Ünite 5.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI VE PARA POLİTİKALARI

Funda Kara[1]

Kaynağı finansal sistemin yarattığı sorunlu kredilere dayanan 2008 Küresel Finans Krizi dünyada başta üretim, istihdam ve dış ticaret gibi temel makroekonomik göstergeleri olumsuz etkilemiştir. Kriz sonrası sistemik riski azaltma ve finansal istikrarı sağlama, tartışılan gündem konuları haline gelmiştir. İstikrarlı bir fiyat düzeyinin tek başına finansal istikrarı sağlama konusunda yeterli olmadığı anlaşılmış, finansal istikrara ilişkin rolleri sorgulanmaya başlanan merkez bankalarının politika uygulamalarında değişiklikler yaşanmıştır. Makro ihtiyati politikalar da bu noktada ön plana çıkarak, finansal kuruluşların düzenleme ve gözetimine katkı sağlamıştır.

Belirtilen hususlara paralel olarak, bu bölümde öncelikle genel bir çerçevede para politikası ele alınarak tanımı, amaçları, türleri ve teorik yaklaşımlara göre para politikası konularına yer verilecektir. Bu kapsamda, para politikasının ekonomiyi etkileme kanallarından ve araçlarından bahsedilecektir. Daha sonra para politikasının uygulanmasından sorumlu kuruluş olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ve 2008 Krizi sonrası değişen rolüne değinilecek, bu süreçte dünyada ve Türkiye'de uygulanan makro ihtiyati politikalar üzerinde durulacaktır. Son olarak da konuya ilişkin genel bir değerlendirme yapılacaktır.

5.1. Para Politikasının Genel Çerçevesi

5.1.1. Para Politikasının Tanımı, Amaçları ve Türleri

Para politikası; bir merkez bankasının para arzını kontrol etmek ve talebi yönetebilmek üzere uyguladığı iktisat politikası araçlarından biridir (Bishop, 2013: 280). Açık piyasa işlemleri ve yasal karşılık oranları gibi araçlar ile piyasanın nakit ihtiyacının ayarlanması amacıyla kullanılan para politikasının işlevi, merkez bankasının para politikası araçları ile piyasaya nakit sürmesi veya geri çekmesi ile sınırlıdır. Ekonominin likidite düzeyini ayarlamaya çalışan merkez bankaları, bankacılık ve finansal sektörlerdeki gelişmeler karşısında sadece doğrudan para politikası araçlarına değil, dolaylı araçlara da başvurmaktadırlar (Orhan ve Erdoğan, 2013: 60).

Para politikası ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararlardır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu TCMB Kanunu ile hükme bağlanmıştır (TCMB, Erişim: 05.03.2018).

Temelde merkez bankaları para politikası ile çeşitli araçları kullanarak para arzını etkilemeye çalışır. Bu yolla rezerv parayı ve bankaların kullanabilecekleri kaynakları artırabilirler. Artan banka kaynakları da krediye, kredi mevduata dönüşür, geniş para arzları artar. Para politikasının evrimi içerisinde en önemli dönüm noktası fiyat istikrarına yönelik olarak para politikasının kullanılmasıdır. Çünkü fiyat istikrarını gözetmeyen bir para politikası maliye politikasının çekim alanına girmekte ve yüksek enflasyon yaratmaktadır. Yaşanan deneyimler de para arzını hedefleyen para politikasının da istenen fiyat istikrarını sağlamada yetersiz olabileceğini göstermiştir (Eğilmez ve Kumcu: 2004: 172-174).

1Öğr.Gör.Dr., İstinye Üniversitesi Meslek Yüksekokulu, Finans Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, fkara@istinye.edu.tr

[*] Bu çalışma Yazarın, Prof. Dr. Nadir Eroğlu danışmanlığında hazırlanan Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde 22.11.2017 tarihinde onaylanan "Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarının Kriz Performans Göstergelerine Olan Etkisi: Türkiye Analizi" başlıklı doktora tezinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Başlıca para politikası türleri genişletici ve daraltıcı para politikasıdır. Merkez bankasının araçları vasıtasıyla piyasaya müdahale etmesinin genişletici ve daraltıcı etkilerinin olması kaçınılmazdır. Örneğin merkez bankasının açık piyasa işlemleriyle tahvil satın alma gibi bir yolla nominal para arzını ve böylelikle sabit fiyat düzeyi üzerinden reel para arzını yükselterek genişletici para politikası uygulaması; faiz oranının düşmesine, hasılanın yükselmesine yol açacaktır. Merkez bankasının aksine nominal para arzını düşürdüğü, böylece sabit fiyat düzeyi üzerinden reel para arzının düşürmesi sonucunda da uygulamış olduğu daraltıcı para politikası, faiz oranı yükselterek hasıla düzeyini düşürecektir (Ünsal, 2011, 238-239).

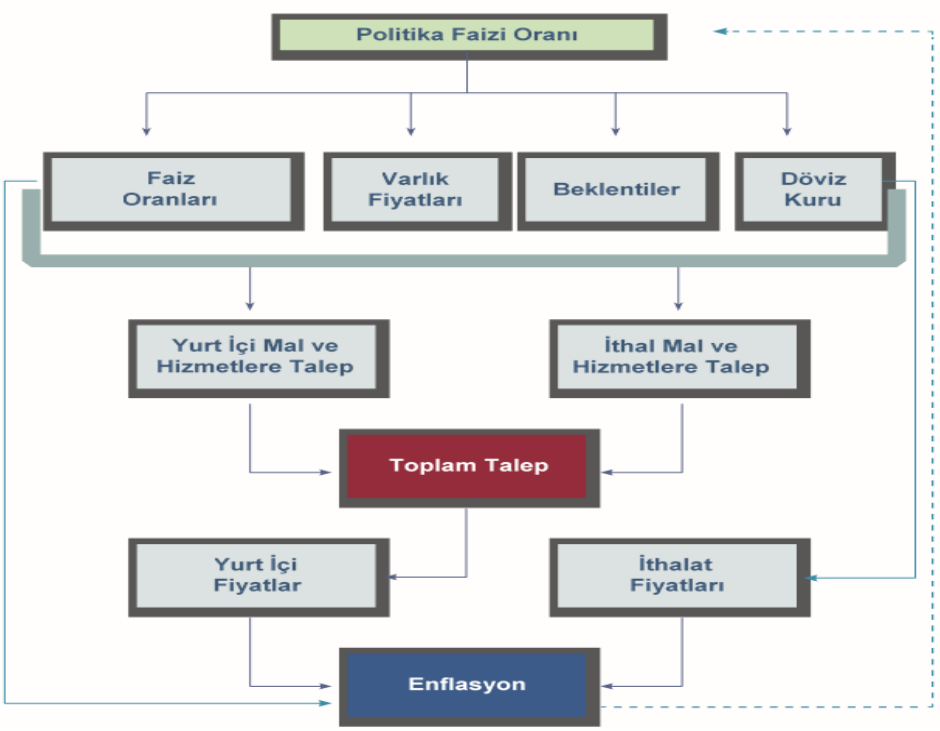
5.1.2. Para Politikasının Ekonomiyi Etkileme Kanalları

Para politikasının ekonomide yarattığı reel etkiler, iktisat biliminde tartışılan önemli bir konudur. Bu konuya ilişkin kısa dönemdeki etkisi için ortak bir noktaya varılmasa da uzun dönem için para politikalarının yansızlığı genelde kabul edilmektedir. Literatürde para politikası şoklarının asimetrik etkiler göstermesi olarak ifade edilen durum olan parasal şokların etkileri, şiddeti ile şokların özelliklerine göre de farklılık göstermektedir (Ergeç, 2009: 67). Parasal aktarım mekanizması, para politikasına yönelik uygulamaların ekonomideki temel göstergeleri nasıl ve ne yönde etkilediğini göstermektedir.

Başlıca parasal aktarım kanalları; faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı ve döviz kuru kanalı olarak ifade edilebilir. Bu aktarım kanallarının hepsi birbiriyle bağlantılı olup, her biri ayrı ayrı aşamalara sahiptir (Peersman, 2001: 6). Buna göre, parasal aktarım mekanizmasının analitik olarak işleyiş yapısı üç aşama ile incelenebilir: (Cengiz, 2009: 228).

1. İlk aşamada para politikasında meydana gelen değişmeler; faizlere, döviz kuruna, varlık fiyatlarına, likiditeye ve kredi koşullarına yansımakta, finansman maliyeti değişmektedir.
2. İkinci aşamada bu değişme, hane halkı ve firmaların harcamalarına yansımaktadır.
3. Son aşamada harcamalardaki bu değişmeler fiyat ve üretimi etkilemektedir.

Şekil 1: Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: TCMB, 2013: 3.

Türkiye'de yaşanan kronik enflasyon sorunu, parasal aktarım kanallarının etkin bir şekilde işlemesini engelleyen önemli bir unsurdur. Son yaşanan küresel finans krizinin ortaya çıkışında ve kriz yönetiminin doğru yapılmasında parasal aktarım kanalları politika yapıcılarına katkı sağlamıştır. Bu kanallar üzerinden kriz her ülkede farklı önceliğe göre yayılmış ve kanalların hepsi bu süreçte etkisini göstermiştir (Eroğlu ve Eroğlu, 2012: 8554).

Parasal aktarım mekanizmasının düzgün çalışması, para politikalarının temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamada son derece önemlidir. Faiz kararlarının ekonomik aktiviteyi ve enflasyonu etkileme süresi, her ülkede farklı olabilmektedir. Gelişmiş ülkelerde etkileme süresi yirmi dört aya kadar uzayabilirken, gelişmekte olan ülkelerde daha kısadır. Yakın geçmişte enflasyonist eğilimlerin olduğu ülkelerde politika kararlarının beklentileri nasıl etkileyeceğini bilmek kolay değildir. Beklenti kanalı diğer kanallara göre daha hızlı çalışırken, finansal piyasaların yeterince gelişmediği ve yüksek kamu borcu olan ülkelerde, faiz kanalı etkin çalışamamaktadır. Faiz kanalının etkin çalıştığı ülkelerde merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını artırması sonucunda; ekonomik aktivite yavaşlamakta, toplam talep azalmakta ve enflasyon düşmektedir. Kısa vadeli faiz oranlarını düşürmesi ise tam tersi bir etki doğuracaktır (TCMB, 2007: 2-3).

Para politikasının ekonomik aktivite üzerindeki etkilerini analiz etmeye yönelik, faiz kanalına dayalı temel varsayımlar şöyle sıralanabilir: (Hubbard, 1995: 64).

- Merkez bankası parasal tabanı kontrol edebilmelidir.
- Merkez bankası nominal ve reel faiz oranlarını etkileyebilmelidir.
- Kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikler, hane halkı ve işletmelerin yatırımlarını belirleyen uzun vadeli oranlarını etkileyebilmelidir.
- Son olarak, faize duyarlı harcamalar ile çıktı arasında para politikasındaki değişimlere karşı benzer şekilde tepki verilmelidir.

Geleneksel faiz kanalının işleyişinde merkez bankası para arzını değiştirmekte, buna bağlı olarak faiz oranları değişmekte ve sonuçta da toplam talepte değişim olmaktadır. Faiz

kanalının özünde, sorunsuz ve düzgün işleyen bir sermaye piyasası varsayımı vardır. Sermaye piyasası ile ilgili olarak, para dışındaki tüm aktiflerin birbirlerini tam ikame edebildikleri varsayımı da dikkat çekmektedir (Bernanke, 1993: 55). Parasal aktarım mekanizmasının faiz kanalı aracılığıyla nasıl bir işleyişinin olduğuna yönelik çalışmalar daha çok, faiz oranlarının dolaylı olarak reel ekonomiyi etkilediğini varsayan Keynesyen yaklaşımda mevcuttur.

Parasal aktarım kanallarından biri olan kredi kanalı ise, banka kredisi kanalı ve bilanço kanalı olarak iki temel kanaldan işlemektedir. Bilanço kanalı, bankalardan kredi almış olan firmaların uygulanan para politikası ile bilançolarının değişmesi neticesinde kredi alma yeteneklerinin de değişmesi üzerinden işlemektedir. Genişletici ya da daraltıcı bir para politikası sonucunda, bankacılık sisteminin firmalara toplam kredi verme durumunun değişmesi yoluyla da banka kredisi kanalı işlemektedir. Zamanla etkisini gösteren kredi kanalının etkin çalışabilmesi için üç varsayımdan bahsetmek mümkündür: (İnan, 2011: 4-8)

- Firma finansmanı açısından, banka kredisi ve finansman bonolarının tam ikame mallar olmaması gerekir.
- Parasal şokları tamamen yansız olmaktan koruyacak, çok fazla uyumlu olmayan bir fiyat ayarlaması olmalıdır.
- Bankaların kredi arzı, para otoritelerinin uygulamış olduğu politikalardan etkilenmelidir.

Türkiye'de kredi kanalının işlemesi için genel olarak uygun bir yapı olduğu söylenebilir. 2001 Krizi sonrasında gerçekleştirilen yapısal reformlar, sistemin yapılanması ve gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz politikasının yükselen piyasa ekonomilerinde yarattığı likidite artışının etkisi bankaların finansal aracılık faaliyetlerine geri dönmelerini sağlamıştır. Bankaların kullandırdıkları kredi miktarı da zamanla toplam talebi ve enflasyonu etkilemeye başlamıştır. Geçmişte uygulanan para ikamesi, sabit kur rejimine dayalı döviz kuru hareketlerinin yarattığı istikrarsızlık ortamının ardından, Türkiye'de döviz kuru kanalının işleyiş ise şekli değişmiştir. 2001 Krizi sonrası düşük enflasyon hedefine dayalı dalgalı kur rejimine geçişle beraber yeniden istikrarlı bir güven ortamı sağlanmaya çalışılmış, döviz kuru kanalının önemi daha çok artmıştır (TCMB, 2013: 11).

Dışa açık ekonomilerde para politikasındaki değişiklikler, kur kanalı aracılığıyla üretim, hasıla ve fiyatlar genel düzeyini etkiler. Daraltıcı bir para politikası uygulaması ile beraber kur kanalı, öncelikle ekonomide faiz oranlarının artışı ve ulusal paranın değer kazanması ile işlemeye başlar. İhracat azalışı ve ithalat artışı ile dış ticareti etkiler. Ardından toplam talep daralır ve hasıla düzeyi düşer. Dolayısıyla döviz kurlarında yaşanan değişiklikler, reel ve nominal olarak çeşitli sonuçlar ortaya çıkaracaktır. Erdoğan ve Yıldırım (2008), Türkiye'de 1995-2006 döneminde döviz kuru kanalının işleyişine ilişkin olarak yaptıkları çalışma neticesinde, Türkiye'de döviz kuru kanalının işlediği sonucuna ulaşmışlardır (Erdoğan ve Yıldırım, 2008: 96).

Bir ülkede döviz kurlarındaki oynaklıklar, başta bankaların dış borç pozisyonlarındaki değişimler ve kredi büyümesi olmak üzere ekonomiyi etkiler. Özellikle 2008 Küresel Kriz sonrası tüm dünyada para politikası uygulamalarında ve araçların kullanımında, döviz kuru oynaklıklarının önemi son derece artmıştır (Turhan ve Gümüş, 2014: 18). Bununla birlikte kriz sonrası parasal aktarım mekanizmasında kredi ve kur kanalının makro değişkenler üzerindeki etkisinin de önemli ölçüde arttığı görülmüştür.

5.1.3. Para Politikası Araçları

Para politikası araçları temelde dolaylı ve dolaysız (doğrudan) araçlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Dolaysız araçlar, piyasaya doğrudan müdahale kapsamında yasal düzenlemelerle fiyat veya miktara sınırlamaya yönelik iken, dolaylı para politikası araçları piyasadaki arz ve talep koşullarını dolaylı yoldan etkilemektedir (Gray ve Hoggarth, 1996).

Para politikası uygulamalarının başarısı için evvela gerçekçi bir hedef ortaya koymak gerekir. Bu doğrultuda Optimal Para Politikası beş aşamalı bir süreci içermektedir: (Paya, 2013: 176).

- Önce para politikasının nihai hedefi belirlenir.
- Daha sonra, belirlenen nihai hedefi yönlendirecek ara (bitişik) hedef belirlenir.
- Üçüncü aşamada, ara hedefi yönlendirecek operasyonel hedef belirlenir.
- Ara hedef ve operasyonel hedeflerin yönlendirilmesi ile oluşan para politikasının nihai hedef üzerindeki etkilerini görmek zaman alacaktır. Öyle ki uygulanan para politikasının nihai hedefi şaşırması bile söz konusu olabilir.
- Son aşamada para politikasının seçilen araçları operasyonel hedefi yönlendirmektedir.

Para politikası araçlarının nihai hedeflere ulaşılabilmek için kullanılması para politikasının temelidir. Para politikası araçları ile nihai hedefler arasındaki etkileşime yönelik bu ilişki "yansıma mekanizması" olarak ifade edilmektedir. Para politikasındaki değişim, politika araçlarındaki değişme ile başlar, ekonominin bu değişmelere tam anlamıyla alışmasıyla sona erer (Aktan ve diğerleri, 1998).

5.1.3.1. Para Politikası Dolaysız Araçları

Para politikasının hedefine ulaşmak için kullandığı dolaysız (doğrudan) araçları; kredi tavanı, faiz denetimi ve diğer araçlar olarak ele almak mümkündür. Bu araçlar kısaca şöyle özetlenebilir: (Eğilmez, 2012).

Kredi tavanı: Bankaların açabilecekleri krediler üzerine konulan miktar limitine kredi tavanı denilmektedir. Bu aracın uygulanması iki kademe şeklinde etki yaratılabilir. Doğrudan etkiyle, kredi genişlemesinin yarattığı talep fazlası bir ölçüde giderilir ve ortaya çıkan enflasyonist baskı azaltılabilir. Dolaylı olarak da kredi imkânı daraldığında faizler yükselir ve kredi talebi az da olsa düşebilir.

Faiz denetimi: Bankaların mevduat ve kredi için uyguladığı faiz oranlarına, merkez bankası çeşitli sınırlamalar getirebilir. Böylelikle faiz oranları üzerindeki denetim yetkisini kullanmış olur.

Diğer dolaysız para politikası araçları: Bankaların konumuna göre getirecekleri senetlere merkez bankası, farklı reeskont faiz oranları uygulayabilir. Tüketici kredilerine uygulanan denetim gibi konularda para arzının kontrolüne ilişkin çeşitli araçları kullanabilir. Dolaysız para politikası araçlarının günümüzde kullanımı çok azalmış, neredeyse ortadan kalkmış durumdadır.

5.1.3.2. Para Politikası Dolaylı Araçları

Araç bağımsızlığı doğrultusunda, merkez bankası bilançosunu veya faizlerini endirekt yolla etkilemeyi hedefleyen dolaylı para politikası araçları piyasa bazlı araçlar olarak ifade edilmektedir (Gray ve Hoggarth, 1996).

Para politikasının başlıca dolaylı ya da genel araçları; açık piyasa işlemleri, reeskont politikası ve karşılık oranlarındaki değişmeler olarak ifade edilebilir. Açık piyasa işlemleri (APİ), para arzının yani ekonomideki likiditenin dengelenmesi amacıyla merkez bankasının hazine bono ve tahvilleriyle özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri alıp satma işlemleridir. Bu

alım ve satımlar, kesin alım veya satım ile geri alım veya satım vaadiyle (repo ve ters repo) yapılan alım ve satımlar, Türk lirası depo alınması ve verilmesi şeklinde olabilmektedir. Dolaşımdaki rezerv paranın değişmesi toplam para stokunu da değiştirecektir. Hem defansif (savunmaya yönelik), hem de otansif (hücuma yönelik) amaçlarla yapılabilen açık piyasa işlemlerinin ilk etkisi, sermaye piyasasının yoğun olduğu bölgelerde gerçekleşir. Bu nedenle, etkisinin yayılması zaman almaktadır (Parasız, 1986: 7-8).

Sadece para politikası amaçlarına yönelik yürütülen açık piyasa işlemlerinin; hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi sağlamak için yapılamayacağı hükmü ile merkez bankasının politik bağımsızlığı artırılmıştır (TCMB, Erişim: 26.08.2016).

Amerikan Merkez Bankası (FED) tarafından yapılan açık piyasa işlemleri, önceden ihraç edilen menkul kıymetlerin işlem gördüğü ikincil piyasadaki devlet menkul kıymetlerinin alış ve satışını içermektedir. FED'in açık piyasa işlemlerine ilişkin yaklaşımı, menkul kıymet sisteminin portföyündeki değişiklikler yoluyla rezervlerini artırmak veya azaltmak şeklindedir. Önemli rezerv sıkıntısının veya fazlalığının nispeten uzun bir süre devam etmesi beklendiği durumlarda, Federal Rezerv Sistemi'nin portföy büyüklüğünü ve rezerv arzını kalıcı olarak etkileyen doğrudan satın alma veya menkul kıymet satışı yapabilir (Akhtar, 1997: 35).

Para politikasının diğer araçlarına göre daha çok tercih edilen APİ'nin avantajları şöyle sıralanabilir: (Mishkin, 2004: 400).

- Tüm kontrolün tamamen merkez bankasına ait olması,
- Oldukça esnek yapıda bir araç olması,
- Duruma göre kolay bir şekilde tersine çevrilebilmesi,
- Uygulanması kolay bir araç olması

Açık piyasa işlemlerinin başlıca çeşitleri arasında, *repo-ters repo, doğrudan alım-satım, likidite senedi ihracı* yer almaktadır. Finansal piyasalarda sıklıkla kullanılan işlemlerden biri olan *Repo* [menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satımı]; "menkul kıymetin işlemin diğer tarafına satılması ile eş zamanlı olarak; önceden belirlenmiş bir tarih ve fiyat üzerinden geri alınmasını sağlayan bir geri alım antlaşmasıdır." İlk gelişmiş repo piyasası ABD Merkez Bankası (FED) tarafından açık piyasa işlemlerinin uygulanabilmesi amacıyla faaliyete geçirilmiştir. *Ters repo* [menkul kıymetlerin geri satma taahhüdü ile alımı] ise "müşteri temsilcisi önce menkul kıymeti almakta ve eş zamanlı olarak önceden belirlenmiş bir tarih ve fiyat üzerinden geri satmaktadır" (Coşkun, 2012: 60-62).

Doğrudan alım işlemleri, "merkez bankası tarafından tedavülde bulunan kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden işlem valöründe açık piyasa işlemi yapmaya yetkili kuruluşlardan satın alınması işlemidir". Piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı yaşandığında daha çok başvurulmaktadır. *Doğrudan satım işlemleri*, "merkez bankası tarafından açık piyasa işlemleri portföyündeki mevcut kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden, işlem valöründe açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara satılması işlemidir." Piyasada kalıcı likidite fazlası olduğunda daha çok başvurulmaktadır. Piyasada var olan fazla likiditenin çekilmesi amacıyla kullanılan bir araç olan *likidite senedi ihracı*, para politikasının etkinliğini artırmak için kullanılabilir. İkincil piyasada da alınıp satılabilen likidite senetlerini, merkez bankası gerekirse erken itfa da edebilir (TCMB, Erişim: 26.08.2016).

Bankalar tarafından iskonto edilmiş bir senedin, merkez bankasınca iskonto edilmesine reeskont adı verilmektedir. Ellerindeki ticari senetleri vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdıran bankalar bu yolla rezervlerini arttırmaktadır. Nihai likidite kaynağı olarak merkez bankası da bankaların kaydi para yaratma olanaklarını reeskont oranlarında değişimler yaparak etkileyebilmektedir (Parasız, 1986: 9).

Kredi arzındaki istenmedik değişimleri kontrol etmek için kullanılan zorunlu karşılıklar ise vadeye ve mevduat cinsine göre değişiklik gösterebilmektedir. Türkiye'de artan sermaye girişi ile büyüyen kredi arzı, zorunlu karşılık oranlarının artırılması yoluyla sınırlanabilmektedir. Tam tersi durumda da kredi arzındaki ani düşüşleri engellemek için zorunlu karşılık oranları azaltılabilmektedir (Ersoy ve Işıl, 2016: 361). Aynı zamanda para arzının önemli bir kontrol aracı olan karşılık oranını, merkez bankası artırıp azaltmak suretiyle, bankaların açabileceği kredi miktarını dengelemektedir. Böylece kredi hacmindeki aşırı büyümenin ekonomide yaratacağı olumsuzluklar bertaraf edilmeye çalışılmaktadır.

TCMB'nin iki ara hedefinden biri olan *kredi genişlemesi* de zorunlu karşılıkların değiştirilmesi yoluyla düzenlenir. Mevduatların vadeleri uzatılarak likidite riski azaltılmak istendiği zaman; kısa, orta ve uzun vade mevduatlara uygulanacak zorunlu karşılık oranları kısa vadede yüksek, orta ve uzun vadede daha düşük tutulmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 6-8).

Geleneksel olmayan araçlardan biri olan s*özlü yönlendirme*, merkez bankalarının iktisadi karar birimlerinin beklentilerini yönetmek için ekonomik koşullarda ya da göstergelerde gelecekte oluşabilecek değişikliklere karşı duruşuna dair bilgiyi kamuoyuyla paylaşmasıdır. Daha çok enflasyon, işsizlik veya büyüme oranında hangi eşik değere bağlı olacağının paylaşılması şeklinde olur. Buna örnek olarak, Aralık 2012'de FED'in; işsizlik oranını % 6,5'e düşünceye kadar enflasyonu da 1-2 yıl içinde % 2,5 düzeyinin üstüne çıkıncaya kadar politika faizinin sıfıra yakın olan seviyesinin korunacağına ilişkin açıklaması verilebilir (Bernanke, 2013).

Merkez bankalarının para politikası araç ve uygulama konusundaki bağımsızlığı, tüm dünyada genel kabul gören önemli bir kuraldır. TCMB'nin de bu kuraldan ödün vermemesi son derece önemlidir. TCMB 2008 Küresel Kriz sürecinde uyguladığı para politikaları ile gayet başarılı bulunmuş, ünlü ABD'li iktisatçı Stiglitz'in söylediği gibi; "Nobel Ekonomi Ödülü"ne aday olabileceği yeni para politikası araçlarını literatüre kazandırmıştır" (Bizim Menkul Değerler A.Ş., 2015).

5.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ve Ekonomideki Yeri

5.2.1. Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı

Finansallaşma küreselleşme bu sürece dahil olan tüm ülkelerde, farklı şekillerde görülmüştür. Foster ise ekonomide finansallaşmayı aşağıdaki gibi beş göstergede toplamıştır. Bu göstergeler, ekonomide finansal sistemin payının arttığına ve finansal küreselleşmenin daha çok önem kazandığına işaret etmektedir: (Kozanoğlu ve Aytürk, 2015: 306).

- Toplam kârlar içerisinde finansal kârların oranındaki artış,
- GSYİH'ın oranı olarak borçluluk düzeyinde yükselme,

- FIRE diye adlandırılan finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin milli gelir içerisindeki payında artış,
- Şeffaf olmayan finansal enstrümanların sayısında artış,
- Finansal balonların artan rolü

Ekonomide küreselleşme finansal alanda daha yoğun şekilde gerçekleşmektedir. Özellikle bilgi ve iletişim teknolojisindeki yeniliklerle beraber küreselleşmenin en hızlı yaşandığı alan olmuştur. Bir ülkenin finansal piyasasında yaşanan istikrarsızlıklar, küreselleşmenin bir sonucu olarak kısa sürede küresel düzeyde krizlere yol açabilmektedir. Bunun bir örneği olan 2008 krizi, istikrarlı fiyat düzeyinin tek başına finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Dolayısıyla merkez bankalarının fiyat istikrarının yanında finansal istikrar hedefini de gözetmesiyle beraber, kriz sonrası değişen rolleri tartışılmaya başlanmıştır (Doğan ve Tunalı, 2011: 52-54). Merkez bankalarının küreselleşme sürecinde, başta fiyat istikrarını sağlamak olmak üzere izlediği politikaların başarılı sonuçlar vermesinde bağımsız bir yapıya kavuşmaları, bağımsızlık dereceleri önem taşımaktadır. Küreselleşmeyle beraber önemi giderek daha çok artan merkez bankası bağımsızlığının, artık para ve maliye politikaları ile uyum içinde çalışması gerektiği bir gerçektir.

Günümüzde bağımsızlığın devamlılığına yönelik olarak, merkez bankalarına verilen yasal hedef fiyat istikrarıdır. Yine bağımsızlığa ilişkin olarak operasyonel bağımsızlık kavramı da para politikasının ne şekilde yürütüleceği ile ilişkilidir. Bu doğrultuda, merkez bankasının operasyonel açıdan bağımsız olup olmadığını anlamanın bazı yolları vardır: (Oktar ve diğerleri, 2013: 73).

- Operasyonel yönetimin anlamını belirleyen tek otorite olan merkez bankası, para politikası stratejisini, para politikasının amaçlarını ve araçlarını belirlemektedir.
- Merkez bankası döviz kuru politikası alanında aldığı kararları hükümet organlarıyla paylaşır.
- Merkez bankası finansal sistemin istikrarını sağlamak için yasal sorumluluğa sahiptir.

Finansal küreselleşmenin getirdiği dışa açılmanın, piyasalarda finansal kırılganlığa yol açmaması için bazı makroekonomik politikaların uygulanması gerekmektedir. Bunlar; finansal reformların gerçekleştirilmesi, kamu açıklarının uygun düzeyde tutulması, fiyat istikrarı için enflasyonu baskı altına alacak bir para politikasının uygulanması, başarılı bir para politikası için merkez bankasının bağımsızlığının sağlanması ve dalgalı döviz kurunun uygulanması gibi unsurlardır. Finansal istikrarı sağlamada maliye politikasının destekleyici bir araç olarak kullanılması da önemlidir.

Finansal istikrar; finansal sistemin ekonominin performansını kolaylaştırma kabiliyetine sahip olması ve içsel-dışsal şoklar ile ortaya çıkan finansal dengesizliklerle mücadele edebilmesidir. Daha geniş kapsamda finansal istikrar kavramı, "finansal risklerin (kredi, likidite, piyasa ve benzeri) fiyatlaması, dağıtımı ve yönetimindeki ekonomi mekanizmalarının, ekonomi performansına katkıda bulunmak için iyi işlediği durum" şeklinde tanımlanabilir. (Schinasi, 2004: 8).

Ekonomi literatüründe, finansal istikrar ile para politikası ilişkisi 2000'li yıllara kadar daha dar bir çerçevede ele alınmıştır. Yani para politikasının fiyat istikrarını da finansal istikrarı da sağlayacağı düşüncesi mevcut iken, 2000'li yıllardan itibaren bu düşünce değişmiş, finansal istikrar için fiyat istikrarının yeterli olamayabileceği, aktif politikaların gerekli olduğu anlaşılmıştır. Varlık fiyatlarındaki gelişmelerin finansal istikrara etkisi de ön plana çıkmıştır.

Para politikası ve finansal istikrar, birtakım yollar aracılığıyla birbirleriyle ilişkili olup, etkileşim içerisindedirler. Etkin finansal kurumların ve piyasaların varlığı, para politikasının uygulanabilmesi ve faiz oranlarındaki değişimin reel ekonomiye istenen şekilde yansımasıyla mümkün olmaktadır. Finansal piyasaların sağlıklı işleyişi de para politikasını olumlu etkilemekte, uygulanan para politikası fiyat istikrarını dolayısıyla finansal istikrarı da sağlamaktadır. Ayrıca, finansal istikrarı sağlamada merkez bankaları tarafından doğru araçların kullanılması için, ekonominin finansal istikrar açısından hangi konumda olduğunun bilinmesi önemlidir (Doğan ve Tunalı, 2011: 60-63).

Merkez bankalarının finansal istikrara olan katılımları sahip oldukları para basma rollerinden kaynaklanmaktadır. Merkez bankalarının, finansal kuruluşlar gibi karşı tarafın kalitesini takip etmesi gerekmektedir. Aynı zamanda, likidite ve sağlam ödeme sistemi oluşturma rolleri de söz konusudur. Finansal istikrara yönelik olarak, merkez bankası tarafından doğru yönetilen likidite fonksiyonunun, ihtiyatlı bir gözetim ile beraber izlenmesi olumlu sonuçlar verecektir (Özcan, 2006: 21).

5.2.1. TCMB'nin Kuruluşu

Bir ülkedeki para ve kredi arzını etkileyen politikalardan sorumlu otorite olan Merkez Bankası'nın sahip olduğu amaçlar; istikrarlı fiyatlar, istikrarlı bir reel ekonomi ve istikrarlı bir finansal yapıdır. Belirlenen bu hedefler tarihsel süreçler içerisinde tek bir yapı sergilememiştir. Yani ilk kurulmuş olan merkez bankalarının görevleri bugünkünden farklı bir yapı sergilemektedir. Bazı merkez bankalarının kuruluş gerekçeleri hakkındaki bilgiyi Tablo 1'de görmek mümkündür. Buna göre, ilk kurulan merkez bankalarının kuruluş gerekçeleri daha çok savaşların finansmanını sağlamak, kamu borçlarını yönetmek ve senyoraj geliri sağlamak gibi gerekçeler olduğu görülmektedir. Son kurulan merkez bankalarına bakıldığında ABD, Kanada, Yeni Zelanda ve İrlanda'daki merkez bankalarında en son ödünç veren merci olma rolü ön plana çıkmaktadır. Avrupa Merkez Bankası'nın kurulmasında da siyasal nedenler ağır basmaktadır (Bordo, 2007: 1-2).

Türkiye'de merkez bankasının kuruluşuna ilişkin hazırlanan yasa tasarısı Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde 11 Haziran 1930 tarihinde kabul edilerek "1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu" adı ile 30 Haziran 1930 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 3 Ekim 1931 tarihinde faaliyetlerine başlamıştır (TCMB, 2008: 4). Kuruluş amacı dönemin gerekliliklerine uygun olarak ülke kalkınmasını desteklemek olan kurumun, 1970'li yıllarda kamu açıklarını finanse etmeye, 1980 sonrası ise yüksek enflasyona, ekonomik daralmaya ve bozulan ödemeler dengesine yöneldiği görülmüştür.

YIL	ÜLKE	BANKANIN ADI	KURULUŞ NEDENİ
1668	İsveç	Bank of the Estate of the Realm	Savaşın Finansmanı
1694	İngiltere	Bank of England	Savaşın Finansmanı
1782	İspanya	Forerunner of Bank of Spain	Savaşın Finansmanı
1800	Fransa	Banque de France	Kamu Borcunu Yönetmek, Senyoraj Yaratmak
1811	Finlandiya	Bank of Finland	Parasal Hükümranlık
1814	Hollanda	Nederlandsche Bank	Ekonomik Büyümeyi Desteklemek
1816	Avusturya	Austrian National Bank	Savaşın Finansmanın Bir Sonucu Olarak Kamu Borcunu Yönetmek
1818	Danimarka	Denmark National Bank	Savaşın Finansmanından Sonra İstikrarı Sağlamak

1846	Portekiz	Banco de Portugal	Önceki Parasal Rejim İçin Kredibiliteyi Yeniden Sağlamak
1850	Belçika	Belgian National Bank	Banka Krizlerinin Neden Olduğu Reformlar
1876	Almanya	Reichsbank. Forerunner of Bundesbank	Birleşmenin Ardından Daha Önce Not Veren Makamların Birleştirilmesi
1882	Japan	Bank of Japan	Mali Rejimin Modernizasyonun Bir Parçası Olarak
1893	İtalya	Banca d'Italia	Birleşmenin Ardından Daha Önce Not Veren Makamların Birleştirilmesi
1907	İsviçre	Swiss National Bank	Not Verme Rekabetinin Ortadan Kaldırılması
1911	Avustralya	Commonwealth Bank of Australia. Forerunner of Reserve Bank of Australia	Tek Not Veren Bir Otoritenin Yaratılması
1913	ABD	Federal Reserve System	En Son Ödünç Veren Bir Kurumun Yaratılması ve Diğer Bankacılık İle İlgili Fonksiyonlar
1934	Kanada	Bank of Canada	En Son Ödünç Verme
1934	Yeni Zelanda	Reserve Bank of New Zealand	En Son Ödünç Verme
1942	İrlanda	Bank of Ireland	En Son Ödünç Verme
1999	Avrupa Birliği	European Central Bank	Avrupa'da parasal ve Siyasi Birliği Hızlandırmak

Tablo 1: Bazı Merkez Bankalarının Kuruluş Yılları ve Kuruluş Gerekçeleri

Kaynak: Siklos 2002: 11.

1989 yılından önce çeşitli parasal toplamları kullanıp fiyat istikrarına odaklanan TCMB, daha sonra kendi bilanço büyüklüğünü kontrol altına alan para politikası uygulamalarına yönelmiştir. Sonraki süreçte Merkez Bankası'nın nihai amacına yönelik çeşitli tartışmalar yaşanmıştır. Dönemin Merkez Bankası Başkanı Saracoğlu, merkez bankacılığı ile ilgili olarak parasal istikrarı ön planda tutmuş, merkez bankacılığına ve programlarına bakış açısına yönelik şöyle bir açıklama yapmıştır: (Saracoğlu, 1990: 3-4).

> *"...Merkez Bankası işlemleri ve çalışmaları itibariyle orta vadede başarı ile sadece tek iş yapabilir. O da paranın iç ve dış değerinde istikrarın sağlanmasıdır. Merkez Bankaları uzun vadede büyümeyi sağlamanın veya ödemeler dengesini düzeltmenin bir enstrümanı olamazlar... Merkez Bankaları teşvik politikasının bir paçası olarak kullanılmamalıdır. Aynı şekilde, doğru bir yaklaşımla zaman merkez bankaları ülkenin döviz sorununu çözmekle görevli kuruluşlar olamazlar. Çünkü merkez bankalarının, kendi ihtiyaçları için sadece rezerv olarak dövize ihtiyaçları vardır. Merkez bankaları döviz kullanan, ithalat yapan kuruluşlar değillerdir."*

Osmanlı döneminden günümüze kadar Türkiye'de merkez bankacılığının değişimi aşağıdaki gibi maddeler halinde sıralanabilir: (Sarılı, 2016: 150-154).

- 1856 yılında Osmanlı hükümetinin dış borçların ödenmesi konusunda aracılık görevi üstlenecek bir devlet bankasına ihtiyaç duyması üzerine, merkezi Londra'da bulunan İngiliz sermayeli "Ottoman Bank (Bank-ı Osmanî)" kurulmuştur.
- 1863'te Ottoman Bank kendini feshederek İngiliz-Fransız ortaklığı şeklinde "Bank-ı Osmanî-i Şahane (Osmanlı Bankası)" adını almış ve bir devlet bankası niteliği kazanmıştır.
- 1923 İzmir İktisat Kongresi'nde ekonomik bağımsızlık sağlanması resmî olarak konuşulmuş, 30 Haziran 1930 tarihinde de "1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu" adı ile Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası temel olarak para ve kur politikalarını düzenlemek ve banknot dolaşımını sağlamaktan sorumludur. 11 Haziran 1930 tarihinde anonim şirket olarak kurulmuştur.
- İkinci Dünya Savaşı'nın olumsuz etkilerinin hissedildiği 1940'lı yıllarda tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de Merkez Bankası bağımsız bir para politikası yürütmekten çok kamu kesiminin finansman açığını kapatılmasına yönelik uygulamalarda bulunmuştur.
- 1955 yılında Banknot Matbaası kurulmuş, 1957 yılından itibaren de banknotlar ülkemizde basılmaya başlanmıştır.
- 14 Ocak 1970 tarihinde kabul edilen 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu ile Bankanın yasal statüsünde organizasyon yapısında ve yetki ile görevlerinde önemli değişiklikler gerçekleştirilmiştir.
- 1211 sayılı Kanun Bankanın görevlerinin ve yetkilerinin artırılması açısından önemli yenilikler getirmiştir.
- Bankanın doğrudan ve dolaylı para politikası araçları üzerindeki kontrolü artırılmıştır.
- Hükümetin para ve krediye ilişkin tedbirleri alırken Bankanın görüşünü de alması hükmü getirilmiştir.
- Bankaya para arzını ve likiditeyi düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemleri yapma yetkisi verilmiştir.
- Yatırımları v ekonomik kalkınmayı desteklemek amacıyla Bankaya reeskont işlemleri ile orta vadeli kredi verme olanağı sağlanmıştır.
- Hazineye verilecek avans miktarı ilgili yıla ait bütçe ödeneklerinin % 15'i oranına yükseltilmiştir.
- 24 Ocak 1980 tarihinde açıklanan kararlar ile Türkiye ekonomisinde yapısal bir dönüşüm yaşanmıştır.
- Fiyatların piyasa mekanizması çerçevesinde oluşması amacıyla fiyat kontrolleri kaldırılmış ve serbest dış ticaret politikasına geçiş yaşanmıştır.
- Para ve kur politikalarının Merkez Bankası tarafından serbest piyasa ekonomisi uyumlu olarak yürütülmesi için gerekli olan altyapıyı sağlama konusunda önemli adımlar atılmıştır.
- Para Politikası kapsamında mevduat ve kredi faizlerinin piyasa koşullarında belirlenmesi hükme bağlanmıştır.
- Türk parası yabancı paralar karşısında devalüe edilmiş, sabit kur rejimi terk edilmiştir.
- 1983 yılında Banka ulusal altın ve döviz rezervlerini etkin biçimde yönetmek ile yetkilendirilmiştir.
- Bankanın temel görevlerini ekonominin temel gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürüteceği hükmü kanuna eklenmiştir.
- Merkez Bankası 1987 yılında açık piyasa işlemleri yapmaya başlamıştır.
- 22 Ekim 1987 tarihinde Banka bünyesinde Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü kurulmuştur.
- 1989 yılında Türk parası konvertibl ilan edilerek görece daha esnek bir döviz kuru rejimine geçilmiştir.
- 1990 yılında Banka uygulayacağı para programın kamuoyuna ilk defa duyurmuş, bu program ile piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı hedeflemiştir.
- 1991 yılında yaşanan Körfez Savaşı'nın mali sektör üzerinde yarattığı baskı, siyasi istikrarsızlık, maliye politikasının sıkı olmaması ve bankacılık sektörünün kırılgan olması gibi sorunlar 1994 yılında finansal bir kriz yaşanmasına enflasyonun üç haneli rakamlara ulaşmasına neden olmuştur. Kamu borçlarının Merkez Bankası

kaynaklarından finanse edilmesine yönelik ilk düzenlemeler bu döneme rastlamaktadır.

- 21 Nisan 1994 tarihinde Merkez Bankası Kanunu'nun Hazineye kısa vadeli avans hesabını düzenleyen maddesinde değişiklik yapılarak Hazinenin Merkez Bankası kaynaklarını kullanımına sınırlamalar getirilmiştir.
- 1997 yılında Merkez Bankası ile Hazine arasında imzalanan bir protokol ile 1998 yılından itibaren Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanmaması konusunda uzlaşılmıştır.
- Merkez Bankası 1995-1999 yılları arasında döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmayı ve döviz piyasalarındaki spekülatif hareketleri önlemeyi amaçlayarak mali piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelik politikalar izlemiştir.
- 2000 yılında dışsal şokların etkisiyle ekonomik durumun daha da ağırlaşması üzerine döviz kuruna dayalı yeni bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. Ancak ekonomik programın öngördüğü yapısal değişim istenen düzeyde gerçekleşemeyince 2000 yılının sonlarında ekonomide yaşanan güven kaybı derinleşmiş, 2001 Krizi yaşanmıştır. Döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilmiştir.
- 2001 Krizi 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Kriz sonrasında ekonomide yapısal bir dönüşüm süreci başlamış, bu süreç enflasyonla mücadele için de dönüm noktası olmuştur.
- 25 Nisan 2001 tarihinde Merkez Bankası Kanunu'nda önemli değişiklikler yapılmış, gerçekleştirilen değişikliklerden en önemlisi Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğunun Yasasında açıkça tanımlanması olmuştur. Banka araç bağımsızlığına kavuşmuş, hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceği hükme bağlanmıştır.
- Merkez Bankası Kanunu'nda gerçekleştirilen temel değişikliklerden bir diğeri ise Merkez Bankasının Hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesinin, kredi açmasının ve bu kuruluşların ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın almasının yasaklanmasıdır.
- Merkez Bankası bağımsızlığı beraberinde "hesap verme sorumluluğu" kavramını ön plana çıkarmaktadır. Hesap verme sorumluluğunun yansımaları Banka Kanunu'nun 42. maddesinde açıkça belirlenmiştir.
- 2001 yılında yapılan Kanun değişikliği kapsamında finansal istikrarı sağlamak Bankanın destekleyici amacı olarak tanımlanmıştır.
- 2001 yılından itibaren sürdürülen enflasyonla mücadeledeki kararlılığı vurgulamak, Türk parasının itibarını yükseltmek ve sorunları ortadan kaldırmak amacıyla para reformu yapılmasına karar verilmiştir.
- 1 Ocak 2005'te Türk lirasından altı sıfır atılmış, Yeni Türk Lirası ve Yeni Kuruş'lar tedavüle çıkarılmıştır. Para reformunun ikinci aşamasında 1 Ocak 2009'da paradan "yeni" ibaresi kaldırılmıştır.
- Para politikası stratejisi değişmiş ve temel amaç olan fiyat istikrarı doğrultusunda 2002 yılından itibaren, modern bir para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına geçilmiştir.

5.2.2. TCMB'nin Görev ve Sorumlulukları

Bankanın Merkez Bankası Kanunu ile düzenlenen görev ve sorumlulukları, beş temel alana ayrılmaktadır: (TCMB, Erişim Tarihi: 16.03.2018)

1. Fiyat İstikrarı

Merkez Bankasının temel amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarı ile ekonomik kararlarda dikkate almayı gerektirmeyecek ölçüde düşük bir enflasyon oranı kastedilmektedir. Banka, bu amaç doğrultusunda uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı araçları doğrudan kendisi belirler, bir başka deyişle araç bağımsızlığına sahiptir.

2. Finansal İstikrar

Finansal istikrar, Merkez Bankası için destekleyici amaç özelliğine sahiptir. Bu kapsamda Banka, Türkiye'deki finansal sistemin istikrarı için para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici önlemleri almakla sorumludur.

3. Döviz Kuru Rejimi

Ülkemizdeki döviz kuru rejimini Hükûmet ile birlikte belirlemek, biçimlendirmek ve uygulamak; Bankanın bir diğer görevidir. Bunun yanında, Türkiye'deki altın ve döviz rezervlerini saklamak ve ülke menfaatleri doğrultusunda yönetmekten sorumlu kurum, yine Merkez Bankasıdır.

4. Banknot Basma ve İhraç İmtiyazı

Türkiye Cumhuriyeti Anayasası'nın 87. maddesine göre para basma yetkisi Türkiye Büyük Millet Meclisine (TBMM) aittir. Ancak TBMM banknot basma ve ihraç yetkisini süresiz olarak Merkez Bankası'na devretmiştir.

5. Ödeme Sistemleri

Merkez Bankası; fonların ve menkul kıymetlerin güvenli ve hızlı bir şekilde aktarılması ve mutabakatının gerçekleştirilmesi için yeni sistemler kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemesini sağlamak, gözetimini gerçekleştirmek ve gerekli düzenlemeleri yapmakla yükümlüdür.

Ekonomilerin sağlıklı işleyişi açısından merkez bankaları, para basımından ve para politikası uygulamalarından sorumlu olan önemli kurumlardır. Merkez bankalarının politikaları ve mevcut kurumsal yapılarının, var oldukları ülkenin siyasi ve toplumsal gelişmelerinden ve ekonomi politikalarından ayrı düşünülmesi mümkün değildir. Yaşanan küreselleşme süreci ile birlikte uluslararası piyasalar ve dış ekonomiler de bu yapıda etkili olmuştur. Tarihsel süreç içinde de merkez bankalarının görev ve yetkileri zamanla değişmiştir. Bu doğrultuda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kurumsal yapısında ve politikalarında ekonominin gerekleri doğrultusunda zamanla çeşitli değişimler olmuştur (TCMB, 2008: 1).

5.2.2. TCMB'nin Kurumsal Yapısı

Geçmişte olduğu gibi günümüzde de Merkez Bankası, modern merkez bankacılığı çerçevesinde ve Stratejik Planı dahilinde değişim ve yapılanma sürecine devam etmektedir. Anonim şirket statüsünde kurulan Bankanın en üst organı Genel Kuruldur. Pay sahipleri defterinde yazılı bulunan hissedarlar, Bankanın Genel Kurulunu oluştururlar. Başkan (Guvernör), Bakanlar Kurulu kararıyla beş yıllık bir dönem için atanır. Bu sürenin sonunda yeniden atanabilir. Başkan'ın (Guvernör) yükseköğrenim görmüş, maliye, iktisat ve bankacılık alanlarında bilgi ve tecrübe sahibi olması şarttır. Bankanın en yüksek karar organı Banka Meclisi'dir. Banka Meclisi, Genel Kurul tarafından seçilen altı üye ile Başkan'dan oluşmaktadır. Başkan, Banka Meclisinin Başkanıdır. Banka Meclisi üyelerinin görev süresi üç yıldır. Para Politikası Kurulu, Başkan'ın başkanlığı altında, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan'ın önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşur. Denetleme Kurulu, Genel Kurulca seçilecek dört üyeden oluşur. Bankanın bütün işlem ve hesaplarını denetlemektedir. Yönetim Komitesi, Başkan'ın

başkanlığı altında dört Başkan Yardımcısından oluşur. Yönetim Komitesi, temel olarak Bankanın idare, teşkilat ve hizmetlerine ilişkin yönetmelikleri hazırlamak ve Banka işlemlerinde koordinasyonu sağlamak gibi görevlerden sorumludur (TCMB, 2008: 19).

5.2.3. TCMB'nin İşlevleri ve 2001 Krizi Sonrası Dönem

Türkiye'de 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimine geçilmiştir. 2001 yılı enflasyon ile mücadelede önemli bir dönüm noktası olmuş, bu doğrultuda yaşanan yapısal dönüşüm sürecinin başında Merkez Bankası Kanunu'nda çeşitli değişiklikler yapılmıştır. Bu dönemde gerçekleştirilen değişikliklerden en önemlisi Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğunun yasasında açıkça tanımlanmasıdır. Böylelikle Merkez Bankası'nın uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleyeceği hükme bağlanmış ve Banka araç bağımsızlığına kavuşmuştur. Bunun yanında Para Politikası Kurulu'nun oluşturulması da kurumsallaşma yönünde dikkat çeken bir adım olmuştur. Sonrasında 2002 yılından itibaren, modern bir para politikası stratejisi olan "enflasyon hedeflemesi rejimi" uygulamasına geçilmiş, 2006 yılında da açık enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlanmıştır (TCMB, 2008: 12-16). Kriz sonrasında ekonomide yaşanan yapısal dönüşüm sonrası Merkez Bankası Kanunu'nda 25 Nisan 2001 tarihinde yapılan önemli değişiklikler şöyle sıralanabilir: (TCMB, (Erişim Tarihi: 19.03.2018)

- Fiyat istikrarını sağlamak, Merkez Bankasının temel amacı olarak açık bir şekilde tanımlanmıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankasının para politikası konusundaki uygulamaları ve kullanacağı araçları doğrudan kendisinin belirleyeceği hükme bağlanmış; böylelikle Banka, araç bağımsızlığına kavuşmuştur.
- Bankanın fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla, Hükûmetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceği hükme bağlanmıştır.
- Finansal istikrarı sağlamak, Bankanın destekleyici amacı olarak tanımlanmıştır.
- Para politikası stratejilerinin ve karar alma mekanizmalarının kurumsallaşması amacıyla, Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur.

Köklü bir tarihi sahip olan TCMB kendisine verilen yetki ve görevleri en etkili şekilde gerçekleştirerek, temelleri güçlü olan Türkiye ekonomisini daha güçlü hale getirmeye çalışmaya devam etmektedir.

5.3. TCMB'nin 2008 Krizi Sonrası Yeni Para Politikası Çerçevesi

Merkez bankalarının makro ve mikro ekonomik görevlerini yerine getirebilmesi için, eksiksiz ve etkin bir kurumsal çerçeveye ihtiyaç vardır. Para politikasında optimal bir kurumsal çerçeveye ilişkin tartışmaların temelinde geleneksel duruma göre ve kurala göre tartışması mevcuttur. Bu tartışmanın odaklandığı konular şunlardır: (Parasız, 2011: 225).

- Merkez Bankasının kendi karar alma yetkisinin dışında diğer kontrollerden bağımsız karar verip veremeyeceği, davranıp davranamayacağı,

- Merkez Bankası statüsünde karar alıcıları kendi kendine işleyenden biraz daha fazla belli süreçsel kuralların verilmesinin tercih edilip edilmeyeceğidir.

Türkiye'de 2008 sonrası dönemde kurala dayalı durumdan, duruma göre müdahale etme yaklaşımına geçiş ile beraber karma para politikası ve enflasyona yönelik kullanılan araçlarda çeşitliliğe gidildiği görülmüştür. Dünyada finansal istikrarın ve makro ihtiyati politikaların ön plana çıkması duruma göre müdahale etme anlayışını beraberinde getirmiştir.

TCMB'nin son dönemde kullandığı sistem ile geleneksel sistem arasındaki iki temel farktan bahsetmek mümkündür. İlki geleneksel sistemde, kısa vadeli ortalama fonlama faizi ile piyasada oluşması hedeflenen faiz arasında herhangi bir farklılık olmamasıdır. Yeni sistemde bu iki faiz birbirinden ayrışmaktadır. Böylelikle TCMB bazı dönemlerde kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebilmektedir. Diğer bir fark da ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi geleneksel sistemde aylık frekanslarda gözden geçirilmekte iken, yeni sistemde küresel risk iştahındaki oynaklıklara karşı ortalama fonlama faizi ihtiyaç olduğunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir (Kara, 2012: 8).

ABD'nin konut piyasasındaki sorunlarla başlayan, zamanla tüm dünyada makroekonomik yapıyı olumsuz etkileyen Küresel Finans Krizi Türkiye de dahil ülkelerin ekonomi politikalarını yeniden şekillendirmiştir. 2008 küresel krizin etkilerine karşı TCMB'nin makro ihtiyati politikalar çerçevesinde uyguladığı yeni para politikası araçları; zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi araçlardan oluşmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 12). Bu araçların kullanılmaya başlanması, parasal aktarım mekanizmasında özellikle kredi ve döviz kuru kanallarının ön plana çıkmasına neden olmuştur. Merkez bankalarının uyguladıkları politikaların ekonomiye olan etkileri konusunda doğru değerlendirmeler yapabilmeleri için, etkin para politikası araçlarını seçmeleri gerekir. Bundan dolayı, para politikası uygulamalarının fiyat ve talep gibi makro değişkenler üzerindeki etkilerinin hangi kanallar ile gerçekleştiğinin belirlenmesi önem taşır.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişinin birinci aşaması, para politikası uygulamalarındaki değişikliklerin faiz oranları, varlık fiyatları, beklentiler ve döviz kuru gibi değişkenlere aktarımını belirlemektedir. Sonraki aşamada bu değişkenler yurt içi ve ithal mallara olan talebi etkilemektedir. Daha sonra toplam talep ve yurt içi fiyatlama davranışları belirlenmekte ve yurt içi fiyatlar ile ithalat fiyatları da enflasyonu şekillendirmektedir. Ayrıca, faiz oranlarının enflasyon üzerinde doğrudan etkileri varken, döviz kurlarının ithal mallara olan talep ve yerel para cinsinden ithalat fiyatlara doğrudan etkisi söz konusudur. Krediler de cari denge ve makro finansal riskler ile doğrudan etkileşim halinde iken; döviz kurundaki değişimler makro finansal risklere ilişkin önemli bir sinyal olarak görülmektedir (TCMB, 2013: 2).

Temel amacının fiyat istikrarı olduğunu her fırsatta vurgulayan TCMB, aktarım mekanizmasına dair belirsizliklere yönelik alınan tedbirlerin enflasyon üzerindeki etkisinin izleneceği ve gerekirse aynı şekilde ilave tedbirler alınacağını da belirtmiştir. Bu süreçteki politika bileşimi yüksek cari açığa sahip ülkeler için uygun bir strateji olarak kabul edilse de uygulanan politikanın ilgili döneme uygun tasarlandığı ve sonuçlarının ülkelerin yapısına göre farklılık göstereceği de bir gerçektir (Başçı ve Kara, 2007: 9,17).

5.3.1. TCMB Politikasının Nihai Hedefi: Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar

2008 krizine kadar fiyat istikrarını tek hedef olarak kabul eden 21. yüzyıl merkez bankacılığı anlayışı temelde, fiyat istikrarını finansal istikrar için yeterli ve tek koşul olarak görmektedir. Bu anlayış, merkez bankalarının küresel hale gelen 2008 krizini ön görememelerine de neden olmuştur. Fiyat istikrarı dar bir tanım olarak alınırsa, varlık fiyatları faktörünü dışarıda bırakmakta ve istikrarsızlığı artırarak finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Dolayısıyla, varlık fiyatlarında oluşan balon da sonunda patlayarak 2008 Krizi gibi, finansal sistemi çöküş noktasına getirebilmektedir. Fiyat istikrarını hedefleyen bir merkez bankasının finansal istikrarı da hedeflemesi durumunda, kısa vadeden ziyade daha

uzun bir politika döneminin hedef olarak benimsenmesi daha doğru olacaktır. Gerektiği zaman kısa vadede, finansal istikrar lehine fiyat istikrarından ödün vermek de uygun bir seçenek olarak görülebilir Şimşek, 2012: 2-5).

Bu önlemlerle beraber TCMB'nin, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren fiyat istikrarı ve finansal istikrarı eş anlı olarak gerçekleştirmeyi hedeflediği politika bileşimi, rüzgâra karşı durma politikası olarak nitelendirilebilir. Bu politika bileşiminin başarılı olması için, TCMB tarafından yapılan uygulamaların yanlış anlaşılmalara yol açmaması adına kamuoyuna doğru açıklanması ve finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu diğer otoritelerin de önlem almaları gerekir. Aksi takdirde fiyat istikrarında sağlanan başarıların da kaybedilme riski ortaya çıkacaktır (Doğan ve Tunalı, 2011: 78-79).

Fiyat istikrarını sağlayabilen bir merkez bankasının, finansal istikrarı da aynı şekilde sağlayacağının bir garantisi yoktur. Hatta fiyat istikrarı hedeflenirken, finansal piyasaların istikrarının bozulması da olasıdır. Bunun nedenleri şöyle ifade edilebilir: (Borio ve Lowe, 2002: 21-22).

- Başarılı yürütülen istikrar programları,
- Teknolojik ilerlemeler ve işgücü piyasasında yapılan reformlar,
- Para politikasının yüksek oranda kredibiliteye sahip olması,
- Enflasyon düşerken otoritelerin gereken şekilde davranmamalarıdır.

Dünyada merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlayarak diğer hedeflerine önemli ölçüde ulaşacağını tarihsel süreç göstermiştir. Günümüzde modern merkez bankacılığının temel amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Kriz yaşandığı ortamda bu amaca ulaşmada geleneksel para politikası araçları yetersiz kalmaktadır. Bunun nedenleri biri, nominal faiz oranlarının sıfır düzeyinin altına çekilememesinden dolayı geleneksel olmayan para politikası araçlarına ihtiyaç duyulması, diğeri de bu politikaların nominal faiz oranı sıfırın üstünde olsa bile etkin olabilmesidir (Arıcan ve Okay, 2014: 12).

Nihai hedef olarak fiyat istikrarına vurgu yapılan ve 2000'li yılların başında çıkarılan kanun maddesinde, TCMB şöyle bir açıklama yapmaktadır:[2] (Kepenek, 2012: 220-224).

"Fiyat istikrarı, iktisadi birimlerin yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük ve sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışına Merkez Bankasının yaptığı ve yapacağı en büyük katkı fiyat istikrarını sağlamak ve korumaktır."

Dolayısıyla TCMB'nin temel hedefinin fiyat istikrarı olduğunun altı çizilmiştir. Ancak, 2008 Küresel Kriz ile birlikte finansal istikrarın sağlanması da dünyada merkez bankalarının öncelikli hedefleri arasında yerini almıştır.

Türkiye'de, Hazine Müsteşarlığı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) ve TCMB finansal istikrarı sağlamaktan sorumlu olan başlıca kurumlardır. Bu kurumlar arasında imzalanan protokoller, kurumlar arasındaki iş birliği, eş güdüm ve bilgi paylaşımını artırarak, finansal istikrarın sağlanması, sistemik riskin izlenmesi ve önlenmesine yardımcı olmaktadır. Bu kurumların yanı sıra, sistemik riskin belirlenmesi ve makro ihtiyati politikaların uygulanmasına yönelik Sistemik Risk Değerlendirme Grubu (SRDG), Finansal Sektör Komisyonu ve Finansal İstikrar Komitesi gibi çeşitli komiteler de oluşturulmuştur (TCMB, 2014: 3).

2 Madde 4; 25.04.2001 tarih, 4651 sayılı kanunla değiştirilen şekli.

Bu kapsamda para politikasının finansal istikrarı etkilediğini ortaya koyan önemli çalışmalar da son yıllarda artış göstermiştir. Edinilen makro ihtiyati portföylerin merkez bankalarının potansiyel yararlarının bir yansıması olduğu görülmektedir. (Agur ve Demertzis, 2015: 18). Fiyat istikrarı ve finansal istikrar ile uyum gösteren makro ihtiyati politikalarda zaman zaman çeşitli yenilenmeler yapılmaktadır. Bu kapsamda TCMB'nin şeffaf davranarak belirsizlikleri ortadan kaldırması ve daha aktif bir iletişim içerisinde olması gerekmektedir (BDDK, 2013).

5.4. 2008 Krizi Sonrası Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Makro İhtiyati Para Politikaları

Merkez bankacılığına ve para politikalarına ilişkin 2008 küresel finansal kriz öncesinde, mevcut olan uzlaşmanın temel parametreleri şöyle sıralanabilir: (Borio, 2011: 2-3).

- Makroekonomik istikrarı sağlamak için fiyat istikrarının yeterli olması,
- Finansal kurumların bireysel olarak denetlenmesinin, mikro ihtiyati çerçevede tüm sistemin işleyişine olumlu katkı yapması,
- Kısa vadeli faiz oranlarının, temel para politikası aracı olarak kabul edilmesi,
- Merkez bankalarının yerel olarak ekonomilerinin istikrarını sağlamaları durumunda, küresel ekonomik istikrarın da gerçekleşeceği fikrinin benimsenmesidir.

Bu parametreler dünyada birçok merkez bankası tarafından zaman içerisinde benimsenmiş ve uygulanmıştır. Krizle beraber, varılan bu uzlaşılarda birtakım değişimlere gidilmiştir. İçerisinde bulunulan durgunluk ve belirsizlik ortamında fiyat istikrarına odaklanmış, elinde yeterince araç seti olmayan merkez bankalarının yeni bir dönüşüme girmesi elbette kolay olmayacaktır.

Kriz sonrası merkez bankaları açısından alınan derslerden biri, ekonomide istikrarı sağlamanın tek yolunun düşük enflasyon oranları olmadığının anlaşılmasıdır. Finansal istikrarın önemi daha da artmış, ekonomi için ne kadar önemli bir amaç olduğu bir kez daha görülmüştür. Ayrıca, finansal kuruluşların düzenleme ve gözetiminin makro ihtiyati politikalarla desteklenmesi gereği de ortaya çıkmıştır (Gündüz, 2015: 625). Makro ihtiyati politikalar deyimi, finansal sistemde ortaya çıkabilecek riskleri denetlemeyi ve düşürmeyi amaçlayan önlemler bütünüdür. Bu politikalar ortaya çıkabilecek sistemik riskin, finansal sistem ve reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya çalışmaktadır. (Eğilmez, 2014).

Bu doğrultuda TCMB, makro ihtiyati politikalar çerçevesindeki geleneksel olmayan para politikalarını tasarlarken temelde iki gelişmeden etkilenmiştir: Biri dünyada merkez bankacılığına olan bakışın değişmesi, diğeri kriz sonrası meydana gelen olağanüstü küresel konjonktürdür. Bu iki gelişmede de küresel krizin getirdiği deneyimin önemli katkısı olmuştur (Kara, 2012: 23).

5.4.1. Para Politikasının Desteklenmesi: Makro İhtiyati Politika Uygulamaları (Geleneksel Olmayan Para Politikaları)

2008'de yaşanan ekonomik kriz, mikro yaklaşımın ötesine giderek finansal düzenleme ve denetime ihtiyaç duyulduğunu açıkça göstermiştir. Politika açıklamalarının, yapılan araştırmaların, konferansların ve finansal düzenlemelere ilişkin müzakerelerin sayısı her geçen gün artmıştır. Politika konusu makro ihtiyati politika (makro riskleri azaltıcı) araçları ve kullanımları üzerinde özellikle durmaktadır. Ayrıca para politikaları ile arasındaki ilişki,

bunların uygulanması ve etkinlikleri ele alınmaktadır. Dolayısıyla, makro ihtiyati politikalar araştırmacılar arasında son zamanlarda ilgi çeken konular arasında yer almıştır. Yani küresel kriz ile beraber, şiddetli makroekonomik sonuçlara yol açan mali dengesizliklerin küresel birikimi ile mücadele etme analitik olarak bir ihtiyaç haline gelmiştir. Sistem genelinde risk anlayışına yönelik temel bir eksikliğin olduğu görülmüştür. Politika yapıcılar arasında makro ihtiyati yaklaşımın düzenlenmesi ve uygulanması konusunda artan ölçüde bir fikir birliği söz konusudur. İngiltere Finansal Hizmetler Otoritesi Başkanı Turner (2010) bu ihtiyacı şöyle ifade etmiştir: (Galati ve Moessner: 2011: 1-3).

> *"[...] otoritelerin kredi ihtiyacını doğrudan etkilemesi adına bizim bir dizi yeni makro risk azaltıcı politika araçlarına ihtiyacımız bulunmaktadır [...] Belirtilen araçlara ihtiyacın sebebi, kredi ya da mal bedeli döngüsünün makroekonomik oynaklık ve potansiyel mali istikrarsızlıkta anahtar görev üstlenebilmesidir. [...]"*

Finansal düzenlemelere yönelik makro-ihtiyati yaklaşım*; "Bilançoda çoklu finansal kuruluşların ortak bir şok tarafından vurulmasıyla meydana gelen aşırı daralmayla ilgili sosyal maliyetlerin kontrol edilmesine yönelik bir girişimdir.*" Makro ihtiyati düzenlemeler, bankaların hangi davranışının finansal sistemik riski ortaya çıkardığına odaklanmakta iken; mikro ihtiyati düzenlemeler banka riski kişi üzerinde odaklanmaktadır. Mikro ve makro ihtiyati düzenlemeler şöyle ayrılmaktadır: (Hanson, Kashyap ve Stein, 2011: 3).

> *"Yönetmelikteki mikro ihtiyati bir yaklaşım, kısmen denge anlayışı içerisinde mali kurumlar bireyin pahalıya mal olan (büyük zarar doğuran) başarısızlıklarını önlemeyi hedeflemektedir. Buna karşılık, makro ihtiyati yaklaşım genel denge etkisinin önemini korumakta ve tüm finansal sistemi korumayı amaçlamaktadır."*

Makro ihtiyati politikaların temelde ne ifade ettiği şöyle izah edilebilir: (Viñals, 2010: 13).

- *Makro ihtiyati politikalar, sistemik riskin oluşumunu azaltma çalışmalarını adlandıran bir kavramdır.* Dolayısıyla etkili olabilmesi için, makro riskleri azaltma politikaları sistemik bütün önemli kurumlarda uygulanmalıdır.
- *Makro ihtiyati politikaların anahtar görevi "devresellik" bakış açısıyla sistemik riskin dinamik yönünü ele almaktır.* Finansal dengesizlikler iyi zamanlarda onarılmalıdır, baskı arttıkça finansal kurumlar benzer riskler göz önüne sererler.
- *Makro ihtiyati politikalar sistemik riske katkı sağlamak için daha sağlam bir yol çizmekte, sorunlarda toplu hareket etme noktasında kendine yer edinmiştir.* Örnek olarak güvenlik işlemindeki zafiyet verilebilir. Burada kredilerde standartların kaymasıyla oluşan norm dışı teşviklere rastlanmış ve finansal türevlerin şeffaflığı olması gibi olmuştur.

Tablo 2'de, makro ve mikro ihtiyati yaklaşımlar arasındaki farklılıkları karşılaştırılmaktadır. Makro ihtiyati yaklaşımın riski içsel olarak değerlendirdiği ve nihai hedefinin çıktı maliyetini azaltmak olduğu görülürken, mikro ihtiyati yaklaşımın yatırımcıları da tasarruf sahiplerini de korumayı hedeflediği görülmektedir.

	Makro İhtiyati	**Mikro İhtiyati**
Ara Hedefler	Sistem Çapındaki Finansal Tehlikeleri Sınırlamak	Bireysel Kurumların Finansal Sıkıntılarını Azaltmak
Nihai Hedefler	Çıktı Maliyetlerinden Kaçınmak	Yatırımcıları ve Tasarruf Sahiplerini Korumak
Riski Tanımlama	Risk, Kollektif Davranışlara Bağlı Olarak Meydana Gelir ve İçseldir	Risk, bireysel kurumların farklı davranışları sonucu meydana gelir ve dışsaldır.
Kurumlar Arasındaki Bağlantılar ve Ortak	Önemli	Önemsiz

Risklere Maruz Kalma		
İhtiyati Kontrollerin Kalibrasyonu	Sistem Çapındaki Risk Açısından; Yukarıdan Aşağı	Bireysel Kurumların Riskleri Açısından; Aşağıdan Yukarıya

Tablo 2: Makro ve Mikro İhtiyati Perspektiflerin Karşılaştırması

Kaynak: Borio, 2003: 2.

Merkez bankalarındaki sistemik risk ve makro finansal zafiyetlerinde uzmanlık, makro riskleri azaltıcı politikaların kalibresinde faydalı olarak görülmektedir. Ayrıca merkez bankaları makro risk olgularını uygulama başarısında ve tasarımında pay sahibi olmak için isteklidirler. Fakat bu sorumluluğun altına tamamen girmemektedirler. Bunun nedenleri şöyle belirtilebilir: (Viñals, 2010, s.13-14).

- Etkisiz makro ihtiyati politika araçları para politikalarındaki yükü artırmaktadır. Bunun sebebi normal zamanlarda finansal dengesizliklerin birikmesini azaltmaktır. Daha az etkili ileriye dönük araçlar ise finansal dengeyi sağlamak için para politikasının yükünü arttırmaktadır. Bu durum enflasyonda yüksek oynamaya ve geniş boşluklara yol açmaktadır.
- Etkisiz makro ihtiyati politika araçları, merkez bankalarının sistemik stres ile başta etmede acil likidite sağlamak zorunda oldukları ihtimalini arttırmaktadır, bu da kendi bilançolarını zarara sokmakta ve para politikası işlemlerini sekteye uğratmaktadır.
- Makro ihtiyati politikaların uygulanması, para politikalarını hem normal zamanlarda hem de stresli zamanlarda etkilemektedir. Buna örnek olarak, alışılmadık düşük (ya da yüksek) faiz oranlarının devletin dengeleyici korunaklarına dayanan kredi önlemleri üzerinde farklı bir etkiye sahip olması verilebilir.

Makro ihtiyati araçların çoğunun sistemik risklerin azaltılmasında etkili olduğu tespit edilmiştir. IMF (2011), makro ihtiyati politika araçlarını şöyle ifade etmektedir: Kredi oranı tavanı (LTV), borç-gelir oranı tavanı (DTI), döviz kredileri tavanı, kredi ve kredi büyümesi için taban, net döviz pozisyonuna ilişkin sınırlamalar, zorunlu rezervler, ters çevrimsel sermaye yeterliliği, dinamik karşılıklar ve kâr dağıtımına ilişkin kısıtlamalardır. Özellikle, bu araçlar sistemik riskin dört büyük kategorisini azaltmak amacıyla kullanılmaktadır: (Lim ve diğerleri, 2011: 1, 8).

- Güçlü kredi büyümesi ve kredi kaynaklı varlık fiyatlarının enflasyonu sonucu oluşan riskler,
- Aşırı baskı ve buna bağlı olarak baskıyı azaltmadan kaynaklanan riskler,
- Sistemik likidite riski,
- Geçici sermaye akımları, baskıyı azaltmadan kaynaklanan ve döviz borç verme sonucu oluşan riskler

Geleneksel olmayan önlemler olarak önce gelişmiş ekonomiler tarafından başlatılan makro ihtiyati politikalar, olağanüstü şartlarda bankalara likidite tedarikini kapsayan düzenlemeleri içermektedir (Yellen, 2010: 19).

2008 Krizi sonrası ön plana çıkan geleneksel olmayan para politikaları geniş ölçüde aracı ve önlemi kapsamaktadır. Bu noktada ara hedeflerin doğru belirlenmesi önem taşır. Ayrıca hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanan bu politikaların

belirlenip uygulanması konusu ise ülkeler açısından farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkeler daha çok ekonomiyi canlandırma amacıyla küresel kriz sonrası bu politikaları kullanırken, gelişmekte olan ülkeler bu canlanma sonucu ülkelerine hızla gelen sermayenin olumsuz olabilecek etkilerini azaltmak amacıyla bu politikaları kullanmışlardır (Vural, 2013: 86).

Geniş kapsamdaki çeşitli araç ve önlemler paketini kapsayan geleneksel olmayan para politikaları, genel olarak beş alt başlık olarak ele alınmaktadır. Bunlar; miktar genişlemesi, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü politikası, zorunlu karşılık oranı uygulaması, faiz koridoru politikasıdır (Arıcan ve Okay, 2014: 12).

FED, AMB ve Japonya Merkez Bankası bu politikalardan miktar genişlemesini en çok kullanan merkez bankalarıdır. Faiz oranı oldukça düşük olan ülkeler, talep düzeyini etkileyemeyecek durumda olmayacakları için bu politikaya başvurmaktadırlar. Kriz sonrası bu politika diğer ülkeler tarafından da para basmaktan ziyade bankaların kendilerinde tuttukları aşırı rezervleri kullanarak uygulanmıştır. Miktarsal genişleme politikaları piyasalarda önemli bir rahatlama sağlarken, gelişmekte olan ülkeler için olumsuz sonuçlara neden olabilmektedir. Risk ve getiri düzeyi yüksek gelişmekte olan ekonomilere doğru yönelen sermaye, ulusal paranın değerlenmesiyle ihracatı ve enflasyonu olumsuz etkileyebilmektedir. Bu politika ile benzerlik gösteren 15 ülke ve AMB tarafından uygulanan kredi genişlemesi politikasının açıklayıcı bir tanımı olmadığı için her ülke kendine göre farklı şekilde kredi genişlemesini uygulamaktadır. (Vural, 2013: 37-39).

Bu iki politikanın, orta ve uzun vadede çeşitli boyutlarda ters olabilecek etkileri de vardır. Gelişmiş ve gelişmekte olan bazı ülkelerde (Hindistan gibi) kriz döneminde kullanılan geleneksel olmayan yöntemler bilanço yapılarını büyük ölçüde bozmuştur. Bu durum daraltıcı para politikasını, merkez bankasının varlıklarının vade yapısına bağlı hale getirmektedir. Para politikasının normalleşme sürecinde, fiyat istikrarı hedefine yönelik başta miktar genişlemesi olmak üzere geleneksel olmayan para politikası araçlarından vazgeçilmesi gerekecektir. Politika yapıcılar, tüm riskleri göz ardı etmeden yeni politikanın oluşumuna ve çıkış stratejisinin doğru zamanlamasına dikkat etmelidir (Atılğan, 2016: 262).

Kriz ihtiyati düzenleme ilkelerinin kökten gözden geçirilmesini de teşvik etmiştir. Makro ihtiyati politika araçları mevcut açıkları azaltmak için, ekonomik sorunlar ile ilgili kavramsal temellere ve erken uyarı göstergelerine uygun olarak ideal şekilde tasarlanmıştır (Joon-Ho Hahm ve diğerleri, 2012: 46). Makro ihtiyati politika araçları ile hedeflenen sonuçların elde edilmesi için, bu araçlar ile para ve maliye politikası araçlarının birlikte ve doğru zamanda kullanılması da gerekir. Ekonomide kredi artışının yaşandığını ve bu artışın sistemik riski yaratmaya başladığını düşünürsek, merkez bankasının zorunlu karşılıklara yöneldiği, BDDK'nın da sermaye yeterlilik oranlarının yüksek olması için önlem alınmasını istediği durumda; ekonomik büyüme önemli olsa da hükümetin kredi hacminin artışına yol açacak bir adım atmaması önem taşır. Örneğin, bankacılık ve sigortacılık işlemleri üzerinden aldığı vergi düşürülmemeli yani koordineli bir ilişki olmalıdır. Makro ihtiyati politika önlemleri ile para ve maliye politikası uygulamaları çelişkili sonuçlar yaratmamalıdır (Eğilmez, 2014).

Dünyada FED'in öncülüğünde yaşanan para politikasının normalleştirilmesine yönelik mevcut durum karşısında, krize karşı kullanılan araçların bu durumu sürekli kılıp kılmayacağı da merak konusudur. Normal şartlara dönüldüğünde sıfıra yakın faiz oranının halen potansiyel bir araç olarak kalıp kalmayacağı şeklinde soruların yanıtı da belirsizdir. Ekonomiler için önemli bir amaç olan finansal istikrara merkez bankalarının ne ölçüde dâhil olması gerektiği konusunda da henüz fikir birliğine varılmamıştır. FED ve ECB örnekleri ile merkez bankalarının krizden sonra iletişimlerinin değiştiği de görülmektedir. Mesela sözle

yönlendirme son zamanların öne çıkan araçlarından biri olmuştur. Ne ölçüde etkili olduğu ve daha sonra da vazgeçilmez bir araç olarak mı kullanılacağı merak konusudur. Ayrıca hükümet ve merkez ilişkilerinin, belki kriz sonrasında ülkeden ülkeye de farklılık gösteren bir doğada değişmiş olabilirken, bundan sonrasında daha hassas bir dengede olacağı da bir gerçektir (Karahan, 2016). Kriz sonrası ekonomi gündeminin önemli bir konusu haline gelen makro ihtiyati para politikalarının Türkiye'deki uygulamalarına bu bölümde değinilecektir.

5.4.1.1. Türkiye'de Uygulanan Makro İhtiyati Para Politikası Araçları

Kriz sonrası Türkiye şoklara karşı dayanıklılığı artıran tedbirlerin yanı sıra, sistemik risklere karşı uyguladığı makro ihtiyati politikalarla dünyada başarılı bir örnek olmuştur. Literatürde yer alan çalışmalardan elde edilen bulguların yanı sıra makroekonomik göstergelerdeki toparlanma bu sonucu desteklemektedir. İktisadi aktörlerin mali yapılarının güçlendirilerek, düzenleme ve denetleme faaliyetlerinin iyileştirilmesi de bu sürece katkı sağlamıştır (Eroğlu ve Kara, 2017b: 10).

Bu doğrultuda TCMB, politika metinlerinde 2010 yılının ortalarından itibaren küresel dengesizliklere dayanan makro finansal risklere giderek artan bir şekilde ağırlık vermeye başlamıştır. İç ve dış talepteki hızlı ayrışmanın hem kısa vadeli sermaye girişlerini hem de finansal istikrara ilişkin riskleri artırdığı belirtilerek bunun neden olduğu riskleri azaltabilmek için de alternatif politika araçlarının bir arada kullanılması gerektiği ifade edilmiştir. TCMB, artan makro finansal dengesizlikleri sınırlamak için, kısa vadeli sermaye girişlerini azaltma ve kredi genişlemesini yavaşlatma olarak iki ara hedef benimsemiştir. 2008 krizinin olumsuz etkilerine karşı başlatılan makro ihtiyati politikalar çerçevesinde uygulanan yeni para politikası araçları, fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı gözetilebilmeyi amaçlamaktadır. Bu doğrultuda TCMB, politika faizine ilaveten likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) gibi aktif para politikası araçlarının kullanılmasına karar vermiştir. Yeni politika stratejisi çerçevesinde; faiz koridorunu genişletme, politika faizinin tahmin edilebilirlik derecesini azaltma ve zorunlu karşılıkları arttırarak vadelere göre farklılaştırma gibi düzenlemeler tasarlanmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 8).

Makro ihtiyati araçlar, para politikasının uygulanmasında sağladığı esneklik ve finansal istikrara yönelik yaptığı katkı açısından son derece önem taşımaktadır. Bu kapsamda, Finansal İstikrar Komitesi ve BDDK'nın koordineli olarak uygulamaya koyduğu bazı düzenlemeler de şöyle sıralanabilir: (BDDK, 2014: 50-56).

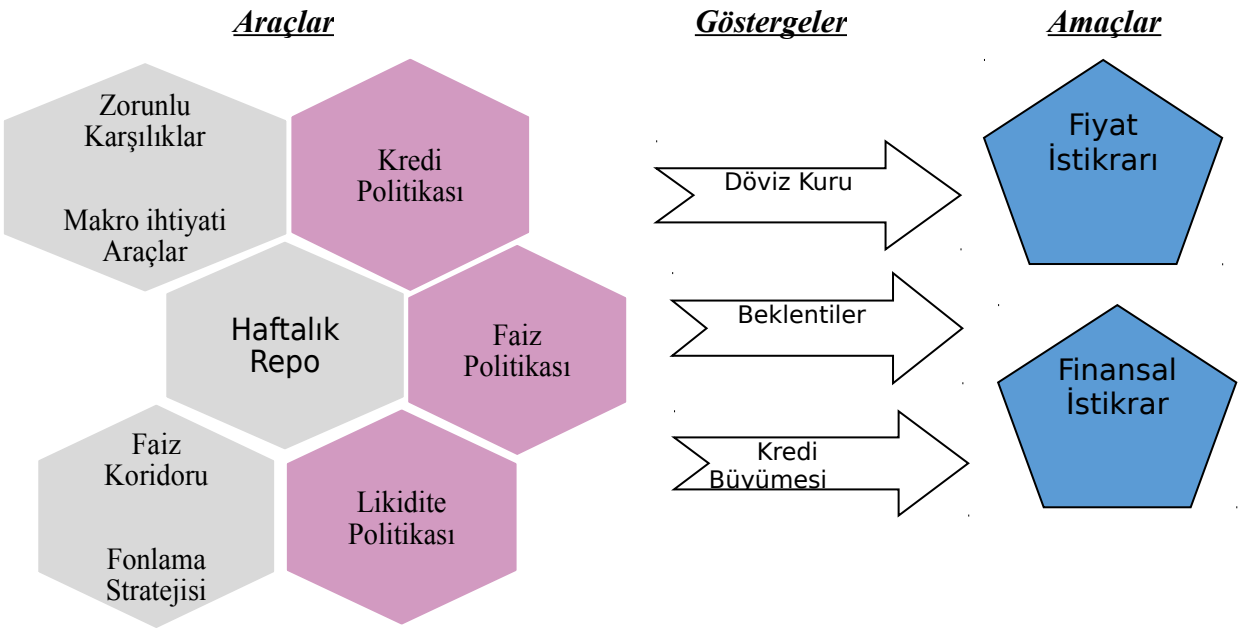
- Kredi kartı limitleri ile asgari ödeme oranlarının artırılması,
- Kredi kartı taksitlerine yönelik risk ağırlıklarının artırılması,
- Bireysel kredi kartlarının tüketici kredisi kapsamına girmesi,
- İhracat ve KOBİ kredileri için genel karşılık oranının azaltılması,
- Bankaların sermaye yeterliliği oranının ölçülmesine yönelik düzenlemeler,
- Taşıt kredilerinde bankaların daha yüksek oranda genel karşılık ayırması,
- Tüketici kredileri ile kredi kartlarında taksit sınırlaması ilişkin düzenleme,
- Taşıt kredilerine de kredi-değer oranının uygulanması,

- Basel III'e geçiş sürecinde yapılan uyumlaştırma çalışmalarına yönelik daha kapsamlı risk ölçümü uygulamaları getirilmesi ve bankaların risk yönetimine ilişkin kapasitelerinin sürekli olarak geliştirilmesi amaçlanmıştır.

TCMB'nin mevcut para politikası ile yeni politika yaklaşımına bakıldığında, standart enflasyon hedeflemesi rejimine göre amaçlar ve araçlar bağlamında büyük ölçüde geliştirilmiştir. Yeni rejimde fiyat istikrarı ana amaç ile eşgüdümlü bir şekilde finansal istikrara yönelik riskler de göz önünde bulundurulmuştur. Böylece para politikası hem yapısal hem de konjonktürel olarak birden fazla aracın kullanılmasını gerekli hale getirmiştir (Duramaz ve Dilber, 2015: 33).

Fiyat istikrarı ve finansal istikrarı birlikte gözeten yeni politika bileşimine yönelik olarak kullanılan ara hedefler ise kredi artış hacmi, döviz kuru ve cari açık ile onun finansman yöntemi olarak belirlenmiştir. Kredi politikaları zorunlu karşılıklar ve makro ihtiyati araçlar ile, faiz politikaları haftalık repo oranı ile, likidite politikaları ise faiz koridoru ve fonlama stratejisi araçları ile uygulanmaktadır. Kur, beklenti ve kredi kanalı da araçlar ve amaçlar arasında köprü görevi görmektedir.(Şekil 2)

Şekil 2: **Yeni Politika Tasarımı: Politika Araçları ve Aktarım Kanalları**



Kaynak: Kara, 2012: 10.

Hızlı büyüyen kredi ve döviz kurunun aşırı değerlenmesi, ekonomide kaynak dağılımını bozarak iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine neden olmakta ve makroekonomik istikrarı bozmaktadır. Sermaye akımlarındaki oynaklığı kontrol altına almak için kredilerin makul düzeyde olması ve döviz kurunun da istikrarlı olması önemlidir. Dolayısıyla TCMB'nin bu doğrultuda oluşturduğu finansal istikrara ilişkin araç kümesinde yer alan yeni politika araçlarından biri de zorunlu karşılıklardır.

Bankaların gelecekte karşılaşabilecekleri zorluklarda talep edip kullanabilmek için, topladıkları mevduatın ve diğer kaynakların merkez bankasının belirlediği oranda belirli bir

miktarını merkez bankasına yatırmak zorunda olmalarına zorunlu karşılıklar, bunun miktarını belirleyen orana ise zorunlu karşılık oranı denilmektedir. Karşılık oranını artırıp azaltan merkez bankasının, bankaların açabileceği kredinin miktarını ve maliyetini etkilemesine de karşılıklar politikası denir (Eğilmez, 2016). Yani zorunlu karşılıkların artırılması ya da azaltılması yoluyla kredi genişlemesi kontrol altına alınmaya çalışılmakta, mevduatların vadeleri uzatılarak likidite riski azaltılmaktadır.

Politika faizi tüm faiz oranlarını aynı yönde değiştirirken, zorunlu karşılıklar sadece belirli faiz oranlarının etkilenmesine yönelik kullanılabildiğinden dolayı zorunlu karşılıkların politika faizini tamamlayıcı bir rolü vardır. Zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını hızlandırmadan sıkılaştırıcı bir para politikası uygulamaya olanak verirken, mevcut konjonktürde TCMB için esneklik sağlayan elverişli bir araç niteliğindedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 7).

TCMB'nin Yol Haritasında belirlenen politikalar; (TCMB, 2015)

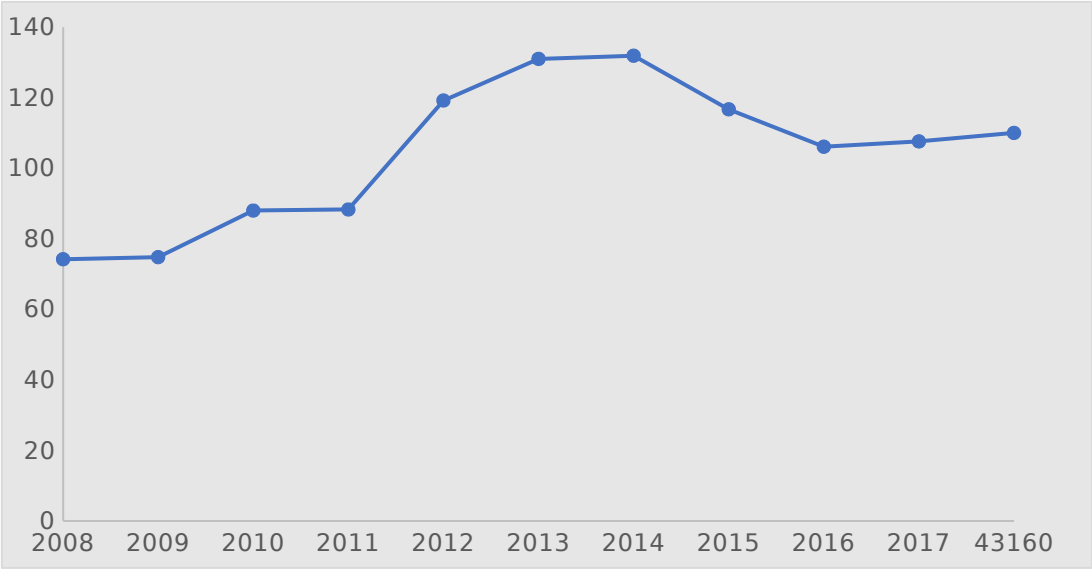
- Faiz ve Türk Lirası Likiditesi,
- Döviz Likiditesi,
- Finansal İstikrara Yönelik Politikalar

TCMB'nin Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz cinsinden tutulmasına olanak tanıyan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) uygulaması da sermaye akımlarında yaşanan dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltma açısından önem taşımaktadır. ROM, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltarak TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmek ve likidite yönetiminde bankalara daha fazla esneklik sağlamak için önemli bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. TCMB'de bankaların tutmak zorunda oldukları Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz (dolar ve/veya euro) ve standart altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir araçtır. Bankalar Türk lirası zorunlu karşılıkları tesis etmede esneklik kazanarak, isteğe bağlı olarak merkez bankasında döviz rezervi biriktirebilmektedir. Otomatik dengeleyici olarak ROM, sermaye akımlarının yurt içi piyasalarda yarattığı döviz kuru oynaklığını düşürerek faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltmaktadır. TCMB brüt döviz rezervlerini artırarak, kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığını da azaltır. Ayrıca diğer politika araçlarına ihtiyaç duyulmamasını da sağlamaktadır.

Bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini, yabancı para ve altın cinsinden tesis edebilmelerine yönelik olan bu imkânın hangi ölçüde kullanabileceği rezerv opsiyonu oranı ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise rezerv opsiyonu katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır (Çepni, 2015: 144).

ROM TCMB'nin brüt döviz rezervlerinde yıllar itibariyle artış sağlamıştır. Buna göre, 2008 yılında 74,2 milyar dolar olan döviz rezervi, 2013 yılında ROM'un etkisiyle 131 milyar dolara kadar çıkmış, 2016'da 106 milyar dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir. FED'in parasal genişlemeden çıkış patikasına gireceğini ilan etmesinin yanı sıra, Merkez Bankası verilerine göre Aralık 2014-Ağustos 2015 döneminde enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşebbüslerine yaptığı döviz satışlarının 9.23 milyar doları bulması gibi nedenlerle 2014 sonrası döviz rezervlerinde düşüş yaşanmıştır. (Şekil 3)

Şekil 3: TCMB Döviz Rezervleri (Altın Dahil) (Milyar $)



Kaynak: TCMB, http://evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi., (Erişim: 06.02.2017).

Bununla birlikte, ROM'un kullanılmaya başlanmasından itibaren bankaların zorunlu karşılık hesaplarında tuttukları TL tutarında düşüş olurken, TL zorunlu karşılıklar için getirdikleri döviz ve altın ile bankaların bilançolarındaki yabancı para zorunlu karşılık tutarları artmıştır. TCMB'nin ROK ile ilgili nasıl bir tepki fonksiyonu oluşturacağı ancak uygulamalar ile anlaşılabilir. Sermaye girişlerinin arttığı ve azaldığı durumlarda atılabilecek adımlar tam olarak birbirine de simetrik değildir. Yani bu imkânın tamamının kullanıldığı bir süreçte, sermaye girişlerinin azalması halinde bankalar gönüllü olarak bu imkândan daha az yararlanmaya başlayacaklardır. Dolayısıyla otomatik bir dengeleme mekanizması devrede olacaktır. Aksine sermaye girişlerinin hızlanması halinde de merkez bankasının daha fazla döviz rezervi tutulmasını teşvik etmesi beklenir.

Sermaye hareketlerine bağlı makro finansal riskleri kontrol altına almak için TCMB'nin 2010 yılının son çeyreğinden itibaren kullanmaya başladığı makro ihtiyati araçların etkinliğini analiz eden ampirik çalışmalar, genellikle bu araçların finansal istikrara katkı sağladığını ifade etmektedir (İlhan, 2015: 79). Örneğin Aysan, Fendoğlu ve Kılınç (2014), 46 ülkelik panel analizlerinde makro ihtiyati politikaların kullanılmasından sonra Türkiye'nin diğer ekonomilere göre sermaye hareketlerine karşı duyarlılığının azaldığını tespit etmişlerdir.

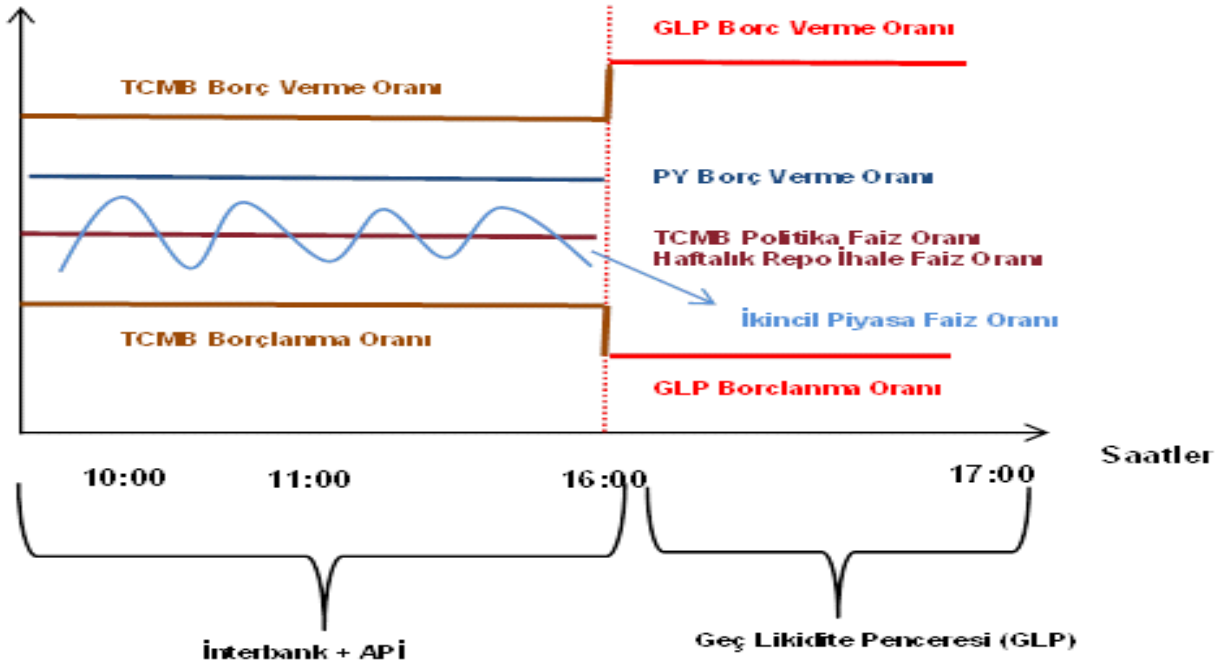
Şahin, Doğan ve Berument (2015), sermaye hareketlerindeki aşırılıklarla mücadelede ROM'un etkinliğini, 1992-2013 dönemini baz alarak etkileşimli vektör otoregresyon (IVAR) analizi ile ölçmüşlerdir. Sonuçlara göre, ROM'un tanımlanması ve artan kullanımı sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları sınırlamakta, sermaye hareketlerinin faiz oranı ve döviz kuru üzerindeki etkilerini de azaltmaktadır.

Oduncu, Akçelik ve Ermişoğlu (2013), yaptıkları çalışmada bu aracın döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisini GARCH modeli kullanarak incelemişlerdir. Sonuçlar ROM'un döviz kuru oynaklığını azaltmada belirgin bir etkisinin olduğunu göstermiştir. ROM, TCMB'ye özgü bir araç olup bankacılık sisteminin döviz rezervi yönetimini desteklemeyi, Türkiye'nin makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki aşırı sermaye akışına yönelik dalgalanmaların olumsuz etkilerini sınırlamayı amaçlamaktadır. Diğer faktörler kontrol altına alındığında, ROM Türk lirasının oynaklığını azaltma da etkili olan önemli bir araçtır. Bu

nedenle bankacılık sisteminin likidite yönetiminin desteklenmesinde, TCMB döviz rezervlerinin artmasında etkili bir politika aracı olmanın yanında, Türkiye'deki finansal istikrara da olumlu katkı yaptığı söylenebilir.

Piyasadaki faizleri ve likidite düzeyini etkilemeye çalışan TCMB, birtakım araçları da bu yönde kullanır. Piyasada ihtiyacı olanlara kısa vadeli (günlük veya haftalık) likidite bu araçlar ile sağlanmakta, fon fazlası olanlardan gecelik vadede borç alınabilmektedir. TCMB'nin bankalardan gecelik vadede borçlanabileceği ve borç verebileceği faiz düzeylerinin arasında kalan alana ise "faiz koridoru" denilmektedir. Ayrıca TCMB, bir hafta vadeli repo aracılığıyla da bankalara fonlama yapmakta miktar ihalesi ile yapılan bir haftalık reponun faiz oranı ve faiz koridoru Para Politikası Kurulu toplantısında görüşülerek kamuoyuna ilan edilmektedir (Kara, 2012).

Şekil 4: TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı (Faiz Koridoru)



Kaynak: Kara, Haziran 2012: 8.

Şekil 4'de, TCMB gözetiminde 10:00-16:00 saatleri arasında gerçekleştirilen İnterbank ve Açık Piyasa İşlemlerinde faiz koridorunun tabanı "TCMB borçlanma oranı", tavanı da "TCMB borç verme oranı" olarak görülmektedir. Bankalara fonlama, TCMB'nin ilan ettiği faiz koridorunun arasında asimetrik olarak yer alan "1 hafta vadeli repo" aracılığıyla da yapılabilmektedir. Bir haftalık vadede yapılan fonlamanın miktarı günlük olarak değiştirilmektedir. Böylelikle yine faiz koridoru içerisinde olacak şekilde ikincil piyasada oluşan faizin seviyesi günlük olarak ayarlanabilmektedir. Yani, likidite operasyonları ile kısa vadeli piyasa faizi koridor içerisinde istenen seviyelerde oluşabilmektedir (Kara, 2012: 8).

TCMB'nin, hesaplarını kapatabilmek için gecelik olarak borç almak veya ellerinde kalan paraları gecelik olarak borç vermek isteyen bankalara uyguladığı bu faiz gecelik faiz, fonlama faizi ya da koridor faizi olarak çeşitli şekilde adlandırılır. TCMB, bu araçla ikincil piyasada

oluşan kısa vadeli faiz oranlarını, döviz kurlarını ve kredilerin büyüme hızını etkileyebilmektedir (Eğilmez, 2012).

2008 Küresel Kriz sonrası merkez bankaları miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü gibi çeşitli geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına yönelmiştir. Gelişmiş ülkelerin uyguladıkları bu politikalar, gelişmekte olan ülke faizlerinin küresel para politikası gelişmelerine daha duyarlı hale gelmelerine yol açmıştır. TCMB de kredi genişlemesi, ekonomik belirsizlikler ve sermaye akımlarındaki dalgalanmaların olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik olarak Aralık 2010 itibariyle faiz koridorunu, 2011 Eylül'de ROM'u uygulamaya başlamıştır (Oktay, 2015). Zorunlu karşılıkları daha etkin şekilde kullanmaya yönelik öncelikle karşılıklara faiz ödenmesine son vermiş, likidite yönetiminin daha aktif olabilmesi için de operasyonel çerçevede değişiklik yapmıştır (Başçı ve Kara, 2007: 5). Aynı koridor parametreleri ile farklı para politikası duruşu sağlayabilen TCMB'nin sadece açıkladığı resmi koridor parametrelerinin değil, fonlama kompozisyonuna göre değişen fiili faizlerin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir (Binici, Kara ve Özlü, 2016: 11).

Merkez bankalarının para politikası uygulamalarının nihai uygulaması olan likidite yönetiminin etkinliği, uygun ve zamanlaması doğru likidite tahminleriyle önemli ölçüde ilişkilidir. Bu kapsamda merkez bankaları, başta bankalar olmak üzere piyasa aktörlerinin görüş ve önerilerini paylaşarak etkin bir likidite yönetimi sağlayabilirler.

TCMB, likidite yönetiminin genel çerçevesini belirlerken şu amaçlara yoğunlaşmaktadır: (TCMB, 2016 Yılı Para ve Kur Politikası).

- Kısa vadeli faiz oranlarının Kurul'un belirlediği faiz koridoru içerisinde oluşmasının sağlanması,
- Etkin bir likidite yönetimi ile para piyasalarının istikrarlı çalışmasının sağlanması,
- Ödeme sistemlerinin sağlıklı çalışmasının temini,
- Kullanılan araçların para politikasının etkinliğine destek olması,
- Operasyonel yapının piyasalarda yaşanabilecek olağan dışı gelişmelere karşı esnek bir yapıda olmasıdır. Bu kapsamda, piyasadaki likidite düzeyi ve likiditenin sistem içerisindeki dağılımı konularına da önem verilmektedir.

Merkez Bankası'nın yoğun döviz alışları nedeniyle oluşan likidite fazlası Mayıs 2008'e kadar, sonrasında başlayan likidite sıkışıklığı da 2008 yılının sonuna kadar devam etmiştir. TCMB 2008 yılına kadar olan fazla likiditeyi TL depo işlemleri ve ters repo işlemleri ile gecelik vadede piyasadan çekmiş, daha sonraki likidite ihtiyacını da bir hafta vadeli repo ihaleleri ile karşılamıştır.

TCMB'nin döviz zorunlu karşılıkları düşürmesi, TL cinsinden tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulabilecek olan bölümünü artırması, döviz satım ihalesi gibi uygulamaları döviz likiditesinin artırılmasına dönük yapılmaktadır. Ancak bu adımlar ile sağlanan döviz likiditesi fazlası ancak açığı gidermeye çalışmakla sınırlı kalmaktadır. Likidite sorununun çözülememesi döviz kurunun kontrol edilmesini daha güç hale getirmektedir. Kur istikrarının önemli bir koşulu, likidite dengesini sağlayarak yönetimini doğru ve etkin bir şekilde yapabilmektir.

Araçların etkinliğine ilişkin sonuçların kısıtlı olmasının yanı sıra, TCMB'nin uyguladığı mevcut politika uygulamalarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin görülmesi elbette zaman almaktadır. Ayrıca makro ihtiyati politikaların politik baskılara maruz kalması da mekanizmanın etkili çalışmasını engelleyebilmektedir. Merkez bankalarının bağımsız

hareket ederek uygulamaları gereken politikaların etkin olmaları konusunda sağlıklı tespitler yapabilmek için; para politikası araçlarının doğru seçimi ve etki kanalları kadar kamuoyu ile aktif bir iletişim politikasının izlenmesi önem taşımaktadır (Eroğlu ve Kara, 2017: 21).

5.5. Genel Değerlendirme

Makro sistemin bütünselliği içerisinde ele alınması gereken para politikaları temelde uzun bir evrim geçirmiştir. Para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya yönelik etkili şekilde kullanılması da bu evrimin önemli aşaması olmuştur. Dünyada birçok ülke merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. 2008 Küresel Finans Krizi öncesinde dünyada uygulanan para politikaları fiyat istikrarına yoğunlaşmıştır. Ancak kriz sonrası ekonomide istikrarın sadece fiyat istikrarı ile sağlanamayacağı anlaşılmış, TCMB dahil merkez bankalarının finansal istikrarı da gözetmesi gerekliliği doğmuştur.

Kriz döneminde dünyada yaşanan sistemik risk ve belirsizlik ortamı ile beraber merkez bankaları çeşitli alternatif politikaları uygulamaya yönelmiştir. Bu kapsamda geniş bir araç setinden oluşan ve para politikasını destekleyerek finansal sistemin sağlam bir yapıya kavuşmasını amaçlayan makro ihtiyati politikalar ön plana çıkmıştır. Bu politikalar ülkelerin finans piyasalarının yapısına, yapısal ve kurumsal özelliklerine göre farklılık göstermektedir. Uzun bir geçmişe sahip olan ancak kriz sonrası etkili şekilde kullanılmaya başlanan makro ihtiyati politika araçları, geleneksel makroekonomik politikaları tamamlayıcı nitelik taşımaktadır. Kriz sürecinin olumsuz etkilerini azaltmada oldukça başarılı olan bu araçlara ilişkin yapılan çalışmaların çoğu da finansal istikrarı sağlama konusunda etkili olduklarını göstermektedir. Bu kapsamda kredi büyümesini sınırlandırma, kur ve sermaye hareketlerindeki oynaklıkları azaltmayı amaçlayan TCMB'ye özgü geleneksel olmayan politika araçları, krizin etkilerini azaltmada bankanın politikalarına esneklik ve ekonomiye ivme kazandırmıştır. Aynı zamanda birçok ülke için de örnek teşkil etmiştir.

Ancak krizin etkilerinin hafiflemeye başlamasının ardından bu araçların amaçlarına ulaşma konusunda aynı istikrarı gösteremediği görülmüştür. Merkez bankasının fiyat istikrarı hedefinden daha ziyade büyümeye yoğunlaşan politikaları da eleştirilmesine dayanak olmuştur. Finansal sistemin içerisinde bulunduğu koşullara göre şekillenen para politikaları özellikle gelişmekte olan ülkelerde küresel risklere karşı daha duyarlı olmaktadır. Örneğin, TCMB'nin Kasım 2017 Finansal İstikrar Raporu'nda vurguladığı gibi; gelişmiş ülkelerde para politikasının seyri, küresel jeopolitik riskler ve Euro Bölgesi genelindeki siyasi gelişmeler finansal sistem için olası kırılganlık unsurları arasında olmaya devam etmektedir. Bu kırılganlığın etkilerinin azaltılması, Türkiye'nin üretime dayalı sağlıklı bir büyüme modelini benimsemesi, para ve maliye politikalarını da bu doğrultuda uygulaması bir zorunluluk haline gelmiştir.

Merkez bankaları ve para politikalarına ilişkin kararları, yaşanabilecek olası kriz dönemlerinde ekonomiye büyük ölçüde yön vermektedir. Bu kararlar, finansal sistemin aktörlerinin kararlarına ve hatta toplumun refahına etki etmektedir. Ekonomideki rolleri son yıllarda değişen ve sorumlulukları artan merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının başarılı ve etkin sonuçlar vermesi için; doğru araçların seçimi, kurumlar arası iş birliği ve kamuoyu ile aktif bir iletişimin daimî olması önemlidir. Ancak para politikaları ile merkez bankalarının tek başına ekonomide istikrarı sağlaması mümkün değildir. Mevcut durumda iyi tasarlanmış maliye politikalarının da süratli ve etkin bir şekilde kullanılması gerekmektedir.

Kaynaklar

Dergiler

AGUR, ITAI, Maria DEMERTZIS, (2015), "Will Macroprudential Policy Counteract Monetary Policy's Effects on Financial Stability?", *IMF Working Paper*, WP/15/283.

AKİNCİ, Ozge, OLMSTEAD-RUMSEY, Jane, (2015), "How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation", *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, No:1136.

ARICAN, Erişah ve Güçlü OKAY, (2014), "Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği", *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, Cilt:1, Sayı:1, ss.1-50.

ATILĞAN, Mustafa Harun, (2016), "Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar", *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:6, Sayı:2.

BALMUMCU, Özgür, (2013), "Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları", *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, Cilt:4, Sayı:2.

BARRO, Robert J., (1978), "Unanticipated Money Output and the Price Level in the United States", *Journal of Political Economy*, Vol:86, No:4, ss.549-580.

BERNANKE, Ben S., (1993), "Credit in the Macroeconomy", *Federal Reserve Bank of Newyork Quarterly Review*, Vol:18, No:1.

BERNANKE, Ben S., (2013), "Communication and Monetary Policy", At the National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington, D.C.

BORIO, Claudio, Philip LOWE, (2002), "Asset Prices Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Papers*, No:114.

BORIO, Claudio, (2003), "Towards a Macroprudential Framework For Financial Supervision and Regulation?", *BIS Working Papers*, Monetary and Economic Department, No:128.

CENGİZ, Vedat, (2009), "Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:33, ss.226-247.

CERUTTİ, Eugenio, Stijn CLAESSENS ve Luc LAEVEN, "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence", IMF Working Paper, WP/15/61, March 2015, **s.24.**

COŞKUN, Yener, (2012), "Repo ve Ters Repo Düzenlemeleri: Banker Krizi Sonrası Ortaya Çıkışı ve Finansal Başarısızlık Dersleri Işığında Politika Önerileri", *Business and Economics Research Journal*, Vol:3, No:1, ss.59-90.

DOĞAN, Seyhun ve Çiğdem Börke TUNALI, (2011), "Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt:61, Sayı:2, ss.51-81.

DURAMAZ, Selim ve İlkay DİLBER, (2015), "Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış", *Maliye Araştırmaları Dergisi*, Cilt:1, Sayı:1, Yıl:1.

ERDOĞAN, Seyfettin ve Durmuş Çağrı YILDIRIM, "Türkiye'de Döviz Kuru kanalının İşleyişi: VAR Modeli ile Bir Analiz", *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:39, Ekim 2008, ss.95-108.

ERGEÇ, Etem Hakan, (2009), "Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:10, Sayı:2, ss.65-90.

EROĞLU, İlhan ve Nadir EROĞLU, (2012), "Monetary Transmission Channels and An Assessment Within the Framework of the 2008 Global Financial Crisis", African Journal of Business Management, *Full Length Research Paper*, Vol:6, No:29, ss.8554-8563.

EROĞLU, Nadir ve Funda KARA, (2017a), Türkiye'de Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin VAR Analizi ile İncelenmesi, *İstanbul İktisat Dergisi*, 67(2), ss.59-88.

EROĞLU, Nadir ve Funda KARA, (2017b). "Macro Prudential Monetary Policy Tools and An Overview of Turkey Practice*", Finance & Banking Studies IJFBS*, Vol:6, No:2, Special Issue, ISSN: 2147-4486, ss.60-69.

ERSOY, Hicabi ve Gökhan IŞIL, "Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri", *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimleri Dergisi,* 15. Yıl Özel Sayısı, Bahar 2016/1, ss.349-374.

FONTANA, Giuseppe, (2006), "The 'New Consensus' View of Monetary Policy: A New Wicksellian Connection?", *The Levy Economics Institute Working Paper,* No:476, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_476.pdf., (Erişim: 14.04.2018).

GALATI, Gabriele ve Richhild MOESSNER, (2011), "Macroprudential Policy - A Literature Review", *BIS Working Papers,* No:337.

GALATI, Gabriele ve Richhild MOESSNER, (2014), "What Do We Know About The Effects Of Macroprudential Policy?", *DNB Working Paper*, No:440.

HAHM, Joon-Ho, Frederic S. MISHKIN, Hyun Song SHIN ve Kwanho SHIN, "Macroprudential Policies in Open Emerging Economies", *NBER Working Paper,* No:17780, National Bureau of Economic Research, January 2012, ss.1-60.

HANSON, Samuel, Anil KASHYAP ve Jeremy STEIN, (2011), "A Macroprudential Approach to Financial Regulation", *Journal of Economic Perspectives*, Vol:25, No:1.

HUBBARD, R. Glenn, (1995), "Is There a 'Credit Channel' for Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, Vol:77, No:3, ss.63-77.

İLHAN, Ali, (2015), "Makro İhtiyati Politikaların Genel Çerçevesi", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt:52, Sayı:608.

İNAN, Emre Alpan, (2011), "Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye", *Bankacılar Dergisi*, Sayı:39, ss.3-20.

OLİVİER, Jeanne, (2014), "Macroprudential Policies in a Global Perspective", *NBER Working Paper*, No:19967, National Bureau Of Economic Research, March 2014.

LIM, C., F. COLUMBA, A. COSTA, P. KONGSAMUT, A. OTANI, M. SAIYID, T. WEZEL, and X. WU, (2011), "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", *IMF Working Paper*, WP/11/238.

OKTAR, Suat ve Levent DALYANCI, (2012), "Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: XXXII, Sayı: I, ss.1-18.

PEERSMAN, Gert, (2001), "The Transmission of Monetary Policy In The Euro Area: Implications For The European Central Bank", *Universiteit Gent*, Department of Economics and Business Administration.

SCHINASI, Garry J., (2003), "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets", *IMF Working Paper*, No: 03/121, Washington, DC., ss.1-17.

SCHINASI, Garry J., (2004), "Defining Financial Stability", *IMF Working Paper,* WP/04/187, ss.1-18.

ŞİMŞEK, Lütfü, (2012), "TCMB'nin Finansal İstikrarla İmtihanı", *Tekirdağ S.M.M.M. Odası Sosyal Bilimler Dergisi,* Sayı:1, http://www.tsmmmososyalbilimler.org/upload/files/SAYI1/2-TCMB_F_NS_ISTR IMTHN. pdf., (Erişim: 10.03.2018).

YELLEN, Janet L. "Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-Crisis World", Board of Governors of the Federal Reserve System at the Annual Meeting of the National Association for Business Economics, Denver Colorado, October 2010, ss.1-23.

YÜCEMEMİŞ, Başak Tanınmış, Ufuk ALKAN ve Canan DAĞIDIR, (2015), "Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi"*, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt:7, Sayı:13, ss.449-478.

Kitaplar

AKHTAR, M. A., (1997), "Understanding Open Market Operations", *Federal Reserve Bank Of New York*, Public Information Department.

AKTAN, Coşkun Can, Utku UTKULU ve Selahattin TOGAY, (1998), *"Nasıl Bir Para Sistemi*", İstanbul: İMKB Yayını (adlı eserden alıntı), "Para Politikasının Uygulanma Süreci ve Para Politikası Uygulamalarına İlişkin Ana Tartışmalar", www.canaktan.org/ekonomi/anayasal./aktan-utkuluparapolitikası.htm., (Erişim:25.02. 2016).

BISHOP, Matthew, (2013), *"A'dan Z'ye Ekonomi Sözlüğü",* Çev: Şeyma Akın, Bahadır Akın ve Ceren Yıldız, The Economist, Adres Yayınları.

ÇEPNİ, Elif, (2015), Ekonomik ve Finansal Göstergeler Rehberi. Güncellenmiş 7.Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

EĞİLMEZ, Mahfi, Ercan KUMCU, (2004), Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması. Yenilenmiş 18.Basım, Remzi Kitabevi.

GRAY, Simon ve Glenn HOGGARTH, (1996), Introduction to Monetary Operations, London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No:10.

MILLER, Roger LeRoy, Robert W. PULSİNELLİ, (1989), "*Modern Money and Banking*". USA: McGraw-Hill Pub., 2nd edition, 1989.

MISHKIN, Frederic S., (2004), "*The Economics of Money Banking, and Financial Markets*". 7th ed. Pearson The Addison-Wesley, Columbia University, 2004.

ORHAN, Osman Z., Seyfettin ERDOĞAN, (2013), *"Para Politikası"*, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.

PARASIZ, İlker, (1986), "*Para Politikası Monetarist Keynesyen Tartışması*", Bursa: Haşet Kitabevi Yayınları, No:1.

PARASIZ, İlker, (2011), "*Merkez Bankacılığı ve Para Politikası*". 1.Baskı, Ezgi Kitabevi.

PAYA, Merih, (2013), "*Para Teorisi ve Para Politikası"*. Güncellenmiş 6.Baskı, Türkmen Kitabevi.

SARACOĞLU, Rüşdü, (1990), "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Parasal Programı Hakkında Dr. Rüşdü Saraçoğlu Tarafından Verilen Brifing Metni", TCMB Başbakanlık Özel Bürosu, Ankara.

SIKLOS, Pierre L., (2002), "The Changing Face of Central Banking", Evolutinary Trends Since World War II, *Cambridge University Press UK*, ss.1-20.

ÜNSAL, Erdal M., (2011), Makro İktisat, Genişletilmiş 9.Baskı. Ankara: İmaj Yayıncılık.

Kitap Bölümü

GÜNDÜZ, Lokman, (2015), "Finansal İstikrarsızlığın İstikrarı ve Merkez Bankaları", *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan*, Ed: Nadir EROĞLU, İlhan EROĞLU ve Halil İbrahim AYDIN, Ankara: Orion Kitabevi, ss. 617-628.

KOZANOĞLU, Hayri, Yusuf AYTÜRK, (2015), "Finansallaşma Küresel Gelir Adaletsizliği ve 2008 Krizi", *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan,* Ed: Nadir EROĞLU, İlhan EROĞLU ve Halil İbrahim AYDIN, Ankara: Orion Kitabevi, ss.303-322.

SAPİR, André, (2014), "Europe's Macroprudential Policy Framework in Light of the Banking Union", *Macroprudentialism*, Ed: Dirk SCHOENMAKER, CEPR Press, A VoxEU.org eBook, ss.161-170.

SARILI, Selin, (2016), "Bankacılık Sisteminde Kamu Otoritelerinin Yeri", *Küresel Kriz Sonrası Gelişmeler Işığında Bankacılığın Temelleri*, Ed: Aysel GÜNDOĞDU, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık, ss.123-174.

Tezler

BÖCÜOĞLU, Mehmet Emin, (2015), "*Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi*", TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara.

ÖZCAN, Serkan, (2006), Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mayıs 2006.

İnternet Kaynakları

ALPER, Koray ve S. Tolga TİRYAKİ, (2011), "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı: 2011-08.

ALTUĞ, Sumru, (2015), "Dünyada ve Türkiye'de Dünyada ve Türkiye'de Enflasyon Dinamikleri", Koç Üniversitesi CEPR ve KU-TUSİAD EAF, http://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.t/files/2015-04-10_sumru_altug presentation.pdf., (Erişim: 24.11.2016)

AYSAN, Ahmet Faruk, Salih FENDOĞLU ve Mustafa KILINÇ, (2014), "Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey", *TCMB Working Paper,* No: 14/03.

BAŞÇI, Erdem ve Hakan KARA, (Mayıs 2011), "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *TCMB Çalışma Tebliği*, No: 11/8, ss.1-18.

BDDK, Basın Duyurusu, Sayı: 2013/13, 26.11.2013.

BİNİCİ, Mahir, Hakan KARA ve Pınar ÖZLÜ, (2016), "Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular", *TCMB Çalışma Tebliği*, No:16/08.

Bizim Menkul Değerler A.Ş. Özel Çalışma, "Merkez Bankalarının Para Politikası Tercihleri ve Yakın Geleceğe Yönelik Projeksiyonlar", 13.01.2015, http://docplayer.biz.tr/954125-Merkez-bankalarinin-para-politikasi-tercihleri-ve-yakin-gelecege-yonelik-projeksiyonlar.html. (Erişim:04.08.2016)

BORDO, Michael D. (2007), "A Brief History of Central Banks", *Federal Reserve Bank of Cleveland*, file:///C:/Users/fkara/Downloads/ec%2020071201%20a%20brief%20history%20 of%20central%20banks%20pdf.pdf., (Erişim: 07.03.2018).

EĞİLMEZ, Mahfi, (2012) "Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları", Kendime Yazılar, www.mahfiegilmezcom/2012/09/guncel-para-politikas.html., (Erişim:25.02.2016)

EĞİLMEZ, Mahfi, (2014), "Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması", Kendime Yazılar, http://www.mahfiegilmez.com/20914/11/makro-ihtiyati-politikalar-ve-turkiye.html., (Erişim: 14.10.2016)

EĞİLMEZ, Mahfi, (2015), "Fed'in Faiz Artırmasının Olası Etkileri", Kendime Yazılar, http://www.mahfiegilmez.com/2015/12/fedin-faiz-artrmasnn-olas-etkileri.html.,(Erişim: 24.11.2016).

EĞİLMEZ, Mahfi, (2016), "Zorunlu Karşılıklar Niçin İndirildi?", Kendime Yazılar, 10.08.2016, http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/merkez-bankas-zorunlu-karslk-oranlarn.html., (Erişim: 04.01.2017).

IMF Country Report, (2016), No:16/105, http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43873.0., (Erişim: 15.01.2018).

KARA, A. Hakan, (2012), "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", *TCMB Çalışma Tebliği*, No:12/17.

KARAHAN, Hatice, (2016), "İhtiyaçtan Mütevellit Politika İcatları", *Seta Analiz,* http://www.setav.org/ihtiyactan-mutevellit-politika-icatlari/., (Erişim: 21.11.2016)

KUMCU, Ercan, (2014), "Makro İhtiyati Önlemler", *Bloomberg HT*, http://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/ercan-kumcu/1644391-makro-ihtiyati-onlemler/., (Erişim: 21.11.2016)

ODUNCU, Arif, Yasin AKÇELİK ve Ergun ERMİŞOĞLU, (2013), "Reserve Options Mechanism and FX Volatility", *TCMB Working Paper*, No:13/03.

OKTAY, Selçuk, (2015), "Para Politikasında Yeni Dönem", *Business HT*, http://www.businessht.com.tr//piyasalar/haber/1109187-merkezden-tarihi-bir-donemec., (Erişim: 21.11.2016)

ÖZATAY, Fatih, (14.02.2012), "Finansal İstikrar Komitesi", Radikal. http://www.radikal.com.tr/yazarlar/fatih-ozatay/finansal-istikrar-komitesi-1078667/., (Erişim: 09.03.2018).

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, "Finansal İstikrar Komitesi", https://www.hazine.gov.tr/trTR/Sayfalar/Gorevlerimiz-Finansal-Istikrar-Komitesi?nm=924. (Erişim: 08.11.2016)

TCMB, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+ Politikasi/. (Erişim: 05.03.2018)

TCMB,http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Genel+Bakis., (Erişim Tarihi: 16.03.2018)

TCMB,http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Tarihce/., (Erişim Tarihi: 19.03.2018)

TCMB, Açık Piyasa İşlemleri, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/piyasalar/acik+piyasa+islemleri., (Erişim: 26.08.2016).

TCMB, (2007), Bülten, "Parasal Aktarım Mekanizması", Ankara, Sayı:6.

TCMB, (2008), "Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası", ss.1-26.

TCMB, (2013), "Parasal Aktarım Mekanizması".

TCMB, (2014), Bülten "Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması", Sayı:35.

TCMB, (2014), Bülten, "Ödeme Sistemleri ve Türkiye'de Ödeme Sistemleri", Sayı:36.

TCMB, (2015), "Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası", Para ve Kur Politikası Metinleri, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2015/DUY2015-YolHarita. (Erişim: 20.08.2016).

TCMB, (2015), "2016 Yılı Para ve Kur Politikası".

TCMB, "Merkez Bankası Rezervleri", http://evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi., (Erişim: 06.02.2017).

TURHAN, İbrahim M. ve Nihat GÜMÜŞ, (2014), "Türkiye'de Parasal Aktarım Kanallarının İşleyişi ve Karşılaştırmalı Analizi", http://www.ibrahimturhan.com/yayınlar/turkiye-de-parasal-aktarim-kanallarinin-isleyisi-vekarsilastirmali-analizi-ibrahim-turhan-kas%C4%B1m-2014.pdf., ss.1-26.

VİÑALS, José, (2010), "Central Banking Lessons From The Crisis", IMF, Prepared by the Monetary and Capital Markets Department, ss.1-42.

http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2017/DUY2017-06. (Erişim: 10.02.2017)