daha fazla döviz karşılık ayırmak zorunda bırakılmıştır. Bu imkânın bankalar tarafından benimsenmesiyle birlikte her bir dilim için belirlenen katsayı da yükseltilmiştir. TCMB azami %60 rezerv opsiyonuna imkân tanımıştır. Üst dilimler için katsayılar yükseltilirken para politikası stratejisine uygun bir şekilde rezerv opsiyon mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliğinin kullanılmasının bir sonucu olarak döviz tesis imkânı dilimi %40 seviyesinden %30 seviyesine düşürülmüştür.

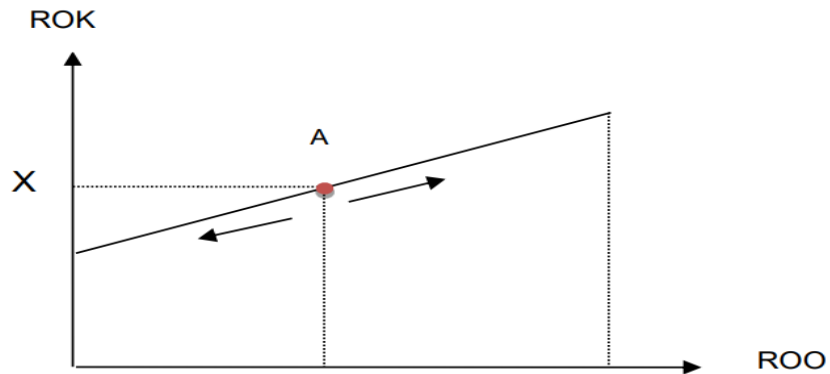
2012 yılında ekonomik büyümede istikrarın yakalanması, faizlerin asgari seviyeye indirilmesi ve döviz piyasasındaki spekülasyonun önlenmesi amacıyla rezerv opsiyon mekanizmasından faydalanılmıştır.

3.1.1.3. ROM'un Otomatik Dengeleyici Özelliği

Rezerv Opsiyon Mekanizması tasarlanırken sistemin otomatik dengeleyici özelliğinden faydalanılmak istenilmiştir. Rezerv Opsiyon Mekanizması bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranını dışsal şoklara karşı içsel bir şekilde ayarlayacağı şekilde tasarlanmıştır.

Dolaylı sermaye yatırımlarının arttığı dönemlerde yabancı paraya erişim konusunda zorluk olmayacağı için yabancı paranın maliyeti TL'ye göre daha düşük olacaktır. Eşik alınan Rezerv Opsiyon Katsayısı yükselecek ve bankalar zorunlu karşılıkları daha da fazla YP cinsinden tutma eğiliminde olacaklardır. Başka bir ifadeyle yurtdışından borçlanma maliyetinin düşmesi ile birlikte bankalar karlılık oranlarını arttırmak için rezerv opsiyonundan daha fazla yararlanmak isteyeceklerdir. Böylece kullanım oranı grafikteki çizgide A noktasına doğru kayacaktır. Ülkeye gelen dövizin bir kısmı bankalar tarafından rezerv opsiyonu olarak kullanılacak TCMB nezdinden bulunan hesaplara aktarılacaktır. Böylece piyasadan döviz çekilmiş olacaktır. TL üzerindeki aşırı değerlenme sorunu ortadan kalkacak, gelen dövizin krediye dönüşmemesi sağlanacaktır. Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise sistem tam tersi bir şekilde çalışacağı beklenilmektedir (Kara, Koray, & Yörükoğlu, 2012, s. 11).

Grafik 3: Türk Lirası ve Yabancı Para Kaynak Maliyetlerinin Değişimi



Kaynak: Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012

3.1.1.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Finansal İstikrar

Yatırım çeken, döviz rezervleri sağlam, tasarrufların yatırımlara dönüştürüldüğü, parasal aktarım mekanizmasının kusursuz işlediği bir ülkede finansal istikrar başarılı bir şekilde sağlanacaktır.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğun yaşandığı dönemlerde dövizin maliyeti de azalacak böylece bankalar zorunlu karşılıklarını TL yerine döviz olarak saklama eğiliminde olacaklardır. Bu sayede TL'nin olması gerekenden daha fazla değerlendirilmesinin önüne geçilecek otomatik denge sağlanacaktır. Tam tersine sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise bankalar ellerinde döviz bulundurmayı tercih edecek ve TL'nin aşırı değersizleşmesinin önüne geçilmiş olunacaktır. Katsayılar piyasa koşullarına uygun bir şekilde belirlendiğinde finansal piyasadaki volatilitenin azalması beklenilmektedir (Kara, Koray, & Yörükoğlu, 2012, s. 17).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

REZERV OPSİYON MEKANİZMASI'NIN FİNANSAL İSTİKRARA OLAN KATKISININ ÖLÇÜLMESİ

4.1. Araştırmanın Amacı

Çalışmada TCMB'nin para politikası çıkış stratejisi çerçevesinde yeni bir para politikası aracı olarak kamuoyuna sunduğu Rezerv Opsiyon Mekanizması kullanımı ile brüt döviz rezervleri, toplam kredi hacmi, genel denge ve döviz sepeti üzerindeki değişimler arasındaki regresyon ilişkisi araştırılmıştır.

Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki ortaya koyulduktan sonra zaman serisinin regresyona ait denklemi türetilmiş, ROM'un yukarıda sözü geçen parametrelerle olan ilişkisinin derecesi incelenmiştir.

4.2. Araştırmanın Yöntemi

Ekonometrik model oluşturulurken STATA, E-Views 11 ve Microsoft Excel gibi istatistik programları kullanılmış olup, zaman aralığı olarak ROM operasyonlarının uygulanmaya başlandığı tarih olan 2011 yılının Eylül ve 2019 yılının şubat ayları arasındaki 90 aylık zaman serisi kullanılmıştır.

Araştırmada kullanılan veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınmıştır. İlk aşamada sahte regresyon sorununa neden olduğu için değişkenlerin durağan olup olmadıklarının kontrolünde genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Testinden yararlanılmış ve durağan olmayan serilerin farkları alınarak durağanlaştırılmıştır. Gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir. Son aşamada ise regresyon analizi yöntemiyle bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki ortaya koyulmuştur.

4.2.1. Literatür

Alper, Kara ve Yörükoğlu (2012); Rezerv Opsiyon Mekanizmasını genel hatlarıyla ele aldıktan sonra, bu yeni para politikası aracının çalışma sistematüğini

incelemişlerdir. Bankaların Rezerv Opsiyon Mekanizmasından ne ölçüde yararlandıklarını ortaya koyduktan sonra, ROM'un otomatik dengeleyici özelliğine dikkat çekmişlerdir ve bu otomatik dengeleyici özelliğin finansal istikrar açısından en önemli sonuç olduğunu belirtmişlerdir. ROM'un faiz koridorunun ikamesi mi tamamlayıcısı mı olduğu araştırılmıştır. Alternatif para politikası araçlarını bilanço analizi çerçevesinde incelemişlerdir ve etkilerini alternatif para politikası araçlarıyla karşılaştırmışlardır. Portföy davranışı ve rezervleri ne ölçüde değiştirdiğini incelemişlerdir. Araştırmanın sonucunda ise ROM'un makroekonomik ve finansal istikrar açısından faydalı bir para politikası aracı olabileceğini ortaya koymuşlardır. Merkez Bankası bünyesinde yapılan bu araştırma ROM üzerine yapılan ilk çalışma olması bakımından önem arz etmektedir.

Yine TCMB ekonomistlerinden olan **Küçükşarac ve Özel (2012)** de Merkez Bankası tarafından ticari bankaların kullanımına sunulan ROM'u, döviz ve altın bulundurma imkânı açısından değerlendirmiş, bu imkânın kullanılırken katsayının nasıl hesaplandığını açıklamış ve rezerv opsiyon katsayılarının TL ve döviz fonlama maliyetlerine, Libor faiz oranına, TL swap faiz oranına ve döviz zorunlu karşılık oranına bağlı olduğunu ortaya koymuşlardır. Katsayı değerinin en çok döviz üzerinden borçlanma maliyetine bağlı olduğunu öne sürmüşlerdir. ROM ile TL'nin döviz kurları karşısındaki volatilitésinin sınırlanabileceğini ve kredilerin sermaye hareketlerine karşı olan duyarlılığının azaltılabileceğini belirtmişlerdir. Kredi büyümesi üzerinde de kullanılabileceğini yeni bir fikir olarak sunmuşlardır. Rezerv Opsiyon Katsayısının hesaplanmasını teknik açıdan okuyuculara aktarmışlardır.

Sermaye hareketlerinin makroekonomik ve finansal istikrar üzerinde negatif etkilerinin olduğunu öne süren **Ermışoğlu, Oduncu ve Akçelik (2013)**, yaptıkları ampirik çalışmanın sonucunda ROM'un döviz kuru volatilitésini düşürmede belirgin bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yaptıkları çalışmada volatilitéyi ölçen GARCH tekniğinden yararlanmışlardır. Modelde kur sepeti değişimi bağımlı değişken olarak yer alırken, TL zorunlu karşılıklar için tutulan ROM açıklayıcı değişken olarak yer almıştır. Küresel sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları yansıtan VIX de modele

dahil edilmiştir. Bu çalışma ROM'un etkilerini ölçen ilk ampirik çalışma olması açısından oldukça önemlidir.

Aslaner, Ciplak, Kara ve Küçüksaraç (2015), ROM'un dengeleyici özelliğinden bahseden çalışmalar yapılmasına rağmen, ROM kullanımının pratikteki belirleyicilerini analiz eden bir çalışma bulunmadığını, bu açıdan yaptıkları çalışmanın bu alanda ilk olduğunu belirtmişlerdir. Döviz fonlama maliyeti ve TL fonlama maliyeti arasındaki oranın, ROM kullanımında belirleyici olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sermaye hareketlerine karşı kısa vadeli faizlerin verdiği sistematik tepkinin ROM'un otomatik dengeleyici etkisini sınırlayabileceğine dikkat çekmişlerdir. Sonuç bölümünde ise zorunlu karşılıklara ödenecek faizin uyarlanması yoluyla zorunlu karşılık maliyetinin merkez bankası politika faizine duyarlılığını azaltacak bir mekanizma önermişler ve bu yolla ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin güçlendirilebileceğinin altını çizmişlerdir.

Çiçek ve Akar (2016) ise yaptıkları ampirik çalışmada volatilitiyi ölçen ekonometrik ARMA-GARCH, ARMA, EGARCH ve SWARCH modellerini kullanmışlardır. Alternatif para politikası araçlarıyla (kısa vadeli faiz oranı ve faiz koridoru) karşılaştırıldığında, ROM'un kur oynaklığını düşürdüğü konusunda ekonometrik açıdan anlamlı sonuçlara ulaşmışlardır.

Çetin (2016); küresel kriz sonrasında sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığa önlem olarak finansal istikrarı da gözetken bir para politikası çerçevesi tasarlayan TCMB'nin, yeni dönemde Faiz koridoru ve ROM'u etkin olarak kullandığını söylemiştir. Yazar, TCMB'nin küresel ekonomik gelişmelere uyumlu olarak kullandığı ROM'un, rezervlerini makul seviyelerde tutma konusunda etkili olduğu sonucuna varmış, bu sayede para politikasına esneklik de kazandırdığı sonucuna ulaşmıştır. Yazara göre bu esnekliğin aynı zamanda finansal şoklara karşı koruyucu bir özelliği de vardır.

Demirhan (2013) yaptığı çalışmada para politikasının finansal istikrar üzerindeki etkilerini incelemiştir. Para politikası uygulamalarının, finansal istikrar üzerinde likidite desteği, risk alma, banka sermayesi ve kredi kanalları vasıtasıyla etkili olduğunu öne sürmüştür. TCMB'nin yeni para politikası çerçevesinde geleneksel

araçların yanı sıra çeşitli araçların bileşimini etkin biçimde kullandığını belirtmiştir. Yazara göre, bu araçlar zorunlu karşılık oranları, Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve asimetrik faiz koridorundan oluşmaktadır. Ayrıca kaldıraca dayalı zorunlu karşılık oranı uygulaması da finansal istikrarı sağlamada kullanılan araçlar arasında yer almaktadır.

Serel ve Özkurt (2014) küresel kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin izlediği parasal genişleme politikasının gelişmekte olan ülkelerin finansal istikrarını bozduğunu, bu bozulmaya bağlı olarak da gelişmekte olan ülkelerin kendilerine özgü para politikası araçları geliştirdiklerini belirtmişlerdir. Çalışmalarının amacını ise, 2010 yılı sonlarından itibaren uygulamaya alınan para politikası bileşiminin ortaya çıkış süreci, uygulama aşamasında yaşanan gelişmeler ve sonuçlarını tespit edebilmek olduğunu belirtmişlerdir. Yazarlar, para politikası bileşiminin geçmişinin kısa olmasına rağmen, ölçülebilen sonuçlara göre başarılı olduğunu tespit etmişlerdir.

Değerli ve Fendoğlu (2015), gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının kısa vadeli sermaye hareketlerine çözüm bulabilmek açısından yeni para politikası araçları tasarladığını belirtmişlerdir. Örneklem olarak; Türkiye'nin de dahil olduğu, kronik olarak cari açık veren 11 ülkeyi almışlardır. 2010-2012 zaman aralığını baz alarak, dolara karşı olan değerleri üzerinden karşılaştırmalı bir analiz yapmışlardır. İlgili zaman aralığında ROM'u uygulayan TCMB'nin volatilitiyi düşürmede diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerine nazaran daha etkili olduğunu ortaya koymuşlardır.

Sahin, Doğan ve Berument (2015) ise etki tepki analizi çerçevesinde modelledikleri ROM'un sermaye hareketlerini sınırladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Kantar (2017), doktora tez çalışmasında Rezerv Opsiyon Mekanizmasının döviz kuru volatilitesine olan etkisini incelemiştir. Bu çerçevede 2011-2016 döneminde, GARCH yaklaşımı ile Rezerv Opsiyon Mekanizmasının döviz kuru volatilitesine etkisini araştırmıştır.

Altuntaş (2018) yaptığı çalışma sonucunda Rezerv Opsiyon Mekanizması değişkeninin volatilitiyi azalttığı sonucuna ulaşmıştır. Değişken olarak, brüt

uluslararası rezervler, aylık ortalama döviz kuru, Tüketici Fiyat Endeksi, Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi ve tüketici güven endeksi verilerini kullanarak oluşturduğu analizler ile söz konusu politika aracının etkinlik düzeyini sorgulamıştır. Rezerv opsiyon mekanizmasının ölçümlenen değişkenler üzerinde bir ay gibi kısa vadeli bir etki süresine sahip olduğuna; bununla birlikte söz konusu etkinin beşinci aydan itibaren durağan bir seyir izlediği sonucuna ulaşmıştır. Mekanizmanın etki süresi kısa olsa da fiyat istikrarının ve finansal istikrarın sağlanmasında bir geçiş aracı olarak kullanılmasını öneri olarak sunmuştur.

Aykutlu (2017) çalışmasında zorunlu karşılıklar ve ROM mekanizmasının amacını ve işlevini açıklamış, örnek uygulamalar aracılığıyla yeni para politikası bileşiminin finansal istikrar amacına sunduğu katkıyı ortaya koymuştur.

Özhan (2018), çalışmasında finansal istikrar kavramını tanımlamış ve neden bir politika amacı olarak ihtiyaç duyulduğu konusunu irdelemiştir. Finansal istikrarın sağlanması amacıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından yeni ve sıra dışı politika araçları geliştirildiğini, uygulamaya koyulduğunu ve etkinliklerinin araştırıldığını belirtmiştir. Çalışmada, söz konusu araçlardan Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Asimetrik Faiz Koridoru incelenmiştir. Bu politika araçlarının etkinliği değerlendirilmiş, etkinlikleri konusunda farklı sonuçlara ulaşılmıştır.

Literatürdeki çalışmaların çoğunluğu, sermaye hareketlerinin oynak olmadığı zaman aralığını örneklem olarak aldığı için, ROM'un gerçek etkinliğini tam anlamıyla ölçmemektedir. 2016 sonrasında TL'deki hızlı değer kaybı ve makroekonomik verilerdeki bozulmalar dikkate alındığında ROM'un etkinliğinin bir de bu perspektiften değerlendirilmesinin literatüre katkı sağlayacağını düşünmekteyim.

4.3. Volatilité

Volatilité, hızlı ve tahmin edilemez bir şekilde genellikle olumsuz sonuçlar doğuran fiyat hareketlerine denilmektedir. Bazı çalışmalarda oynaklık olarak da geçen volatilitéye gelişmekte olan ülke ekonomilerinde daha sık karşılaşılr. Bunun en

önemli sebebi kararsız sermaye hareketlerinin öngörülemez şekilde hareket etmesidir (Aizenman & Pinto, 2005, s. 1).

Ülkelerin merkez bankaları finansal piyasalardaki aşırı oynaklıkları engellemek için çeşitli tedbirler alırlar. Bunun en önemli sebebi finansal piyasalardaki oynaklıkların makroekonomik ve finansal istikrarı olumsuz etkilemesidir.

Portföy teorisinde volatilité standart sapma ile ölçülür. Fiyatlardaki değişimlerin ne kadar yüksek aralıklarla gerçekleştiğini, yeni değerin ortalamadan ne kadar uzaklaştığını ortaya koyar. Volatilitesi yüksek olan finansal enstrümanın riski yüksek, volatilitesi düşük olan finansal enstrümanın ise riski düşüktür. Volatilité finansal piyasalarda istikrar ve para politikasının etkinliği açısından oldukça önemlidir.

Grafik 4: Döviz Sepeti Volatilitesi



2013 yılının Mayıs ayında FED'in Parasal Genişleme Programını kademeli olarak sonlandıracağını açıklaması para piyasaları tarafından dolar bolluğu döneminin sonlandığı algısını oluşturmuş, küresel kriz sonrasında Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere akan dolaylı sermaye yatırımları (sıcak para) tekrardan ABD'ye ve diğer güvenli limanlara dönmeye başlamıştır. Türkiye'deki içsel siyasal gelişmeler de 2013 sonrası dönemde döviz kurlarındaki oynaklığın en önemli sebeplerinden biri olarak göze çarpmaktadır. Özel sektörün ve bankacılık kesiminin döviz pozisyonu

Türkiye'nin rakiplerinden negatif ayrışmasına neden olmuş, kredi derecelendirme kuruluşları gelişmelere paralel olarak Türkiye'nin notunu kademeli olarak düşürmüşlerdir.

Dolar ve Euro'nun %50 – 50 eşit ağırlıklandırılmış döviz sepetinin volatilitisini incelerken bir risk ölçütü olan ve değerlerin ortalamadan ne kadar uzaklaştığını gösteren standart sapma kullanılmıştır. Daha doğru sonuçlara ulaşabilmek için veri seti 2005 yılı başlangıcından Rezerv Opsiyon Mekanizmasının kullanılmaya başlandığı 2011 yılının Eylül ayına, 2011 Eylül ayından FED'in parasal genişleme programını sonlandıracağını açıkladığı tarih olan 2013 yılının Mayıs ayına ve 2013 yılının Mayıs ayından 2019 yılının başı olmak üzere 3 parçaya bölünmüştür.

Tablo 8: Döviz Sepetinin Günlük Getirilerinin Standart Sapmaları

	2005-2011	2011-2013	2013-2019
Standart Sapma	14.12%	7.30%	14.60%

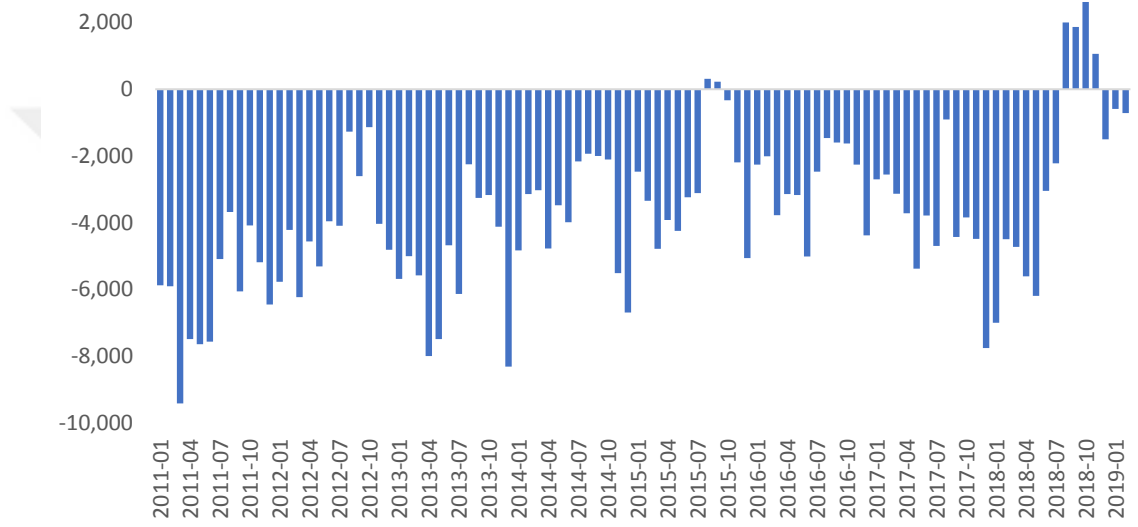
Tablo döviz sepeti günlük getirilerinin standart sapmalarını göstermektedir. 2005-2011 yılları arasında hesaplanan döviz sepetinin günlük getirilerinin standart sapması %14.12 olarak hesaplanmış, 2011-2013 yılları arasında bu oran otomatik dengeleyici para politikası araçlarının katkısıyla %7.30 seviyesine kadar düşmüştür. Standart sapmadaki bu düşüşün en önemli sebebi finansal istikrarı tesis etmek ve sermaye akımlarındaki hareketliliğin döviz kurları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla uygulamaya koyulan Rezerv opsiyon mekanizmasıdır diyebiliriz. 2013-2019 yılları arasında standart sapmanın yükselmiş olmasının en önemli sebebi yurtdışı ve yurtdışından yaşanan olumsuz gelişmelerin döviz kuru üzerinde yarattığı baskıdır.

4.4. Cari İşlemler Dengesi

Gelişmekte olan ülkeler için finansal istikrarın en önemli göstergelerinden birisi de ödemeler dengesidir. Ödemeler Dengesi Bilançosunun ana kalemi ise cari işlemlerdir. $(\text{Mal ihracatı gelirleri} + \text{satılan hizmetlerden sağlanan gelirler} + \text{diğer gelirler}) - (\text{mal ithalatı giderleri} + \text{satın alınan hizmetlere ödenen giderleri} + \text{diğer giderler}) \pm \text{cari transferler}$ şeklinde tanımlanır. 2011 yılında cari açığın sürdürülebilir olup olmadığı

tartışılmaya başlanınca politika yapıcılar gerekli yapısal reformları hayata geçirmişlerdir. Hayat geçirilen tedbirlerle birlikte ilk aşamada cari dengenin GSYİH oranında iyileşme gözlemlenmektedir. Diğer yandan cari açığındaki iyileşmenin en önemli nedenlerinden birisi de TL'deki değer kaybıyla birlikte ithal malların pahalılaşmasıdır.

Grafik 5: Cari İşlemler Dengesi (Milyon USD)



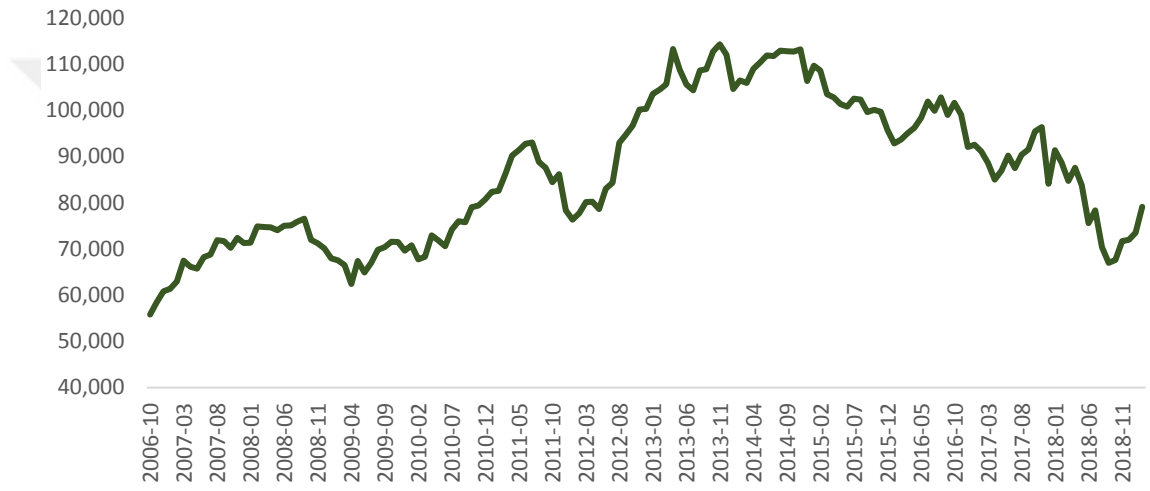
4.5. Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervi

Merkez Bankası ülke ekonomisinin döviz pozisyonunda yaşanabilecek bozulmaları önleyebilmek adına döviz rezervi biriktirir. Sakladığı ve biriktirdiği rezervlerin tamamı kendisine ait değildir. Bunların önemli bir kısmını bankaların zorunlu karşılık olarak ayırdıkları dövizler oluşturmaktadır. Merkez Bankası 2011 yılından beri rezerv opsiyon mekanizmasını kullanarak TL mevduatlar karşılığında alınması gereken zorunlu karşılıkları döviz olarak da kabul etmeye başlamıştır. Bu esneklik Merkez Bankasındaki brüt döviz rezervini arttırmıştır. TCMB'nin son yıllarda rezerv opsiyon mekanizması aracılığıyla TL mevduatlar karşılığında alması gereken zorunlu karşılıklara da dövizle yatırma esnekliği tanınmasıyla bu döviz rezervlerindeki emanet tutarda artış olmuştur (Eğilmez, t.y.).

Bir ülkenin döviz rezervlerinin yeterliliğini ölçmek için genellikle üç farklı yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan birincisi kısa vadeli döviz cinsinden ödemelerinin

rezervlere oranına bakmaktır. İkincisi, IMF'nin Rezerv Yeterliliği ölçümü olarak adlandırıldığı bir hesaplama yöntemidir. Ani bir döviz kuru şokuna karşı ekonomik sistemin dayanıklılığını açısından bu oranın 100 ile 150 arasında olması gerekiyor. Üçüncüsü ise mevcut döviz rezervinin 6 aylık ithalatı karşılayıp karşılamayacağına bakılıyor. Merkez Bankasının açıkladığı verilere göre Nisan 2019 tarihi itibarıyla kurumun net döviz rezervi 25.8 Milyar dolardır.

Grafik 6: TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon USD)



4.6. Toplam Kredi Hacmi

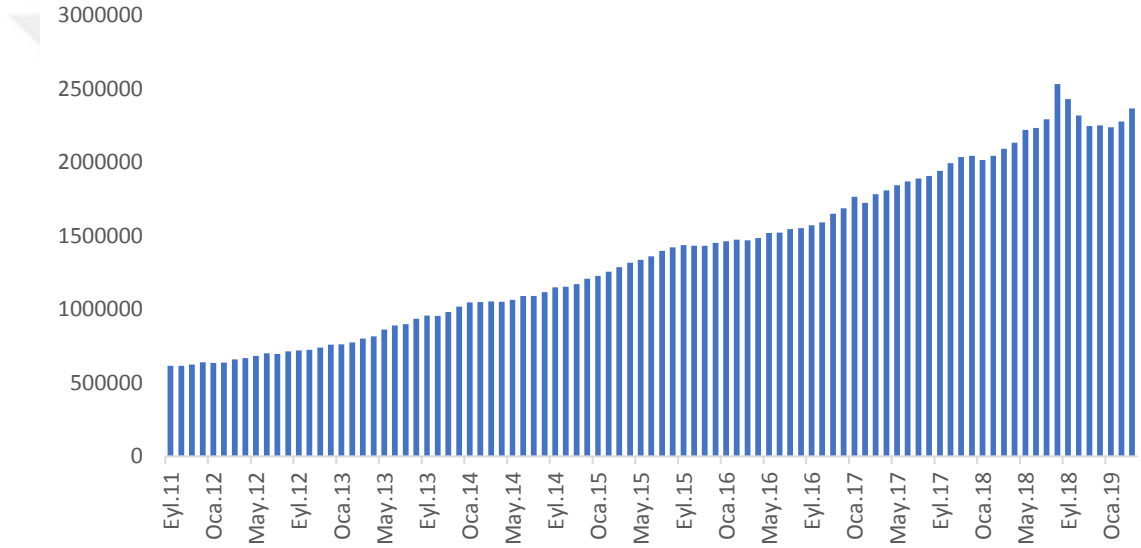
Tüketici ve ticari krediler toplam kredi hacmini ifade etmektedir. Merkez Bankasının likiditeyi arttırması sonucu ticari bankaların kredi olarak piyasaya aktardıkları tutar da artacaktır. Ticari bankaların Merkez Bankasının sunduğu ROM olanağını kullanmaları sonucunda piyasadaki TL likiditesi artış göstermiş, bu artışa paralel olarak kredi hacmi de genişlemiştir.

Toplam kredi hacminin 2019 yılı itibarıyla 2.5 Trilyon seviyelerine gelmesinin bir diğer sebebi de 2017 yılında büyümenin ivme kaybetmesini önlemek adına Hazine'nin kredi garanti fonunu 2 Milyar TL'den 25 Milyar TL'ye çıkarmasıdır. Böylece KGF, 2017 yılı büyümesinin ana hikayesini oluşturmuş, kredi hacminin genişlemesindeki en önemli faktörlerden birisi olmuştur. Ekonomi faaliyetinin canlanması açısından adeta doping etkisi yaratmıştır. Bu doping etkisi ilk aşamada büyüme ve kredi hacmi gibi

değişkenlere olumlu etkilerini gösterse de ertesi sene bu suni büyüme makroekonomik verilere de olumsuz yansımıştır. Hazine'nin kefil olduğu bu kredilerin geri dönüşünün olup olmayacağı piyasalar açısından bir risk faktörü olarak karşımıza çıkmaktadır.

2019 yılının Nisan ayı itibariyle toplam kredi hacmi bankacılık sektörü 2 trilyon 563 milyar 571 Milyon TL'dir. Kredi hacmindeki genişlemenin ivme kazanması enflasyona ve cari açığa negatif etki etmektedir.

Grafik 7: Toplam Kredi Hacmi (Milyon TL)

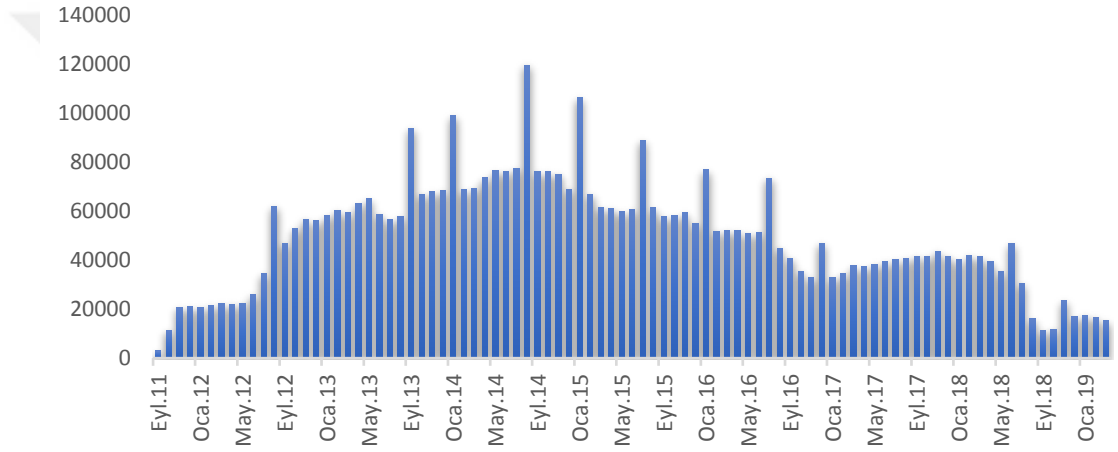


4.7. Rezerv Opsiyon Kullanımı

2011 yılından bugüne ticari bankalara topladıkları TL mevduatın önceden belirlenen bir katsayı kadar tutarını döviz veya altın cinsinden saklama imkânı tanıyan Merkez Bankası Rezerv Opsiyon Mekanizmasını etkili bir para politikası aracı olarak kullanmıştır. Aşağıdaki grafik ticari bankaların bu opsiyonu ne kadar kullandıklarını göstermektedir. İlk kullanılmaya başlanıldığı 2011 yılının Eylül ayından itibaren 2014 yılına kadar artış göstermiştir. Grafikte görüldüğü üzere ticari bankalar rezerv opsiyonunu gitgide daha az kullanmaya başlamışlardır. Bunun en önemli nedeni TL'deki önlenemez değer kaybı sürecidir. Döviz maliyetinin yükselmesiyle birlikte bankalar Merkez Bankasının tanıdığı rezerv opsiyonunu daha az kullanma eğilimine girmişlerdir. Merkez Bankası da piyasadaki döviz likiditesini arttırmak ve kurdaki

hareketliliğin finansal istikrar üzerindeki negatif etkilerini önleyebilmek adına Rezerv Opsiyon Oranını düşürmüştür. 2018 yılının mayıs ayında kurdaki yukarı yönlü hareket üzerine Merkez Bankası Rezerv Opsiyon döviz imkân oranını %55'ten %45'e düşürerek 6.4 Milyar USD Türk Lirasını piyasadan çekerek, yaklaşık 2.2 Milyar USD tutarındaki döviz bankaların kullanımına sunmuştur. Bu önlemlere ek olarak döviz tesis imkân dilimlerinin aralığını yeniden belirlemiş ve Rezerv Opsiyon Katsayılarını yeni oranlara göre düzenlemiştir.

Grafik 8: Rezerv Opsiyon Kullanımı (Milyon USD)



4.8. Durağanlık Analizi

Zaman serisi analizi yapılırken doğru bulgulara ulaşabilmek için incelenen zaman serilerinin durağan olması oldukça önemlidir. Durağan olmayan zaman serileri ile çalışıldığı zaman sahte regresyon sonuçlarına ulaşılma ihtimali vardır, bu durumda gerçekçi sonuçlara ulaşmamızın önünde engeldir. Durağanlık ile ifade edilen şey, varyansın ve ortalamanın belirli bir zaman içerisinde sabit olmasıdır (Gujarati, 1995, s. 712-713).

Regresyona tabi tutulan değişkenler arasında sahte ilişki olmamalıdır. Bir zaman serisinin durağan olup olmadığının tespiti için birim kök testleri uygulanmaktadır. Durağan olmayan zaman serileri birim kök içermektedirler. Durağan zaman serilerinin ortalamaları, varyans ve kovaryansı zaman içerisinde değişmemektedir. Durağan ve durağan dışı zaman serileri arasında birtakım farklar bulunmaktadır. Bizim yaptığımız

zaman serisi analizinde zayıf durağanlık yeterli olacaktır. Makroekonomik verilerin çoğunluğu zaman içerisinde artma eğilimi gösterdiğinden serilerin ortalamaları ve varyansı sabit kalmamaktadır.

Sistemde yer alan değişkenlerin durağanlık koşulunu sağlaması önemlidir. Değişkenler durağan dışı ise verilecek şokun etkisi sonsuza kadar devam edeceği için, ilgili değişkenler arasındaki ilişkilerin doğru bir şekilde ölçülmesi mümkün olmayacaktır (Sevüktekin & Çınar, 2017, s. 323).

4.8.1. Dickey Fuller Birim Kök Testi

Bir zaman serisinin uzun dönemde sahip olduğu özellik; değişkenin bir önceki dönemde aldığı değerinin, bu dönemi nasıl etkilediğinin belirlenmesiyle ortaya çıkarılabilir. Zaman serilerinde durağanlığın tespiti amacıyla ilk birim kök testi Fuller (1976), Dickey ve Fuller (1979) tarafından önerilmiş ve bu test daha sonraki dönemlerde geliştirilmiştir. Dickey Fuller (DF) yaklaşımı; serinin birim kök içerdiği (durağan olmadığı) boş hipotezinin, birim kök içermediği (durağan olduğu) alternatif hipotezine göre sınamasıdır. Bir zaman serisinin uzun dönemde sahip olduğu özellik; değişkenin bir önceki dönemde aldığı değerinin, bu dönemi nasıl etkilediğinin belirlenmesiyle ortaya çıkarılabilir. Bu nedenle serinin nasıl bir süreçten geldiğini anlamak için, serinin her dönemde aldığı değerin daha önceki dönemlerdeki değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir. Bu amaçla geliştirilen birim kök testi ile serilerin durağan olup olmadıkları belirlenebilmektedir (Torun, 2015, s. 59).

Yüksek dereceden otoregresif süreçlerde birim kökün varlığının belirlenmesi için genişletilmiş Dickey Fuller testi uygulanmaktadır. ADF testi de birim kökün varlığını araştırmaktadır. Dickey Fuller testinde hata paylarının birbirinden bağımsız olduğu varsayılmaktadır. ADF birim kök testine göre seri durağan çıkmazsa tahminlerimizin başarılı sonuçlar verebilmesi için zaman serileri durağanlaşana kadar farkı alınacaktır. Genellikle 1.dereceden farkı alınan zaman serileri durağanlaşmaktadır.

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \delta_1 \Delta y_{t-1} + \dots + \delta_{p-1} \Delta y_{t-p+1} + \varepsilon_t,$$

Modelde kullanılan ΔY_t durağan olup olmadığı analiz edilen değişkeni ifade etmektedir. Farklı modeller arasından en uygun olanı seçmek için zaman serilerinin öncelikle Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri dikkate alınmıştır. Gecikme sayısı uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

Tablo 9 : Akaike ve Schwarz Kriterlerine Göre Gecikme Uzunluklarının Saptanması

Kriter	Brüt Döviz Rezervi	Toplam Kredi Hacmi	Döviz Sepeti	Genel Denge	ROM
Akaike	-3.621	0.0004	-3.90435	6.06017	0.05
Schwarz	-3.592	-4.9893	-3.81407	6.12297	0.11
Lag	0	0	3	2	1

Makroekonomik zaman serileri genellikle durağan olmama eğilimindedirler. Çalışmada kullanılan zaman serilerinin durağanlıkları Augmented Dickey Fuller testiyle sınılandıktan sonra durağan olmayan zaman serilerinin 1.dereceden farkları alınarak tekrardan birim kök testine tabi tutulmuştur.

Tablo 10: Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi (Düzey Verileri)

Değişken	ADF Test İstatistiği	%5 Kritik Değer
Brüt Döviz Rezervi	-1.691	-3.461
Toplam Kredi Hacmi	-2.755	-3.461
Döviz Sepeti	-1.550	-3.463
Genel Denge	-4.131	-3.463
ROM	-2.680	-3.462

ADF birim kök testi sonucunda Genel Denge zaman serisinin durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sahte regresyon sonucu ile karşılaşmamak için zaman serilerinin birinci dereceden farkları alınmıştır.

Tablo 11: Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi (1. Dereceden Farkları Alınmış)

Değişken	ADF Test İstatistiği	%5 Kritik Değer
Brüt Döviz Rezervi	-10.112	-3.462
Toplam Kredi Hacmi	-8.404	-3.462
Döviz Sepeti	-4.584	-3.464
Genel Denge	-8.229	-3.464
ROM	-10.336	-3.463

Bağımlı ve bağımsız değişkenlerin tümünde test istatistiği %5 kritik değerden küçüktür. Farkı alınan zaman serilerinin durağanlaştıkları gözlemlendikten sonra regresyon analizi aşamasına geçilmiştir.

4.8.2. Regresyon Analizi

Regresyon analizi, istatistiksel açıdan anlamlı bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen istatistiksel bir yöntemdir. Bağımlı değişken, bağımsız değişkenle istatistiki ilişkiyi ortaya koyan ana faktördür. Regresyon analizinde bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkileri analiz edilir. Makroekonomik zaman serilerinde farklı değişkenler arasında etkileşim bulunmaktadır.

Tablo 12: ROM ve Brüt Döviz Rezervi Regresyon Tablosu

ROM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.]	Interval
Brüt Döviz Rezervi	1.53174	0.10482	14.61	0	1.323425	1.740054
Sabit	-95889.61	10066.9	-9.53	0	-115895.5	-75883.8

İlk modelde ROM ile Merkez Bankası brüt döviz rezervleri arasındaki regresyon ilişkisi incelenmiştir. Model istatistiki açıdan anlamlıdır. ROM ve Brüt döviz rezervi arasındaki pozitif yönlü bir ilişki vardır. ROM kullanımı arttıkça Merkez Bankasının brüt döviz rezervleri de artmaktadır. ROM kullanımının azalmasıyla birlikte Merkez Bankasının brüt döviz rezervleri de azalmaktadır.

Tablo 13: ROM ve Toplam Kredi Hacmi Regresyon Tablosu

ROM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.]	Interval
Toplam Kredi Hacmi	0.0122807	0.00425	-2.89	0	-0.0207346	-0.00383
Sabit	66858.72	6273.82	10.66	0	54390.82	79326.62

İkinci modelde ise ROM ile Toplam Kredi Hacmi arasındaki regresyon ilişkisi incelenmiştir. İki değişken arasındaki ilişki pozitif yönlüdür. ROM kullanımı arttıkça, toplam kredi hacmi de artmaktadır. Benzer şekilde ROM kullanımının düşmesiyle birlikte toplam kredi hacmi de azalma eğiliminde olmaktadır.

Tablo 14: ROM ve Genel Ödemeler Dengesi Regresyon Tablosu

ROM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.]	Interval
Genel Denge	-0.340237	0.70226	-0.48	0.629	-1.73583	1.055357
Sabit	49978.45	2390.99	20.9	0	45226.86	54730.04

Üçüncü modelde ROM ile Ödemeler genel dengesi arasındaki regresyon ilişkisi istatistiki açıdan anlamlı çıkmamıştır. Bu durumda ROM kullanımı ile genel denge arasında doğrudan ekonometrik bir ilişki yoktur.

Tablo 15: ROM ve Döviz Sepeti Regresyon Tablosu

ROM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.]	Interval
Döviz Sepeti	-0.8857	1874.655	-4.72	0	-12582.57	-5131.60
Sabit	77983.49	6298.031	12.38	0	65467.48	90499.5

Dördüncü modelde ROM ile döviz sepeti arasındaki regresyon ilişkisi istatistiki açıdan anlamlı çıkmıştır. ROM kullanımı arttıkça TL, döviz sepeti karşısında güçlenmektedir. Mantıksal olarak ROM kullanımının artmasıyla birlikte daha fazla TL bankaların kullanımına geçecek ve piyasadaki döviz likiditesi azalacaktır. Dördüncü modelde, ekonomi pratiğinden farklı sonuç çıkması, regresyon modelinde döviz sepetinin değerini etkileyen birçok faktör olmasından kaynaklanmaktadır.

Regresyon modellemelerinden oluşturulan denklem aşağıdaki gibidir. ϵ denklemdeki hata payını ifade etmektedir

$$\text{ROM} = 0.49994 + 1.53174 \text{ Brüt Döviz Rezervi} + 0.0122807 \text{ Toplam Kredi Hacmi} - 0.340237 \text{ Genel Denge} - 0.8857 \text{ Döviz Sepeti} + \epsilon$$

SONUÇ

2008 Küresel Krizinden önce FED'in bilanço büyüklüğü yaklaşık olarak 900 Milyar USD seviyelerinde bulunmaktaydı. Dünyanın en büyük yatırım bankalarından biri olan Lehman Brothers'ın batmasıyla birlikte, açık piyasa işlemlerine ek olarak dünya tarihinin daha önce şahit olmadığı büyüklükte bir parasal genişleme programı başlatılmıştı. FED, QE1 adını verdiği ilk programda bankaların ellerindeki tahvilleri ve menkul kıymetleri doğrudan satın aldığı program vasıtasıyla piyasaya 600 Milyar USD likidite enjekte etmiştir. Bu programın küresel resesyonun etkilerini hafifletebilme konusunda etkili olup olmayacağı piyasalarda belirsizlik yaratmışken, aylık yaklaşık 75 Milyar USD'lik menkul kıymet satın aldığı QE2 ve QE3 programlarını başlatmıştır. Piyasadaki likidite fazlası, risk iştahının da etkisiyle Türkiye gibi gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelmiştir. Faiz oranları gelişmiş ülkelerdeki seviyelere göre hem yüksek hem de yerel varlıkların fiyatları göreceli olarak ucuzdu. Türkiye'deki döviz likiditesinin artması, TL varlıklarının değerini artırmaktaydı. Dolaylı sermayenin ülke ekonomisindeki payının yükselmesi, TL'yi olması gerekenden daha değerli hale getirmiş ve bu durum ödemeler dengesine olumsuz yansımıştı. Cari açığın milli gelire oranı yükselmişti. Bu noktada Merkez Bankası finansal istikrarı gözetmek, sermaye akımlarının volatilité üzerindeki etkilerinin hafifletmek, bankalara likidite yönetimlerinde esneklik sağlamak amacıyla Rezerv Opsiyon Mekanizması adını verdiği yeni para politikası bileşenini kamuoyuna tanıttı. FED'in parasal genişleme programını sonlandıracağını açıkladığı tarih olan 2013 yılının mayıs ayına kadar bu yeni para politikası bileşeninin başarılı olduğunu söyleyebiliriz. Bu dönem içerisinde volatilité makul seviyeler içerisinde kontrol altına alınmış, bankalar topladıkları mevduata karşılık olarak Merkez Bankasında saklamakla yükümlü oldukları TL zorunlu karşılıkların bir bölümünü döviz ve altın olarak saklamışlar, kullanımlarına geçen TL'yi ise piyasaya kredi olarak dağıtmışlardır. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının bankalar tarafından aktif bir şekilde kullanıldığı bu süreçte toplam kredi hacmindeki yükseliş ivmesinden görebiliyoruz. Bu çerçeveden bakıldığında ROM'un en önemli özelliğinin otomatik dengeleyici özelliği olduğunu söyleyebiliriz.

2013 yılının Mayıs ayında FED, işgücü piyasası ve ekonomik büyüme verileri normalleşmeye başlayınca, dünyadaki ekonomik konjonktürü de gözeterек parasal genişleme programını sonlandıracağını duyurmuştur. Bu noktada Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerden dolayı sermaye yatırımları kademeli olarak çekilmeye başlamıştır. FED 2014 yılının Ocak ayında menkul kıymet alım programını her ay 10 Milyar USD azalttı. 2014 yılının Ekim ayında QE3 parasal genişleme programı sonlandığında FED'in bilanço büyüklüğü 4.5 Trilyon USD seviyelerinde bulunmaktaydı. FED'in bilanço büyüklüğünün zirveye ulaştığında Türkiye'nin makroekonomik görünümüne bakacak olursak TÜFE yıllık bazda %7.5, cari işlemler açığı -% 6.1, GSYH büyüme oranı %8.5, işsizlik ise %9 seviyesinde. Makroekonomik verilere bakıldığında sonraki sürece kıyasla verilerin genel anlamda olumlu seyrettiğini söyleyebiliriz.

Gelişen piyasa ekonomilerine dolaylı sermaye yatırımlarının hız kaybetmesi ve Türkiye'nin kendi içsel siyasi sorunları nedeniyle 2013 yılından sonraki süreçte TL'de hızlı değer kaybı süreci başlamıştır. Merkez Bankası, döviz piyasalarındaki şokları önleyebilmek adına Merkez ROM gibi proaktif para politikası araçları yerine palyatif çözüm sağlayan döviz satım ihalelerine başlamıştır. 2013 yılında 112 Milyar USD seviyesine ulaşan brüt döviz rezervleri, finansal piyasalardaki döviz sıkıntısının baş göstermesiyle birlikte 71 Milyar USD'ye kadar gerilemiştir. TL'deki hızlı değer kaybı, enflasyonun da yükselmesine neden olmuştur. FED'in parasal genişleme programını sonlandırdıktan sonra parasal sıkılaştırma dönemine başlamasıyla birlikte TL varlıklarındaki fiyatlama dengesi daha hızlı bozulmaya başlamıştır. Burada döviz bolluğu döneminin bitmesinin önemli bir neden olduğunu, olumsuz içsel siyasi gelişmelerin bu süreçte TL'deki değer kaybında daha belirleyici olduğunu söyleyebiliriz. Kredi derecelendirme kuruluşlarının siyasi riskleri gözeterек Türkiye'nin kredi notunu kademeli olarak düşürmesi de dolaylı sermaye akımları açısından Türkiye'yi elverişsiz konuma getirmiştir.

Çalışmanın araştırma kısmında ulaştığımız bulgulardan hareketle ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin kusursuz çalıştığını, Merkez Bankasının brüt döviz rezervinin güçlendiğini, bankaların bu süreçte likidite yönetimlerinde esneklik kazandığını, TL likiditesinin enflasyon üzerinde baskı kurmayacak şekilde ekonomik büyümeyi

desteklediğini ve en önemlisi sermaye hareketlerinin TL üzerindeki olumsuz etkilerinin bertaraf edildiğini söyleyebiliriz. 2013 ve sonrasındaki dönemde ise siyasi ve jeopolitik risklerin artmasıyla birlikte TL'deki hızlı değer kaybı Rezerv Opsiyon Mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliğinin istenilen sonuçlara ulaşamamasına neden olmuştur.

Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarını çözmek ancak; kapsayıcı kurumların genişletilmesi, hukuk ve demokrasinin tabana yayılması, istikrarlı bir para ve maliye politikası ile mümkündür. Aksi takdirde Merkez Bankasının uyguladığı para politikası Türkiye ekonomisine ancak palyatif çözümler sunacaktır.

KAYNAKÇA

Ağcaer, Arzu:	“Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma”, TCMB , 2003.
Aizenman, Joshua, Pinti Brian:	“Managing Economic Volatility and Crises: A Practitioner’s Guide”, Cambridge University Press , 2005, s.1.
Akerlof George, George L. Perry, William T. Dickens:	“Low Inflation or No Inflation: Should the Federal Reserve Pursue Complete Price Stability?”, Brookings Policy Brief Series , 1996, s:1
Alesina, Alberto, Larry Summers:	"Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence," Journal of Money, Credit and Banking , Blackwell, Publishing, vol. 25(2), 1993. s: 151-162
Alkin, Erdoğan:	Herkes İçin Ekonomi , İstanbul Ticaret Odası, 2009.
Aren, Sadun:	100 Soruda Para ve Para Politikası , İstanbul, Gerçek Yayınevi, 1984.
Atatürk Araştırma Merkezi:	Atatürk'ün Söylev ve Demeçleri , Ankara, Divan Yayıncılık, 2006, S:302-303.

Ayyıldız, Zahide:	“Para Politikasına Yeni bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, İstanbul Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enst. Doktora Tezi , İstanbul, 1995, s:15.
Ballv Laurance, Niamh Sheridan:	“Does Inflation Targeting Matter? The Inflation-Targeting Debate.” University of Chicago Press , 2004 DOI: 10.3386/w9577
Bank of England:	“Bank of England Annual Report and Accounts” (Çevrimiçi) https://www.bankofengland.co.uk/annual-report/2016 Erişim Tarihi: 17.11.2018
Barro, Robert J., David B. Gordon:	“Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary policy”, Journal of Monetary Economics 12.1 ,1983, s. 101-121.
Batini Nicoletta, Anthony Yates:	“Hybrid Inflation and Price-Level Targeting” Journal of Money, Credit, and Banking , 2003, s:283-300 DOI: 10.1353/mcb.2003.0016
Başçı, Erdem, Hakan Kara:	“Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB , 2011, s:2-6.
Bernanke, Ben:	“On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads”, NBER Working Paper No. 3486 , 1990 Doi: 10.3386/w3486
Bernanke, Ben, Mark Gertler:	“Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission”, Journal of Economic Perspectives , 1995.

	DOI: 10.3386/w5146 s:27-48
Bernanke Ben, Mark Gertler:	“Monetary Policy and Asset Price Volatility,” NBER , 2000, s:3, DOI: 10.3386/w7559.
Bernanke, Ben, Frederic Mishkin:	“Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?” NBER Working Paper No. 5893 , 1997, s:97-115
Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Posen, Adam:	“Inflation Targeting: Lessons from the International Experience”, Princeton University Press , 1999, http://dx.doi.org 10.2307/j.ctv301gdr .
Beşe, Evrim:	“Finansal Sistem Stres Testi Uygulamaları ve Türkiye Örneği”, TCMB , Ankara, 2007
Blinder, Alan, Ricardo Reis:	“Understanding the Greenspan Standard” Princeton University Center for Economic Policy Studies . 2005, s:14-15.
Bofinger, Peter, Julian Reischle:	“Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments”, New York, Oxford University Press , 2001.
Bordo, Michael:	“A Brief History of Central Banks”, Cleveland FED , 2007 (Çevrimiçi) https://bit.ly/2FxEO8m , Erişim Tarihi: 18.10.2018.
Borio, Claudio, William White:	“Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes”. Basel: BIS Working Papers no:147 , 2004 s:1-51.

Borsa İstanbul:	“Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarı” http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/borclanma-aracлари-piyasasi/bankalararasi-repo-ters-repo-pazari (Çevrimiçi) Erişim Tarihi: 27.10.2018
Brash, Don T. :	“Inflation Targeting in New Zealand: Experience and Practice”, Reserve Bank of NZ Bulletin, 1998, s:221-227.
Britannica:	“The Principles of Central Banking”, t.y, https://www.britannica.com/topic/bank/The-principles-of-central-banking adresinden Erişim tarihi: 05.10.2017.
Bullard, James, Joseph Neely, David Wheelock:	“Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2009, s: 413-417
Capie, Forrest:	“The Evolution Of Central Banking”, The World Bank Policy Research Working Paper, 1995, s: 9-25.
Castelnuovo, Efrem, Altimari, Sergio Nicoletti; Palenzuela, Diego Rodriguez:	“Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-term Inflation Expectations” ECB, 2003, s.10-13.
Çiçek, Macide:	“Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: Var (Vektör Otoregrasyonu) Yaklaşımıyla Bir Analiz 20(233)”, İktisat İşletme ve Finans, 2005, s: 82-105.

Derviş, Kemal, Serhan Asker, Yusuf Işık:	Krizden Çıkış ve Çağdaş Sosyal Demokrasi , İstanbul, Doğan Kitap, 2006
Durmuş, Hasan:	“ Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi: Örtük Enflasyon ve Açık Enflasyon Dönemleri Üzerine Bir Değerlendirme’’, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 2018 , s:12
Eğilmez, Mahfi:	http://www.mahfiegilmez.com/2017/04/merkez-bankas-rezervleri.html (Çevrimiçi) Erişim Tarihi: 30.05.2018.
Eğilmez, Mahfi:	http://www.mahfiegilmez.com/2017/06/sk-para-politikas-ve-turkiye.html (Çevrimiçi) Erişim Tarihi: 30.05.2018
Eğilmez, Mahfi:	Değişim Sürecinde Türkiye . İstanbul:, Remzi Kitabevi, 2018.
Erçel, Gazi:	“Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri’’, TCMB , 1996, s:1-4.
Erçel, Gazi:	“Finansal İstikrar ve Para Politikası’, Rotary International , İstanbul, 1998, s:3.
Erçel, Gazi:	"Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması", Ankara, TCMB , 2000
Eroğlu, Nadir:	Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi , İstanbul, Der Yayınları, 2014.

European Central Bank:	“What is a Central Bank? “ https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.en.html (Çevrimiçi), Erişim Tarihi: 07.05.2018
European Central Bank:	“What is Financial Stability? “ https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/financial_stability.en.html (Çevrimiçi) Erişim Tarihi: 28.05.2018
Federal Reserve:	“What are the Federal Reserve's objectives in conducting monetary policy?” (Çevrimiçi) https://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm Erişim Tarihi: 16.5.2018
Federal Reserve:	“Monetary Policy”, (Çevrimiçi) https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy Erişim Tarihi: 5.3.2018
Fischer, Stanley:	“Real Balances, the Exchange Rate, and Indexation:Real Variables in Disinflation”, Quarterly Journal of Economics 103(1), 1988, s: 110-128.
Fischer, Stanley:	“Modern Approaches to Central Banking”, NBER working paper 5064, 1., 1995 s:1.
Friedman, Milton:	Studies in the Quantity Theory of Money. University of Chicago Press, 1956.

Friedman, Milton:	“The Role Of Monetary Policy”. The American Economic Review , 1968.
Friedman, Milton:	The Counter-Revolution in Monetary Theory . London University Institute of Economic Affairs, 1970.
Friedman, Milton, Anna Schwartz:	A Monetary History of the United States, 1867-1960 . Princeton University Press, 2008.
Gambacorta, Leonardo, Boris Hofmann, Gert Peersman:	“The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis”, Journal of Money, Credit and Banking 46.4, 2014, s:615-642.
Gertler, Mark, Peter Karadi:	“A Model of Unconventional Monetary Policy” Journal of monetary Economics 58.1., 2011 s: 17-34.
Greenspan, Alan:	Remarks by Chairman Alan Greenspan (Çevrimiçi) https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm Erişim Tarihi: 14.05.2019
Gujarati, Damodar N.:	Basic Econometrics , Mc Graw Hill, 1995

Güler, Halil:	“Likidite Yönetimi Çerçevesinde Dolaşımdaki Para Hacminin Modellenmesi ve Likidite Tahmini” TCMB Uzmanlık Tezi , 2009, s: 7.
Hawtrey, Ralph George:	The Art of Central Banking , Routledge, 1932
Hein, Scott E., Jonathan D. Steward:	"Zorunlu Karşılık Uygulamasına Modern Bakış." Bankacılar Dergisi 44 , 2003, s:81-96.
Ireland, Peter N.:	“Monetary Transmission Mechanism” Monetary Economics , 2010, s:216-223.
Joshi, Pradnya, Binyamin Appelbaum:	A History of Fed Leaders. https://www.nytimes.com/interactive/2015/12/11/business/economy/fed-interest-rates-history.html (Çevrimiçi), Erişim Tarihi: 22.05.2018
Kara, Hakan:	“Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu”, TCMB Ekonomi Notları , 2015, s:2
Kara, Hakan, Musa, Orak:	“Enflasyon Hedeflemesi”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası , 2008, s:2-69
Kara, Hakan, Mahir, Binici, Pınar, Özlü:	“Monetary transmission with multiple policy rates: evidence from Turkey”, 2016, s:2-39 DOI: 10.1080/00036846.2018.1529400

Kara, Hakan, Koray Alper, Mehmet Yörükoğlu:	Rezerv Opsiyon Mekanizması, İktisat ve Toplum , 2012, s:10-19.
Kaufman, George, Kenneth Scott:	“What Is Systemic Risk, And Do Bank Regulators Retard or Contribute To It?” The Independent Review 7.3, 2003, s:371-391.
Kazgan, Haydar, Murat, Koraltürk, Murat, Öztürk:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası , 2000, s:1-291
Keyder, Nur:	Para : Teori, Politika, Uygulama , Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2002
Keynes, John Maynard:	General Theory of Employment, Interest and Money , MacMillan, 1936
Kishtainy, Niall:	A Little History of Economics , Yale University Press, 2017.
Klomp, Jeroen, Jakob de Haan:	“Central bank independence and financial Instability”. Journal of Financial Stability 5.4 , 2009; s: 321-338.
Kuroda, Haruhiko:	“The Battle Against Deflation: The Evolution of Monetary Policy and Japan’s Experience”, Bank of Japan , 2016, s:1-14.
Kuruç, Bilsay:	Mustafa Kemal Döneminde Ekonomi , Bilgi Yayınevi, 1987.

Kuznets, Simon:	“Economic growth and income inequality”, The American economic review , 1955, s:1-28.
Mishkin, Frederich:	“Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, Journal of Economic Perspectives , 1995, s:3-10
Mishkin, Frederich:	“What Should Central Banks Do?” , Federal Reserve Bank of St. Louis , 2000 1-14
Mishkin, Frederich:	The Economics of Money Banking and Financial Markets , Pearson, 2002
Mishkin, Frederich:	Para Politikası Stratejisi , Efil Yayınevi, 2014.
Mishkin, Frederich:	“International Experience with Different Monetary Policy Regimes” Journal of Monetary Economics , 43, 1999, s:579-605.
Moenjak, Thammarak:	Central Banking: Theory and Practice in Sustaining Monetary and Financial Stability , Wiley, 2014.
Morgan Stanley:	“The Tales From The Emerging World”, Morgan Stanley , 2013. s:1-4
Erlend Nier, Jing Yang, Tanju Yorulmazer, Amadeo Alentorn:	“Network models and Financial Stability”. Journal of Economic Dynamics & Control 31, 2007, s:2033–2060.

Nurkse, Ragnar:	Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries , Anthem Press. 1953, doi:10.7135/UPO9781843318187.010
Önder, Timur:	“Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezi , 2005, s:70.
Özatay, Fatih:	Parasal İktisat: Kuram ve Politika , Ankara: Efil Yayınevi, 2011.
Özatay, Fatih:	“Para Politikasında Yeni Arayışlar”, İktisat, İşletme ve Finans 27(315) , 2012, s: 51-75.
Özince, Ersin:	“Finansal İstikrar, Basel II ve Bankalar Açısından Etkileri”, Bankacılar Dergisi : 53 , 2015, s:18-22.
Pamuk, Şevket:	A Monetary History of the Ottoman Empire , Cambridge, UK: Cambridge University Press.,2000
Parasız, İlker:	Merkez Bankacılığı ve Para Politikası , Bursa, Ezgi Kitapevi, 2011.
Parasız, İlker:	Para Teorisi ve Politikası , Bursa, Ezgi Kitabevi, 2012

Paya, Merih	Para Teorisi ve Para Politikası , İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2013.
Posen, Adam:	Negative Interest Rates are Not the Drama They Seem, (Çevrimiçi), https://on.ft.com/2btah5n Erişim Tarihi: 23.06.2018
Quinn, Stephen, William Roberds:	“An Economic Explanation of the Early Bank of Amsterdam, Debasement, Bills of Exchange, and the Emergence of the First Central Bank”, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper No. 2006-13 , s:2
Sveriges Riksbank:	“About the Riksbank” (Çevrimiçi), Erişim Tarihi: 22.5.2018 https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/
Scarano, Giovanni:	“Quantity Theory, Say’s Law and Effective Demand In Money Theories”, Department of Economics-Roma Tre University Working Papers , 2013, s:2-5
Schinasi, Gary J.:	“Defining Financial Stability”, International Monetary Fund Working Paper WP/04/187/ , 2004, s:3.
Schinasi, Gary J.:	“Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice”, International Monetary Fund Working Paper , 2005, s:5.

Siepmann Harry:	“The International Financial Conference at Brussels” The Economic Journal , 30(120) , 1920, s:436-459. doi:10.2307/2222869
Serel, Alpaslan, İsmail Cem Özkurt:	“Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi , 2014, s: 22.
Sevüktekin, Mustafa, Çınar, Mehmet:	Ekonometrik Zaman Serileri Analizi (E-Views Uygulamalı) , Bursa: Dora Yayıncılık, 2017
Smaghi, Lorenzo Bini:	“Conventional and Unconventional Monetary Policy”, Geneva: Center for Monetary and Banking Studies , 2009 s:3-4 (Çevrimiçi) https://www.bis.org/review/r090429e.pdf Erişim Tarihi: 20.01.2018
Solow, Robert:	“A Contribution to the Theory of Economic Growth”, The Quarterly Journal of Economics 70(1) , 1956, s: 65-94. (Çevrimiçi) http://www.jstor.org/stable/1884513 Erişim Tarihi: 17.03.2018
Stein, Jeremy:	“Monetary Policy as Financial Stability Regulation”, The Quarterly Journal of Economics 127.1 , 2011, s: 1-5. DOI: 10.3386/w16883
Svensson, Lars:	“Open-Economy Inflation Targeting”, Journal of International Economics , 2000, s:155-183.

Taylor, John B.:	“Discretion Versus Policy Rules in Practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy , 1993, s. 195-214.
Torun, Nazlı:	“Birim Kök Testlerinin Performanslarının Karşılaştırılması”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans tezi), İstanbul Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü 2015, s:59
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	“Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası” , 2011a, s:18 (Çevrimiçi) https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect Erişim Tarihi: 23.05.2018
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	“Merkez Bankası Bağımsızlığı”, 2012 (Çevrimiçi) https://bit.ly/2OCJs2d Erişim Tarihi: 10.10.2018
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	“Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim Politikalarının Gelişimi” (Çevrimiçi), 2011b, s.15 https://bit.ly/2IzXJbR Erişim Tarihi: 01.03.2018
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	“Genel Bakış”, (Çevrimiçi), t.y.b http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Genel+Bakis Erişim Tarihi: 12.12.2018

Türkiye Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, TCMB , 2000, s:1-30, (Çevrimiçi), https://bit.ly/2oX5py1 Erişim Tarihi: 04.04.2018
Türkiye Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Para Politikası Çıkış Stratejisi”, TCMB , Ankara, 2010, s:5.(Çevrimiçi) https://bit.ly/2Vo8uDg Erişim Tarihi: 04.04.2018
Türkiye Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Para Politikası Kurulu”, t.y.g, Erişim Tarihi: 11.10.2018 (Çevrimiçi) https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Kurumsal+Yapi/Yonetim/Para+Politikasi+Kurulu
Türkiye Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Ekonomik Bülten Sayı:26”, Ankara,(Çevrimiçi), 2012, s:2-3. https://bit.ly/2MjsCmc Erişim Tarihi:10.10.2018
Türkiye Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Para ve Kur Politikası”, 2013a Ankara; TCMB. (Çevrimiçi) https://bit.ly/2LUzlUz Erişim Tarihi: 06.04.2018
Türkiye Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Finansal İstikrar- Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, TCMB, Ankara, 2013b (Çevrimiçi) https://bit.ly/2MlqBpq Erişim Tarihi: 01.02.2019
Türkiye Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Parasal Aktarım Mekanizması”, Ankara, TCMB 2013c, s:1-2

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	“Faaliyet Raporu” Ankara, 2017a, (Çevrimiçi), http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/tr/ Erişim Tarihi: 10.03.2019
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	Ekonomik Bülten, TCMB Bülteni Sayı:45, (Çevrimiçi) , 2017b s:2-4 https://bit.ly/2VmNLjv Erişim Tarihi: 16.06.2016
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	TCMB. Temel Faaliyetler, (Çevrimiçi) t.y. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Banknot+Basimi/Emisyon+Politikasi Erişim Tarihi: 7.5.2018
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	Merkez Bankası Tarihçesi, (Çevrimiçi), t.y.a http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Tarihce Erişim Tarihi: 7.5.2018
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	TCMB Ödeme Sistemleri, (Çevrimiçi) t.y.d http://eftemkt.tcmb.gov.tr/odemeSistemleri_TR.htm#4 Erişim Tarihi: 7.5.2018
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası:	Merkez Bankası Tarafından Sunulan Hazır İmkânlar, (Çevrimiçi) t.y.f http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Piyasalar/Hazir+imkanlar/

			Erişim Tarihi:11.3.2019
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“TCMB Likidite Kredisi Desteği Duyurusu” 2018a (Çevrimiçi) Erişim Tarihi: 07.05.2018 https://bit.ly/35kL0U6
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi ve Görevleri, (Çevrimiçi), 2018, https://bit.ly/2VsPhAE , Erişim Tarihi: 24.09.2018
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi t.y.f (Çevrimiçi) Erişim Tarihi: 10.12.2018 http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	Merkez Bankası Görev ve Sorumlulukları t.y.a (Çevrimiçi) Erişim Tarihi: 10.12.2018 http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Genel+Bakis
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	Merkez Bankası Tanıtıcı Broşur, 2014, s:10. (Çevrimiçi) https://bit.ly/2Vr0RMl Erişim Tarihi: 08.07.2018
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Merkez Bankası Bağımsızlığı”, TCMB Broşur, 2012 (Çevrimiçi), https://bit.ly/2LTQqOi

			Erişim Tarihi: 21.07.2018
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu”, 1970 (Çevrimiçi) www.mevzuat.gov.tr > MevzuatMetin > 1.5.1211.doc Erişim Tarihi: 02.02.2018
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Merkez Bankası Emisyon Politikası”, t.y.c http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Banknot+Basimi/Emisyon+Politikasi (Çevrimiçi) , Erişim Tarihi: 10.04.2019
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Elektronik Fon Transferi, Elektronik Menkul Kıymet Transfer Sistemi” (Çevrimiçi), t.y.e https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Odeme+Sistemleri/Turkiyedeki+Odeme+Sistemleri/Elektronik+Fon+Transfer+%28EFT%29+Sistemi Erişim Tarihi: 12.12.2018
Türkiye Cumhuriyet Bankası:	Cumhuriyet	Merkez	“Merkez Bankası Faiz Oranları”, t.y.h (Çevrimiçi), https://bit.ly/2MjsCmc Erişim Tarihi: 10.04.2019
Uygur, Ercan:			“Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, Türkiye Ekonomi Kurumu 2001/1. s:22
Vural, Umut:			“Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara, 2013, s:20

Walsh, Carl E.:	“Central Bank Independence” Monetary Economics, 2010, s:21-26. https://doi.org/10.1111/j.1759-3441.2011.00106.x Erişim Tarihi: 6.4.2018
White, William R.:	“Fiyat İstikrarı Yeterli midir?” Bankacılar Dergisi (59), 2006, s:117.
Woodward, Bob:	Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom, Simon and Schuster, 2001.
Yalta, Yasemin:	“Para Teorisi ve Politikası”, (Çevrimiçi), 2011 https://docplayer.biz.tr/60519334-Para-teorisi-ve-politikasi.html Erişim Tarihi: 11.03.2019
Yeldan, Erinç:	Küreselleşme Sürecinde Türkiye, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001
Yılmaz, Durmuş:	Bakanlar Kurulu Sunumu, 2004 (Çevrimiçi) https://bit.ly/2Mqpl4i Erişim Tarihi: 17.2.2019